

Teil I – Grundlagen

1. Wesen von Akquisitionen und Fusionen

Unternehmenszusammenschlüsse in Form von Akquisitionen und Fusionen sind wichtige Instrumente der Unternehmensentwicklung. Im Gegensatz zur langsamen und kontinuierlichen Entwicklung durch internes, »organisches« Wachstum können Unternehmensleitungen durch Zusammenschlüsse eine sprunghafte Veränderung von Struktur und Größe ihrer Unternehmung erreichen. Akquisitionen und Fusionen sind ein sehr facettenreiches Phänomen. Um einen ersten, systematischen Überblick über dieses Phänomen zu erhalten, erläutern wir im nun folgenden ersten Kapitel grundlegende Begriffe sowie die wichtigsten Formen und Eigenschaften von Akquisitionen und Fusionen. Im Einzelnen diskutieren wir die folgenden Fragen:

- Was versteht man unter den Begriffen »Akquisition« und »Fusion« und wie sind Akquisitionen und Fusionen von anderen Formen von Unternehmenszusammenschlüssen abzugrenzen?
- Welche Formen von Akquisitionen und Fusionen gibt es?
- Welche Gestaltungsmerkmale sind zu beobachten?
- Welche Akteure sind am M&A-Prozess beteiligt?

1.1 Abgrenzung von Akquisitionen und Fusionen von anderen Unternehmenszusammenschlüssen

Akquisitionen und Fusionen sind Formen von Unternehmenszusammenschlüssen. Der Begriff des Unternehmenszusammenschlusses bezeichnet die Verbindung von bisher rechtlich und wirtschaftlich selbständigen Unternehmen, wobei die Autonomie mindestens eines der beteiligten Unternehmen eingeschränkt oder vollkommen aufgegeben wird. Die Zusammenschlüsse können verschiedene Zwecke erfüllen; unter anderem können Unternehmen auf diese Weise Kompetenzen oder Risiken teilen sowie Größendegressionseffekte ausnutzen. Mit den Motiven für Zusammenschlüsse werden wir uns genauer in Kapitel 3 auseinander setzen.

In der Realität gibt es viele unterschiedliche Formen von Unternehmenszusammenschlüssen. Es ist daher in der Literatur üblich, Unternehmenszusammenschlüsse nach bestimmten Kriterien zu klassifizieren. Als eines der wichtigsten Kriterien gilt die Bindungsintensität. Diese beschreibt den Grad der Einschränkung der wirtschaftlichen Selbständigkeit der am Zusammenschluss beteiligten Unternehmen. Bleiben die Partner wirtschaftlich weitgehend selbständig, wird von **Unternehmenskooperationen** gesprochen. Es gibt ein breites Spektrum von Kooperationsformen, das von der Mitgliedschaft

in Verbänden über sogenannte Strategische Allianzen bis hin zu Joint Ventures (Gemeinschaftsunternehmen) reicht. In Kapitel 14 dieses Buchs gehen wir genauer auf die verschiedenen Formen und das Management von Unternehmenskooperationen ein.

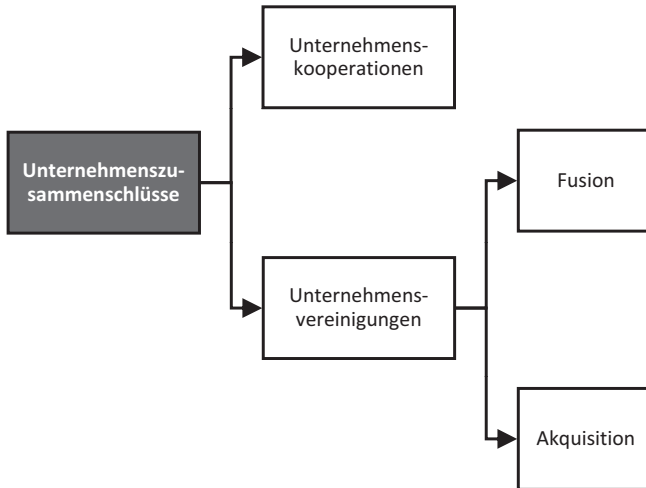


Abb. 1-1 Formen von Unternehmenszusammenschlüssen (Quelle: Pausenberger (1989), S. 625)

Führen Unternehmenszusammenschlüsse zum Verlust der wirtschaftlichen Selbständigkeit mindestens eines beteiligten Unternehmens, wird von **Unternehmensvereinigungen** gesprochen. Wie in Abbildung 1 dargestellt, können Unternehmensvereinigungen weiter in Akquisitionen und Fusionen untergliedert werden. Diese Begriffe sind für die weiteren Ausführungen in diesem Buch von zentraler Bedeutung; sie werden daher in den folgenden beiden Abschnitten genauer erläutert. Zuvor möchten wir jedoch kurz auf das aus dem anglo-amerikanischen Sprachgebrauch stammende Begriffspaar »Mergers & Acquisitions« (M&A) eingehen, das vielfach auch im Deutschen verwendet wird. Eine allgemeingültige Definition des Begriffspaares gibt es nicht. Zum Teil werden die Begriffe »Mergers« und »Acquisitions« synonym oder überschneidend mit angrenzenden und verwandten Begriffen genutzt. Teilweise wird das Begriffspaar – oder auch einfach nur die Abkürzung »M&A« – ohne genaue Abgrenzung allgemein zur Bezeichnung von Unternehmenszusammenschlüssen herangezogen (Pausenberger 1989). In diesem Buch werden wir daher den Gebrauch der unscharfen Begriffe »Mergers & Acquisitions« in der Regel vermeiden und stattdessen – jeweils klar definiert – die deutschen Begriffe »Akquisition« oder »Fusion« verwenden. Ausnahmen machen wir dort, wo sich die Anglizismen »Mergers & Acquisitions« bzw. die Abkürzung M&A in der deutschen Fachsprache bereits weitgehend durchgesetzt hat (z.B. »Markt für M&A«, »M&A-Transaktionen«, »M&A-Berater«).

1.1.1 Begriff der Akquisition

Eine Akquisition (synonym: Übernahme) bezeichnet den Erwerb der Kontrolle über ein bereits bestehendes, zuvor unabhängiges Unternehmen.¹ Wie wir in Kapitel 2 genauer erläutern werden, sind Akquisitionen eine Form des Unternehmenswachstums. Im Gegensatz zum internen Wachstum, bei dem die bestehenden Produktionskapazitäten eines Unternehmens durch den Einsatz zusätzlicher Mitarbeiter und Produktionsmittel ausgeweitet werden, erwirbt man durch eine Akquisition bereits existierende Faktorkombinationen – man spricht von externem Wachstum. Akquisitionen führen daher auch nicht zu einem Wachstum auf gesamtgesellschaftlicher Ebene; es werden (zunächst) keine neuen Produktionspotentiale oder Arbeitsplätze geschaffen, sondern es kommt zu einer Umverteilung des Eigentums an bestehenden Potentialen.

Akquisitionen führen zum Verlust der wirtschaftlichen Selbständigkeit des Zielunternehmens, der Herrschaftsbereich des übernehmenden Unternehmens wird ausgedehnt: Unternehmen A erwirbt die Kontrolle über Unternehmen B. Die Übernahme rechtlich selbständiger Unternehmen wird in der Regel über den Erwerb der Kapital- und Stimmrechtsmehrheit erreicht. Der Käufer erlangt auf diese Weise, häufig ergänzt durch vertragliche und personelle Verflechtungen, einen beherrschenden Einfluss auf das Zielunternehmen und seine Ressourcen. Wird der beherrschende Einfluss ausgeübt und das erworbene Unternehmen B nun unter der einheitlichen Leitung des Käuferunternehmens A geführt, entsteht ein Konzern im Sinne des deutschen Aktienrechts, genauer: ein Unterordnungskonzern im Sinne von § 18 Abs. 1 AktG.² Konzerne werden auch als »Mehr-Firmen-Unternehmungen« bezeichnet (*Pausenberger* 1975). Sie sind dadurch charakterisiert, dass mehrere rechtlich selbständige Unternehmen unter einheitlicher Leitung geführt werden.

1.1.2 Begriff der Fusion

Von einer **Fusion** spricht man, wenn zwei oder mehr zuvor rechtlich selbstständige Unternehmen zu einer einzigen rechtlichen Einheit verschmolzen werden. Dies kann im Zusammenhang mit einer Übernahme geschehen. Es können aber auch Gesellschaften fusionieren, die zuvor bereits lange in einem Konzernverbund in wirtschaftlicher Abhängigkeit zueinander standen.

In Deutschland sind Fusionen im Umwandlungsgesetz (UmwG) geregelt. Danach können Fusionen auf zwei Wegen erfolgen (siehe §§ 2 ff. UmwG). Bei einer **Verschmelzung durch Aufnahme** (§ 2 Nr. 1 UmwG) verliert der übertragende Rechtsträger seine rechtliche Selbständigkeit und sein Vermögen, »das Unternehmen« im betriebswirtschaftlichen Sinne, geht als Ganzes in das Unternehmen des übernehmenden Rechtsträgers über, wobei das gesamte Vermögen sowie alle Verbindlichkeiten aufgenommen

1 In einem weiteren Sinne wird auch der Erwerb von größeren Unternehmensteilen oder rechtlich unselbständigen Betrieben als Akquisition bezeichnet.

2 Davon abzugrenzen ist der Gleichordnungskonzern i.S.v. § 18 Abs. 2 AktG, in dem zwei Unternehmen zwar unter einheitlicher Leitung stehen, aber kein Beherrschungs- und Abhängigkeitsverhältnis existiert. In aller Regel sind Konzerne jedoch Unterordnungskonzerne.

werden. Die Anteilseigner des übertragenden Rechtsträgers, der seine rechtliche Selbständigkeit verliert, werden durch Anteile des aufnehmenden Rechtsträgers entschädigt. Bei der zweiten Form der Verschmelzung, der **Verschmelzung durch Neugründung** (§ 2 Nr. 2 UmwG), verlieren alle beteiligten Rechtsträger ihre rechtliche Selbständigkeit und werden in einem neu gegründeten Rechtsträger zusammengefasst. Mit der Handelsregistereintragung der neuen Gesellschaft erlöschen alle an der Fusion beteiligten Rechtsträger und gehen in der neuen Gesellschaft auf. Die Eigentümer der beteiligten Rechtsträger erhalten Anteile an dem neu gegründeten Unternehmen. Wie die Formulierungen im voranstehenden Absatz deutlich machen, ist rechtlich streng zwischen dem Unternehmen als organisatorischer Einheit und dem dahinterstehenden Rechtsträger, d.h. der Gesellschaft oder Person, die das Unternehmen betreibt, zu unterscheiden. Im Weiteren soll diese Unterscheidung der Lesbarkeit wegen nicht bzw. nur dort, wo es der Inhalt gebietet, vorgenommen werden.

Die rechtliche Ausgestaltung von Übernahmen, also auch die Frage, ob alle betroffenen Gesellschaften rechtlich selbständig bleiben und in einer Konzernstruktur geführt werden sollen, oder ob stattdessen eine rechtliche Vereinigung (Fusion) erfolgen soll, hängt in der Praxis vor allem von gesellschafts- und steuerrechtlichen Überlegungen ab. Zur Klärung dieser und ähnlicher Fragen werden bei größeren Transaktionen regelmäßig spezialisierte Anwälte und Steuerberater herangezogen. Wir gehen auf gesellschafts- und steuerrechtliche Aspekte von Unternehmenszusammenschlüssen in Kapitel 10 näher ein. Ansonsten stehen in unserem Buch betriebswirtschaftliche Fragestellungen im Vordergrund. Die Ausführungen konzentrieren sich daher im Folgenden auf die Übernahme von wirtschaftlich und rechtlich selbstständigen Unternehmen, also auf Akquisitionen.

Abschließend soll kurz darauf hingewiesen werden, dass in der angelsächsischen Literatur – in Abgrenzung von einer »Acquisition« oder einem »Takeover« – zum Teil dann von einem »Merger« gesprochen wird, wenn sich zwei gleichberechtigte Unternehmen zusammenschließen. Auch in der deutschen Fachsprache hat sich in diesem Zusammenhang der Ausdruck »Merger of Equals« sowie die deutsche Übersetzung »Fusion unter Gleichen« eingebürgert. Dabei ist es unerheblich, ob es tatsächlich zu einer rechtlichen Vereinigung kommt oder beide Unternehmen rechtlich weiter bestehen. Vielmehr ist ausschlaggebend, dass die Unternehmen (annähernd) in gleicher Höhe bewertet werden und ihre Führungskräfte über die gleiche Verhandlungsmacht verfügen. Häufig werden die Unternehmen unmittelbar nach dem Zusammenschluss durch eine sogenannte »Doppelspitze« geführt, also gemeinsam durch die ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der beiden Unternehmen.

Ein weiteres Merkmal von »Fusionen unter Gleichen« besteht darin, dass sie meist mit Hilfe eines Aktientauschs durchgeführt werden – beispielsweise werden die Unternehmen A und B zusammengeschlossen, indem sowohl die A- als auch die B-Aktionäre ihre jeweiligen Anteile in Anteile einer neu zu gründenden Gesellschaft tauschen. Für oder gegen derartige Formen der Abwicklung von Unternehmenszusammenschlüssen können steuerliche, bilanzielle und sonstige rechtliche Gründe sprechen, auf die wir in späteren Kapiteln genauer eingehen werden (siehe Kapitel 10).

An dieser Stelle bleibt anzumerken, dass in der Praxis häufig auch solche Zusammenschlüsse als »Fusionen unter Gleichen« bezeichnet werden, bei denen die Verhandlungsmacht durchaus nicht symmetrisch verteilt ist. Die Bezeichnung »Fusion unter Gleichen« dient in diesen Fällen dazu, zu verschleiern, dass tatsächlich eine Übernahme eines »schwächeren« durch ein »stärkeres«, durchsetzungsfähigeres Unternehmen stattfindet. Auf diese Weise soll verhindert werden, dass sich die Führungskräfte und Mitarbeiter des übernommenen Unternehmens unterlegen fühlen und demotiviert werden. Die Bezeichnung »Fusion unter Gleichen« hat somit – neben den bereits angesprochenen steuerlichen und sonstigen rechtlichen Gründen – vor allem eine psychologische oder politische Funktion. Dies gilt häufig auch für die Einrichtung einer »Doppelspitze«: Die doppelte Besetzung der Führungspositionen spiegelt dann nicht die wirklichen Machtverhältnisse wider und wird nach einer Übergangsphase abgeschafft.

Der Zusammenschluss von Daimler-Benz und Chrysler im Jahr 1998 stellt ein bekanntes Beispiel für eine Akquisition dar, die aus psychologischen Gründen als »Fusion unter Gleichen« vorgestellt wurde. Im Fusionsbericht vom September 1998 wird die Transaktion mehrfach als Zusammenschluss »gleichberechtigter Partner« bezeichnet. In der englischen Fassung findet sich insgesamt 13 Mal der Begriff »merger of equals«. Dass die Bezeichnung in diesem Fall allerdings vorrangig psychologischer Natur war, wurde in einem Interview deutlich, dass der ehemalige Vorstandsvorsitzende von DaimlerChrysler, Jürgen Schrempp, der Zeitung *Financial Times* vom 30.10.2000 (S. 26) gab: »We had to go a roundabout way but it had to be done for psychological reasons. If I had gone and said Chrysler would be a division, everybody on their side would have said: ›There is no way we'll do a deal.«

1.2 Arten von Akquisitionen

Um einen Überblick über die grundlegenden Eigenschaften von Akquisitionen zu erhalten, werden diese im Folgenden anhand des leistungswirtschaftlichen Zusammenhangs der beteiligten Unternehmen, des Erwerbswegs, der Transaktionsart, der rechtlichen Ausgestaltung, der Bezahlungsform sowie der Finanzierung differenziert.

1.2.1 Leistungswirtschaftlicher Zusammenhang: horizontale, vertikale, laterale Übernahmen

Eines der wichtigsten Merkmale für das Grundverständnis von Akquisitionen stellt der leistungswirtschaftliche Zusammenhang zwischen dem akquirierenden und dem übernommenen Unternehmen dar. Anhand der Position des Akquisitionsobjektes im Wettbewerbsumfeld des akquirierenden Unternehmens lassen sich danach horizontale, vertikale oder laterale Akquisitionen unterscheiden.

Unter einer **horizontalen Akquisition** wird die Übernahme eines Unternehmens derselben Branche verstanden: ein Automobilhersteller erwirbt einen anderen Automobilhersteller, ein Pharmaunternehmen erwirbt ein anderes Pharmaunternehmen etc. Durch eine horizontale Akquisition verringert sich die Anzahl der verbleibenden Unternehmen in der Branche. Dadurch erhöht sich der Konzentrationsgrad, und mög-

licherweise steigt die Marktmacht des akquirierenden Unternehmens. Die Übernahme von LTU durch Air Berlin im Jahre 2007 stellt ein klassisches Beispiel für eine horizontale Akquisition dar.

Vertikale Akquisitionen beschreiben Transaktionen zwischen Unternehmen, die bezüglich ihrer Wertschöpfungsstufen aneinander angrenzen. Sie stehen also in einem potenziellen oder tatsächlichen Kunden-Lieferanten-Verhältnis zueinander: ein Stahlproduzent erwirbt ein Eisenerz förderndes Unternehmen, ein Pharmaunternehmen erwirbt einen Pharmahändler etc. Kauft ein Lieferant seinen (potenziellen) Kunden, wird von einer Vorwärtsintegration gesprochen (Pharmaunternehmen erwirbt Pharmahändler). Der umgekehrte Fall, in dem ein Kunde seinen (potenziellen) Lieferanten erwirbt, wird als Rückwärtsintegration bezeichnet (Stahlproduzent erwirbt Eisenerzproduzent).

Laterale Akquisitionen bezeichnen Unternehmensübernahmen, bei denen die Unternehmen weder in horizontaler noch in vertikaler Beziehung zueinander stehen.³ Bei den beteiligten Unternehmen handelt es sich also weder um (potentielle) Wettbewerber noch um (potentielle) Kunden oder Lieferanten. Die Übernahme von Unternehmen, die nicht in einem direkten leistungswirtschaftlichen Zusammenhang zum erwerbenden Unternehmen stehen, wird in der Praxis häufig mit dem Argument der Risikostreuung (Diversifikation) begründet. Dieses Motiv für Akquisitionen ist jedoch nicht unproblematisch; wir werden uns in Kapitel 3 ausführlicher damit auseinandersetzen.

In der Praxis spielen horizontale Akquisitionen bei weitem die wichtigste Rolle. Dies überrascht nicht, da Akquisitionen vor allem dann zu Erlössteigerungen und Kosteneinsparungen – und damit zu Wertsteigerungen – führen können, wenn die Wertschöpfungsketten der beteiligten Unternehmen breite Überlappungen aufweisen. In Deutschland werden Daten über Unternehmenszusammenschlüsse vom Bundeskartellamt gesammelt und ausgewertet. Abbildung 1-2 zeigt beispielhaft, dass in den Jahren 2007 und 2008 etwa fünfzehn Mal so viele horizontale Akquisitionen beim Bundeskartellamt angemeldet wurden wie vertikale Akquisitionen. Am zweit häufigsten waren in den beiden Jahren laterale Unternehmensübernahmen anzutreffen.

3 In der Literatur werden Zusammenschlüsse von Unternehmen, die nicht in horizontaler oder vertikaler Beziehung zueinander stehen, zum Teil auch als »konglomerat« bezeichnet. Wir legen allerdings Wert darauf, zwischen dem leistungswirtschaftlichen Zusammenhang der an Zusammenschlüssen beteiligten Unternehmen und dem Verwandtschaftsgrad ihrer Wertschöpfungssysteme zu unterscheiden. Im Sinne der ersten Differenzierung können die Unternehmen, wie erläutert, in der gleichen Wertschöpfungsstufe (horizontal), in vor- oder nachgelagerten Stufen (vertikal) oder in nicht direkt miteinander in Verbindung stehenden Wertschöpfungsstufen tätig sein (lateral). Wie in Kapitel 2 genauer erläutert wird, bilden Akquisitionen häufig ein Instrument des strategischen Wachstums, um die Produkt- (oder Regionen-)Basis der Unternehmen zu erweitern. In Abhängigkeit vom Grad der Verwandtschaft der Wertschöpfungssysteme von akquirierendem und akquiriertem Unternehmen unterscheiden wir dabei zwischen konzentrischer, relationaler und konglomerater Diversifikation.

Akquisitionsart	2007	2008
Horizontal	1.748	1.341
Vertikal	106	92
Lateral	388	242
Gesamt	2.242	1.675

Abb. 1-2 Häufigkeiten von horizontalen, vertikalen und lateralen Akquisitionen in Deutschland (Quelle: Bundeskartellamt Tätigkeitsbericht Nr. 13500, S. 181)

1.2.2 Erwerbsweg: Verhandlung, Auktion, Übernahmeangebot

Akquisitionen können weiter anhand des Weges, auf dem der Käufer die Eigentumsrechte an der Zielgesellschaft erwirbt, differenziert werden. Dabei sind drei **Akquisitionsverfahren** zu unterscheiden: die bilaterale Verhandlung (Exklusivverhandlung), das Auktionsverfahren sowie öffentliche Übernahmeangebote (Berens et al. 2005, S. 34 ff.).

Bilaterale Verhandlungen oder auch Exklusivverhandlungen können bei Unternehmen aller Rechtsformen angewandt werden und stellen in Deutschland die am häufigsten gewählte Erwerbsform dar. Die Initiative für bilaterale Verhandlungen kann vom Käufer oder vom Verkäufer ausgehen, indem einer der beiden Kontakt zum potenziellen Vertragspartner aufnimmt. Die Kontaktaufnahme kann unmittelbar durch einen der Kontrahenten oder mittelbar über einen bevollmächtigten Berater erfolgen. Als Berater können unter anderem Unternehmensmakler, Finanzinstitutionen oder Wirtschaftsprüfer auftreten. Beim Kontakt durch einen Berater muss dieser die Identität seines Auftraggebers nicht sofort preisgeben. Er kann zunächst in anonymisierter Form in Erfahrung bringen, ob ein ausreichendes Interesse vorhanden ist, in nähere Verhandlungen einzutreten. Es kann durchaus auch vorkommen, dass der Berater seinerseits die Initiative ergreift und sowohl (potentielle) Käufer als auch (potentielle) Verkäufer kontaktiert.

Bilaterale Verhandlungen sind hinsichtlich der Dauer und dem Verhandlungsverlauf flexibel gestaltbar. Da der Verkäufer im Zuge bilateraler Verhandlungen zunächst nur einen möglichen Interessenten auswählt, kann die Übertragung der Eigentumsrechte relativ schnell abgewickelt werden. Zudem gelangen nur diejenigen potenziellen Käufer in den Besitz vertraulicher Informationen, bei denen der Verkäufer einen Verkaufsabschluss für wahrscheinlich hält. Des Weiteren erfahren die Öffentlichkeit und in der Regel die Mitarbeiter erst dann von dem Verkauf, wenn der Inhaberwechsel bereits abgeschlossen ist (Pausenberger 1989, S. 23). Ein Nachteil derart diskreter Verhandlungen besteht allerdings in der möglicherweise geringen Akzeptanz der Transaktion bei Führungskräften und anderen Mitarbeitern, die nicht in die Vorbereitung und Durchführung einbezogen waren und sich daher übergangen fühlen. Aus Sicht der bisherigen Eigentümer ist weiterhin zu bedenken, dass bei exklusiven bilateralen Verhandlungen

möglicherweise kein optimaler Preis erzielt werden kann. Sind Verkäufer nicht bereit, diese »Kosten der Diskretion« zu tragen, können sie versuchen, parallel mit mehreren Kaufinteressenten zu verhandeln oder ihr Unternehmen im Zuge einer Auktion anzubieten.

In **Auktionsverfahren** konkurrieren mehrere Bieter gleichzeitig um die Möglichkeit, mit dem Verkäufer in Exklusivverhandlungen zu treten. Durch den Bieterwettbewerb will der Eigentümer den höchstmöglichen Verkaufspreis erreichen. Grundsätzlich werden öffentliche von kontrollierten Auktionen unterschieden. Öffentliche und kontrollierte Auktionen unterscheiden sich bezüglich der Kontaktaufnahme mit den potenziellen Interessenten. Während sich die öffentliche Auktion bei der Ankündigung der Verkaufsabsichten an einen unbegrenzten, anonymen Interessentenkreis wendet, erfolgt bei der kontrollierten Auktion zunächst eine Auswahl der potenziellen Käufer durch den Verkäufer, um den Diskretionsgrad zu erhöhen und den Koordinations- und Vorbereitungsaufwand zu vermindern. Der Vorteil des Auktionsverfahrens liegt in der Strukturierung des Verkaufsprozesses und der Berücksichtigung mehrerer Kaufkandidaten in einem vom Verkäufer steuerbaren Zeitraum (Illenberger/Berlage 1991, S. 442 ff.). Die Kaufinteressenten müssen sich auf die kurzen Fristen zur Abgabe von Kaufangeboten und die vom Verkäufer gesetzten Bedingungen, insbesondere hinsichtlich der zur Verfügung gestellten Informationen, einstellen.

Ein **öffentliches Übernahmeangebot** (Public Tender Offer) ist charakterisiert durch ein öffentlich publiziertes Angebot an die Aktionäre einer börsennotierten Gesellschaft, ihre Anteile im Rahmen einer bestimmten Frist zu einem festgelegten Preis an den Bieter zu verkaufen oder gegen bestimmte andere Aktien in einem festen Verhältnis umzutauschen. Um den Aktionären einen Anreiz zum Verkauf ihrer Anteile zu geben, muss der Preis, den der Interessent für die Anteile bietet, höher sein als der Kurs, zu dem sie aktuell am Markt gehandelt werden (Übernahmepremie). Ziel des Übernahmeangebots ist es, zum Ende der gesetzten Frist die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erreichen. Der Zugang zu internen Informationen des Zielunternehmens ist für die Käufer bei öffentlichen Übernahmeangeboten im Vergleich zu anderen Erwerbswegen gering. Im Falle eines feindlichen Übernahmeversuchs, also eines öffentlichen Kaufangebots an die Aktionäre, das vom Management des Zielunternehmens nicht unterstützt wird, können gar keine internen Informationen verarbeitet werden.

Öffentliche Übernahmeangebote sind in Deutschland seit 2002 durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) gesetzlich geregelt. Im WpÜG sind Fristen, Abläufe, Informationspflichten sowie Form und Inhalt von zu veröffentlichen Informationen und Dokumenten spezifiziert. Das Gesetz fordert insbesondere die Gleichbehandlung aller Aktionäre sowie die Transparenz des Verfahrens (siehe Kapitel 11).

1.2.3 Transaktionsart: Freundliche vs. Feindliche Übernahme

Ein zentrales Kennzeichen von Kapitalgesellschaften (d.h. in Deutschland insbesondere GmbH und AG) liegt darin, dass die Funktion der Unternehmensleitung (Management) von der Eigentümerfunktion getrennt sein kann. Zwar kann dies auch bei nicht-börsennotierten Unternehmen, zum Beispiel bei größeren Familienunternehmen, der Fall sein. Die Trennung von Eigentümer- und Managementfunktion ist jedoch typisch für börsennotierte Unternehmen, vor allem für sogenannte Publikumsaktiengesellschaften, an denen viele Tausend, zum Teil Hunderttausende Aktionäre beteiligt sein können.

Werden Unternehmen nicht von ihren Eigentümern geführt, sondern von angestellten Managern (Vorstände), kann es zu Interessenkonflikten zwischen den beiden Personengruppen kommen (siehe Kapitel 3). In Bezug auf Akquisitionen ist es möglich, dass eine Transaktion zwar im Interesse der Eigentümer ist, von den Managern indes aufgrund eigener Interessen nicht befürwortet wird. In diesem Falle können Kaufinteressenten versuchen, sich am Management der Unternehmen vorbei direkt an die Eigentümer zu wenden und sie zu einem Verkauf ihrer Anteile zu bewegen. In Abhängigkeit von der Grundhaltung des Managements gegenüber Akquisitionsversuchen können freundliche und feindliche Übernahmen unterschieden werden.

Freundliche Akquisitionsverhandlungen (Friendly Takeover) finden im Einvernehmen und unter Einbindung des Managements des Zielunternehmens statt. Das Management der Zielgesellschaft unterstützt den Erwerbsprozess, indem es dem akquirierenden Unternehmen im Rahmen des rechtlich Zulässigen Informationen über das Unternehmen zur Verfügung stellt und seine Handlungen auf den laufenden Erwerbsprozess abstimmt.

Die Ausrichtung der Maßnahmen des Managements auf den laufenden Akquisitionsprozess kann aktiv und passiv erfolgen. Mit passiver Ausrichtung ist das Unterlassen von Maßnahmen gemeint, die den Akquisitionsprozess behindern könnten. Das aktive Ergreifen von unterstützenden Maßnahmen beinhaltet zum Beispiel die Vereinbarung so genannter Exclusivity Agreements, während derer es dem Zielunternehmen bzw. seinen Anteilseignern nicht gestattet ist, andere potenzielle Interessenten anzusprechen oder parallel mit solchen zu verhandeln. Mit beiden Formen der Unterstützung sind Opportunitätskosten verbunden, welche von den aktuellen Anteilseignern getragen werden müssen.

Hat das Management einer Kapitalgesellschaft bei einer ersten Kontaktaufnahme durch einen Kaufinteressenten signalisiert, dass es nicht bereit ist, in Verhandlungen über eine mögliche Übernahme einzutreten, kann der Kaufinteressent sich direkt an die Eigentümer des Zielunternehmens wenden und ihnen ein – meist zeitlich befristetes – Angebot für den Erwerb ihrer Anteile machen (**feindliche Übernahme**). Wie bereits erwähnt, muss der Kaufinteressent den Anteilseignern dabei eine Prämie auf den aktuellen Marktwert des Eigenkapitals bieten, um das Angebot attraktiv zu gestalten. Das Management des Zielunternehmens kann nun versuchen, durch Abwehrmaßnahmen die Akquisition zu vereiteln. Der Kaufinteressent kann sich sein Bild über das Zielunternehmen ausschließlich auf der Basis öffentlich verfügbarer Informationen formen. Darüber hinaus muss er damit rechnen, nach einer erfolgreichen feindlichen Über-

nahme einen Teil oder sogar das gesamte Top Management des Akquisitionsobjekts zu verlieren. Damit kann ein erheblicher Know-how-Verlust einhergehen.

Feindliche Übernahmen werden in der Öffentlichkeit und in der wissenschaftlichen Diskussion kontrovers diskutiert. In den USA und in anderen angelsächsischen Ländern werden sie seit mehreren Jahrzehnten in großer Zahl eingesetzt, um strategische Veränderungen in Unternehmen auch gegen den Willen der etablierten Führungskräfte durchzusetzen. Mindestens seit den 1980er Jahren agieren an den angelsächsischen Aktienmärkten Investoren, die darauf spezialisiert sind, Unternehmen zu identifizieren, die ihrer Meinung nach von den aktuellen Führungskräften nicht optimal geführt werden und daher am Aktienmarkt unterbewertet sind. Diese zum Teil als »Corporate Raider« bezeichnete Investoren versuchen, die unterbewerteten Unternehmen – gegebenenfalls gegen den Willen der Führungskräfte – aufzukaufen und durch eine Änderung der Strategie, zum Teil auch durch eine völlige Zerschlagung der Unternehmen, Gewinne zu erzielen (siehe Kapitel 13).

In Deutschland und in anderen kontinentaleuropäischen Ländern waren feindliche Übernahmen bis vor wenigen Jahren unüblich. Eine der ersten feindlichen Übernahmen in Deutschland war die Akquisition der Mannesmann AG durch Vodafone plc im Jahre 2000. Das Management der Mannesmann AG wurde über den bevorstehenden Übernahmever Versuch durch Vodafone zunächst nicht informiert, das Angebot richtete sich ohne vorherige Verhandlungen direkt an die Aktionäre. Der Vorstand der Mannesmann AG versuchte in zahlreichen Investorenveranstaltungen und mittels der Medien, die Aktionäre davon zu überzeugen, dass der tatsächliche Wert und mithin die zu erwartende Wertsteigerung des Unternehmens höher wäre als das von Vodafone unterbreitete Angebot. Erst nachdem Vodafone sein Angebot erheblich nachgebessert hatte, gab der Vorstand der Mannesmann AG seinen Widerstand auf und empfahl den Aktionären die Annahme des Angebots. Die Mannesmann-Übernahme beschäftigte in den Folgejahren die deutsche Justiz. Ehemaligen Top Managern sowie Aufsichtsratsmitgliedern von Mannesmann wurde Untreue vorgeworfen, da sie nach der erfolgten Übernahme umfangreiche Prämien erhalten bzw. befürwortet hatten. Nach einem in der Öffentlichkeit stark beachteten Prozess wurde das Verfahren schließlich gegen Zahlung von Geldauflagen in Höhe von insgesamt 5,8 Mio. € eingestellt.

1.2.4 Rechtliche Ausgestaltung: Asset vs. Share Deal

Die Akquisition eines Unternehmens kann in Form eines Share Deals oder eines Asset Deals erfolgen. Beim **Asset Deal** erwirbt der Käufer die Gesamtheit oder zumindest die wesentlichen Bestandteile der Wirtschaftsgüter (engl. Assets) des Zielunternehmens, wie zum Beispiel Grundstücke, Gebäude und Maschinen, in Form von Sachen und Rechten. Das Unternehmen erhält auf diese Weise einen neuen Rechtsträger im Wege der Einzelrechtsnachfolge. Zivilrechtlich handelt es sich hierbei um einen Sachkauf (§ 433 BGB) und die folgende dingliche Übertragung (Übereignung) der verkauften Wirtschaftsgüter. Wenn, wie in der Regel, dabei auch Forderungen und Rechte übertragen werden, liegt ein gemischter Sach- und Rechtskauf vor. Ein Asset Deal erfordert somit die genaue Bezeichnung jeder einzelnen Sache und jedes Rechts in quantitativer