

DOKTORI (Ph.D.) ÉRTEKEZÉS

DR. ANDREAS DAHMEN

Nyugat-magyarországi Egyetem
Sopron
2010.

STRATEGISCHE EINFLUSSFAKTOREN VON M&A-TRANSAKTIONEN

Értekezés doktori (PhD) fokozat elnyerése érdekében

Készült a Nyugat-magyarországi Egyetem
Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola

Vállalkozásgazdaságtan és menedzsment programja keretében

Írta:

Dr. Andreas Dahmen

Témavezető:

Elfogadásra javaslom (igen / nem) (aláírás)

A jelölt a doktori szigorlaton % -ot ért el.

Sopron,
a Szigorlati Bizottság elnöke

Az értekezést bírálóként elfogadásra javaslom (igen /nem)

Első bíráló (Dr.) igen /nem
(aláírás)

Második bíráló (Dr.) igen /nem
(aláírás)

A jelölt az értekezés nyilvános vitáján % - ot ért el.

Sopron,
a Bírálóbizottság elnöke

A doktori (PhD) oklevél minősítése.....
.....
Az EDT elnöke

Strategische Einflussfaktoren von M&A-Transaktionen

Dissertation

Submitted to the Faculty of Economics Sciences

University of Sopron

in Partial Fulfillment of the Requirements of the Ph.D. Programme

under the Supervision of

Prof. Dr. Ferenc Tóth

by

Dr. Andreas Dahmen

2011

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	VI
Tabellenverzeichnis	VII
1. Einleitung.....	1
1.1. Problemstellung.....	1
1.2. Gang der Untersuchung.....	6
2. Grundlagen	8
2.1. Begriff und Gestaltungsmerkmale von M&A.....	8
2.2. Geschichte des M&A-Marktes.....	17
3. Bausteine erfolgreicher strategischer M&A-Transaktionen.....	21
3.1. Durchführung eines systematischen M&A-Prozesses.....	21
3.2. Marktwertsteigerung als Zielsetzung	22
3.3. Strategiebestimmung zur Mehrwertgenerierung	24
3.4. Due Diligence-Analyse als wichtiger Baustein.....	26
3.5. Strategische Einflussfaktoren im Rahmen der Due Diligence-Analyse	27
3.6. Strategische Unternehmensbewertung zur Kaufpreisbestimmung.....	30
4. Mehrwertgenerierung als Zielsetzung von strategischen M&A- Transaktionen.....	33
4.1. Ermittlung der Mehrwertgenerierung	33
4.2. Strategieentwicklung.....	35
4.3. Bewertung der M&A-Strategie.....	42
5. Such- und Due Diligence-Prozess	46
5.1. Suchprozess.....	46
5.2. Due Diligence-Prozess.....	51
6. Erklärungsansätze mit eindimensionalen Einflussfaktoren für M&A- Transaktionen.....	55
6.1. Überblick.....	55
6.2. Effizienzansätze	57

6.2.1. Transaktionskostenansatz.....	57
6.2.2. Differential Managerial Efficiency-Hypothese.....	61
6.2.3. Synergiemanagement.....	62
6.2.4. (Risiko-)Diversifikation	68
6.2.5. Unterbewertung des Akquisitionsobjektes	71
6.2.6. Der ressourcenorientierte Ansatz	72
6.3. Managementansätze.....	76
6.3.1. Market for Corporate Control	76
6.3.2. Managerialism.....	77
6.3.3. Free Cash-flow-Hypothese	78
6.3.4. Hybris Hypothese.....	78
6.4. Sonstige Ansätze	80
6.4.1. Monopolhypothese	80
6.4.2. Steuerhypothese	80
6.4.3. Umverteilungshypothese	82
7. Strategische Einflussfaktoren für erfolgreiche M&A-Transaktionen	83
7.1. Bausteine eines umfassenden Erklärungsansatzes von M&A-Transaktionen	83
7.2. Aufbau des ekklektischen Erklärungsansatzes	90
7.3. Interdependenzen im Erklärungsansatz und Möglichkeiten ihrer Berücksichtigung.....	95
7.4. Entwicklung der Wachstums- und der M&A-Strategie	100
7.5. Immaterielle Vermögenswerte	108
8. Zusammenfassung.....	117
Literaturverzeichnis	121

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Studien über den Erfolg von Mergers & Acquisitions (Quelle: Jansen, 2000, S. 225)	3
Abbildung 2: Formen von M&A-Transaktionen	11
Abbildung 3: Erwerbswege (in Anlehnung an Berens/Mertens/Strauch,1997, S. 31)	14
Abbildung 4: Klassifikation nach Synergieeffekten	17
Abbildung 5: Bausteine im M&A-Prozess	21
Abbildung 6: Strategien zur Mehrwertgenerierung	24
Abbildung 7: Ursache-Wirkungs-Kette zwischen den strategischen Einflussfaktoren	29
Abbildung 8: Direkte und indirekte Berechnung des Mehrwertes	34
Abbildung 9: Verbindung zwischen der Strategieentwicklung und der Unternehmensbewertung.....	36
Abbildung 10: M&A-Transaktionen und strategisches Management (in Anlehnung an Gomez/Weber, 1989, S. 18).....	39
Abbildung 11: Restrukturierungs-Hexagon (in Anlehnung an Copeland et al., 2000, S. 21).....	45
Abbildung 12: Initiative der Transaktion (in Anlehnung an Berens/Mertens/Strauch, 1998, S. 31).....	46
Abbildung 13: Eindimensionale Ansätze zur Erklärung von M&A-Transaktionen	55
Abbildung 14: Zusammenwirken der Aktivitäten zweier Geschäftsfelder der Unternehmen A und B (in Anlehnung an Porter, 1985, S. 327).....	64
Abbildung 15: Die Einflussfaktoren als Bindeglied für die exemplarischen Ansätze A und B sowie die vernachlässigten Interdependenzen	91
Abbildung 16: Potenzielle Wachstumsstrategien	101
Abbildung 17: Der Zusammenhang zwischen Wachstumsstrategie und M&A-Strategie am Beispiel der konglomeraten Diversifikation	105
Abbildung 18: Das 7-K-Modell der Integration	113

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Zielrichtungen der historischen M&A-Aktivitäten	20
Tabelle 2: Suchkriterien für ein fiktives Beispiel (Quelle: Steinöcker, 1993, S. 45)	47
Tabelle 3: Abgrenzung unterschiedlicher Arten von immateriellen Vermögenswerten ...	109
Tabelle 4: Sinnvolle Wachstumsstrategien bei der Übertragung unterschiedlicher Arten von immateriellen Vermögenswerten	110

1. Einleitung

1.1. Problemstellung

Im Verlauf der vergangenen Dekade hat sich die Anzahl der Fusionen und Unternehmensakquisitionen (Mergers and Acquisitions, kurz: M&A) vervielfacht.¹ Regelmäßig wurden Transaktionen angekündigt, die jeweils mit dem Prädikat „weltgrößter Konzern der Branche“ belegt wurden. Die Fusion zwischen den Pharma-Unternehmen GlaxoWellcome und SmithKline Beecham zeigt, dass auch Branchenriesen, die erst vor wenigen Jahren durch spektakuläre Großfusionen entstanden sind, M&A als Wachstumsalternative nicht ausschließen. Die Ereignisse erwecken aufgrund ihrer Transaktionswerte von mehreren Milliarden Euro beim Betrachter nur noch Erstaunen. „Fusionswelle“, „Fusionskarussell“ oder „Megafusion“ sind dann die gängigen Bezeichnungen in der Publikumspresse, die zum Ausdruck bringen, dass man hauptsächlich Machtstreben als treibendes Motiv vermutet, nicht jedoch unternehmerische Motive. Wie eine historische Betrachtung zeigt, hat es M&A-Transaktionen jedoch schon seit dem späten 18. Jahrhundert gegeben.² Auch das Ausmaß der in den vergangenen Jahren zu beobachtenden Transaktionen ist vor diesem Hintergrund nicht außergewöhnlich.³ Neu ist allerdings, dass seit der Entwicklung des Shareholder value-Ansatzes Ende der 80er Jahre zum einen das Primat der wertorientierten Unternehmensführung Geltung erlangte und zum anderen nun auch Instrumente zur Verfügung stehen, mit denen der Erfolg von M&A-Transaktionen vor dem Hintergrund des globalen Performance-Drucks beurteilt werden kann.⁴

Den M&A-Transaktionen kommt damit als strategischen Wachstumsalternativen eine besondere Bedeutung zu. Nicht zuletzt wegen der gestiegenen Transaktionsfrequenz und der häufig vorgebrachten Kritik, dass viele Transaktionen für die Anteilseigner des agierenden Unternehmens nachteilig seien (Abbildung 1, Seite 3), erscheint jedoch eine Analyse der vorteilhaftigkeitsrelevanten Faktoren angebracht, um im Einzelfall entscheiden zu können, welche Vorteile eine Akquisition gegenüber ihren Alternativen, etwa dem „internen Wachstum“, aufweist.⁵ Jedoch existiert auch in der Wissenschaft bislang noch kein geschlossenes Theoriegerüst zur Erklärung der Vorteilhaftigkeit von M&A-Transaktionen. Vielmehr hat sich eine Vielzahl von monokausalen Erklärungsansätzen herausgebildet,⁶ die jeweils einen spezifischen Aspekt zur Begründung der Vorteilhaftigkeit einer Transaktion

¹ Vgl. Voss (2006); Kengelbach/Roos (2006).

² Vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000), S. 111.

³ Vgl. Fink/Kimpel (2006), S. 168.

⁴ Vgl. Rappaport (1999), S. 174; Ebers et al. (2006).

⁵ Vgl. zu aktuellen Daten Bassena/Schiereck/Wübgen (2010).

⁶ Zu einer Übersicht vgl. Weston/Chung/Hoag (1990), S. 190-222.

heranziehen; geschlossene, wissenschaftliche Beiträge, die sich nicht nur auf Teilfragmente des Wertsteigerungsprozesses beschränken, findet man hingegen eher selten.⁷ Der Ausspruch von GORT, „no writer has offered a general theory of mergers ...“⁸, besitzt nach über dreißig Jahren weiterhin Gültigkeit. Denn bislang begnügt man sich immer noch damit, zwar diverse, interessante Ansätze auf M&A-Transaktionen anzuwenden, jedoch wird selten der Versuch unternommen, sich von einem zu engen Blickwinkel zu lösen und zumindest einen Beitrag zu einer solchen „General Theory“ von Mergers & Acquisitions zu leisten, auch wenn ein „ausgereifter“ Ansatz noch in weiter Ferne zu liegen scheint. Das „herkömmliche“ Vorgehen, die einbezogenen Ansätze lediglich isoliert voneinander darzustellen, kann zwar Anhaltspunkte hinsichtlich der Frage der Vorteilhaftigkeit von Akquisitionen geben, letztendlich ist es dadurch jedoch nicht möglich, grundlegende Erkenntnisse zu gewinnen. Dass angesichts einer solch geringen theoretischen Basis eine finanzwirtschaftliche Bewertung von Transaktionsvorhaben kaum möglich ist, steht außer Frage.

Die angesprochenen isolierten Erklärungsansätze begründen M&A-Transaktionen mit Effizienzvorteilen, Managementmotiven oder Umwelteinflüssen. *Effizienzvorteile* wie Synergieeffekte (z.B. Skaleneffekte), „vermiedene“ Transaktionskosten, Monopolrenten⁹ bzw. Steuervorteile können zu einer Steigerung des Marktwerts des agierenden Unternehmens (Shareholder value) beitragen.¹⁰ Demgegenüber lassen sich *Managementmotive* abgrenzen, indem unterstellt wird, dass die wahren Beweggründe für eine Transaktion im Eigeninteresse des agierenden Managements liegen (Agency-Theorie).¹¹ Prestigesucht, unzulängliche Anreizsysteme und Selbstüberschätzung können Fusionen und Übernahmen verursachen, selbst wenn diese sogar eine empirisch nachweisbare Verringerung des Shareholder value bewirken.¹² Darüber hinaus können noch *Umwelteinflüsse* identifiziert werden, die M&A-Transaktionen begünstigen oder sogar verursachen: Das Auftreten neuer Technologien (Internet, Gentechnologie), Änderungen der politisch-rechtlichen Rahmenbedingungen (Einführung des Euro) und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung (Globalisierung) können ein Umfeld schaffen, in dem es sich anbietet, die Unternehmensstrategie mit Hilfe von M&A-Transaktionen zu realisieren.¹³ Nur alle vier Punkte zusammen erlauben eine

⁷ Vgl. auch Halebian et al. (2009).

⁸ Gort (1969), S. 624.

⁹ Umstritten ist, inwieweit beobachtbare Wertsteigerungen aus horizontalen Akquisitionen auf *Monopolrenten* oder auf *Economies of Scale* zurückgeführt werden können („Stigler-Bain Debate“). Vgl. Bain (1950); Stigler (1950).

¹⁰ Vgl. beispielsweise Williamson (1996); Weston/Chung/Hoag (1990), S. 21; Sautter (1989), S. 4 f.

¹¹ So etwa Mueller (1969); Jensen/Meckling (1976); Grossman/Hart (1980); Roll (1986); Jensen (1988). Zu einem Überblick vgl. Delingat (1996).

¹² Vgl. Morck/Shleifer/Vishny (1990). Zu beachten ist, dass Agency-Probleme in jedem Bereich von M&A-Projekten auftreten können, so z.B. bei der Unternehmensbewertung, vgl. Franke/Hopp (2006), S. 51-53.

¹³ Vgl. Dunning (1980); Bakos/Brynjolfsson (1993); Harzing (2002); Herden (2003), S. 5; Bertrand/Zuniga (2006).

Erklärung, warum die Verfolgung der Strategie nicht durch Strategische Allianzen oder internes Wachstum, sondern mit Hilfe von M&A-Transaktionen erfolgt.

Methodik	Autoren und Jahr	Land, Zeit und Stichprobe	Kernaussage
Jahresabschlussorientierte Analysen	Mueller 1986	USA 1950-1972: 551 Zusammenschlüsse, 129 Akquisiteure	■ Keine positiven (kurzfristig sogar negative) Effekte durch Zusammenschlüsse.
	Ravenskraff/Scherer 1986	USA 1950-1977: 456 akquisitorische Unternehmen	■ Rentabilität der Targets nach Zusammenschluß unter Durchschnitt ■ Konglomerate Zusammenschlüsse selten erfolgreich ■ Unternehmen sollten etwa gleich groß sein ■ Marktstellung verschlechtert sich in allen drei Gruppen
	Hopkins 1987	USA 1965-1979: 32 technologie-, 20 marketingverwandt, 12 konglomerat	■ Rentabilität bei Konglomeraten leicht erhöht
Kapitalmarktorientierte Analysen	Braley/Desai/Kim 1988	USA 1963-1984: 236 Tender Offers	■ Abnormale Renditen bei Targets signifikant positiv
	Fowler/Schmidt 1989	USA 1976-1979: 42 Tender Offers	■ Hohe abnormale Renditen bei hoher Beteiligungsquoten; Akquisitionserfahrung, Alter des Bieters haben einen positiven Einfluß
Insiderbefragung	Bühner 1990b	D 1973-1985: 90 Akquisitionen börsennotiert	■ Negative abnormale Rendite bei Akquisiteuren (insb. Konglomerate, Großakquisiteure; Ausnahme: horizontal, Akquisitionserfahrung) ■ Positive Renditen bei Targets
	Möller 1983	D 1967-1981: 73 Akquisitionen	■ Akquisition größerer Objekte erfolgreicher ■ Unternehmenskultur von Bedeutung ■ 38% Mißerfolgsquote (schlechte Vorbereitung)
	Booz, Allen & Hamilton 1985	EU 1983-185: 220 Führungskräfte aus 203 Unternehmen;	■ Diversifikationsziele: v.a. hohe Rendite ■ Erfolgsfaktoren: v.a. Integrationsfähigkeit
	Hunt 1987	USA/UK 1981-1985: 40 Akquisitionen, 10% hostile	■ Mißerfolg 25%, Erfolg 55%
Wiederverkaufsanalysen	Müller-Stewens/Zapei/Vansee/low 1992	D/F/NL 1989-1991: 55 Käuferunternehmen	■ Integration; zentrales Problem: rechtzeitige Planung bei ostdeutschen Akquisitionen; 14% Mißerfolg, 76 % teilweiser Erfolg
	Montgomery/Wilson 1986	USA 1967-1969: 354 Akquisitionen	■ Beurteilung der bis 1981 wiederverkauften/liquidierten Unternehmen: 24% Mißerfolge
	Porter 1987	USA 1950-1986: 44 Unternehmen, 3788 Diversifikationen	■ Veräußerungsquote bei übernommenen Unternehmen: 61% Mißerfolgsquote
	Hoffmann 1989	D 1960-1987: 80 deutsche Großakquisitionen	■ Veräußerungsquote für akquirierte Unternehmen: 20% Mißerfolgsquote
Reine Erklärungsansätze	Kaplan/Weisbach 1992	USA 1971-1982: 271 Transaktionen, davon 44% veräußert	■ Differenzierte Beurteilung: Mißerfolgsquoten (a) Buchgewinn 58%, (b) Verkaufswert 45%, (c) schlechte Presse 21%
	Reinicke 1989		■ Bedeutung der Anpassung der Unternehmenskulturen bei Auslandsakquisitionen
	Haspeslagh/Jemison 1992 Krystek 1992		■ Integration von herausragender Bedeutung, differenziertes Integrationsmanagement ■ Übertroffene Bedeutung der Unternehmenskultur bei Akquisitionen
Kombinierte Verfahren (Börsenwert/ Umsatz und Insiderbefragung)	Jansen/Kömer 2000 (Institute for Mergers & Acquisitions und Mercuri International)	D 1994 – 1999: 103 Fusionen mit deutscher Beteiligung, 58% reine Übernahmen, 42% Fusionen unter Gleichen, 63% rein deutsche Fusionen, 37% mit internationalen Partnern.	■ 78,5% keine Wertsteigerung (relativ Branche) ■ 56% keine Umsatzsteigerung (relativ Branche) ■ „Fusion unter Gleichen“ und „internationale Zusammenschlüsse“ erfolgreicher ■ 47% „gute“ bis „sehr gute“ Selbsteinschätzung ■ Kultur spielt keine prominente Rolle

Abbildung 1: Studien über den Erfolg von Mergers & Acquisitions (Quelle: Jansen, 2008, S. 225)

Es wird bereits an dieser Stelle deutlich, dass M&A-Aktivitäten nur die Chance bieten, im Sinne der Anteilseigner (z.B. die Aktionäre oder Inhaber) den Marktwert des Unternehmens zu steigern - ein „Allheilmittel“ sind sie nicht.¹⁴ Grundvoraussetzung dafür ist je-

¹⁴ Vgl. Rappaport (1979). Zu aktuellen Erfolgsdaten vgl. Bruner (2002); Moeller/Schlingemann/Stulz (2005).

doch, dass die M&A-Aktivitäten eines Unternehmens in eine Gesamtkonzeption eingebettet werden. In einer „M&A-Strategie“ müssen die langfristig mit M&A-Transaktionen verfolgten strategischen Ziele festgelegt werden. Diejenigen M&A-Transaktionen, die sich für das agierende Unternehmen im Nachhinein als vorteilhaft herausgestellt haben, waren Teil einer solch langfristig angelegten M&A-Strategie.¹⁵ Es macht also keinen Sinn abzuwarten, bis sich interessante Kaufgelegenheiten bieten. Die Entwicklung einer Strategie bedeutet die Abkehr von einer fallweisen Herangehensweise.¹⁶ Eine M&A-Strategie bietet für die Unternehmensleitung enorme Vorteile: Wer genau weiß, welche strategischen Ziele er mit M&A-Transaktionen erreichen will, kann interessante Zielunternehmen¹⁷ frühzeitig identifizieren und sich Zeitvorteile sichern. Schließlich rufen „günstige Gelegenheiten“ in der Regel auch andere Akteure auf den Plan - das erhöht eventuell den finanziellen Einsatz, den das eigene Unternehmen leisten muss. Abgesehen von Zeitvorteilen erreicht ein offensives Vorgehen auch solche Unternehmen, die gar nicht auf dem M&A-Markt erschienen wären. Vor allem jedoch eröffnet die M&A-Strategie den Blick für den strategischen Wert solcher Transaktionen.¹⁸ Bei der traditionellen - eher buchhalterischen - Bewertung eines Zielunternehmens „wie es steht und liegt“ kommt die Analyse des strategischen Wertes einer Transaktion meist zu kurz. Im Rahmen eines Akquisitionsprojektes bestimmt sich der Wert des Zielunternehmens zwar grundsätzlich am Markt, d.h. in Verbindung mit den Geboten anderer Interessenten. Dieser Marktwert ist jedoch für das agierende Unternehmen nur insofern relevant, als er als Vergleichsmaßstab mit dem selbst errechneten, individuellen strategischen Wert dient. Ist der strategische Wert höher als der Marktwert, so ist eine Transaktion vorteilhaft.¹⁹

Der Marktwert allein stellt somit kein hinreichendes Entscheidungskriterium dar. Denn kein Zielunternehmen ist so günstig, dass eine Übernahme zwingend notwendig ist. Vielmehr kann auch eine gemessen am Marktwert günstige Akquisition wertvernichtend sein, wenn das Zielunternehmen nicht mit der Strategie des Käufers harmoniert, sondern im Rahmen der Integration Kräfte verzehrt.²⁰ Im Gegensatz dazu kann eine für Außenstehende scheinbar teure Transaktion Sinn machen, wenn das Zielunternehmen für den Käufer eine strategische Bedeutung besitzt.²¹ Beispielsweise wird ein mittelständisches Unternehmen,

¹⁵ Vgl. Porter (1987a).

¹⁶ Vgl. Rovit/Lemire (2003).

¹⁷ Im Folgenden wird immer wieder zwischen zwei Arten von Unternehmen unterschieden: Im Mittelpunkt steht das *agierende Unternehmen*, das eine Akquisition bzw. Fusion plant und aus dessen Blickwinkel der Sachverhalt dargestellt wird. Der Gegenpart, also das zu erwerbende Unternehmen bzw. der Fusionspartner wird als „Zielunternehmen“, „Target“ oder „Akquisitionsobjekt“ bezeichnet.

¹⁸ Vgl. Jansen (2008), S. 257.

¹⁹ Vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000).

²⁰ Vgl. Gerds/Schews (2004), S. 75.

²¹ Vgl. Kester (1984); Sieben/Diedrich (1990).

das Märkte in Osteuropa erschließen möchte, mehr für ein Zielunternehmen in diesen Ländern zu zahlen bereit sein als den dortigen Marktwert. Man kauft eben nicht nur ein osteuropäisches Unternehmen, sondern gleichzeitig auch eine Option, ausgehend von dieser Basis die osteuropäischen Märkte zu erobern.²² Darum kann das Zielunternehmen subjektiv wertvoller sein als für andere potenzielle Käufer, die diesem eine geringere strategische Bedeutung beimessen.

Die Zielsetzung der vorliegenden Arbeit besteht in der Untersuchung der strategischen Einflussfaktoren von M&A-Transaktionen. Dazu sollen die relevanten Einflussfaktoren auf den Wert des integrierten Unternehmens nach Abschluss der Transaktion identifiziert werden, und es soll gezeigt werden, wie der Prozess der Mehrwertgenerierung durch M&A-Transaktionen finanzwirtschaftlich beurteilt und bewertet werden kann.

Aus dieser Zielsetzung können die folgenden Hypothesen abgeleitet werden:

- H1. Das Erreichen einer Mehrwertgenerierung erfordert eine prozessorientierte Betrachtung von M&A-Transaktionen, die nicht nur die Planung und Implementierung der Transaktion, sondern auch die Strategieentwicklung umfasst.
- H2. Die einzelnen, zu berücksichtigenden Einflussfaktoren sind auf verschiedene theoretische Erklärungsansätze zurückzuführen und machen damit eine integrierte, ganzheitliche Betrachtung erforderlich. Das häufige Scheitern von M&A-Transaktionen in der Unternehmenspraxis ist daher weniger in eigennutzenmaximierendem Verhalten des Managements des agierenden Unternehmens, sondern vielmehr in der fehlenden praxistauglichen theoretischen Basis begründet.
- H3. Angesichts der Vielschichtigkeit der Realität muss die theoretische Basis in einem ekklektischen Ansatz festgehalten werden und dabei den immateriellen Vermögenswerte eine besondere Gewichtung beimessen.
- H4. Der ekklektische Erklärungsansatz kann alle monokausalen Ansätze zusammenführen, indem mit den Elementen Marktstruktur, Technologie und Organisation eine Integration dieser Ansätze vorgenommen wird.
- H5. Die Strategie wird dabei als besonderer Faktor hinzugenommen, weil mit Hilfe der Strategie versucht wird, die Unternehmensziele durch Beeinflussung von Marktstruktur, Technologie und Organisation zu erreichen.
- H6. Die Einbeziehung der strategischen Einflussfaktoren in den Suchprozess, die Due Diligence, die Unternehmensbewertung und das Akquisitionscontrolling lässt die Wahrscheinlichkeit steigen, dass die M&A-Transaktion erfolgreich wird.

²² Vgl. Herden (2003), S. 15

1.2. Gang der Untersuchung

In Kapitel 2 werden die für die Fragestellung notwendigen Grundlagen der Arbeit vorgestellt. Zunächst wird eine Klassifizierung und Begriffsabgrenzung von M&A-Transaktionen vorgenommen, auf die die nachfolgenden Ausführungen aufbauen. Des Weiteren erfolgt ein kurzer Abriss der Geschichte des M&A-Marktes. Ziel dabei ist aufzuzeigen, dass bei früheren M&A-Wellen die Wertschaffung oftmals nicht im Mittelpunkt der Transaktion stand.

Anschließend erfolgt in Kapitel 3 die Darstellung der Bausteine erfolgreicher strategischer M&A-Transaktionen. Ziel der M&A-Transaktion ist die Marktwertsteigerung, die daher bei jedem Baustein zu berücksichtigen ist. Grundlage ist ein systematischer M&A-Prozess, der sich von der Strategieentwicklung bis hin zur Unternehmensbewertung und Kaufpreisbestimmung erstreckt. Die in der Strategie angestrebten strategischen Erfolgspositionen müssen im Rahmen der Due Diligence überprüft werden.

In Kapitel 4 wird die Mehrwertgenerierung als Zielsetzung von strategischen M&A-Transaktionen erläutert. Grundsätzlich sollte der Mehrwert als zukunftsorientierte zahlungsorientierte Größe ermittelt werden. Die Strategiealternativen ergeben sich auf Basis der 4-Felder-Matrix von ANSOFF. Diese kann mit dem Wertkettenkonzept von PORTER verbunden die Basis für eine Unternehmensbewertung darstellen. Diese Unternehmensbewertung sollte dabei die Restrukturierung des Zielunternehmens nach der Transaktion berücksichtigen. Als methodische Grundlage bietet sich dafür das Restrukturierungs-Hexagon von COPELAND et al. an.

Im fünften Kapitel wird der Such- und Due Diligence-Prozess dargestellt. Dieser beginnt mit dem Suchprozess, in dem aufbauend auf der Strategieentwicklung zunächst festzulegen ist, wie das Unternehmensprofil auszusehen hat, welches der Erreichung der unternehmerischen Ziele dienlich ist und damit zu einer Wertsteigerung führt. Unproblematisch ist der Suchprozess bei einer Verkäuferinitiative, wohingegen bei Käuferinitiative verschiedene Schritte zu bewältigen sind. Die anschließende Due Diligence hat eine umfassende Untersuchung des Zielobjektes durch den potenziellen Käufer zur Aufgabe.

In Kapitel 6 werden die in der Literatur diskutierten Erklärungsansätze mit eindimensionalen Einflussfaktoren für M&A-Transaktionen zusammenfassend dargestellt. Diese lassen sich grundsätzlich danach unterscheiden, ob sie eine Steigerung des ökonomischen Wertes der beiden beteiligten Unternehmen für deren Eigentümer implizieren. Die sog. Effizienzansätze gehen gerade von diesem Idealfall aus und bejahen eine Wertschaffung. Demgegenüber unterstellen die Managementansätze als Haupttriebfeder der Transaktionen die Erreichung persönlicher Ziele der angestellten Manager des agierenden Unternehmens in Bezug auf solche Ziele wie etwa die Vermehrung von Einkommen, Prestige, Macht oder Reduzierung des Entlassungsrisikos. Als dritte Gruppe können sonstige Ansätze unterschieden werden, bei denen zwar in der Regel aus der Sicht des agierenden Unternehmens eine

Wertschaffung stattfindet, die jedoch durch einen Verlust an anderer Stelle (Monopolkosten, Steuerausfällen oder Lohnsenkungen) erkaufte werden.

Kapitel 7 steht im Zentrum der vorliegenden Arbeit und basiert auf der These, dass ein monokausaler Ansatz (wie etwa der Transaktionskostenansatz) nur in Ausnahmefällen eine hinreichende Begründung für die Durchführung von M&A-Transaktionen bieten kann. Infolgedessen ergibt sich die Notwendigkeit des Aufbaus eines ekklektischen Erklärungsansatzes, in dem die monokausalen Ansätze zusammengeführt werden. Basis ist ein System, in dem mit den Elementen Marktstruktur, Technologie und Organisation eine Integration der Ansätze vorgenommen wird. Die Strategie wird dabei als besonderer Faktor hinzugekommen, weil ja mit Hilfe der Strategie versucht wird, die Unternehmensziele durch Beeinflussung von Marktstruktur, Technologie und Organisation zu erreichen. Das System bildet die theoretische Basis für die Entwicklung der Wachstums- und der M&A-Strategie. Besonders zu berücksichtigen sind dabei die immateriellen Vermögenswerte.

Die Arbeit schließt in Kapitel 8 mit einer Zusammenfassung.

2. Grundlagen

2.1. Begriff und Gestaltungsmerkmale von M&A

Der Begriff Mergers & Acquisitions stammt aus dem angelsächsischen Sprachgebrauch und beschreibt allgemein den Zusammenschluss, die Vereinigung, Fusion oder Verschmelzung von Unternehmen oder Unternehmensteilen (merger) bzw. den Erwerb von Unternehmen oder Unternehmensteilen (acquisition). „The traditional subject of M&A has been expanded to include takeovers and related issues of corporate restructuring, corporate control, and changes in the ownership structure of firms.“²³ Der Begriff stellt also einen Sammelbegriff für den Erwerb oder die Veräußerung von Firmenbeteiligungen, Fusionen oder Kooperationen dar, mit denen eine substantielle Einflussnahme in die Unternehmenspolitik angestrebt wird.²⁴ Darüber hinaus wird der Begriff Mergers & Acquisitions häufig auch für alle Aktivitäten verwendet, die im Zusammenhang mit dem Erwerb oder der Veräußerung von Unternehmen²⁵ oder Unternehmensteilen bzw. mit Fusionen, Kooperationen oder sonstigen Akquisitionen stehen. In einem weiten Sinne kann unter Mergers & Acquisitions also ein breites Spektrum von Aktivitäten verstanden werden. Dazu gehören z.B. Firmenerwerb, Management-buy-out, Management-buy-in, Joint Venture, Firmenveräußerung, Fusionen, Kooperationen.²⁶

Im Unterschied zu „echten“ Akquisitionen, bei denen Eigentumsübertragungen stattfinden, gibt es bei Kooperationen jedoch keine Veränderungen von Besitz- und Eigentumsverhältnissen.²⁷ Strategische Allianzen und auch Kooperationen in der Form von Joint Ventures unterscheiden sich deshalb grundsätzlich von Unternehmensintegrationen. Bei Joint Ventures ist die Lage allerdings insofern etwas komplizierter, als diese Konstellation dann vergleichbar ist mit der Lage bei der Integration akquirierter Unternehmen, wenn beide Partner bereits existierende Unternehmen oder Teile davon einbringen. Dennoch gehören solche Kooperationen nicht zu dem Bereich von Mergers & Acquisitions in der engen Begriffsdefinition.²⁸

Bei der Diskussion der rechtlichen Gestaltung wird deutlich, dass der Begriff nicht einheitlich verwendet wird.²⁹ In rechtlicher Betrachtungsweise ist für die Unterscheidung der Beg-

²³ Copeland/Weston (1988), S. 676.

²⁴ Vgl. Busse von Colbe (1981).

²⁵ Zur Problematik der Definition des Unternehmensbegriffs im deutschen Gesellschaftsrecht vgl. Picot (1998), S. 16.

²⁶ Vgl. Jansen (2008), S. 258.

²⁷ Vgl. Sautter (1989), S. 6 f.

²⁸ Copeland/Weston (1988, S. 676 f.) unterscheiden vier Teilbereiche von Mergers & Acquisitions: Expansion, Sell-Offs, Corporate Control und Changes in Ownership Structure.

²⁹ Vgl. Sautter (1989), S. 6; Jung (1993).

riffe entscheidend, ob infolge der angestrebten Zusammenführung von Unternehmen die rechtliche Selbständigkeit der Partner berührt wird.³⁰ Wenn eine Kapitalgesellschaft durch eine Übernahme ihre Rechtspersönlichkeit verliert oder wenn beide Kapitalgesellschaften in einer neugegründeten Gesellschaft aufgehen, dann liegt eine Fusion vor. Der gesellschaftsrechtliche Begriff der Fusion ist damit in der Regel enger gefasst als der betriebswirtschaftliche. Eine Akquisition (im rechtlichen Sinne) hat dagegen keinen Einfluss auf die Rechtsform der beteiligten Unternehmen. Für die Praxis ist diese rechtliche Differenzierung jedoch von untergeordneter Bedeutung, da Fusionen gemäß dieser Definition verhältnismäßig selten auftreten und vorwiegend Unternehmensübernahmen im Sinne von Beteiligungstransaktionen dominieren. An dieser Stelle ist es jedoch wichtig, sich den Unterschied zwischen der betriebswirtschaftlichen und der juristischen Sichtweise zu vergegenwärtigen:³¹ Eine Transaktion, die betriebswirtschaftlich eine Akquisition darstellt, kann dagegen juristisch in Form einer Fusion gestaltet werden und umgekehrt. Daher ist es auch verständlich, warum in der Praxis *Mergers & Acquisitions* als untrennbares Begriffspaar gesehen wird, wofür sich der Oberbegriff „M&A-Transaktion“ anbietet.

Allerdings hat die Wahl der rechtlichen Konstruktion auch finanzielle Auswirkungen, weil sich etwa unterschiedliche Steuerbelastungen ergeben können bzw. der Ablauf der Transaktion unterschiedlich ist. Die juristische Abgrenzung kann vereinfacht wie folgt vorgenommen werden:

- Eine *Akquisition im juristischen Sinne* („Unternehmenskauf“) kann dabei grundsätzlich durch den Kauf von Vermögensgegenständen (Asset Deal) bzw. von gesellschaftsrechtlichen Unternehmensanteilen (Share Deal) erfolgen.³² Während der zweite Fall unzweifelhaft einen Unternehmenskauf darstellt, weil die Rechtspersönlichkeit des Zielunternehmens unangetastet bleibt (es kommt in Abhängigkeit der Beteiligungsquote und der Ausgestaltung der Beteiligung höchstens zu einer *Konzernbildung*), muss beim Unternehmenskauf durch Vermögenserwerb genauer differenziert werden. Dabei werden Sachen, Rechte oder sonstige Vermögensgegenstände, aus denen ein Unternehmen besteht, erworben; auch der Erwerb einzelner, in sich geschlossener Teilbereiche eines Unternehmens wird als Unternehmenskauf gezählt. Werden aber *alle* Vermögensgegenstände des Zielunternehmens gekauft, so bleibt dessen Rechtspersönlichkeit *nicht* unangetastet. Dieser Grenzfall stellt im juristischen Sinne schon eine Fusion dar.
- Eine *Fusion im juristischen Sinne* („Verschmelzung“) kann grundsätzlich in zwei Formen erfolgen: Bei der *Verschmelzung durch Aufnahme* wird das Vermögen eines Unternehmens als Ganzes auf das andere Unternehmen übertragen (§ 2 UmwG

³⁰ Vgl. Pausenberger (1989), Sp. 18; Sieben/Sielaff (1989), S. 1.

³¹ Vgl. Müller-Stewens/Spickers (1994), S. 663.

³² Vgl. Pöllath (1982), S. 194-221.

Abs. 1 Ziff. 1). Bei der *Verschmelzung durch Neubildung* (§ 2 UmwG Abs. 1 Ziff. 2) wird das Vermögen oder die Verfügungsgewalt über das Vermögen aller am Fusionsvorgang beteiligten Unternehmen als Ganzes auf eine neu errichtete Rechtsperson übertragen. Beispiele hierfür sind die Neugründung von ABB nach der Fusion der Unternehmen Asea und Brown Boveri sowie die Neugründung von Novartis nach der Fusion von Ciba-Geigy und Sandoz.

Die Wahl einer bestimmten rechtlichen Gestaltung hat natürlich unmittelbaren Einfluss auf die gewährleistungs- und haftungsrechtliche Stellung der Beteiligten. Im Rahmen eines Unternehmenskaufes sind beim Asset Deal und Share Deal grundsätzliche Unterschiede zu beachten: Beim Asset Deal sind nach neuem Schuldrecht gemäß § 453 BGB die Regeln der Sachmängelhaftung nach §§ 434 ff. BGB „entsprechend“ anzuwenden. Der Käufer hat somit einen Anspruch auf Nacherfüllung (§§ 437 Nr. 1, 439 BGB), Rücktritt vom Kaufvertrag (§§ 440, 323 und 326 Abs. 5 BGB) oder Minderung des Kaufpreises (§ 441 BGB) bzw. Schadensersatz (§§ 440, 280, 281, 283 und 311 Abs. 2 BGB). Sofern die im Kaufvertrag gemachten Angaben über Umsatz, Gewinn oder Bilanzpositionen unrichtig sind, gilt dies als Mangel mit der entsprechenden Folge der Sachmängelhaftung. Der Mangel eines einzelnen Vermögensgegenstandes ist hingegen - sofern nicht abweichend vereinbart - nur dann relevant, wenn die Ertragskraft des Unternehmens nachhaltig gefährdet ist. Im Gegensatz dazu ist der Share Deal kein Sachkauf, sondern ein *Rechtskauf*. Der Verkäufer muss daher grundsätzlich nur für den *Bestand* der verkauften Rechte haften - nicht aber für ihren wirtschaftlichen Wert. Nach ständiger Rechtsprechung kann ein Share Deal aber auch als Kauf des von der Gesellschaft betriebenen Unternehmens interpretiert werden, so dass hilfsweise auf die Sachmängelhaftung zurückgegriffen werden kann. Da jedoch umstritten ist, ab welcher Beteiligungsquote von einer wirtschaftlichen Übernahme ausgegangen werden kann, ist die gewährleistungs- und haftungsrechtliche Stellung des Käufers im Share Deal geringer.

Auch nach der Schuldrechtsreform ist somit die Anwendung der gesetzlichen Gewährleistungs- und Haftungsregeln auf den Unternehmenskauf problematisch und bedeutet für die Vertragspartner einen hohen Grad an Rechtsunsicherheit. Damit steigt die Bedeutung individueller Vereinbarungen im Zuge der Kaufverhandlungen. Üblicherweise werden vom Verkäufer zahlreiche Zusicherungen und Garantieerklärungen (sog. Warranties and Guaranties) im Unternehmenskaufvertrag verlangt, wobei Rechtsfolge, Umfang und Beschränkung der Haftung explizit vereinbart werden. Oftmals sichert der Verkäufer bestimmte Eigenschaften des Unternehmens zu. Für den Käufer hängen solche Beschaffenheitsvereinbarungen spiegelbildlich mit dem Umfang seiner Due Diligence-Prüfung (Kapitel 5) zusammen.³³ Im Allgemeinen wird der Käufer versuchen, sich gegenüber Unsicherheiten, die er

³³ Vgl. Wolf/Kaiser (2002).

im Rahmen der Due Diligence nicht umfassend überprüfen kann, mit Hilfe von Beschaffensvereinbarungen abzusichern. Sofern etwa die Qualität der Produktionsanlagen nicht durch Inaugenscheinnahme überprüft werden kann, liegt es nahe, sich etwa vom Verkäufer zusichern zu lassen, dass eine Fortführung des Betriebes mit bestimmten Qualitätsstandards und Jahresmengen mit den derzeitigen Produktionsanlagen erwartet werden kann.

Traditionell werden M&A-Transaktionen über ihre marktlichen Dimension (auch „Wachstumsrichtung“) nach ANSOFF³⁴ charakterisiert, was hinsichtlich ihrer strategischen Implikationen starke Unterschiede impliziert.³⁵ Man unterscheidet grundsätzlich zwischen drei Formen (Abbildung 2).

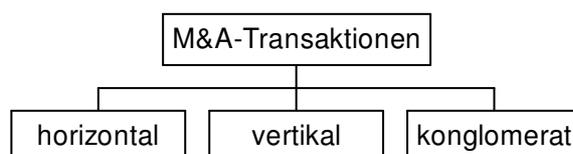


Abbildung 2: Formen von M&A-Transaktionen

Die zugrunde liegende Wachstumsstrategie bestimmt den Verwandtschaftsgrad der Märkte der in einer M&A-Transaktion involvierten Unternehmen.³⁶ Gerade bei der Integration eines Akquisitionsobjektes in den Unternehmensverbund gewinnt dieser Gestaltungsfaktor besonderes Gewicht, da mit zunehmendem Grad der Verwandtschaft eine weitgehendere Integration zu erwarten ist. Darüber hinaus impliziert eine bestimmte Wachstumsstrategie gleichzeitig ein Set von *theoretischen Ansätzen* (Kapitel 6), die sich zur Analyse solcher M&A-Transaktionen eignen. Beispielsweise kann eine vertikale M&A-Transaktion der Entstehung von Transaktionskosten entgegenwirken. Der Transaktionskostenansatz kann jedoch nicht zur Begründung von horizontalen oder konglomeraten M&A-Transaktionen herangezogen werden. Bei horizontalen M&A-Transaktionen eignet sich dagegen der Ansatz von PORTER zur Identifizierung von potenziellen Wechselbeziehungen verschiedener Art, die in Wettbewerbsvorteile umgesetzt werden müssen.

Unter *horizontalen M&A-Transaktionen* versteht man die Vereinigung von Unternehmen, die bei unveränderter Leistungstiefe die Breite ihres Produktsortiments mit gleichen oder zumindest branchenmäßig artverwandten Produkten erweitern.³⁷ Bei einer solchen Transaktion bleibt die Produktionstiefe der beteiligten Unternehmen somit konstant; ob dies auch von der Produktionsbreite³⁸ verlangt wird, ist umstritten. (Das Bundeskartellamt unterscheidet in diesem Zusammenhang jedenfalls zwischen einem Unternehmenszusammen-

³⁴ Vgl. Ansoff (1965), S. 132.

³⁵ Vgl. Franck/Meister (2006).

³⁶ Vgl. Jansen (2008), S. 156-159.

³⁷ Vgl. Sautter (1989), S. 13-23.

³⁸ Zur Abgrenzung verschiedener Produkt/Markt-Kombinationen vgl. Ansoff (1965), S. 109.

schluss mit und ohne Produktausweitung.) Eine Fusion *ohne* Produktausweitung liegt dann vor, wenn beide Unternehmen auf den gleichen Märkten tätig sind, wenn also zum Beispiel eine Brauerei eine andere Brauerei erwirbt. Von einem Zusammenschluss *mit* Produktausweitung ist die Rede, wenn eines der beteiligten Unternehmen auf einem benachbarten Markt tätig ist, wenn zum Beispiel eine Brauerei einen Fruchtsafthersteller übernimmt. Bei horizontalen M&A-Transaktionen sind insbesondere die folgenden Faktoren von Bedeutung:³⁹

- Senkung der Kosten durch Synergieausnutzung im Beschaffungs-, Produktions-, Absatz-, Verwaltungs- und Forschungsbereich;
- Kauf von Marktanteilen;
- Elimination von Konkurrenten;
- schnellerer und kostengünstigerer Kauf von Fabrikationsstätten, Produktionsanlagen usw.

Vertikale M&A-Transaktionen (häufig auch als vertikale Integration bezeichnet) beinhalten dagegen, dass nicht die Breite des Sortiments, sondern die Leistungstiefe des Unternehmens zunimmt; es werden also verschiedenartige, aufeinander folgende Produktions- oder Absatzstufen verbunden.⁴⁰ Eine solche Akquisition kann folgende Vorteile haben:⁴¹

- Kostensenkung;
- Sicherung der Beschaffungsquellen bzw. von Absatzwegen für die eigenen Produkte;
- höhere Eintrittsbarrieren für Konkurrenten, weil mehr finanzielle und personelle Ressourcen notwendig sind, um erfolgreich in den Markt einzudringen;
- bessere Innovationschancen, weil vertikal integrierte Betriebe an vielen Herstellungs- und Vertriebsaktivitäten partizipieren, in denen Veränderungen stattfinden können.

Je nachdem, ob sich die Transaktion auf eine vor- oder nachgelagerte Stufe erstreckt, spricht man von einer *Backward* oder einer *Forward* Integration (Rückwärts- oder Vorwärtsintegration):

Backward Integration: Jedes Unternehmen (außer denen, die ausschließlich auf der ersten Produktionsstufe tätig sind) hat grundsätzlich zu entscheiden, ob eine Angliederung produktionstechnischer Vorstufen (Eigenfertigung) erfolgen soll oder ob die im Produktionsprozess benötigten Vorprodukte und Ressourcen fremd bezogen werden sollen. (So könnte beispielsweise eine Brauerei eine Mälzerei erwerben.) Diese so genannten „make or buy“-Entscheidungen haben gerade in der jüngsten Vergangenheit stark an Bedeutung gewon-

³⁹ Vgl. Geneen (1984), S. 215; Schubert/Küting (1981), S. 30 f.

⁴⁰ Vgl. Sautter (1989), S. 8-13.

⁴¹ Vgl. Buzzell (1984), S. 52 f.

nen, da sie vor dem Hintergrund der steigenden Wettbewerbsintensität vielfältige Rationalisierungspotenziale eröffnen. Neben der Eigenfertigung und dem nicht beeinflussbaren Fremdbezug sind in der Praxis einige weitere Kombinationsformen denkbar. Als Ziele einer Backward Integration durch Fusion oder Übernahme eines Lieferanten werden neben der Kostenreduktion (durch eine Senkung der Transaktions- und Koordinationskosten) meist auch die Sicherung der termingerechten Lieferung und die Erhöhung der Eintrittsbarrieren für neue Mitbewerber angeführt.⁴²

Die Forward Integration, d.h. der Zusammenschluss mit einem Abnehmer, ist der zweite Typus, der eine Zunahme der Produktionstiefe ermöglicht. Handelt es sich aus der Sicht des Referenzunternehmens um eine Forward Integration, bedeutet dies für das nachgelagerte Unternehmen gleichzeitig eine Backward Integration. Ein Beispiel für eine Forward Integration wäre der Erwerb eines Getränkegroßhändlers durch eine Brauerei.

Konglomerate M&A-Transaktionen (auch „diagonale“ oder „heterogene“ Transaktion genannt) sind dadurch gekennzeichnet, dass sich weder die Leistungstiefe noch die Breite des Sortiments durch artverwandte Produkte verändert.⁴³ Die Produkte konglomerat verbundener Unternehmen stehen vielmehr mit dem bisherigen Tätigkeitsbereich der beteiligten Unternehmen nicht in Verbindung.⁴⁴ Die bei vertikalen und horizontalen Transaktionen genannten Vorteile spielen bei konglomeraten Zusammenschlüssen keine Rolle. Gründe, die zu konglomeraten M&A-Transaktionen führen, sind vor allem:⁴⁵

- Eintritt in eine Wachstumsbranche, vor allem bei ungenügenden Expansions- und Ertragsmöglichkeiten im bisherigen Tätigkeitsgebiet;
- Partizipation an einer günstigen Erfolgssituation;
- Verbreiterung der Produktionsbasis;
- Verminderung des Risikogrades;
- Umsatz-, Ertrags- und Finanzausgleich bei saisonalen, konjunkturellen oder anderen zyklischen Schwankungen sowie bei Änderungen der Nachfragestruktur;
- Anlage überflüssiger Finanzmittel.

Neben der Unterscheidung nach der marktlichen Dimension können M&A-Transaktionen zudem in freundliche und unfreundliche Transaktionen unterschieden werden, je nach Verhalten des Managements des Zielunternehmens.⁴⁶ Obwohl grundsätzlich nur diese beiden Extreme genannt werden, sollte doch immer bedacht werden, dass auch hier ein Konti-

⁴² Vgl. Bubik (2005), S. 11.

⁴³ Vgl. Sautter (1989), S. 23-30.

⁴⁴ Zur Definition der Konglomeration vgl. Ansoff (1965), S. 132.

⁴⁵ Vgl. Geneen (1984), S. 215.

⁴⁶ Vgl. Morck/Shleifer/Vishny (1988).

num an verschiedenen Verhaltensweisen möglich ist und dass es sich bei der Wahl des Erwerbsweges um einen iterativen Entscheidungsprozess handelt.

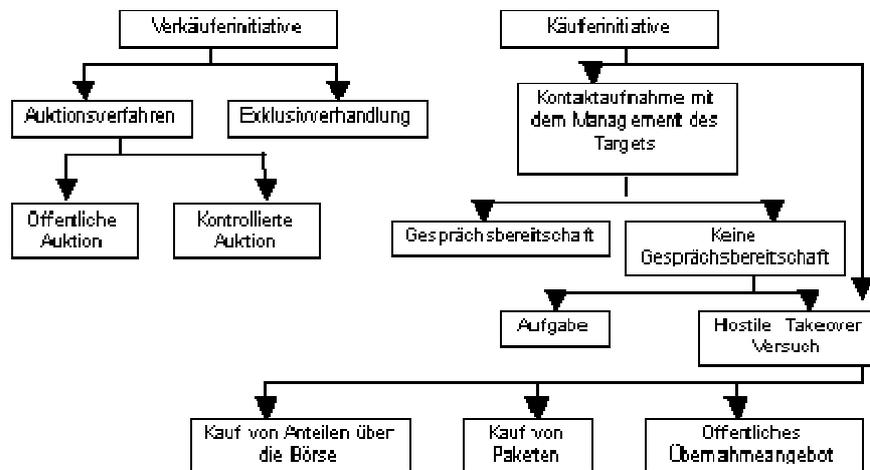


Abbildung 3: Erwerbswege (in Anlehnung an Berens/Mertens/Strauch, 1997, S. 31)

Auch wenn das Management des Zielunternehmens einer Übernahme zustimmt, kann es dennoch vor und/oder nach Abschluss der Transaktion Gegenmaßnahmen einleiten. Die Abgrenzung in friendly und unfriendly takeover ist zum einen deshalb von Bedeutung, da ihnen häufig unterschiedliche Strategien zugrunde liegen; zum anderen beeinflusst die Form der Übernahme in nicht geringem Maße die Kosten, die dem Erwerber durch die Transaktion entstehen.⁴⁷ Denn bei einem unfriendly takeover entstehen in der Regel hohe Kosten durch die Abwehrmaßnahmen des Targets sowie durch die Schwierigkeiten bei der Integration des neu erworbenen Unternehmens. Sicher kann das agierende Unternehmen das Verhalten der Gegenseite nur bedingt beeinflussen, doch zeigt der Fall von Vodafone-Mannesmann, dass dies in vielen Fällen nur als Drohung eingesetzt wird.

Unter einem *friendly takeover* versteht man Transaktionen, bei denen das Management des Zielunternehmens der Akquisition zustimmt und insbesondere keine Gegenmaßnahmen ergreift, um die Übernahme zu verhindern.⁴⁸ Dies wird meist auch als „friendly merger offer“ bezeichnet. Eine freundliche Übernahme kommt dann zustande, wenn die beiden Unternehmensleitungen zu dem Entschluss kommen, dass die Fusion für beide Beteiligten von Vorteil ist. Wann dies genau der Fall ist, lässt sich nicht allgemeingültig feststellen. Denn die Unternehmensleitung des Zielunternehmens muss ihre Entscheidung über einen Übernahmeversuch nicht unbedingt vom finanziellen Vorteil ihrer Anteilseigner abhängig machen. Sie kann sich natürlich auch aus persönlichen Interessen für die Annahme eines Übernahmeangebotes aussprechen, auch wenn dies für ihre Aktionäre nachteilig sein kann,

⁴⁷ Vgl. Fritz (2006), S. 109 f.

⁴⁸ Vgl. Jansen (2008), S. 114-116.

etwa wenn es aus den Arbeitsverträgen hohe Abfindungszahlungen erwarten kann (sog. „golden parachutes“). Auf der anderen Seite ist es natürlich auch möglich, dass die Unternehmensleitung des Zielunternehmens die Übernahme abwehrt, auch wenn sie offensichtlich im Interesse ihrer Aktionäre ist. Hier kann beispielsweise eine Rolle spielen, dass das Management mit seiner Entlassung nach der Übernahme rechnet und nicht erwartet, eine gleichwertige Position in einem anderen Unternehmen zu finden. Möglicherweise fürchtet das Management auch einen Prestigeverlust, wenn das „eigene“ Unternehmen übernommen wird. Aus der Sicht des Erwerbers hat eine freundliche Übernahme eine Reihe von Vorteilen:⁴⁹

- Zum einen muss den Altaktionären eine geringere Prämie über dem aktuellen Marktpreis gezahlt werden als bei unfreundlichen Übernahmen. Darüber hinaus sind die Kosten für Rechtsberatung, Honorare der Investmentbanken, Wirtschaftsprüfer etc. weitaus geringer.
- Friendly takeover sind dazu noch effizienter als feindliche Übernahmen, da das Management sich direkt auf die wesentlichen unternehmerischen Schritte konzentrieren kann und nicht erst ressourcenverschwendende Abwehrstrategien entwickeln und implementieren muss. Außerdem bleibt das unternehmensspezifische Know-how des „alten“ Managements erhalten.
- Durch die gegensätzlichen Positionen bei unfriendly takeovers wird eine spätere Integration des Zielunternehmens erschwert; es kommt zu einer Verhärtung der Unternehmenskulturen, wodurch die Realisierung von Synergiepotenzialen beeinträchtigt werden kann.⁵⁰
- Ein feindlicher Übernahmever such kann den Austausch der obersten Führungsebene nach sich ziehen. Möglicherweise zieht aber das Ausscheiden des Top-Managements auch eine Anzahl weiterer Kündigungen nach sich, die die zukünftige Profitabilität beeinträchtigen, weil die Qualifikationen der ausscheidenden Mitarbeiter nur schwer oder gar nicht ersetzt werden können. Die Ursache solcher Folgekündigungen kann in persönlichen Loyalitäten begründet sein. Eine andere Möglichkeit ist, dass für die Entwicklung des Unternehmens besonders wichtige Mitarbeiter eine Veränderung der Unternehmenskultur befürchten.

Die freundliche Übernahme ist die im deutschsprachigen Raum übliche Form, wobei der deutsche Markt bisher weitgehend von unfreundlichen Übernahmen und den damit verbundenen Übernahmeschlachten verschont worden ist. Für Aufsehen sorgte daher der Versuch eines unfriendly takeover von Thyssen durch Krupp im Frühjahr 1997, bei dem zum ersten Mal eine deutsche Publikumsaktiengesellschaft durch ein unfriendly takeover übernommen

⁴⁹ Vgl. Jansen (2008), S. 114-116; Sautter (1989), S. 31 f.

⁵⁰ Vgl. Ferrari (2003).

werden sollte. In der Folge ist es dem britischen Mobilfunkbetreiber Vodafone Airtouch in 1999/2000 gelungen, Mannesmann gegen den Willen des Vorstandes zu übernehmen.

Unter einem *unfriendly takeover* (auch „hostile takeover“ genannt) versteht man den Erwerb eines anderen Unternehmens gegen den Willen seiner Geschäftsleitung. Diese ergreift in der Regel eine Reihe von Abwehrstrategien, gegen die zusätzlich noch angekämpft werden muss. Charakteristisch für die feindliche Übernahme ist, dass im Falle einer geglückten Übernahme das Management des Targets von dem übernehmenden Unternehmen ausgewechselt wird.⁵¹ Bei einer feindlichen Übernahme unterscheidet man zwischen zwei unterschiedlichen Formen:

- Bei einem *proxy fight* wendet sich der Angreifer direkt an die Aktionäre des Targets und übergeht dabei dessen Management. Es wird versucht, eine ausreichende Anzahl von Stimmrechten („proxies“) zu erhalten, um auf der nächsten Hauptversammlung die Kontrolle über das Unternehmen zu gewinnen, indem eine Unternehmensleitung eingesetzt wird, die der Übernahme positiv gegenübersteht. Die Nachteile des proxy fight liegen in den hohen Kosten und den Schwierigkeiten, die Mehrheit der Aktionäre für sich zu gewinnen.
- Bei einem *tender offer* hingegen wird beabsichtigt, die Aktien des Akquisitionsobjektes zu einem bestimmten Preis zu übernehmen, der meist weit über dem Marktpreis der Aktien liegt, um einen möglichst großen Teil der Aktionäre zu einem Verkauf zu bewegen.⁵² Dabei wird den Anteilseignern ein befristetes Kaufangebot unterbreitet, das zumindest in den USA einigen Verfahrensregeln entsprechen muss. Zudem kann das Angebot mit Bedingungen verknüpft werden. Im Falle eines Quorums soll das Angebot nur gültig sein, wenn dem Erwerber eine gewisse Mindestzahl von Aktien zum Kauf angeboten wird. Meist erfolgen Angebote, die bis zur Erlangung der Mehrheit der Stimmrechte in der Form zeitlich beschränkt sind, dass zu spät reagierende Alt-Aktionäre nur einen geringeren Preis erzielen (sog. two-tier offer). Ziel einer two-tier offer ist es, die Reaktionsgeschwindigkeit der Alt-Aktionäre zu beschleunigen. Entscheidet sich ein Aktionär nämlich zu spät für die Annahme des Angebotes, muss er damit rechnen, dass der Erwerber die gewünschte Anzahl von Aktien bereits kaufen konnte und es deshalb ablehnen wird, für weitere Aktien einen über dem aktuellen Kurswert liegenden Preis zu bezahlen. Die Möglichkeiten einer two-tier offer sind jedoch in vielen Ländern durch Gesetze oder freiwillige Übernahme-Kodizes beschränkt.⁵³

⁵¹ Eine Auswirkung von unfriendly takeover auf die Gesamtbeschäftigung des Zielunternehmens konnte jedoch empirisch nicht nachgewiesen werden. Vgl. Conyon/Girma/Thompson/Wright (2001).

⁵² Zu Marktanomalitäten bezüglich des Marktwertes vgl. Rhodes-Kropf/Viswanathan (2004).

⁵³ Vgl. Jansen (2008), S. 53.

Feindliche Übernahmeversuche sind zumindest in Deutschland eher die Ausnahme, da das deutsche Wirtschaftsmodell konsensorientiert ist. Gerade die Gewerkschaften stehen M&A-Transaktionen in der Regel ablehnend gegenüber, da sie den Verlust von Arbeitskräften bzw. zumindest die Schwächung der Stellung der Arbeitnehmer befürchten. Demgegenüber gehören unfriendly takeover in den USA zur gewöhnlichen Geschäftstätigkeit des Unternehmens.⁵⁴ Allenfalls wenn besonders bekannte Unternehmen in eine Übernahmeschlacht involviert sind, kann dies noch die Aufmerksamkeit des unbeteiligten Publikums erregen.

Deshalb bietet sich eine Klassifizierung an, die den faktischen Einfluss des Erwerbers auf die Unternehmenspolitik explizit berücksichtigt, sodass Verbundeffekte realisiert werden können. Solche *Verbundeffekte* können in einem allgemeinen Sinn als Synergieeffekte bezeichnet werden, so dass sich die folgende Klassifikation nach Synergieeffekten ergibt.⁵⁵

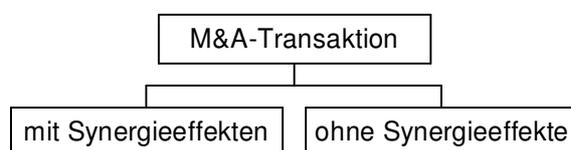


Abbildung 4: Klassifikation nach Synergieeffekten

Eine Beteiligung ohne Verbundeffekte zeichnet sich dadurch aus, dass weder bei dem erwerbenden noch bei dem erworbenen Unternehmen Veränderungen in der Unternehmenspolitik auftreten und dadurch die Summe der erzielbaren Einzahlungsüberschüsse jedes Unternehmens gleich bleibt. Eine Beteiligung mit Verbundeffekten dagegen bewirkt, dass durch Veränderungen der Unternehmenspolitik zusätzliche, die Einzahlungsüberschüsse beeinflussende Wirkungen entstehen, die ohne den Beteiligungserwerb nicht wirksam geworden wären.⁵⁶

2.2. Geschichte des M&A-Marktes

Auch wenn angesichts der Berichterstattung in den Medien ein anderer Eindruck entsteht, sind M&A-Transaktionen keineswegs eine neue Erscheinung. Im Gegenteil haben sie als Charakteristikum der industriellen Marktwirtschaft eine lange Tradition. Die letzten zwanzig Jahre des 19. Jahrhunderts werden von vielen Historikern als die Epoche der großen Monopole bezeichnet, da durch die Industrialisierung nur die kapitalstärksten Unternehmen

⁵⁴ Vgl. Hirt/Block (2003), S. 274.

⁵⁵ Vgl. Jansen (2008), S. 167.

⁵⁶ Problematisch bleibt allerdings nicht nur die Frage, ob erwartete bzw. antizipierte Synergieeffekte später realisiert werden können, sondern auch ob sie überhaupt vorhanden sind. Vgl. Rhodes-Kropf/Viswanathan (2004).

im Wettlauf um Investitionen und neue Techniken bestehen konnten. Gerade in den USA waren die Transaktionsvolumina kurz vor der Wende des 19. Jahrhunderts gemessen am Bruttosozialprodukt durchaus vergleichbar mit den heutigen. Abgelöst wurde diese Konzentration durch eine gesetzliche Einschränkung von M&A-Transaktionen in den USA und den Oktober-Crash von 1929 sowie die darauf folgende Depression in den dreißiger Jahren. Mitte des 20. Jahrhunderts entstanden die ersten multinationalen Unternehmen. So nahmen nach dem Zweiten Weltkrieg die ausländischen Direktinvestitionen von US-Unternehmen drastisch von 7,2 Milliarden Dollar im Jahre 1946 auf 78 Milliarden Dollar 1970 zu. Besonders seit den sechziger Jahren expandierten dann zusehends auch europäische Unternehmen ins Ausland. Seit den siebziger Jahren entwickelt sich die Anzahl der M&A-Transaktionen, besonders in den USA, in einem rasanten Ausmaß, da dirigistische Maßnahmen seitens der Regierungen gelockert wurden.

Bezüglich der historischen Entwicklung lässt sich in der längerfristigen Betrachtung feststellen, dass sich die M&A-Aktivität in Wellen vollzieht und in einzelnen Zeitabschnitten Häufungen auftreten. Für die USA wurden bereits vier Wellen identifiziert, die meist folgendermaßen unterteilt werden:⁵⁷

Die *erste M&A-Welle* erlebten die USA am Ende des letzten Jahrhunderts von 1895-1904, wobei der Höhepunkt im Jahre 1899 mit 1.208 Zusammenschlüssen lag. Durch ein starkes Wachstum nach dem Bürgerkrieg und dem Aufkommen der Eisenbahnen entstanden die ersten gemeinsamen Märkte, was dazu führte, dass sich Unternehmen zusammenschlossen, um dem aufkommenden Wettbewerb mit größerer Effizienz begegnen zu können bzw. ihn durch Monopole auszuschalten. Typische Vertreter dieser Zusammenschlusswelle waren neben den Unternehmen der Öl- und Tabakindustrie in der Lebensmittelindustrie und Transportindustrie zu finden; beispielsweise kontrollierte Standard Oil am Ende des 19. Jahrhunderts 90% der amerikanischen Ölindustrie. Durch horizontale Fusionen versuchten die Unternehmen, den 1893 erlassenen Sherman Act, der Absprachen zwischen den Unternehmen untersagte, zu umgehen. Aus diesem Grund lag der Anteil der horizontalen Zusammenschlüsse auch bei 78,3% der 2.943 vollzogenen Zusammenschlüsse.⁵⁸

Auch während der *zweiten großen M&A-Welle* (1922-1929) stand das Streben nach marktbeherrschenden Stellungen im Mittelpunkt der M&A-Transaktionen, obwohl zu diesem Zeitpunkt die bereits existierenden Antitrustgesetze horizontale Transaktionen erschwerten. Dennoch fanden sich genügend Möglichkeiten zu Unternehmenszusammenschlüssen in derselben Branche, was zu einer großen Anzahl von Oligopolen führte, welche die marktbeherrschenden Einflüsse der alten Monopole einschränkten und den Wettbewerb förderten. Gleichzeitig wurden auch vor- und nachgelagerte Unternehmen erworben, was zu einer

⁵⁷ Vgl. bspw. Sautter (1989), S. 47-53; Weston/Chung/Hoag (1990), S. 8-21.

⁵⁸ Vgl. Jansen (2008), S. 130.

deutlichen Steigerung der vertikalen Integration führte. Beendet wurde die 2. M&A-Welle durch den „Schwarzen Donnerstag“ am 24. Oktober 1929 und die sich darauf anschließende Weltwirtschaftskrise.⁵⁹

Die *dritte M&A-Welle* (1965-1969) erreichte die USA erst gut 50 Jahre später und vollzog sich unter vollständig geänderten Vorzeichen. Der Cellar-Kefauver-Act von 1950 hatte die Kartellgesetzgebung so verschärft, dass auch vertikale Fusionen als Wettbewerbsbeeinträchtigungen angesehen wurden, so dass die Zahl der vertikalen und horizontalen Akquisitionen innerhalb von zehn Jahren um rund 80% sank. Für konglomerate Unternehmenszusammenschlüsse hatte die Monopolkommission hingegen noch keine Vorschriften erlassen, so dass 80% der durchgeführten M&A-Transaktionen in den Jahren zwischen 1965 und 1975 konglomerate Zusammenschlüsse waren. Durch diese Transaktionen entwickelten sich bisher unbekannte Unternehmen zu riesigen Finanzkonglomeraten, die verschiedenste Unternehmen unter ihrem Dach vereinigten. Beispiele für solche Konglomerate sind Gulf & Western, LTV, Telneco und Teledyne; alleine letztere akquirierten 125 Unternehmen. Durch diese massiven M&A-Aktivitäten wurde das Erscheinungsbild der amerikanischen Wirtschaft grundlegend verändert, so dass der Anteil der in einer Branche tätigen Unternehmen unter den Top-500-Gesellschaften von 70% im Jahre 1949 auf 30% im Jahre 1969 sank. Mit dem Abklingen der Übernahmewelle im Jahre 1969 stellt sich heraus, dass die entstandenen Konglomerate zu groß waren, um die erhofften Synergieeffekte zu realisieren.⁶⁰

Die *vierte, bis heute anhaltende M&A-Welle* hatte ihre Anfänge in den späten siebziger Jahren. Zu jener Zeit befanden sich die meisten Industriebranchen in einer schweren Krise, die ihren Ursprung in dem fortschreitenden technischen Wandel, den stattfindenden Marktveränderungen und den zu geringen Marktanteilen hatte.

Die Frage, warum Mergers & Acquisitions in Wellen auftreten, ist bislang nicht beantwortet. Jede einzelne Welle lässt sich zwar geschichtlich begründen, aber ihr Auftreten durch eine gemeinsame Theorie zu erklären, erweist sich bisher als unmöglich. Zu vermuten ist, dass das Entstehen der M&A-Wellen nicht alleine mit ökonomischen Argumenten begründet werden kann, sondern auch psychologische Momente beinhaltet, weil eine Welle durch wenige Käufer ausgelöst werden kann, wenn sich andere Investoren mit so genannten Me Too-Akquisitionen der Modeerscheinung anschließen.⁶¹

Die Zielrichtungen in den verschiedenen historischen Höhepunkten der M&A-Aktivitäten lassen sich wie in Tabelle 1 dargestellt charakterisieren.

⁵⁹ Vgl. Jansen (2008), S. 130 f.

⁶⁰ Vgl. Freiling (2006), S. 20.

⁶¹ Vgl. Auster/Sirower (2002).

Tabelle 1: Zielrichtungen der historischen M&A-Aktivitäten

1895-1904	<i>Erreichung einer Monopolstellung Aufbau von Trusts</i>
1922-1929	<i>Vertikale Integration Kontrolle des gesamten Produktionszyklus</i>
1930-1935	<i>„Defensive Merger“ Eliminierung von Wettbewerbern durch Aufkauf und Schließung</i>
um 1955	<i>Konglomeratsbildung erste „feindliche“ Übernahmeveruche, erste Selbstregulierungsver- suche</i>
1965-1969	<i>Konglomeratsbildung vorrangiges Ziel: economies of scale, Rationalisierungsbemühungen 3. US-M&A-Welle Ziel: antizyklisches Portfolio, Balance zwischen Unternehmen mit ver- schiedenen Produktlebenszyklen</i>
seit 1981	<i>4. M&A-Welle Ziel: Synergien, Verbesserung des ROI, Strategien: Dekonglomerisie- rung M&A als Finanztransaktionen Mittel: Leveraged Buy-out</i>

Ausgelöst durch die M&A-Welle in Amerika hatte auch Deutschland Mitte der achtziger Jahre einen starken Anstieg der Transaktionszahlen zu verzeichnen. Während in den USA jedoch die Mehrzahl der Transaktionen Folge finanzwirtschaftlicher Überlegungen war, standen in Deutschland strategische Interessen im Vordergrund. Ein weiterer Grund für den Anstieg war die Schaffung des Europäischen Binnenmarktes, der die Unternehmen dazu zwang, sich neu zu positionieren.⁶² In Deutschland gab es nach der Wiedervereinigung, entgegen dem weltweiten Trend, einen weiteren Schub von Transaktionen zu Beginn der neunziger Jahre. Nach einem Rückgang des weltweiten M&A-Volumens Anfang der neunziger Jahre gab es in den letzten Jahren des 20. Jahrhunderts eine Verstärkung der Zusammenschlüsse. Diese wurde durch die fortschreitende Liberalisierung, Privatisierung und den Fortschritt in der Kommunikationstechnik unterstützt.⁶³ Neben der Tendenz zur Konzentration durch Akquisition ist seit Anfang der neunziger Jahre jedoch auch die entgegengesetzte Entwicklung der Restrukturierung und Desinvestition zu beobachten.⁶⁴

⁶² Auf der anderen Seite wurde nicht nur in den USA die Antitrustgesetzgebung verschärft. Vgl. Coate (2005), S. 300.

⁶³ Vgl. Harford (2005), S. 530.

⁶⁴ Vgl. Coenenberg/Salfeld (2003), S. 190.

3. Bausteine erfolgreicher strategischer M&A-Transaktionen

3.1. Durchführung eines systematischen M&A-Prozesses

Seit M&A-Transaktionen durchgeführt werden, wird in Wissenschaft und Praxis darüber diskutiert,

- wie viele der abgeschlossenen M&A-Transaktion überhaupt erfolgreich sind,
- mit welchen Kennzahlen gemessen werden kann, ob M&A-Transaktionen tatsächlich erfolgreich sind und
- welche Vorgehensweise zu wählen ist, um M&A-Transaktionen erfolgreich zu gestalten.

Die folgenden Ausführungen sollen sich mit der letzten der genannten Fragestellung beschäftigen. Es soll aufgezeigt werden, welche Bausteine mit welchem Inhalt wie zusammenwirken sollten, um M&A-Transaktionen erfolgreich durchführen zu können. Dabei liegt der Fokus der Darstellung auf der strategischen Betrachtungsweise, die zeitlich vor der eigentlichen operativen Durchführung liegt. Erst dann, wenn strategisch eindeutig geklärt ist, dass eine M&A-Transaktion vollzogen werden soll, ist es sinnvoll, sie auch operativ zu managen.

Um einen M&A-Prozess systematisch und damit auch strategische M&A-Transaktionen erfolgreich durchführen zu können, werden in dieser Arbeit die Einbeziehung der folgenden Bausteine in den M&A-Prozess als notwendig erachtet (Abbildung 5).



Abbildung 5: Bausteine im M&A-Prozess

Diese Bausteine werden in diesem Kapitel überblicksartig vorgestellt. Dabei liegt der Schwerpunkt der Darstellung in der Beantwortung der Fragestellungen, warum der jeweilige Baustein für den M&A-Prozess notwendig ist, aus welchem Umstand sich deren Reihenfolge im M&A-Prozess ableiten lässt und welche Abhängigkeiten untereinander bestehen.

3.2. Marktwertsteigerung als Zielsetzung

Um die Bausteine im M&A-Prozess, der zu einer erfolgreichen M&A-Transaktion führen soll, ableiten zu können, muss zunächst eine Sprachregelung vereinbart werden, wann im Rahmen dieser Arbeit von einer erfolgreichen M&A-Transaktion die Rede ist. Da sich diese Ausführungen gerade nicht mit der Frage geeigneter Kennzahlen zur Messung erfolgreicher M&A-Transaktionen auseinandersetzen sollen, wird in dieser Arbeit lediglich von einer allgemein gültigen Zielfunktion für unternehmerische Entscheidungen ausgegangen.

Die Fragen nämlich, die sich das Management eines Unternehmens bei unternehmerischen Entscheidungen, wie z.B. der Entscheidung über den Kauf oder Verkauf von Unternehmen oder Unternehmensanteilen stellen muss, lauten u. a. wie folgt: Ist die zu treffende Entscheidung optimal? Wie sollen z. B. überschüssige liquide Mittel verwendet werden? Ist es optimal, die Mittel an die Anteilseigner zurückzuzahlen oder zu investieren? Welche Entscheidung über die Mittelverwendung ist optimal?

Um diese Art von Fragen zu beantworten, müsste sich das Management streng genommen fragen, ob die zu fällende Entscheidung optimal für ihre Anteilseigner bzw. Shareholder ist. Da aber Unternehmen aus einer Vielzahl von Shareholdern bestehen, ist diese Frage nicht einmal zu stellen, sondern müsste *jedem* Anteilseigner *einzel*n gestellt werden. Das Ergebnis der Befragung der Anteilseigner wird dann wohl eine ebenso große Anzahl an Antworten ergeben, wie Shareholder am Unternehmen beteiligt sind. Als Konsequenz wäre das Management nicht schlauer als zuvor und wüsste nach der Befragung genauso wenig wie vorher, wie es im Sinne der Shareholder zu entscheiden habe.⁶⁵

Wissenschaftlich ausgedrückt, müsste das Management für jeden Shareholder eine individuelle Nutzenfunktion in Bezug auf Rendite, Risiko und Zeitpräferenzen als Zielfunktion ermitteln. Die Rendite könnte dabei gemessen werden als finanzwirtschaftlicher Überschuss pro Periode im Verhältnis zum eingesetzten Kapital. Jeder Anteilseigner eines Unternehmens, also jeder Investor, versucht zwar, die Rendite zu maximieren. Gleichzeitig geht mit der Erwirtschaftung von erwarteten Renditen aber auch immer das Eingehen von Risiken einher. Nun liegt es im Ermessen jedes einzelnen Anteilseigners zu entscheiden, wie viel Risiko er bereit ist zu übernehmen, um seine gewünschte Rendite zu erzielen. Dadurch wird die Renditemaximierung abgelöst durch eine für den jeweiligen Investor optimale Rendite-Risiko-Kombination.

Zusätzlich können die Anteilseigner ein unterschiedliches Interesse daran haben, zu welchem Zeitpunkt sie die finanziellen Überschüsse aus ihrer Investition konsumieren möchten. Es stellt sich somit für den Investor die Frage, ob er heute konsumieren oder darauf verzichten soll, um zu investieren und dann später einen verzinnten höheren Betrag konsumieren zu können. Diese Frage wird der Shareholder immer im Zusammenhang mit der er-

⁶⁵ Vgl. Lindstädt (2006), S. 59f.

zielbaren Rendite (in welchem Zeitraum) und dem dabei zu übernehmenden Risiko (besser heute einen niedrigeren, aber sicheren Betrag konsumieren können, als später zwar einen erwarteten höheren, aber unsicheren Betrag) beantworten.

Da es zwar wissenschaftlich und mathematisch grundsätzlich möglich ist, für jeden Shareholder seine individuelle Nutzenfunktion zu ermitteln, es aber praktisch nicht sinnvoll sein kann, unternehmerische Entscheidungen an eine Vielzahl von derartigen Funktionen zu knüpfen, die sich auch noch ständig nach der Gemütslage der Shareholder ändern, ist eine vereinfachte Zielfunktion zu finden, die für jeden Shareholder akzeptabel ist und vom Management möglichst einfach - zumindest theoretisch - erfüllt werden kann.

Aus diesen Überlegungen hat sich die Marktwertmaximierung als Zielfunktion bzw. Zielsetzung entwickelt.⁶⁶ Die Idee hinter der Marktwertmaximierung ist einfach: Unterstellt wird ein liquider Markt für den Handel von Unternehmensanteilen jeder Art. Weiterhin wird angenommen, dass das Management die Maximierung des Marktwertes der Unternehmensanteile zum Ziel hat. Ist nun diese Zielsetzung erfüllt, aber ist ein Shareholder z.B. mit der risikoreichen Investitionspolitik des Managements nicht einverstanden, kann der Anteilseigner seine Anteile am Markt für Unternehmensanteile einfach verkaufen und Anteile von Unternehmen kaufen, deren Investitionspolitik für den Shareholder nicht so risikobehaftet ist.

Ein weiteres Beispiel könnte sein, dass das Management eines Unternehmens die erwirtschafteten Gewinne nicht als Dividenden ausschütten, sondern als Gewinnrücklagen einbehalten möchte, weil es in seinem Marktsegment noch eine Reihe von lohnenden Investitionen vermutet. Der Shareholder möchte aber lieber heute schon einen Teil seiner Gewinne konsumieren. Den Interessenkonflikt kann er dadurch auflösen, indem er einfach einen Teil seiner Unternehmensanteile am Markt veräußert und den entsprechenden Betrag für Konsumzwecke verwendet. Hat das Management des betroffenen Unternehmens bisher nach der Marktwertmaximierung gehandelt, ist der mögliche Konsumbetrag der größtmögliche zum Zeitpunkt der Veräußerung der Anteile.

Diese Idee der Marktwertmaximierung als Zielsetzung ist heute Grundlage des vielfach beachteten Shareholder Value-Ansatzes.⁶⁷ Im Rahmen des Shareholder Value-Ansatzes trifft das Management dann optimale Entscheidungen, wenn eine Vermögenswertmaximierung aus Sicht der Shareholder stattfindet. Alle unternehmerischen Entscheidungen im Unternehmen sollen also zu einer Wertsteigerung der Anteile der Shareholder führen.

Somit können die eingangs gestellten Fragen, wann unternehmerische Entscheidungen im Allgemeinen optimal und M&A-Transaktionen im speziellen erfolgreich sind, damit be-

⁶⁶ Zu einer ausführlichen Diskussion, unter welchen (Kapitalmarkt-)Voraussetzungen diese Vereinfachung gerechtfertigt ist, weil die Marktwertmaximierung im Einklang mit der subjektiven Nutzenmaximierung steht, vgl. Laux (1998), S. 185-324.

⁶⁷ Vgl. Rappaport (1986), S. 50-77.

antwortet werden, dass M&A-Transaktionen dann erfolgreich sind, wenn der Kauf oder Verkauf eines Unternehmens oder von Unternehmensteilen eine Vermögenswertmaximierung aus Sicht der Shareholder nach sich zieht. Diese liegt dann vor, wenn die Durchführung einer M&A-Transaktion gegenüber der Nichtdurchführung zu einer Wertsteigerung für die Anteilseigner führt.

3.3. Strategiebestimmung zur Mehrwertgenerierung

Als nächstes sollte sich das Management im Rahmen von M&A-Transaktionen die folgende Frage stellen:⁶⁸ Durch welche Strategie kann es gelingen, Mehrwert bzw. eine Wertsteigerung für die Shareholder zu erreichen?

Mehrwert für die Shareholder kann das Management allgemein durch folgende Überlegung generieren:

$$(\text{Erzielte Rendite} - \text{Erwartete Mindestrendite}) * \text{Eingesetztes Kapital}$$

Eine Mehrwertsteigerung findet also dadurch statt, dass das Management unternehmerische Entscheidungen vollzieht, die zu einer

- Rentabilitätssteigerung oder
- profitabilem Wachstum

führen (Abbildung 6).

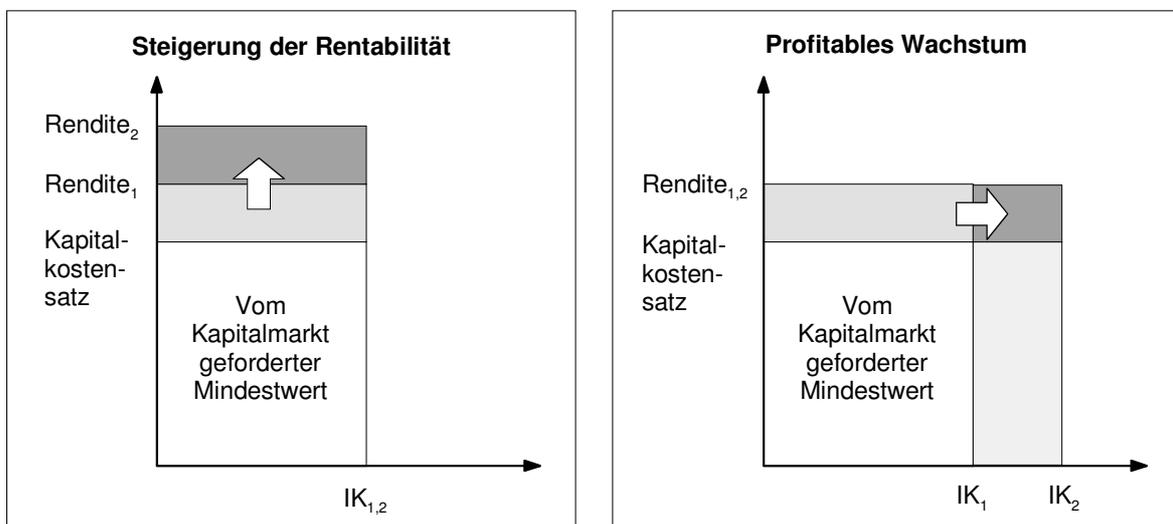


Abbildung 6: Strategien zur Mehrwertgenerierung

Mit der Rentabilitätssteigerung verbunden ist die Erhöhung der erzielten Rendite in der oben dargestellten Gleichung. Die erzielte Rendite wiederum kann dadurch steigen, indem die auf die Rendite wirkenden positiven Effekte verstärkt bzw. maximiert oder die negati-

⁶⁸ Vgl. hierzu Porter (1996b); Amram/Kulatilaka (1999).

ven Effekte reduziert bzw. eliminiert werden. Bezogen auf M&A-Transaktionen führen diese Überlegungen in der Regel dazu, dass Unternehmen oder Unternehmensteile, die nicht die erwartete Mindestrendite erwirtschaften, veräußert werden. Die für das Management daraus abzuleitende Strategie ist die *Desinvestitionsstrategie*.

Die Desinvestitionsstrategie mittels M&A-Transaktionen kann entweder für Unternehmen oder Unternehmensteile in Frage kommen, deren erzielte Rendite unter der Mindestrendite liegt, oder für Unternehmen oder Unternehmensteile, deren erzielte Rendite zwar größer ist als die Mindestrendite, aber der prognostizierte zukünftige Cash Flow nicht ausreicht, um die notwendigen Investitionen durchzuführen, um die erreichte Renditeposition zu halten.

Profitables Wachstum wiederum kann dadurch erreicht werden, indem das eingesetzte Kapital - bei gleich bleibender positiver Differenz in der Klammer der oben skizzierten Gleichung – erhöht wird. Das Management von Unternehmen kann dabei durch internes oder durch externes Wachstum einen Mehrwert generieren.⁶⁹

Internes Wachstum liegt finanzierungstechnisch dann vor, wenn das betrachtete Unternehmen genügend freien, operativen Cash Flow erwirtschaftet, um damit Investitionen durchführen zu können. Aus Investitionssicht wächst das Unternehmen aus eigener Kraft (internes Wachstum), wenn sich das Geschäftsvolumen ohne den Zukauf externer Unternehmen oder Unternehmensteile erhöhen lässt. Von externem Wachstum spricht man aus Finanzierungssicht dann, wenn das für das Wachstum notwendige Kapital extern durch Eigen- oder Fremdkapitalgeber zur Verfügung gestellt werden muss. Aus Investitionssicht liegt externes Wachstum dann vor, wenn sich das Geschäftsvolumen lediglich durch den Zukauf externer Unternehmen oder Unternehmensteile steigern lässt.

Aus diesen Überlegungen folgt, dass im Rahmen von M&A-Transaktionen das Management eine Mehrwertgenerierung erzielen kann, indem durch den Kauf von Unternehmen oder Unternehmensteilen externes Wachstum geschaffen wird. Die für Unternehmen daraus abzuleitende Strategie ist die *Wachstumsstrategie*.

Wachstumsstrategie ist aber nicht gleich Wachstumsstrategie. Bevor aus dieser Strategie-richtung abgeleitet werden kann, wie sich daraus Mehrwert generieren lässt, ist zunächst zu klären, welche der möglichen Wachstumsrichtungen (horizontal, vertikal oder konglomerat) angestrebt werden soll. Erst nach Klärung dieser Fragestellung kann mit Hilfe von M&A-Transaktionen daran gegangen werden, diejenigen Zielunternehmen zu identifizieren, die geeignet sind, die eingeschlagene Wachstumsstrategie erfolgreich zu unterstützen.

Die zu Beginn des Kapitels gestellte Frage lässt sich also wie folgt beantworten: Unterstellt man als Zielsetzung unternehmerischer Entscheidungen die Vermögenswertmaximierung der Shareholder, bleiben als unterstützende Strategien die Desinvestitions- und die Wachs-

⁶⁹ Vgl. Lindstädt (2006), S. 60.

tumsstrategie. In dieser Arbeit sollen deshalb lediglich die Strategieansätze näher beleuchtet, die im Zusammenhang mit diesen beiden Strategien stehen.

3.4. Due Diligence-Analyse als wichtiger Baustein

Nach der Festlegung der Strategie im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen ist nun zu fragen, welche Unternehmen oder Unternehmensteile verkauft oder welche Unternehmen oder Unternehmensteile erworben werden sollen. Genauer sollte die Frage lauten: Wie kann herausgefunden werden, welche M&A-Objekte zu wählen sind, die im Rahmen einer vorgegebenen Strategie zu optimalen Entscheidungen aus Sicht der Shareholder führen?

Die Antwort zu dieser Fragestellung zieht einen umfangreichen Such- und Analyseprozess nach sich, der in der angloamerikanisch geprägten Fachsprache als „Due Diligence-Analyse“ bezeichnet wird. Die Due Diligence-Analyse ist deshalb ein wichtiger Baustein im strategischen M&A-Prozess, weil nach dem Abschluss der Analyse entschieden werden sollte, ob die beabsichtigte M&A-Transaktion tatsächlich weiterverfolgt wird oder nicht. Denn nur dann, wenn der Analyseprozess zu einem positiven Ergebnis führt, sollte sich das Management mit der Preisfrage für den Kauf oder Verkauf eines Unternehmens oder Unternehmensteils beschäftigen. Und erst dann geht es um die Frage nach der „richtigen“ Bewertungsmethode bzw. der Bandbreite von Preisen für die Transaktionsverhandlungen.⁷⁰

Üblicherweise wird die Due Diligence-Analyse in zwei Phasen unterteilt, und zwar in

- die Phase der Informationsbeschaffung und
- die Analysephase.

In der *Phase der Informationsbeschaffung* müssen sich die Transaktionspartner mit den Informationen versorgen, die sie benötigen, um eine sachgerechte Analyse vornehmen zu können, ob das M&A-Objekt in die angestrebte Strategie passt und damit die M&A-Transaktion anzustreben ist.

Verfolgt das Management eines Unternehmens eine Desinvestitionsstrategie, müssen die Informationen beschafft werden, die es dem Management ermöglichen, zu entscheiden, von welchen Unternehmen bzw. Unternehmensteilen man sich unter der Zielsetzung der Vermögenswertmaximierung aus Sicht der Shareholder trennen sollte. Die hier notwendige Informationsbeschaffung kann schnell und auch detailliert vorgenommen werden, weil es sich hier um eine „interne“ Informationsbeschaffung handelt. Im Gegensatz zur „externen“ Informationsbeschaffung weisen die zur Verfügung stehenden Informationen keine Unsicherheit in Bezug auf die Quantität (*fehlende* Informationen) oder Qualität (*fehlerhafte* Informationen) der Informationen auf, diese sind bekannt.

⁷⁰ Vgl. Helbling (2001), S. 159 f.

Bei einer Wachstumsstrategie müssen Informationen beschafft werden, die das Management in die Lage versetzen zu entscheiden, welche Unternehmen bzw. Unternehmensteile unter der Zielsetzung der Vermögenswertmaximierung aus Sicht der Shareholder erworben werden sollten. Das Management, das diese Strategie verfolgt, muss sich am Markt nach geeigneten M&A-Objekten umschaun und kann die notwendigen Informationen nur durch eine „externe“ Informationsbeschaffung erhalten. Der potenzielle Erwerber ist bei einer derartigen M&A-Transaktion darauf angewiesen, vom potenziellen Veräußerer eines M&A-Objektes die Informationen in einer geeigneten Quantität und Qualität zu erhalten, die für eine fundierte Analyse und darauf aufbauenden Entscheidung notwendig sind.

Ob nun alle notwendigen Informationen tatsächlich bereitgestellt wurden, zeigt sich dann in der anschließenden *Analysephase*. Hier ist für die verfolgte Desinvestitions- oder Wachstumsstrategie zu entscheiden, welches M&A-Objekt am besten zur gewählten Strategie passt. Ein M&A-Objekt ist dann am besten für eine verfolgte Strategie geeignet, wenn durch eine M&A-Transaktion die Maximierung des Shareholder Values erreicht wird, also eine M&A-Transaktion gegenüber dem status quo nach dessen Durchführung zu einem Mehrwert für die Shareholder führt. Da sich letztendlich die Konsequenzen des Handels – also auch von M&A-Transaktionen - im erwirtschafteten Cash Flow niederschlagen, muss das Management im Rahmen der verfolgten Desinvestitions- oder Wachstumsstrategie ermitteln, welche zusätzlichen geplanten Cash Flows die M&A-Transaktion beisteuert.

In der Analysephase sind deshalb aus den vorhandenen Informationen Cash Flow-Planungen abzuleiten, die mit entsprechenden Prämissen zu unterlegen sind. Die Plausibilisierung und Validierung dieser Prämissen führt dann zu einer weiteren Unterlegung mit Risiko- bzw. Chancenprofilen, um daraus die unternehmerische Entscheidung für oder gegen eine M&A-Transaktion ableiten zu können.

Die Due Diligence-Analyse ist damit üblicherweise das Hilfsmittel für das Management von Unternehmen, um im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen die Frage beantworten zu können, ob ein potentiell M&A-Objekt tatsächlich veräußert oder erworben werden sollte.

3.5. Strategische Einflussfaktoren im Rahmen der Due Diligence-Analyse

Aufgrund der in der Praxis häufig diskutierten Erkenntnis, dass die meisten M&A-Transaktionen nicht erfolgreich sind, soll sich in dieser Arbeit die folgende Frage anschließen: Wie kann der Due Diligence-Prozess um eine weitere Phase sinnvoll ergänzt werden, um ex-ante eine bessere Entscheidung über die Durchführung strategischer M&A-Transaktionen treffen zu können, die dann tatsächlich erfolgreich sind?

Vor dem Hintergrund dieser Fragestellung soll die Due Diligence-Analyse nun um eine weitere Phase erweitert werden, so dass dann folgende Phasen zu unterscheiden sind:

- Phase der Informationsbeschaffung,
- Analysephase und
- Phase der systematischen Analyse strategischer Einflussfaktoren

In der *Phase der systematischen Analyse strategischer Einflussfaktoren* soll der Fokus auf die strategische Komponente von M&A-Transaktionen gelegt werden. Um nämlich die Zielsetzung der Vermögenswertmaximierung der Shareholder verfolgen zu können, stellt die strategische Betrachtungsweise eine essenzielle Notwendigkeit dar: Da die Zielsetzung selber eine strategische Ausrichtung hat, kann nur unter Berücksichtigung dieser Sichtweise auch entschieden werden, ob eine M&A-Transaktion unter dem Blickwinkel der Zielsetzung optimal ist. Da aber in der Praxis diese Sichtweise in der Regel vernachlässigt wird, soll in dieser Arbeit die These vertreten werden, dass die Einbeziehung der strategischen Einflussfaktoren in die Entscheidung bezüglich der Wahl von M&A-Objekten die Wahrscheinlichkeit steigen lässt, dass die M&A-Transaktion erfolgreich wird.

Als strategische Einflussfaktoren sollen die Elemente

- Marktstruktur
- Technologie und
- Organisation

herangezogen werden. Diese Einflussfaktoren sollen jenen Ausschnitt der Realität darstellen, mit dessen Hilfe eine generelle Identifizierung positiver und negativer Wirkungen auf M&A-Transaktionen vorgenommen werden kann.

Die Ursache-Wirkungs-Kette zwischen den strategischen Einflussfaktoren, der Strategie, auf die diese wirken und der Vermögenswertmaximierung aus Sicht der Shareholder als Zielgröße, auf die wiederum die Strategie wirkt, soll durch folgende Abbildung veranschaulicht werden.

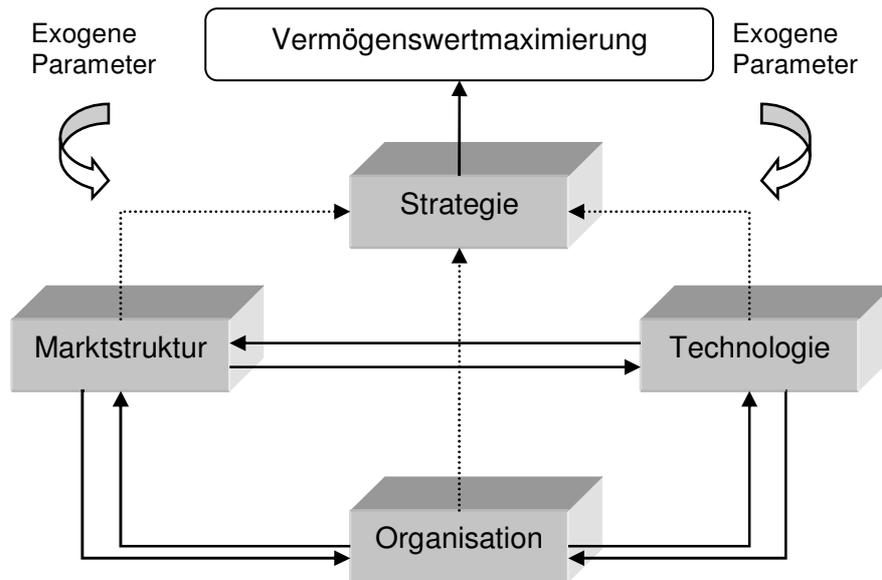


Abbildung 7: Ursache-Wirkungs-Kette zwischen den strategischen Einflussfaktoren

Soll festgestellt werden, ob eine M&A-Transaktion unter Berücksichtigung der Strategie als erfolgreich angesehen werden kann, sind die jeweiligen Einflussfaktoren Marktstruktur, Technologie und Organisation systematisch zu analysieren. Da aber zwischen den einzelnen Einflussfaktoren Interdependenzen bestehen, sind auch diese zu untersuchen, was durch die wechselseitigen Pfeilrichtungen abgebildet werden soll.

Jeder einzelne Einflussfaktor wiederum entfaltet seine Wirkung (gestrichelte Pfeile) auf die gewählte Strategie als Steuerungsgröße, die entweder eine Desinvestitions- oder Wachstumsstrategie sein kann. Die optimale Umsetzung der jeweiligen Strategie wiederum wirkt auf die Zielgröße als Vermögenswertmaximierung.

M&A-Objekte sind also hinsichtlich der Faktoren Marktstruktur, Technologie und Organisation zu beleuchten. Verfolgt das Management eines Unternehmens beispielsweise eine Wachstumsstrategie, so ist z.B. zu überprüfen, welche Marktstellung das Zielunternehmen im angestrebten Wachstumsmarkt hat. Es ist beispielsweise weiterhin zu untersuchen, ob die vom Zielunternehmen eingesetzte Technologie ein Alleinstellungsmerkmal aufweist und in welchem Zeitraum die potenziellen Konkurrenten in der Lage sind, diese Technologie zu kopieren. Auch kann z.B. eine Rolle spielen, in welcher Zeit die Vertriebsorganisation in der Lage ist, die Produkte der Technologie am Markt abzusetzen, um eine entsprechende Marktstellung auf- oder auch ausbauen zu können.

Dieses kleine Beispiel soll aufzeigen, dass das Management vor dem Erwerb des Zielunternehmens sehr wohl in der Lage sein muss, eine Reihe komplexer Fragestellungen systematisch zu analysieren, die in der Regel interdependent voneinander abhängen. Erst wenn diese Fragestellungen beantwortet sind, kann eine Aussage darüber getroffen werden, ob

die angestrebte Strategie mit dem Erwerb des Zielunternehmens tatsächlich erreicht werden kann. Dabei muss die Analyse der Einflussfaktoren nicht zu dem Ergebnis führen, dass alle Einflussfaktoren auch eine positive Wirkung auf die angestrebte Strategie ausüben. Der Erwerb eines Zielunternehmens kann auch unter der Kenntnis negativer Wirkungen sinnvoll sein, wenn die positiven Wirkungen überwiegen, die negativen Wirkungen mit dem Ziel der Minimierung im Blick gehalten werden und eine bessere Alternative am Markt nicht verfügbar ist.

Die hier gewählte Vorgehensweise und die identifizierten Einflussfaktoren haben sich aus der systematischen Recherche einer Vielzahl von Erklärungsansätzen für M&A-Transaktionen heraus kristallisiert. Diese Erklärungsansätze sind zwar isoliert gesehen in der Lage, den Erfolg oder Misserfolg einzelner M&A-Transaktionen ex post zu erklären, aber nicht ex ante für eine systematische Analyse geeignet. Dies liegt daran, dass die bisher vorgenommenen Versuche, die einzelnen Erklärungsansätze in ein umfassendes Konzept zu überführen, darin endeten, entweder eine hierarchische Anordnung der einzelnen Erklärungsansätze vorzunehmen oder sie sogar lediglich unverbunden nebeneinander zu stellen.

Deshalb soll in der hier vorgestellten Phase der systematischen Analyse strategischer Einflussfaktoren eine Vorgehensweise entwickelt werden, die es erlaubt, eine Integration der relevanten Erklärungsansätze vorzunehmen, um so bei der Entscheidung über eine M&A-Transaktion die bei der Wahl der Alternative auftretenden positiven oder negativen Wirkungen antizipieren zu können. Die dazu ausgewählten Einflussfaktoren sollen dabei die gemeinsame Schnittmenge der Erklärungsansätze repräsentieren und damit dem Management im Rahmen von M&A-Transaktionen die Möglichkeit einräumen, die Integration sowie die Identifizierung möglicher Interdependenzen der Erklärungsansätze vornehmen zu können.

Die zu Beginn des Kapitels gestellte Frage soll in dieser Arbeit dadurch beantwortet werden, dass vor dem Hintergrund der Zielsetzung der Vermögenswertmaximierung der Shareholder, der sich daraus ergebenden Notwendigkeit der Wertsteigerung und der damit verbundenen Strategiebestimmung, der Fokus für oder gegen eine Entscheidung für ein M&A-Objekt auf einer erfolgreich abgeprüften Strategie liegen sollte. Die Due Diligence-Analyse wird deshalb um eine Phase erweitert, in der die auf die verfolgte Strategie wirkenden Einflussfaktoren einer genauen Analyse unterworfen werden. Dem Management von Unternehmen soll damit im Rahmen eines M&A-Prozesses ein Hilfsmittel an die Hand gegeben werden, mit dem diese Strategieüberprüfung systematisch vorgenommen werden kann.

3.6. Strategische Unternehmensbewertung zur Kaufpreisbestimmung

Falls die vorgenannten Fragestellungen zur Zufriedenheit des jeweiligen Managements beantwortet wurden, stellt sich nun vor der operativen Durchführung der M&A-Transaktion die letzte, aber nicht minder wichtige Frage: Wie viel muss ein Verkäufer für ein M&A-

Objekt mindestens verlangen und wie viel darf ein Käufer eines M&A-Objektes höchstens bezahlen (Kaufpreisobergrenze), damit die Entscheidung im Sinne der Vermögenswertmaximierung der Shareholder optimal ist?

Die in dieser Arbeit darzustellenden Bewertungsmethoden sollen auf den Ergebnissen der in diesem Kapitel beschriebenen Bausteine des M&A-Prozesses aufbauen. Da bei den bisherigen Überlegungen der gesamte M&A-Prozess als strategischer Prozess im Vordergrund steht, können sich die Konsequenzen der angestellten Überlegungen nur in einer langfristig orientierten, zukunftsgerichteten Planung erwirtschafteter finanzieller Überschüsse niederschlagen. Somit sollen in dieser Arbeit nur die Bewertungsmethoden berücksichtigt werden, deren Ergebnis ein strategisch orientierter Unternehmenswert ist.

In Frage kommen damit generell nur sogenannte Gesamtbewertungsverfahren, die den Wert eines Unternehmens über die zukünftig, geplanten finanziellen Überschüsse diskontiert auf einen Bezugszeitpunkt bestimmen. Deshalb kommen für einen erfolgreich zu managenden M&A-Prozess im Sinne dieser Arbeit als Bewertungsverfahren in Betracht

- Discounted Cash Flow (DCF)-Verfahren bzw.
- Realloptionswertverfahren.⁷¹

Das *Discounted Cash Flow-Verfahren* ist das im angloamerikanischen Wirtschaftsraum gebräuchlichste Verfahren. Dabei handelt es sich nicht um ein einziges Verfahren, sondern um eine Reihe von Verfahrensarten, die sich wie folgt unterteilen lassen:

- Equity-Methode (Nettomethode)
- Entity-Methode (Bruttomethode)
- Adjusted Present Value (APV) Methode

Mit Hilfe der Discounted Cash Flow-Verfahren werden die Überlegungen, dass sich die in der Due Diligence-Analyse ergebenden ökonomischen Konsequenzen als finanzielle Überschüsse im Rahmen einer Planungsreihe niederschlagen, rechnerisch umgesetzt. Dabei stellen die verwendeten finanziellen Überschüsse Cash Flow-Größen dar, die in das Bewertungskalkül durch Diskontierung eingehen.

Als Ergänzung zu den Discounted Cash Flow-Verfahren dient das *Realloptionswertverfahren* dazu, den zusätzlichen Wert zu ermitteln, der sich aufgrund einer M&A-Transaktion für den Erwerber eines Unternehmens oder von Unternehmensteilen als zusätzliche strategische Option gegenüber anderen potenziellen Erwerbern ergibt. Hierbei wird z.B. der Frage nachgegangen, wie viel ein ausländischer Erwerber eines inländischen Unternehmens bereit ist, für dieses Unternehmen mehr zu bezahlen als ein potenzieller inländischer Erwerber, weil der ausländische Erwerber durch den Erwerb in den Genuss einer zusätzlichen

⁷¹ Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel (2001); Alkas (2002).

strategischen Option gelangt: Und zwar erhält er die Option, mit Hilfe der Neuerwerbung den inländischen Markt erschließen zu können.⁷²

Damit gewinnt neben den Discounted Cash Flow-Verfahren das Realloptionswertverfahren in dieser Arbeit an besonderer Bedeutung, da gerade die Phase der systematischen Analyse strategischer Einflussfaktoren für die Identifizierung erfolgreicher M&A-Transaktionen als notwendig angesehen wird.

Die zu Beginn des Kapitels gestellte Frage, wie hoch ein möglicher Kauf- bzw. Verkaufspreis sein darf, ist am Ende immer die entscheidende Frage zur Beurteilung, ob eine M&A-Transaktion erfolgreich oder nicht erfolgreich ist. Denn auch wenn es z.B. gelingen mag, den Integrationsprozess eines erworbenen Unternehmens im Sinne der sozialen Komponente erfolgreich zu vollziehen, wird immer gefragt werden, ob sich unter dem Strich finanziell die M&A-Transaktion gelohnt hat. Die Shareholder werden dann an ihrem Vermögenswert ablesen wollen, ob eine M&A-Transaktion erfolgreich war, d.h., ob eine Wertsteigerung gegenüber dem Nichterwerb erzielt wurde. Mit anderen Worten, es wird gefragt, wie viel wird für ein erworbenes M&A-Objekt bezahlt und wie viel wird beim Verkauf zurückgezahlt. War es mehr, war die M&A-Transaktion erfolgreich, war es weniger, dann nicht.

Deshalb kommt der Frage nach dem Preis eine besondere Bedeutung zu. Allerdings ist es nicht so, dass das gewählte Verfahren letztendlich für den Wert und damit für einen verhandelten Preis verantwortlich ist, sondern die in die Berechnung eingehenden Prämissen und Schlussfolgerungen. Damit soll in dieser Arbeit die Frage nach dem Unternehmenswert nicht mit der alleinigen Beschreibung von Bewertungsverfahren beantwortet werden, sondern vor allem mit der Darstellung einer systematischen strategischen Analyse von M&A-Transaktionen. Denn deren Ergebnisse sind wiederum Grundlage für die Bestimmung des Unternehmenswertes, gleichgültig mit welchem Verfahren man den Wert dann rechnerisch ermittelt.

Damit lässt sich die zu Beginn des Kapitels gestellte Frage nur so beantworten: Den „richtigen“ Preis für ein M&A-Objekt gibt es nicht. Man kann sich ihm zwar durch eine Reihe von Bewertungsmethoden annähern, der tatsächlich vereinbarte Preis ergibt aber sich letztendlich durch das Verhandlungsergebnis zwischen den potenziellen Transaktionspartnern, die ihre Preisvorstellungen auf Basis der Due Diligence-Analyse und vor dem Hintergrund ihrer Verantwortung gegenüber den Shareholdern formulieren.⁷³

⁷² Vgl. Franke/Hopp (2006), S. 35 f.

⁷³ Vgl. Ballwieser (1990); Ballwieser (1993); Ballwieser (1994); Ballwieser (1998).

4. Mehrwertgenerierung als Zielsetzung von strategischen M&A-Transaktionen

4.1. Ermittlung der Mehrwertgenerierung

Grundsätzlich lässt sich der Mehrwert als vergangenheitsbezogene oder als *zukunftsorientierte* Größe ermitteln. Sollen am Ende einer Periode die getroffenen Managemententscheidungen beurteilt werden, so erfolgt eine Berechnung aufgrund von Istwerten der abgelaufenen Periode. Sind stattdessen die zukünftigen Auswirkungen von noch zu treffenden unternehmerischen Entscheidungen zu beurteilen, so werden die entsprechenden Planwerte für die Mehrwertberechnung herangezogen. In dieser Arbeit soll grundsätzlich der Frage nach dem Mehrwert noch zu treffender Entscheidungen abgebildet in Zahlungen bezogen auf den Zeitpunkt t_0 nachgegangen werden.

Um den Mehrwert zu ermitteln, sind vom so genannten *Nettozufluss* an die Kapitalgeber die zu erwirtschaftenden Kapitalkosten abzuziehen, so dass der Mehrwert eine Wertsteigerung des investierten Kapitals über deren Mindestverzinsung hinaus darstellt. Dabei kann der Nettozufluss entweder eine Cash-flow-orientierte oder erfolgsorientierte (buchhalterische) Größe sein.

Bei der Ermittlung des Mehrwertes kann weiterhin unterschieden werden zwischen der *Netto-* und der *Bruttomethode*. Bei der Nettomethode erfolgt die Berechnung des Mehrwertes für die Eigenkapitalgeber, indem als Rechengrößen der Nettozufluss der Eigenkapitalgeber und der Eigenkapitalkostensatz (e) verwendet werden. Stattdessen können aber auch der Nettozufluss der Gesamtkapitalgeber und der Gesamtkapitalkostensatz (c) Grundlage für die Berechnung sein. Die so nach der Bruttomethode ermittelte Größe ist allerdings die Summe der Mehrwerte der Eigen- und Fremdkapitalgeber, so dass noch der Fremdkapitalanteil abzuziehen ist, um zum Mehrwert der Eigenkapitalgeber zu gelangen. Die Ermittlung des Mehrwertes kann sowohl nach der Netto- als auch der Bruttomethode - ohne Berücksichtigung der Wachstumskomponente – entweder direkt oder indirekt erfolgen (Abbildung 8).

Bei der direkten Berechnung werden vom Nettozufluss, der den Kapitalgebern zusteht, die mindestens von den Kapitalgebern erwarteten Kapitalkosten abgezogen. Erst wenn nach der Berücksichtigung dieser Kapitalkosten ein Mehrwert verbleibt, ist eine Anlage von Kapital in das betrachtete Unternehmen vorteilhaft bzw. eine aufgrund einer Managemententscheidung durchzuführende Aktivität im Sinne der Kapitalgeber.⁷⁴

⁷⁴ Vgl. Coenenberg/Salfeld (2003), S. 265.

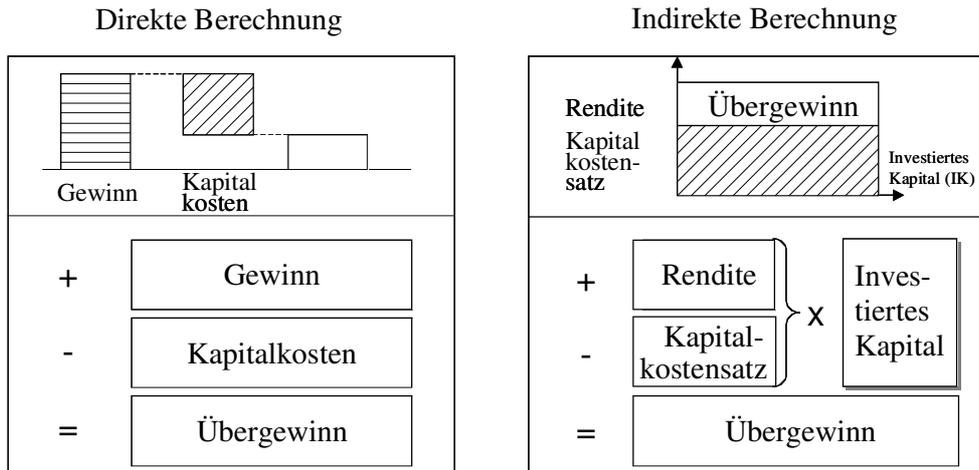


Abbildung 8: Direkte und indirekte Berechnung des Mehrwertes

Alternativ zur direkten Berechnung lässt sich der Mehrwert auch *indirekt* ermitteln: Ausgangspunkt ist die vom Unternehmen geplante zu erzielende Rendite bzw. die Rendite einer geplanten durchzuführenden Aktivität. Als wertorientierte Rendite lässt sich eine Reihe von Größen heranziehen, wie z. B.:⁷⁵

- RoE = Return on Equity
- RoNA = Return on Net Assets
- RoA = Return on Assets
- RoIC = Return on Invested Capital

Die ersten beiden Kennziffern sind Renditen, die mit der Nettomethode korrespondieren; die beiden letzten Renditegrößen sind gemäß der Bruttomethode verwendbar. Zur Bestimmung des Mehrwertes wird zunächst die Differenz zwischen der Renditegröße und dem von den Kapitalgebern mindestens erwarteten Kapitalkostensatz gebildet. Danach wird diese Differenz mit dem investierten Kapital multipliziert. Die Differenz zwischen der Rendite und dem erwarteten Kapitalkostensatz wird auch als *Spread* bezeichnet, der unabhängig vom investierten Kapital positiv sein muss, damit die Schaffung von Mehrwert möglich ist. Grundsätzlich lassen sich Cash-flow-orientierte und erfolgsorientierte Mehrwertverfahren unterscheiden:

⁷⁵ Vgl. Günther (1997), S. 210.

Mehrwertverfahren	
Cash-flow-orientiert	erfolgsorientiert
CVA (Cash Value Added)	EVA (Economic Value Added)
SVA (Shareholder Value Added)	MVA (Market Value Added)

Bei den Cash-flow-orientierten Verfahren errechnet sich der den Kapitalgebern zustehende Mehrwert mittels Cash-flow-Größen. Die Zielgröße Cash Value Added (CVA) wird in der Regel durch den Discounted-Cash-flow (DCF) operationalisiert. Der Shareholder Value Added (SVA) baut auf dem Shareholder Value-Netzwerk von Rappaport auf.

Die erfolgsorientierten Verfahren basieren auf erfolgsorientierten Nettozuflüssen im Sinne der Gewinn- und Verlustrechnung. Als Zielgröße hat sich in den letzten Jahren der Economic Value Added (EVA) durchgesetzt, ein pro Periode zu ermittelnder Mehrwert, der dann, wenn er als kumulierter Barwert, zum Zeitpunkt t_0 errechnet wird, als Market Value Added (MVA) bezeichnet wird.⁷⁶

4.2. Strategieentwicklung

M&A-Transaktionen müssen immer in ihrem strategischen Kontext gesehen werden, also wie sie die Unternehmensentwicklung hinsichtlich der Zielsetzung der Maximierung des Shareholder-Values unterstützen. Dieser Zusammenhang macht einen Überblick über die strategische Unternehmensentwicklung eines Unternehmens zu einer notwendigen Voraussetzung für die weitere Betrachtung.⁷⁷ In Abschnitt 2.1 wurde hinsichtlich der strategischen Stoßrichtungen einer M&A-Transaktion auf die Strategiealternativen der 4-Felder-Matrix von ANSOFF Bezug genommen.⁷⁸ Diese Strategiematrix legt jedoch nur fest, auf welchen Märkten und mit welchen Produkten das Zielunternehmen in Bezug auf das agierende Unternehmen tätig sein soll (Marktstrategie). Die Frage, wie diese Produkt/Markt-Kombinationen wettbewerbsstrategisch zu bearbeiten sind (Wettbewerbsstrategie), wird dabei allerdings völlig offen gelassen. Da markt- und wettbewerbsstrategische Entscheidungen in der Praxis jedoch zeitgleich zu treffen sind, ist an dieser Stelle die traditionelle Einteilung von ANSOFF um die von PORTER entwickelte Konzeption zu erweitern, indem eine Integration markt- und wettbewerbsstrategischer Überlegungen vorzunehmen ist. Wesentlicher Grundpfeiler dieser Erweiterung ist der von PORTER entwickelte Wertketten-Ansatz. Der eigentliche Zweck dieses Ansatzes besteht in einer wettbewerbs- und kunden-nutzenorientierten Analyse des eigenen Unternehmens. Zur Identifizierung potenzieller Wettbewerbsvorteile wird das Unternehmen in strategisch relevante wertsteigernde Aktivi-

⁷⁶ Vgl. Coenenberg/Salfeld (2003), S. 265.

⁷⁷ Vgl. Haspeslagh/Jemison (1992), S. 22.

⁷⁸ Vgl. Ansoff (1965), S. 109.

täten unterteilt, die in Form der Wertkette (value chain) anzuordnen sind.⁷⁹ Aus dem Untersuchungsergebnis lassen sich schließlich konkrete Möglichkeiten der Realisierung von Wettbewerbsvorteilen ableiten, die sich entweder aus Kosten- oder Differenzierungsvorteilen ergeben.⁸⁰ Anschließend sind diese Überlegungen in das Hexagon-Konzept nach COPELAND/KOLLER/MURRIN zu überführen, das den Bezug zur Wertsteigerung herstellt und somit den Übergang von der strategischen Planung zur Unternehmensbewertung ermöglicht (Abbildung 9).

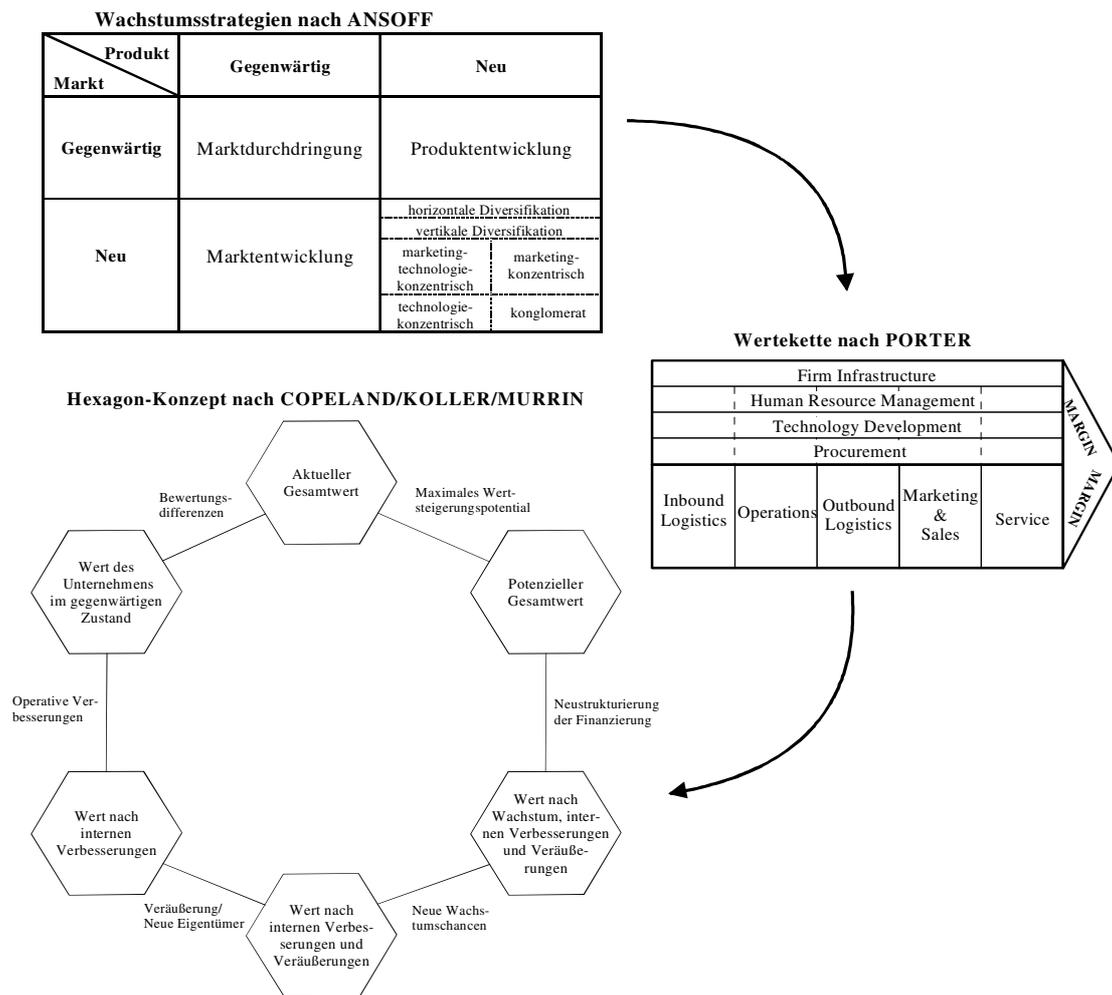


Abbildung 9: Verbindung zwischen der Strategieentwicklung und der Unternehmensbewertung

Nach dieser Vorgehensweise besteht der Ausgangspunkt der Strategieentwicklung im Rahmen von M&A-Vorhaben in der Vision und den strategischen Erfolgspositionen des agie-

⁷⁹ Vgl. auch Rumelt/Schendel/Teece (1991), S. 7.

⁸⁰ Vgl. Selden/Colvin (2003).

renden Unternehmens.⁸¹ Darunter werden Fähigkeiten verstanden, die ein Unternehmen von seiner Konkurrenz abhebt und ihm ermöglichen, auch langfristig eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen. Solche strategischen Erfolgspositionen können beispielsweise in überlegenen Produkten, einem bestimmten Image oder überlegenen Produktionstechnologien bestehen und lassen sich mittels Stärken-Schwächen-Analysen ermitteln. Auf Basis dieser strategischen Erfolgspositionen sind anschließend die Unternehmensstrategie sowie die einzelnen Geschäftsfeldstrategien zu formulieren, da erfolgreiche Strategien auf den vorhandenen Stärken aufbauen.⁸² Die Geschäftsfeld- oder Wettbewerbsstrategien zielen auf die Erringung von Wettbewerbsvorteilen der strategischen Geschäftseinheiten (SGE) des Unternehmens ab. Strategische Geschäftseinheiten werden dabei über die Kriterien der eigenständigen Marktaufgabe und Identifizierbarkeit von Wettbewerbern abgegrenzt. Ein Wettbewerbsvorteil drückt sich in einem höheren Wert der Unternehmensleistung für den Kunden aus. Dieser „Wert“ spiegelt sich nach PORTER in demjenigen Betrag wider, den die Kunden für das Produkt oder die Dienstleistung zu zahlen bereit sind. Als analytisches Instrument schlägt PORTER die Wertkette vor.⁸³ Für die anschließende Strategieumsetzung existieren zahlreiche Strategiealternativen, wovon hier nur die Wachstums- und Desinvestitionsstrategien betrachtet werden sollen.

Aufgabe der Unternehmensstrategie ist es, ein optimales Portfolio an strategische Geschäftseinheiten (SGE) zusammenzustellen. Denn das Unternehmen verfügt in seiner Gesamtheit über Kernkompetenzen, die aber erst beim Zusammenspiel der einzelnen Geschäftseinheiten zum Tragen kommen.⁸⁴ Die Unternehmensstrategie ist somit nicht einfach der Summe aller SGE-Strategien.⁸⁵ Ein Unternehmen besitzt neben der Stellung im Wettbewerb unzählige weitere Potenziale, welche bei einer einseitigen Wettbewerbsorientierung ungenutzt wären.⁸⁶ Die zentrale Aufgabe der Unternehmensstrategie besteht damit in der Erstellung eines optimalen Portfolios an strategischen Geschäftseinheiten in Hinblick auf die Steigerung des Unternehmenswertes. Ausgangspunkt für die Gestaltung des SGE-Portfolios ist der derzeitige Bestand an strategischen Geschäftseinheiten, der natürlich in seiner Zusammensetzung natürlich nicht dauerhaft unangetastet bleiben kann, sondern kritisch zu hinterfragen ist. Wenn mit dem gegenwärtigen Portfolio beispielsweise die angestrebte Wertsteigerung nicht erreicht werden kann, ist eine Restrukturierung des Portfolios

⁸¹ Vgl. Müller-Stewens/Lechner (2003), S. 235.

⁸² Genau an dieser Stelle wird eine Schwäche des Shareholder Value-Ansatzes gesehen, der durch seine Reduktion auf Zahlungswirkungen die Gefahr einer Vernachlässigung strategischer Erfolgspositionen in sich birgt. Vgl. Welge/Al-Laham (2003), S. 146.

⁸³ Vgl. Porter (1996a), S. 59 f.

⁸⁴ Vgl. hierzu Hamel/Prahalad (1995), S. 88f; Lindstädt (2006), S. 66-69.

⁸⁵ PRAHALAD/HAMEL (1990, S. 81) kritisieren daher die klassische Einteilung in SGEs (‚Portfolio of Businesses‘) und schlagen stattdessen ein ‚Portfolio of Competencies‘ vor. Vgl. auch Freiling (2006), S. 13-17.

⁸⁶ Vgl. Gomez (1993), S. 28.

über eine entsprechende Unternehmensstrategie unvermeidbar. Wie später noch erläutert werden wird, existieren zur Anpassung des Portfolios zahlreiche Alternativen wie strategische Allianzen, Desinvestitionen, interner Aufbau von Geschäften oder eben *Mergers & Acquisitions*. Die Zielsetzung der Wertsteigerung bildet dabei den Ansatzpunkt für diese strategischen Alternativen, da auch M&A-Transaktionen nur dann sinnvoll sind, wenn sie einen Wertbeitrag leisten können. Eine Wertsteigerungsanalyse hilft, sowohl die einzelnen strategischen Geschäftseinheiten als das gesamte Portfolio zu beurteilen, um Wertsteigerungspotenziale offen zu legen.⁸⁷

Der Zusammenhang zwischen Geschäftsfeld- und Unternehmensstrategie wird in Abbildung 10 verdeutlicht. Die Geschäftsfeldstrategie beschränkt sich dabei nicht nur auf die Erarbeitung von Wettbewerbsmaßnahmen in Güter- und Dienstleistungsmärkten zur Erzielung nachhaltiger Wettbewerbsvorteile wie auch die Unternehmensstrategie nicht unabhängig von den strategischen Geschäftseinheiten gesehen werden kann. Vielmehr bestehen zwischen allen Strategieebenen Interdependenzen, die sich letztlich über die übergeordnete Zielsetzung der Unternehmenswertsteigerung manifestieren.⁸⁸

⁸⁷ Vgl. ausführlich Gomez (2000).

⁸⁸ Vgl. Gomez/Weber (1989), S. 18.

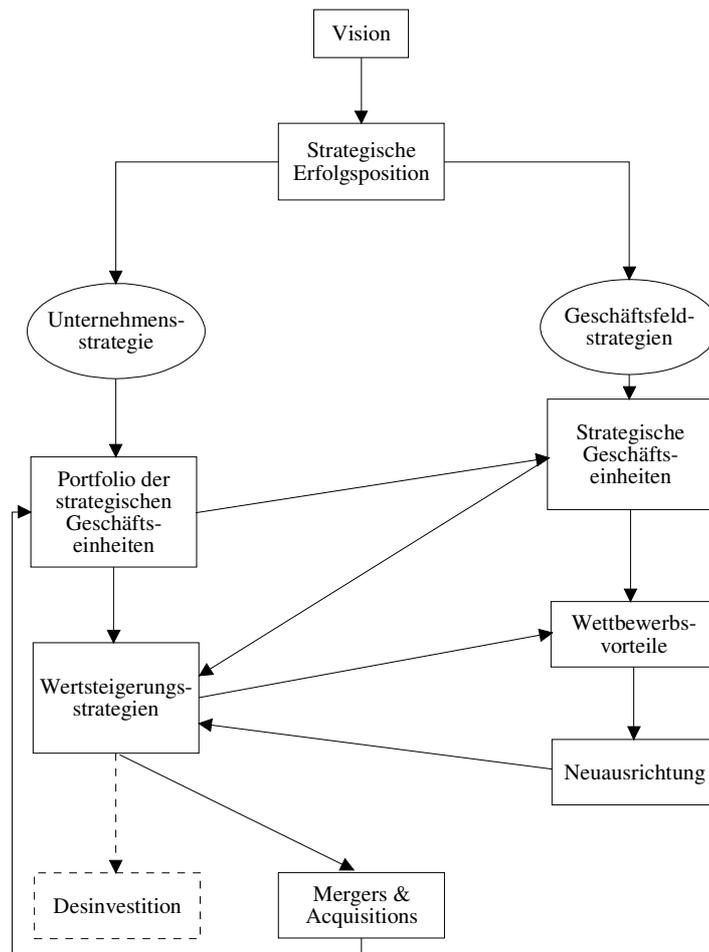


Abbildung 10: M&A-Transaktionen und strategisches Management (in Anlehnung an Gomez/Weber, 1989, S. 18)

Auf der Ebene der Unternehmensstrategie stellt sich die Frage, wie sich ein optimales Portfolio zusammenstellen lässt erreicht und welche Kriterien für die Auswahl einzelner strategischer Geschäftseinheiten anzulegen sind. GOMEZ/WEBER nennen hierfür drei grundsätzliche Ansatzpunkte:⁸⁹

- die Ableitung einer Produkt-Markt-Matrix,
- die Entwicklung horizontaler Strategien nach PORTER und
- die Bestimmung von finanziellen Potenzialen der Wertsteigerung.

Während die ersten beiden Ansätze ausgehend von den eigenen Stärken neue Geschäftsfelder suchen, bezieht sich der dritte Ansatz auf die Restrukturierung gemäß dem Shareholder Value-Ansatz.⁹⁰ Die Auswahl solcher Ansätze zur Formulierung einer Unternehmensstrategie soll an dieser Stelle nicht umfassend diskutiert werden.

⁸⁹ Vgl. Gomez/Weber (1989), S. 20.

⁹⁰ Ein Konzept zur finanzwirtschaftlichen Bewertung der Restrukturierung bietet das Hexagon-Konzept. Vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000), S. 21.

Die horizontale Strategie nach PORTER ist eine koordinierte Gesamtheit von Zielen und Grundsätzen, die unterschiedliche, aber miteinander verflochtene Unternehmenseinheiten umfassen, die auf allen Ebenen eines Unternehmens anzuwenden ist.⁹¹ Über diese Koordination macht sie die Unternehmensstrategie zu mehr als der einfachen Summe der Geschäftsfeldstrategien. Dieser Ansatz ist in seinen Grundlagen mit den Aussagen des Synergiemanagements deckungsgleich. Allerdings unterscheiden sich die Blickwinkel der beiden Ansätze: Porters strategische Sichtweise soll daher im Folgenden vorgestellt werden, während die transaktionsspezifische Sichtweise des Synergiemanagements, die ihren Schwerpunkt im Bereich der Umsetzung von M&A-Transaktionen hat, in Kapitel 6 erläutert wird.⁹² Da die horizontale Strategie einem Unternehmen durch sinnvolle Verflechtungen von Geschäftseinheiten Wettbewerbsvorteile verschafft, kann sie als Rechtfertigung für diversifizierte Unternehmen gesehen werden.⁹³ Die Verflechtungen können nach PORTER als materiell, immateriell oder als Konkurrentenverflechtung charakterisiert werden.

- Dabei entstehen *materielle Verflechtungen* aus der Möglichkeit der gemeinsamen Durchführung von Wertaktivitäten der verschiedenen Geschäftseinheiten, so dass etwa ein gemeinsamer Außendienst eine solche Verflechtung darstellt.⁹⁴ Wenn sich nun die gemeinsame Durchführung so kostensenkend oder differenzierungsfördernd auswirkt, dass sie die Kosten der gemeinsamen Durchführung übersteigt, dann führen materielle Verflechtungen zu Wettbewerbsvorteilen. Die gemeinsame Durchführung stellt dann ein Kostensenkungspotenzial dar, wenn die Kostenantriebskräfte größen-, lern- oder auslastungsempfindlich sind. Denn in diesem Fall können die Kostentreiber durch die gemeinsame Durchführung tatsächlich gesenkt werden. Sie wird die Differenzierung erheblich steigern, falls sie eine Aktivität betrifft, bei der die gemeinsame Durchführung entweder die Einmaligkeit der Aktivität steigert oder die Kosten der Einmaligkeit senkt. Ausgangspunkt für die Analyse materieller Verflechtungen ist die Wertkette. Grundsätzlich kann jede primäre oder unterstützende Wertaktivität einer Geschäftseinheit mit der einer anderen Geschäftseinheit gemeinsam durchgeführt werden. Im Grenzfall kann sich durch die Verknüpfung aller Wertaktivitäten von zwei Einheiten des Unternehmens eine neue gemeinsame Geschäftseinheit ergeben. Allerdings stehen den Erträgen durch die gemeinsame Durchführung (Synergien) auch Kosten gegenüber, die sich in Koordinierungs-, Kompromiss- sowie Inflexibilitätskosten unterteilen lassen, die bei der Entscheidung über eine gemeinsame Durchführung der Wertaktivität mit den Erträgen abgewogen werden müssen.

⁹¹ Vgl. Porter (1996a), S. 406f.

⁹² Vgl. Welge/Al-Laham (2003), S. 244-256.

⁹³ Vgl. Porter (1996a), S. 406 f.

⁹⁴ Vgl. Porter (1996a), S. 413.

- Demgegenüber ergeben sich *immaterielle Verflechtungen* durch den Transfer von Management-Know-how zwischen den einzelnen Geschäftseinheiten.⁹⁵ Dieser Transfer kann dann zu einem Wettbewerbsvorteil führen, wenn die kosten- oder die differenzierungsbezogenen Verbesserungen der empfangenden Geschäftseinheit im Wert über den Transferkosten liegen.⁹⁶ Zwar liegt das Know-how schon in Form von Fertigkeiten oder Erfahrungen vor und ist somit reproduzierbar, jedoch können die Transfer-Kosten über den Erträgen liegen. Darüber hinaus stellt die Implementierung von (vorhandenem) Know-how häufig einen komplexen Prozess dar, da in den Geschäftseinheiten Abwehrreaktionen gegen fremde Ideen auftreten können oder das Know-how wider Erwarten nicht wettbewerbsrelevant für die spezifischen Herausforderungen des Marktes ist.
- *Konkurrentenverflechtungen* ergeben sich in Fällen, in denen diversifizierte Unternehmen in mehr als einer Branche miteinander im Wettbewerb stehen (Mehrpunkt-konkurrenten).⁹⁷ In solchen Fällen kommt es zu einer Verbindung von Branchen, so dass Wettbewerbsmaßnahmen in einer Branche sich auch in den anderen betroffenen Branchen auswirken können. Eigentlich isolierte Maßnahmen müssen dann sorgfältig abgewogen werden. Zudem entscheiden oft die von beiden erzielten Verflechtungen über einen Wettbewerbsvorteil, so dass eine Wettbewerbsposition immer in Verbindung mit diesem Konkurrenten beurteilt werden muss. Wenn Konkurrentenverflechtungen in Verbindung mit materiellen und immateriellen Verflechtungen existieren, ist es notwendig, materielle und immaterielle Verflechtungen zu erkennen und zu nutzen, um dadurch einen Wettbewerbsvorteil zu realisieren bzw. einen Wettbewerbsnachteil hinzunehmen. Mit Hilfe einer nach Geschäftseinheiten getrennten Gegenüberstellung der Wertketten kann der Mehrpunkt-wettbewerb offen gelegt werden.

Die genannten Typen von Verflechtungen können nun von der Horizontalstrategie dazu genutzt werden, die sich durch die bewusste Trennung der Geschäftstätigkeit in strategische Geschäftseinheiten ergebende Lücke wieder zu schließen. Es lassen sich also Synergiepotenziale identifizieren, die mit der Formulierung einer spezifischen Unternehmensstrategie realisiert werden können. Allerdings stellt der Bereich der Synergien eines der am häufigsten missverstandenen und falsch angewendeten Konzepte dar. Denn viele der identifizierten Verflechtungen können in der Praxis oftmals nicht in der Größenordnung realisiert werden, wie geplant.⁹⁸ Denn rein oberflächliche Ähnlichkeiten von Geschäftseinheiten stellen keine Basis dar, um diese vermeintliche Verflechtung auch tatsächlich zu realisie-

⁹⁵ Vgl. Porter (1996a), S. 415ff.

⁹⁶ Vgl. Porter (1996a), S. 415.

⁹⁷ Vgl. Porter (1996a), S. 449ff.

⁹⁸ Vgl. Hagemann (1996), S. 38.

ren. Das Verflechtungspotenzial muss vielmehr zunächst sorgfältig geprüft werden, bevor eine entsprechende Unternehmensstrategie umgesetzt wird. In vielen Fällen werden auch die Kosten der Realisierung unterschätzt oder sogar gänzlich vernachlässigt. Gerade aus diesem Grund sollten Verflechtungen nicht ziellos angestrebt werden, weil sie durchaus eine negative Hebelwirkung haben können, falls beispielsweise die Verflechtung im Verhältnis zu den Kosten zu gering ist bzw. gar nicht kostensenkend oder differenzierend wirkt. Der Nettonutzen muss demnach deutlich herausgearbeitet werden. Auf der anderen Seite kann aber auch das Nichterkennen von Verflechtungen das Unternehmen im strategischen Wettbewerb zurückwerfen, weil Synergiepotenziale ungenutzt bleiben, die möglicherweise von einem Wettbewerber bereits realisiert wurden.

4.3. Bewertung der M&A-Strategie

Die M&A-Strategie stellt den Übergang zwischen dem strategischen Management und den operativen Maßnahmen dar, indem sie den Weg angibt, auf dem die Wertsteigerung durch eine konkrete M&A-Transaktion realisiert werden soll. In einer „M&A-Strategie“ müssen somit die langfristig mit M&A-Transaktionen verfolgten strategischen Ziele festgelegt werden. Zwar ist zum Zeitpunkt der Formulierung der M&A-Strategie das letztendliche Zielunternehmen noch nicht bekannt, doch konkretisiert die M&A-Strategie die noch allgemeinen Inhalte der Unternehmensstrategie insoweit, dass eine Identifizierung des Zielunternehmens möglich ist. Die M&A-Strategie nennt also alle Kriterien, die im jeweiligen Einzelfall für die Transaktion von Bedeutung sind, und welche Ausprägungen diese Kriterien beim Zielunternehmen haben müssen. Eine gute M&A-Strategie zeichnet sich dadurch aus, dass sie bereits ein Suchraster für die anschließende Suchphase impliziert.

Die Formulierung einer M&A-Strategie kann einen Beitrag dazu leisten, den größten Fehler im M&A-Geschäft zu vermeiden: Das Warten auf vermeintlich „günstige“ Gelegenheiten. Denn es ist wenig sinnvoll abzuwarten, bis sich interessante Kaufgelegenheiten bieten, vielmehr müssen gezielt *Zielunternehmen* identifiziert und analysiert werden. Die M&A-Strategie hilft also, eine solche fallweise Herangehensweise zu vermeiden. Vielmehr bietet sie den Vorteil, dass durch das Wissen, welche strategischen Ziele mit M&A-Transaktionen erreicht werden sollen, interessante Zielunternehmen frühzeitig identifiziert und Zeitvorteile gesichert werden können. Schließlich rufen „günstige Gelegenheiten“ in der Regel auch andere Akteure auf den Plan - das erhöht eventuell den finanziellen Einsatz, den das eigene Unternehmen leisten muss. Abgesehen von Zeitvorteilen erreicht ein offensives Vorgehen auch solche Unternehmen, die gar nicht auf dem M&A-Markt erschienen wären. Vor allem jedoch eröffnet die M&A-Strategie den Blick für den strategischen Wert solcher Transaktionen. Bei der traditionellen - eher buchhalterischen - Bewertung eines Zielunternehmens „wie es steht und liegt“ kommt die Analyse des strategischen Wertes einer Transaktion meist zu kurz. Im Rahmen eines Akquisitionsprojektes bestimmt sich der

Wert des Zielunternehmens zwar grundsätzlich am Markt, d.h. in Verbindung mit den Geboten anderer Interessenten. Dieser Marktwert ist jedoch für das agierende Unternehmen nur insofern relevant, als er als Vergleichsmaßstab mit dem selbst errechneten, individuellen strategischen Wert dient. Ist der strategische Wert höher als der Marktwert, so ist eine Transaktion vorteilhaft.

Die Bedeutung von M&A-Transaktionen im Rahmen der wertorientierten Unternehmensstrategie ergibt sich darüber, dass im Zuge der Erstellung eines optimalen Portfolios an strategischen Geschäftseinheiten Investitionen und Desinvestitionen durchzuführen sind. Diese Investitionen (und Desinvestitionen) können gemäß den beschriebenen Wachstumsstrategien intern oder extern getätigt werden. Dabei stellt der Neuaufbau einer Geschäftseinheit eine interne Investition dar, während der Zukauf einer bereits bestehenden Geschäftseinheit eine externe Investition ist. Aus diesem Grund können M&A-Strategien als Sonderform der Unternehmensstrategie angesehen werden. Aufbauend auf den Darstellungen zur Unternehmensstrategie sind nun konkrete Ansatzpunkte für eine M&A-Strategie zu entwickeln. Denn wie empirische Untersuchungen zeigen, können gerade solche Unternehmen, die auf Basis einer langfristigen M&A-Strategie kontinuierlich Transaktionen auch in unterschiedlichen Konjunkturzyklen durchführen, einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen.⁹⁹

Hinsichtlich der M&A-Strategie besteht nun allerdings die Problematik, wie die qualitativen Aussagen über das angestrebte Wachstum sich in quantitative Daten überführen lassen. Denn inwieweit die entwickelte M&A-Strategie tatsächlich den Marktwert des Unternehmens erhöht und damit als profitables Wachstum im Sinne der Abbildung 6 (S. 24) angesehen werden kann, lässt sich nur anhand der quantitativen Daten beurteilen. Leider ist gerade dieser wichtige Schritt zwischen Strategieentwicklung und Unternehmensbewertung ein Schwachpunkt in Theorie *und* Praxis. So wird oftmals der Eindruck vermittelt, als sei die Unternehmensbewertung des Zielunternehmens ein alleiniges Entscheidungskriterium, welches ohne Rückgriff auf die strategischen Pläne des agierenden Unternehmens angewendet werden könne.

Dieser Mangel lässt sich durch die Anwendung des sog. Hexagon-Konzepts von COPELAND/KOLLER/MURRIN (2000) beheben. Dieses Konzept stellt einen Bezugsrahmen zur Restrukturierung von Unternehmen unter Beachtung der Maxime des Shareholder Value-Ansatzes dar. Neben dieser theoretischen Fundierung hat es auch den Vorteil, dass es sich grafisch anschaulich verdeutlichen lässt (Abbildung 11):

1. Ausgangspunkt des Hexagon-Konzepts ist der *(Markt-)Wert des Unternehmens oder des Unternehmensteils im gegenwärtigen Zustand*. Hilfsweise können bei nicht börsennotierten Unternehmen auch Wertermittlungen auf Basis von durch-

⁹⁹ Vgl. Rovit/Lemire (2003).

schnittlichen Kenngrößen der Branche durchgeführt werden, etwa indem das durchschnittliche Kurs-Gewinnverhältnis mit dem entsprechenden (Bereichs-)Gewinn in Beziehung gesetzt wird.¹⁰⁰

2. *Bewertungsdifferenzen* können auf falschen Informationen der Kapitalmarktakteure beruhen, wenn bei der individuellen Bewertung beispielsweise ein (irrationaler) Wertabschlag vorgenommen wird bzw. falsche Daten zugrunde gelegt werden.
3. Im zweiten Schritt wird mit der Identifizierung von Restrukturierungspotenzialen begonnen. Zunächst werden *interne, operative Verbesserungen* betrachtet.
4. Danach wird die Werterhöhung ermittelt, die sich durch die Wahrnehmung von *Desinvestitionspotenzialen* ergibt, die aus verschiedenen Gründen nicht erkannt bzw. nicht durchgeführt wurden. Die relevante Frage lautet in diesem Zusammenhang: Sind die Teile vielleicht mehr wert als das Ganze?
5. Anschließend können dementsprechende *Wachstumspotenziale* identifiziert werden, die zu einer Wertsteigerung führen. Denn das Zielunternehmen hat vielleicht nicht die finanziellen oder operativen Voraussetzungen für ein profitables Wachstum gehabt bzw. wahrgenommen.
6. Im letzten Schritt können Wertsteigerungen über eine Neustrukturierung der Unternehmensfinanzierung identifiziert werden. Schließlich existieren im Gegensatz zu den der sog. Irrelevanzhypothese von MODIGLIANI/MILLER (1958) zugrundeliegenden Annahmen in der Realität differenzierende Steuersätze und Kapitalmarktineffizienzen, so dass eine Wertsteigerung durch „Financial Engineering“ grundsätzlich möglich ist.

¹⁰⁰ Vgl. auch die Argumentation von Rhodes-Kropf/Viswanathan (2004).

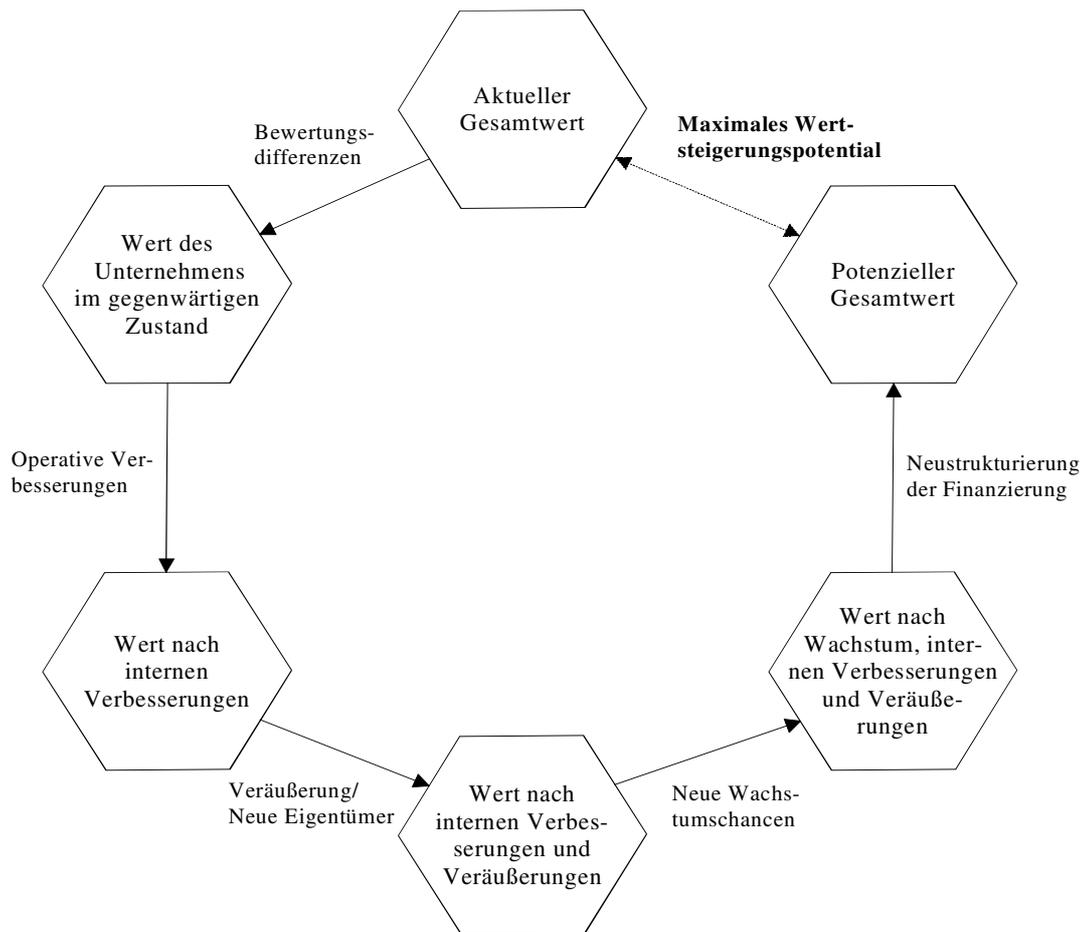


Abbildung 11: Restrukturierungs-Hexagon (in Anlehnung an Copeland et al., 2000, S. 21)

Der Vorteil des Hexagon-Konzepts ist darauf zurückzuführen, dass es genau die in Kapitel 3 identifizierten grundsätzlichen Vorgehensweisen zur Wertsteigerung der Abbildung 6 (S. 24) umfasst: Steigerung der Rentabilität und profitables Wachstum.

5. Such- und Due Diligence-Prozess

5.1. Suchprozess

Die im Rahmen der Strategieformulierung sich ergebende M&A-Strategie gibt zunächst noch *abstrakt* an, wie das Unternehmensprofil auszusehen hat, welches der Erreichung der unternehmerischen Ziele dienlich ist und damit zu einer Wertsteigerung führt.¹⁰¹ Eine *konkrete* Aussage, welches Zielobjekt sich für einen Erwerb anbietet oder welche Unternehmensteile möglicherweise verkauft werden sollten, ist damit aber noch nicht gegeben. Im Folgenden soll für das gemäß der M&A-Strategie geplante Wachstum gezeigt werden, wie auf Basis der Wachstumsstrategie eines geeigneten Zielobjekt gesucht werden kann (Suchprozess) und wie nach Identifizierung eines viel versprechenden Targets und Aufnahme der Verhandlungen der Informationsbeschaffungsprozess (Due Diligence) abläuft. Für den Fall der Desinvestitionsstrategie sind die Ausführungen entsprechend anzuwenden.

Die Notwendigkeit eines Suchprozesses und der Ablauf des Due Diligence-Prozesses hängt von der Initiative der Transaktion ab (Abbildung 12).

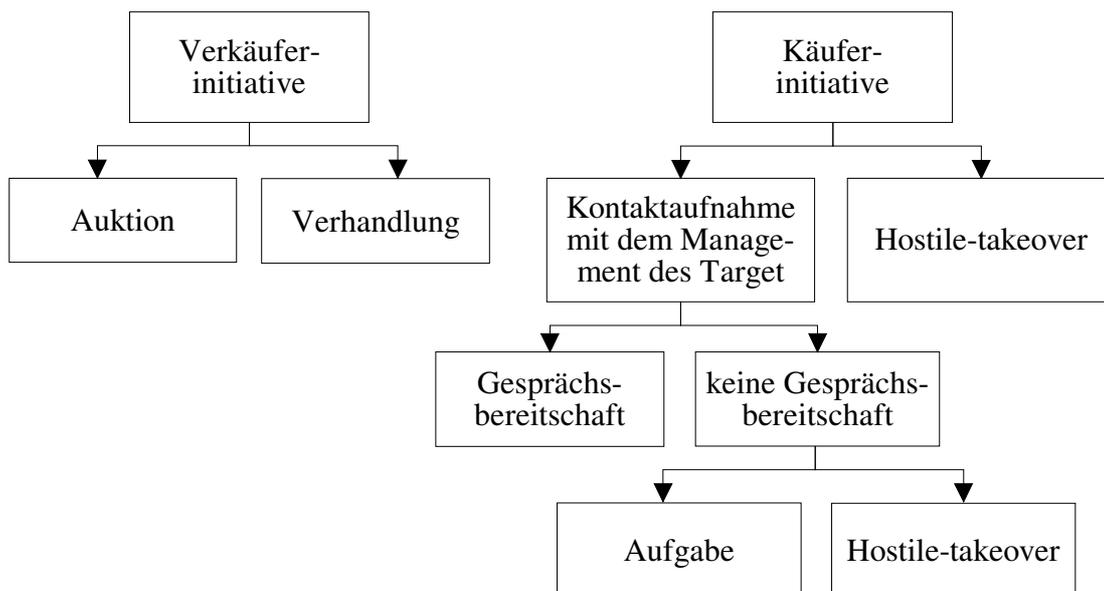


Abbildung 12: Initiative der Transaktion (in Anlehnung an Berens/Mertens/Strauch, 1998, S. 31)

Die Notwendigkeit eines Suchprozesses ergibt sich bei einem beabsichtigten Kauf von Unternehmen oder Unternehmensteilen natürlich nur bei einer Käuferinitiative; denn bei einer Verkäuferinitiative erhält der potenzielle Erwerber ein Kaufangebot durch den Verkäufer oder einem von ihm Beauftragten (z.B. Investmentbank).¹⁰² In letzterem Fall erübrigt sich

¹⁰¹ Vgl. Sieben/Diedrich (1990), S. 797.

¹⁰² Vgl. Berens/Mertens/Strauch (1998), S. 31.

der Suchprozess aus Käufersicht, da er bereits auf der Seite des Verkäufers vorgenommen wurde. Sofern im Rahmen der Formulierung der M&A-Strategie Wachstum angestrebt wird, können aus der M&A-Strategie sog. Suchkriterien abgeleitet werden (Tabelle 2). Die Bedeutung expliziter Suchkriterien kann nicht hoch genug bewertet werden, weil sie die Basis für die anschließende Due Diligence und damit für die Unternehmensbewertung legen. Gerade während der „Diversifikationswelle“ in den 80er Jahren wurden Transaktionen viel zu oft mit dem unbestimmten Begriff des strategischen Fit begründet. So mahnt bereits PORTER überprüfbare Kriterien an: „In my research, I often found companies have suspended the attractiveness test because they had a vague belief that the industry ‘fit’ very closely with their own business. In the hope that the corporate ‘comfort’ they felt would lead to a happy outcome, the companies ignored fundamentally poor industry structures. Unless the close fit allows substantial competitive advantage, however, such comfort will turn into pain when diversification results in poor returns.“¹⁰³

Tabelle 2: Suchkriterien für ein fiktives Beispiel (Quelle: Steinöcker, 1993, S. 45)

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ <i>Größenordnung</i>: 50 bis 300 Millionen Dollar, größere Akquisitionen möglich, wenn einzelne Geschäftsbereiche ohne nennenswerte Probleme abgestoßen werden können; ■ <i>Art der Übernahme</i>: friendly takeover zur Vermeidung von Integrationsproblemen; ■ <i>Produktportfolio</i>: Die Hälfte der neu hinzukommenden Produkte sollten einen Marktanteil von zumindest 30% im Zielmarkt haben; ■ <i>finanzwirtschaftliche Voraussetzungen</i>: Gute Kapitalstruktur und konstante Ergebnisse; ■ <i>Wertschöpfung</i>: Eine Bruttogewinnspanne von 70% und höher ist erforderlich; ■ <i>Synergien</i>: Diverse Produktschienen als Basis des Neugeschäfts; ■ <i>Umweltrisiken</i>: Keine Umweltrisiken; ■ <i>Technologiekompetenz</i>: Exzellentes Technologie-Know-how für weitere Entwicklung der Geschäftsbereiche und Produkte; ■ <i>Zeithorizont</i>: Abwicklung der Transaktion und Integration innerhalb des laufenden Geschäftsjahres. |
|---|

Anhand der entwickelten Suchkriterien lässt sich leicht ein Anforderungsprofil für das mögliche Zielobjekt erstellen. Die Suche nach diesen Unternehmen kann intern oder extern erfolgen. In größeren Unternehmen gibt es eine „M&A-Abteilung“ (meist als „Unternehmensentwicklung“ bzw. „Geschäftsfeldentwicklung“ bezeichnet), deren Aufgabe es ist, die Arbeit der beteiligten Stellen zu koordinieren und als Ansprechpartner zu fungieren, wenn

¹⁰³ Porter (1987b), S. 47.

von Geschäftsbereichen oder der Unternehmensleitung Anregungen oder Initiativen hinsichtlich potenzieller Akquisitionen ausgehen. Insbesondere bei größeren Transaktionsvorhaben werden bereits in dieser Phase im M&A-Geschäft spezialisierte Beratungsunternehmen oder Investmentbanken damit beauftragt, die internen M&A-Teams zu unterstützen. Der Suchprozess erfolgt dabei in zwei Schritten, die häufig als Long list und Short list bezeichnet werden. Beide Listen umfassen eine Auswahl an potenziellen Transaktionspartnern. Während die Long list noch eine weite Auswahl darstellt, die im ersten Zugriff nach Gesichtspunkten wie z.B. Branchenschwerpunkt oder strategische Geschäftsfeldausrichtung erstellt wird, finden sich nach weiteren Auswahlritten in der Short list nur noch solche Unternehmen, die auch wirklich angesprochen werden sollen, weil ihnen (aus der Sicht der Verkäufers) ein hohes Interesse und entsprechende Finanzkraft bzw. (aus der Sicht der Käufer) ein hohes Wertsteigerungspotenzial zugeschrieben wird.

Für die Zusammenstellung der Long list beginnt man meist mit einer umfassenden Markt- abklärung und der Identifikation potenzieller Transaktionspartner. Die Vorgehensweise und das Suchraster ist dabei noch sehr grob: Im Idealfall geht man davon aus, nicht nur die Namen möglicher Zielunternehmen aufzulisten, sondern etwa auch bereits Informationen über deren Geschäftsaktivitäten, Organe, Kennzahlen, Besitzverhältnisse, Beteiligungen zu verfügen. Die zentrale Frage nach dem „strategischen Fit“ bleibt auf der Ebene der Long list oft noch unbeantwortet, da die benötigten Informationen insbesondere für nicht börsennotierte Unternehmen oder Unternehmensteile ohne die Zustimmung der Anteilseigner kaum zuverlässig gewonnen werden können.

Eine typische Vorgehensweise besteht dann darin, eine breite Palette potenzieller Transaktionspartner mit einem sog. Blindprofil anzusprechen, um ein grundsätzliches Interesse abzuklären. Bei einer positiven Reaktion kann dann damit begonnen werden, ausführlichere Dokumentationen auszutauschen. Diese Vorgehensweise ist jedoch gerade im Rahmen von größeren Transaktionen nicht unproblematisch, weil eine breite Streuung der Kaufs- bzw. Verkaufsabsicht die Gefahr birgt, dass solche anonymisierten Informationen missbraucht werden. Denn schon die Bekanntgabe des Tätigkeitsgebiets eines Unternehmens und die Nennung eines ungefähren Transaktionsvolumens können zu Spekulationen im Markt führen, die wiederum bei börsennotierten Unternehmen zu extremen Preisausschlägen führen können bzw. eine Verunsicherung der betroffenen Mitarbeiter zur Folge haben können.

Anhand von definierten Suchkriterien kann dann das Feld der interessanten Zielobjekte weiter eingegrenzt werden, wobei sich mit steigendem Informationsstand die Anzahl der möglichen Zielobjekte stufenweise verringert. Da in den seltensten Fällen ein Unternehmen existiert, das alle Suchkriterien erfüllt (und bei dem überhaupt ein Kauf möglich ist), erweist es sich beim Auswahlprozess als vorteilhaft, eine Gewichtung der Suchkriterien vorzunehmen. Während für quantitative Kriterien über die Vorgabe von Bereichen für eine ausreichende Flexibilität gesorgt werden kann, ist dies für qualitative Kriterien oftmals

schwierig. In diesen Fällen bietet es sich an, sog. K.O.-Kriterien und Nice-to-have-Kriterien herauszuarbeiten. Während erstere zwingend erfüllt sein müssen und ihre Nicht-Erfüllung eine Transaktion ausschließen, stellen letztere nur einen Nebenaspekt dar, der zwar praktischerweise berücksichtigt werden sollte, dessen Abwesenheit aber das Hauptziel der Transaktion nicht tangiert.

Die Gestaltung der Kontaktaufnahme zu potenziellen Zielobjekten ist grundsätzlich von den Gegebenheiten des Zielunternehmens, des agierenden Unternehmens und der Umwelt abhängig zu machen. Dabei lassen sich für ‚friendly takeovers‘ drei grundsätzliche Wege der Kontaktaufnahme erkennen: direkte Kontaktaufnahme, indirekte Kontaktaufnahme über Mittler und indirekte Kontaktaufnahme über Medien, d.h. Interviews oder Berichterstattung. Sind an der Transaktion börsennotierte Aktiengesellschaften beteiligt, so wird die Kontaktaufnahme über Medien regelmäßig ausscheiden. Zum einen könnte dadurch gegen die wertpapierrechtlichen Vorschriften zum Insiderrecht und zur Ad-hoc-Publizität verstoßen werden. Zum anderen können im ungünstigsten Fall Kurssteigerungen beim Zielobjekt und Kursabschläge beim agierenden Unternehmen eine Weiterführung der Verhandlungen gefährden. Bei der Kontaktaufnahme ist auf eine vertrauensvolle Basis der Gespräche Wert zu legen. Denn offene oder latente Widerstände führen leicht zu einem Abbruch des Erstkontakts, der meist die einzige Chance ist, ergebnisoffene Gespräche auf einer vorbehaltlosen Basis zu führen. Es bietet sich daher an, eine Kontaktaufnahme mit einer qualifizierten Argumentationsliste aus der Sicht des Gesprächspartners vorzubereiten.

Zur Erreichung und Aufrechterhaltung der Verhandlungsbereitschaft des Zielobjekts sind folgende Voraussetzungen und Rahmenbedingungen zu schaffen:

- *Geheimhaltung*: Die umfassende Diskretion ist bei M&A-Transaktionen unverzichtbar. Daher sollte der Kreis der in der Vorverhandlungsphase beteiligten Personen so gering wie möglich sein. Damit können zwar Gerüchte und Spekulationen nicht vollkommen ausgeschlossen werden, aber ihre Entstehung ist zumindest unwahrscheinlicher.
- *Seriosität und Ernsthaftigkeit*: Sofern den Gesprächsteilnehmern des Zielobjekts das Gefühl einer gewissen Unverbindlichkeit vermittelt wird, wird ihre Gesprächsbereitschaft sinken. Daher sind in dieser Phase unbedingt die grundsätzlichen Pläne und ein grober Zeitplan für die Gespräche vorzubereiten.
- *Zeitmanagement*: In einer gemeinsamen Zeitplanung sind die verschiedenen Phasen des Verhandlungsprozesses festzulegen. Dabei sind die einzelnen Meilensteine, die Vorgehensweisen insbesondere in Bezug auf den Informationsaustausch und die Due Diligence sowie die beteiligten Personen zu bestimmen.

Ganz gleich, ob die Gespräche auf Käuferinitiative oder Verkäuferinitiative begonnen wurden, sind Gespräche und Verhandlungen in dieser Phase meist nur auf Basis bestimmter gegenseitiger Zusicherungen möglich. Zwar können noch keine Eckpunkte des Deals festgehalten werden, denn diese sollen ja gerade Inhalt der Verhandlungen sein; zudem steht

selbst der beabsichtigte Abschluss eines Kaufvertrages noch in Frage. Jedoch werden beide Seiten ein Interesse daran haben, dass über das Stattfinden der Gespräche selbst und über die im Rahmen der Gespräche offen gelegte Informationen keine Informationen an Dritte weitergegeben werden. Während der potenzielle Käufer eine Kurssteigerung des Zielobjekts zu diesem Zeitpunkt vermeiden möchte, können auf diese Weise auch beide Seiten der negativen Publicity einer abgebrochenen M&A-Transaktion entgehen. Für solche Zusicherungen wurde im M&A-Bereich eine aus dem angloamerikanischen Rechtsraum standardisierte Vertragsform des Nondisclosure agreements (NDA) etabliert.¹⁰⁴

Während ein NDA vor Beginn jeder inhaltlichen Verhandlung unterzeichnet wird, ist es das Ziel der ersten Verhandlungsphase, zum Abschluss eines Letter of Intent zu kommen. Unter einem Letter of Intent (oft verkürzt als „LoI“ bezeichnet) wird eine erste allgemeine *Absichtserklärung* verstanden, mit der die Vertragsparteien die grundsätzliche Bereitschaft signalisieren, einen Vertrag abzuschließen.¹⁰⁵ Die Abgabe eines solchen Letter of Intent ist bei Verhandlungen zu komplexen und wirtschaftlich bedeutenden Verträgen üblich, also immer dann, wenn es nicht möglich ist, in kurzer Zeit über die Form und den Inhalt des letztendlichen Vertrages Einigung zu erzielen. Sofern bereits zu Beginn der Verhandlungen über bestimmte Vertragspunkte Einigkeit besteht, können diese natürlich bereits im Letter of Intent festgehalten werden. Meist wird eine inhaltliche Bindung zu diesem Zeitpunkt aber nicht gewünscht, weil nur eine „Geschäftsordnung“ für die Vertragsverhandlungen vereinbart werden soll. In diesem Fall enthält der Letter of Intent regelmäßig eine Klausel, dass der Inhalt der Vereinbarung ausdrücklich noch nicht als verbindliche Regelung gesehen wird („non-binding clause“). Dies hat zur Folge, dass der potenzielle Käufer mit Unterzeichnung des Letter of Intent kein rechtlich verbindliches Kaufangebot abgibt, sondern lediglich seiner Bereitschaft Ausdruck verleiht, über den angesprochenen Vertrag unter im Brief näher beschriebenen Bedingungen in ernstliche Verhandlungen zu treten. Die Bindungswirkung des Letter of Intent ist damit auf einen engen Anwendungsbereich beschränkt. Er soll keinen einklagbaren Anspruch auf Abschluss eines Kaufvertrages bieten, sondern stellt lediglich eine schriftliche Grundlage für Schadensersatzansprüche dar; seine Beweisfunktion steht damit im Vordergrund. Denn Schadensersatzansprüche bestehen nicht zuletzt nach deutschem Recht nicht erst ab Abschluss des Kaufvertrages, sondern schon ab der Aufnahme der Vertragsverhandlungen (*culpa in contrahendo*, § 311 Abs. 2 BGB). Eine Schadensersatzpflicht besteht in den Fällen, wenn eine Vertragspartei des Letter of Intent trotz anderer Äußerungen nicht ernstlich an einem Abschluss eines Kaufvertrages interessiert war.

¹⁰⁴ Solche Geheimhaltungsverpflichtungen werden oftmals auch als *Confidentiality Agreement* oder *Statement of Disclosure* bezeichnet.

¹⁰⁵ Vgl. Houck (2006), S. 65 f.

Neben dieser grundsätzlichen Gestalt des typischen „Letter of Intent“ sind für die Vertragsfreiheit der Parteien keine Grenzen gesetzt. Daher darf man sich in der Praxis auch nicht von der Bezeichnung des Vertrages täuschen lassen. Rechtlich bindend ist nicht die Bezeichnung oder Überschrift des Vertrages, sondern sein Inhalt. Daher können, wie bereits erläutert, unter dieser Bezeichnung auch schon die Eckpunkte des eigentlichen Kaufvertrages vereinbart werden. Solche Vorfeldvereinbarungen können sich etwa auf die Verteilung der Kosten der Vertragsverhandlungen, auf Exklusivbindungen und/oder - falls noch nicht in einem NDA geschehen - Informations- und Geheimhaltungspflichten beziehen. Sollten beide Seiten die Inhalte des „Letter of Intent“ bereits als Vorvereinbarungen eines Kaufvertrages ansehen und den festen Willen besitzen, diesen Kaufvertrag auch abzuschließen, dann kann der als „Letter of Intent“ bezeichnete Vertrag schon als verbindlicher Vorvertrag oder gar als Hauptvertrag aufzufassen sein.¹⁰⁶ Eine derartige rechtliche Auslegung des schriftlichen Vertrages kann etwa durch die ausdrückliche Negierung der non-binding clause ausgeschlossen werden. Zusätzlich sollten Vereinbarungen über das Tragen etwaiger bei Nicht-Abschluss eines Kaufvertrages entstehender Kosten getroffen werden. Gerade bei grenzüberschreitenden Transaktionen sollten Vereinbarungen über den Gerichtsstand und das anzuwendende Recht (ausdrückliche Rechtswahl, Art. 27 EGBGB) aufgenommen werden, da sich dadurch auch Lücken eines späteren Kaufvertrages durch Vertragsauslegung schließen lassen.¹⁰⁷

Der Letter of Intent stellt in der Regel den Startschuss für den anschließenden Due Diligence-Prozess dar, weil in ihm die wichtigsten Schritte und Verfahrenabläufe der Due Diligence vereinbart wurden.

5.2. Due Diligence-Prozess

Der Begriff „Due Diligence“ hat seinen Ursprung in der angelsächsischen Rechtsterminologie und lässt sich sinngemäss mit „mit der gebührenden Sorgfalt“ umschreiben. Dabei ist dieser Begriff nicht zwingend dem Recht des Unternehmenskaufs zuzurechnen, sondern stellt ein allgemeines privat- und wirtschaftsrechtliches Konzept dar.¹⁰⁸ Im US-amerikanischen Kaufrecht kommt der Due Diligence eine wesentliche Bedeutung im Zusammenhang mit Gewährleistungsansprüchen zu, da dort dem Käufer aufgrund der fehlenden Mängelhaftung eines redlichen Verkäufers anders als in Deutschland eine umfassende Prüfungspflicht zukommt.

In der Praxis ist der Begriff allerdings untrennbar mit dem M&A-Geschäft verbunden. In diesem Zusammenhang versteht man darunter traditionellerweise eine umfassende Unter-

¹⁰⁶ OLG Köln, Urteil vom 21.01.1994 - 19 U 73/93.

¹⁰⁷ Vgl. Vives/Parejo (2005); Ebers et al. (2006).

¹⁰⁸ Vgl. Merkt (1996), S. 145.

suchung des Zielobjektes durch den potenziellen Käufer. Aber auch die sog. Vendor Due Diligence, d.h. die Untersuchung des Transaktionsobjekts durch einen Beauftragten des Verkäufers wird in Deutschland immer häufiger vorgenommen. Diese Verschiebung der Due Diligence zum Verkäufer hat ihren Ursprung in der relativen Stärke der Verhandlungsposition des Käufers in dieser Phase, wenn nur dieser über die Informationen einer gründlichen Durchleuchtung des Zielobjekts verfügt. Die Vendor Due Diligence soll dafür sorgen, dass sich der Verkäufer durch Kenntnis der identifizierten Chancen und Risiken besser auf die Verkaufsverhandlungen vorbereiten kann. Sie kann zusätzlich zur Buyer Due Diligence durchgeführt werden oder aber diese (zum Teil) ersetzen.

In diese rechtliche und betriebswirtschaftliche Analyse und Beurteilung des Zielobjekts wird in der Regel auch das Umfeld des Unternehmens mit einbezogen, indem Daten und Informationen aufbereitet werden, die ein umfassendes Bild von der Werthaltigkeit des Unternehmens zulassen. Neben der rechtlichen Bedeutung der Due Diligence kommt sie also auch bei der Beurteilung des Zielobjekts zum Tragen, indem also nicht nur die öffentlich verfügbaren Informationen zur Bewertung herangezogen werden, sondern auch die vertraulichen Informationen des Eigentümers über die derzeitige wirtschaftliche Situation und die Zukunftschancen. Die Due Diligence stellt damit ein Instrument dar, den Kaufvertrag gemäß den tatsächlichen Verhältnissen auf Basis eines einheitlichen Informationsstandes der beiden Vertragspartner zu gestalten und mögliche Risiken zu begrenzen. Für den potenziellen Käufer hat die Due Diligence zudem die Funktion, schon in Bezug auf die spätere Integration des Zielobjekts Chancen und Risiken zu identifizieren und entsprechende Lösungskonzepte zu erarbeiten. Im angelsächsisch geprägten M&A-Geschäft hat sich die Due Diligence in Deutschland zu einer Standard-Praxis entwickelt, auch wenn der schöne Begriff keine neue „Weisheit“ umschreibt, sondern das schlichte und schon immer existente Anliegen des Käufers, nicht „die Katze im Sack“ zu kaufen.

Der potenzielle Käufer bezweckt mit der Due Diligence demnach

- eine umfassende Informationssammlung über das Zielobjekt,
- eine Dokumentation der Verkäuferangaben über das Transaktionsobjekt zu Beweis-zwecken und
- die Identifizierung von Risiken und Schwachstellen sowie die Vorbereitung von Lösungskonzepten.

Gerade im Hinblick auf die relativ geringe Erfolgsquote¹⁰⁹ von M&A-Transaktionen kommt der Due Diligence eine besondere Bedeutung zu. Sie gibt dem potenziellen Käufer nämlich die einmalige Chance, seine Vorstellungen hinsichtlich der strategischen Bedeutung der Transaktion und der dadurch induzierten Wertsteigerung mit den tatsächlichen Gegebenheiten abzugleichen. Nur auf Basis einer umfassenden und gut überlegten Due Di-

¹⁰⁹ Vgl. etwa Christofferson/McNish/Sias (2004), S. 96.

ligence kann eine sinnvolle Unternehmensbewertung zur Kaufpreisfindung erfolgen. Schließlich kennt niemand das Zielobjekt so gut wie der bisherige Eigentümer oder das bisherige Management. Falls der Käufer bereits gute Kenntnisse über die Tätigkeit des Zielobjekts und das Marktumfeld hat, weil er etwa ein bisheriger Konkurrent dieses Unternehmens ist, kann eine beschränkte Due Diligence möglich sein, bei der nur Informationslücken geschlossen werden.¹¹⁰

Die Due Diligence ist typischerweise durch einen Interessenkonflikt zwischen Verkäufer und dem potenziellen Käufer gekennzeichnet. Während der Verkäufer versuchen wird, dem Interessenten nur einen begrenzten Informationsstand zuzubilligen, hat der Käufer ein Interesse daran, (einmal abgesehen von den Kosten der Information) so viele Informationen wie möglich zu sammeln. Allerdings muss der Verkäufer dann befürchten, dass der Interessent bei einem Abbruch der Verhandlungen, die gewonnenen Informationen zum eigenen Vorteil einsetzt. Einem solchen Verhalten kann er mit rechtlichen Mitteln auch bei Existenz einer Geheimhaltungsvereinbarung nur schwer beikommen, weil er dann für den Einzelfall nachweisen müsste, dass der Käufer ohne bestimmte Informationen andere Entscheidungen getroffen hätte. Im Grenzfall könnte der angebliche Kaufinteressent nur deshalb über einen Kaufvertrag verhandeln, um im Rahmen der Due Diligence an betriebsgeheime Informationen zu gelangen, die er zum eigenen Vorteil einsetzen kann. Erst dann, wenn sich der Verkäufer vom ernsthaften Interesse des Käufers überzeugt hat, wird er bereit sein, auch vertrauliche Informationen oder sogar Geschäfts- oder Betriebsgeheimnisse (Produktionsverfahren, F&E-Programme bzw. Preis- und Kundenstrukturen) zu offenbaren.

Hinsichtlich der Vertragsgestaltung besteht bei gegebener Verhandlungsmacht der Parteien ein entgegengesetzter Zusammenhang zwischen dem Grad der Offenlegung von Informationen im Rahmen der Due Diligence und der Verteilung der Risiken im Kaufvertrag: Denn je weniger Informationen dem Käufer zur Verfügung stehen, desto nachhaltiger wird er ein Entstehen des Verkäufers für entsprechende Risiken fordern. Denn wenn sich der Käufer vor Unterzeichnung des Kaufvertrages nicht davon vergewissern konnte, dass das Zielobjekt z.B. keine Altlasten oder Umweltrisiken aufweist, wird er vom Verkäufer eine Freistellung für die entsprechenden Risiken verlangen. Es könnte demnach eine Vertragsposition aufgenommen werden, in der die Haftung für Umweltrisiken, die vor dem Eigentumsübergang entstanden sind, vom Alteigentümer getragen werden muss. Auf der anderen Seite wird der Verkäufer bei Offenlegung aller Informationen im Rahmen der Due Diligence nicht bereit sein, für beide Parteien nicht vorhersehbare Risiken zu tragen. Vielmehr wird der Verkäufer im Falle eines guten Informationsstandes des Käufers versuchen, die Haftung für Risiken weitgehend auszuschließen.

¹¹⁰ Vgl. Rosen (2006).

Aber auch der potenzielle Käufer wird allein nicht auf Haftungsregelungen vertrauen wollen. Schließlich wären manche Transaktionen bei besserem Informationsstand gar nicht erst durchgeführt worden. Haftungs- und Gewährleistungsansprüche können hinterher den Schaden nur begrenzen. Sofern etwa aus wirtschaftlichen oder taktischen Gründen ein starker Zeitdruck zum Abschluss der Transaktion besteht, so wird es nicht möglich sein, zuvor noch eine umfassende Due Diligence durchzuführen. Eine Möglichkeit zur Risikoreduktion stellt für diese Fälle das sog. Post Acquisition Audit nach Abschluss des Vertrages dar. Dies kann ergänzt werden durch eine entsprechende Verminderung des Kaufpreises, Ratenzahlung bzw. ein befristetes Rücktrittsrecht des Käufers, falls sich bestimmte, im Vertrag zugesicherte Eigenschaften als nicht erfüllt herausstellen sollten.

6. Erklärungsansätze mit eindimensionalen Einflussfaktoren für M&A-Transaktionen

6.1. Überblick

Mit einem *Überblick* über die „klassischen“ Ansätze zur Erklärung von M&A-Transaktionen soll eine *Strukturierung* der bedeutendsten Gründe und Motive, die im Rahmen von M&A-Entscheidungen eine Rolle spielen können, vorgenommen werden (Abbildung 13). An dieser Stelle kann lediglich eine Auswahl getroffen werden, da M&A-Transaktionen die Möglichkeit eröffnen, eine *Vielzahl* theoretischer Ansätze anzuwenden. Darüber hinaus können die Ausführungen zu den einzelnen Ansätzen lediglich skizzierend erfolgen, jedoch wird in den folgenden Kapiteln eine Einordnung dieser Ansätze in ihren Gesamtzusammenhang vorgenommen.¹¹¹

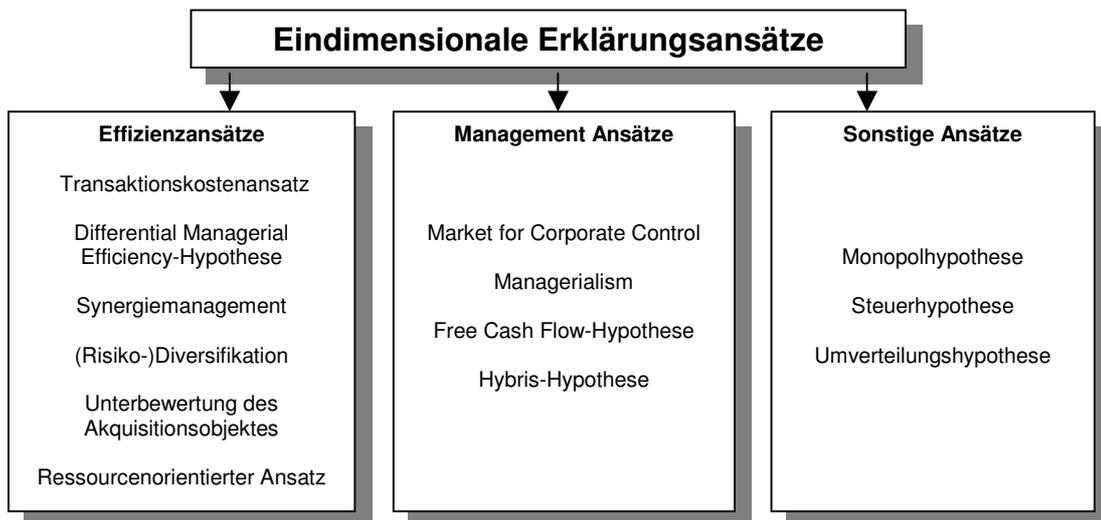


Abbildung 13: Eindimensionale Ansätze zur Erklärung von M&A-Transaktionen

Die Vielzahl der in der Literatur genannten Erklärungsansätze lassen sich grundsätzlich danach unterscheiden, ob sie eine Steigerung des ökonomischen Wertes der beiden beteiligten Unternehmen für deren Eigentümer implizieren. Die sog. Effizienzansätze gehen gerade von diesem Idealfall aus und bejahen eine Wertschaffung. Demgegenüber unterstellen die Management Ansätze als Haupttriebfeder der Transaktionen die Erreichung persönlicher Ziele der angestellten Manager des agierenden Unternehmens in Bezug auf solche Ziele wie etwa die Vermehrung von Einkommen, Prestige, Macht oder Reduzierung des Ent-

¹¹¹ Zu der hier nicht betrachteten *Informations- und Signaling-Theorie* vgl. Bradley/Desai/Kim (1983); Bradley/Desai/Kim (1988). Zu weiteren Gründen und Motiven vgl. zum Beispiel Ansoff/Weston (1963); Ansoff et al. (1971); Haspeslagh/Jemison (1991), S. 18-37; Huemer (1991), S. 15; Link (1987); Süverkrüp (1992), S. 25-62; Trautwein (1990).

lassungsrisikos. Als dritte Gruppe können sonstige Ansätze unterschieden werden, bei denen zwar in der Regel aus der Sicht des agierenden Unternehmens eine Wertschaffung stattfindet, die jedoch durch einen Verlust an anderer Stelle (Monopolkosten, Steuerausfällen oder Lohnsenkungen) erkaufte werden.

Wissenschaftlich und inhaltlich unterscheiden sich die Effizienzansätze und die Management Ansätze durch die Betrachtungsebene: Während die *Effizienzansätze* bei der Erklärung von M&A-Transaktionen auf eine Betrachtung der Managementebene verzichten, kann sie jedoch in zwei Fällen relevant erscheinen:

1. Gemäß der Principal-Agent-Theorie kann die Trennung von Eigentum und Kontrolle Anreizprobleme verursachen, so dass sich die Manager nicht (völlig) im Sinne der Anteilseigner des Unternehmens verhalten: Sie versuchen zum Beispiel, ihren Arbeitseinsatz zu reduzieren und verschwenden Ressourcen des Unternehmens, da nicht sie die Kosten tragen, sondern die Anteilseigner.¹¹²
2. Eine andere Ursache für M&A-Transaktionen kann darin bestehen, dass die Manager des erwerbenden Unternehmens nicht die nötige Qualifikation besitzen oder über zu geringe Kenntnisse verfügen.

Die *Managementansätze* sind damit der sog. Neoinstitutionenökonomik als theoretischer Ausgangsbasis zuzurechnen. Diese Ansätze gewinnen sowohl in der anglo-amerikanischen als auch deutschsprachigen Organisations- und Strategieforschung an Relevanz.

Von der Strukturierung in Abbildung 13 ausgehend werden dann im nachfolgenden Kapitel die für die weitere Analyse relevanten Implikationen abgeleitet, indem versucht wird, den Erklärungsbeitrag sowie die Schwächen des Ansatzes herauszuarbeiten. Die Ansätze werden dabei bewusst in einer eng gefassten¹¹³ Formulierung skizziert, um eine Vermengung miteinander zu vermeiden. Dies erweist sich jedoch seltsamerweise als ein schwieriges Unterfangen, da man unbewusst dazu neigt, die verschiedenen Ansätze zu verbinden. Die isolierte Veranschaulichung eines Ansatzes soll es darüber hinaus ermöglichen, die Grenzen des Erklärungsbeitrages aufzuzeigen. Natürlich kann es beispielsweise sinnvoll sein, die *Differential Managerial Efficiency-Hypothese* mit dem *Transaktionskostenansatz* zu verbinden, dann ist allerdings eine eindeutige Zuordnung des Erklärungsbeitrages zu einem der beiden Ansätze nicht mehr (unbedingt) möglich. Hier soll jedoch gerade gezeigt werden, dass sich ein *monokausaler* Ansatz, der die Erscheinung der Akquisition nur einer einzelnen Ursache zurechnet, nicht für eine umfassende Analyse eignet. Durch die isolierte Dar-

¹¹² Vgl. Jensen/Meckling (1976).

¹¹³ Gerade im Fall der Synergieeffekte erscheint diese Eingrenzung notwendig, da hier meist andere Ansätze subsumiert werden. Vgl. zum Beispiel Petersen (1994), S. 227, der sogar *Transaktionskostenvorteile* den leistungswirtschaftlichen Synergieeffekten zurechnet. Ein ähnliches Vorgehen findet sich bei Weston/Chung/Hoag (1990), S. 194 f.

stellung der einzelnen Ansätze ähnelt das Vorgehen in diesem Kapitel dem für umfassende Beiträge „üblichen“ *Procedere* einer reinen „Auflistung“.

6.2. Effizienzansätze

6.2.1. Transaktionskostenansatz

Der Transaktionskostenansatz¹¹⁴ beschäftigt sich mit der Fragestellung der Wahl eines geeigneten institutionellen Arrangements (*Governance Structure*) für langfristige ökonomische Transaktionsbeziehungen, also entweder *Dauerbeziehungen* oder aber auch *häufige Einzelbeziehungen*.¹¹⁵ *Unternehmen, Markt und relationale Verträge* stellen Grundformen von *Governance Structures* dar.¹¹⁶ Dabei wird davon ausgegangen, „dass solche institutionellen Formen um ihrer ökonomischen Vorteile willen, also aus Effizienzgründen ..., geschaffen und gewählt werden“¹¹⁷.

Der Transaktionskostenansatz basiert auf der Annahme der im Folgenden aufgelisteten *Humanfaktoren* und *Transaktionsfaktoren*, die in Verbindung mit der gewählten *Governance Structure* zur Entstehung von Transaktionskosten führen:¹¹⁸

- *Bounded Rationality*: Die Wirtschaftssubjekte sind *beschränkt rational*, das heißt sie verfügen nur über begrenzte Möglichkeiten, Informationen zu verarbeiten.
- *Opportunism*: Wenn sich eine Möglichkeit ergibt, verhalten sie sich *opportunistisch* und nutzen Informationsvorsprünge, Vertragslücken und Ermessensspielräume, um ihren eigenen Nutzen (auf Kosten des Transaktionspartners) zu steigern.
- *Uncertainty*: Es besteht Unsicherheit über die zukünftigen Umweltzustände, so dass es nicht möglich ist, beim Vertragsschluss alle Eventualitäten zu antizipieren und zu berücksichtigen.
- *Small Numbers (Bargaining)*: Eine geringe Zahl von potenziellen Transaktionspartnern kann dazu führen, dass Märkte nicht effizient funktionieren, da Abhängigkeiten und Manipulierbarkeit bestehen können.
- *Information Impactedness*: Es besteht Informationsasymmetrie¹¹⁹, die den besser informierten Transaktionspartnern opportunistisches Handeln ermöglicht. Darüber

¹¹⁴ Zum Transaktionskostenansatz vgl. die grundlegenden Beiträge: Commons (1931); Coase (1937); Williamson (1975).

¹¹⁵ Vgl. Schmidt (1992), Sp. 1856 f.

¹¹⁶ Zur Notwendigkeit einer solchen Abgrenzung vgl. Grote (1990), S. 26; Michaelis (1985), S. 77 und 190 f.

¹¹⁷ Schmidt (1992), Sp. 1854.

¹¹⁸ Zu diesen (ursprünglichen) Grundannahmen vgl. Williamson (1975), S. 20-40. Sie wurden jedoch im Laufe der Zeit modifiziert; vgl. alternativ Williamson (1985), S. 43-84. Auf die Darstellung der *Atmosphäre* wurde verzichtet, da sie zwischenzeitlich an Bedeutung verloren hat.

hinaus ist jedoch auch denkbar, dass beide Transaktionspartner über die gleiche, *unzulängliche* Information verfügen.

Die Wahl einer bestimmten *Governance Structure* erfolgt im Hinblick auf die durch sie verursachten Transaktionskosten, wobei jedoch umstritten ist, ob die Transaktionskosten dabei eine zu minimierende Zielgröße¹²⁰ darstellen oder lediglich als „didaktisches Hilfsmittel“¹²¹ fungieren, um ausgewählte Probleme stringenter analysieren zu können.

Der Begriff „Transaktionskosten“ stammt von ARROW. COASE verwendet in seiner richtungweisenden Arbeit den Begriff „Marketing Costs“.¹²² TERBERGER weist jedoch auf die folgende Problematik hin: „Das Dilemma des Transaktionskostenbegriffes liegt darin, dass er parallel und ohne auf den Unterschied hinzuweisen, weiterhin in zweierlei Bedeutungszusammenhängen gebraucht wird: Transaktionskosten bezeichnen einerseits das technische Phänomen der Kosten, die ein einzelnes Individuum für Koordinationsaktivitäten aufwendet, d.h. Post- und Maklergebühren oder auch den - wie auch immer bewertbaren - eigenen Input an Zeit, Arbeitskraft etc. Er bezeichnet andererseits den Ressourcenverlust, der im Vergleich zur neoklassischen Welt des reibungslosen Tauschs auftritt, der natürlich, soll die Wohlfahrt maximiert werden, zu minimieren ist.“¹²³

Durch die getroffenen Annahmen sind Transaktionskosten nicht nur als pagatorische Kosten¹²⁴ der Nutzung des Marktmechanismus‘ (etwa Anbahnungskosten oder Vereinbarungskosten) zu verstehen, sondern auch im Sinne von Opportunitätskosten. WINDSPERGER definiert Transaktionskosten als „Kosten der Koordination von ökonomischen Transaktionen. Darunter fallen: Suchkosten, Informationskosten, Entscheidungskosten, Bargainingkosten, Disincentivekosten, Kontrollkosten und Kontraktvollstreckungskosten“¹²⁵. Sie variieren bei gegebenem Transaktionsvolumen mit dem Komplexitäts- und Veränderungsgrad der transaktionalen Umwelt.“¹²⁶

Zur Verdeutlichung des Erklärungsbeitrages des Transaktionskostenansatzes hinsichtlich der Begründung von M&A-Transaktionen werden im Folgenden die Beiträge von WILLIAMSON, TEECE und KLEIN/CRAWFORD/ALCHIAN kurz dargestellt:¹²⁷

¹¹⁹ Vgl. hierzu auch Akerlof (1970).

¹²⁰ Kritisch Terberger (1994), S. 131 f.

¹²¹ Schmidt (1992), Sp. 1856.

¹²² Vgl. Coase (1937), S. 394.

¹²³ Terberger (1994), S. 133

¹²⁴ Die pagatorische Abgrenzung findet sich beispielsweise in Picot (1982), S. 270 f. Zur Kritik an dieser „gängigen“ Definition vgl. Terberger (1994), S. 126.

¹²⁵ Zur ausführlichen inhaltlichen Abgrenzung vgl. Windsperger (1983), S. 896. Nicht genügend herausgearbeitet wurden dabei die Determinanten der Transaktionskosten.

¹²⁶ Windsperger (1987), S. 65. Er geht damit über die „traditionelle“, zu eng gefasste Definition von Picot (1982, S. 270) hinaus.

¹²⁷ Vgl. allgemein auch Lindstädt (2006), S. 72-74.

WILLIAMSON wendet sich insbesondere der Fragestellung der *vertikalen Integration* zu, indem er die optimale *Governance Structure* für eine gegebene Transaktionsbeziehung sucht und verschiedene Möglichkeiten eines Marktversagens (*Market Failure*) erörtert.¹²⁸ Er weist zunächst darauf hin, dass in vielen Situationen - nicht zuletzt wegen *Economies of Scale* und der *Spezifität* der Produkte - nur wenige Marktteilnehmer existieren. Darüber hinaus können in Verträgen nicht alle zukünftigen Umweltzustände berücksichtigt werden. Diese Gefahr besteht besonders bei technologisch komplexen Produkten, die häufige Modifikationen erfordern, bzw. in unterschiedlichen Mengen benötigt werden. Gerade bei langfristigen Verträgen wird die „stärkere“ Vertragspartei dann der Versuchung opportunistischen Verhaltens erliegen und somit der anderen Vertragspartei entweder *ex post* einen konkreten Schaden zufügen oder *ex ante* bei Antizipation dieser Gefahr extrem hohe Kosten für die Formulierung relationaler (bedingter) Verträge aufbürden. Hingegen werfen kurzfristige Verträge das Problem auf, dass einerseits der Zulieferer nicht bereit sein wird, spezifische Investitionen zu tätigen. Andererseits kann er *First Mover Advantages* erzielen, wodurch wiederum die Zahl der potenziellen Zulieferer verringert wird. All dies führt letztendlich dazu, dass bei einer starken Ausprägung dieser Faktoren die Transaktionskosten durch eine Akquisition verringert werden können. WILLIAMSON räumt ein, dass sich das erläuterte Beispiel zwar zur Untersuchung von Akquisitionen von Lieferanten bzw. von Abnehmern des agierenden Unternehmens eignet, jedoch kaum in Bezug auf horizontale Akquisitionen.¹²⁹

TEECE analysiert die grundlegenden Faktoren, die bei Akquisitionen im Forschungs- und Entwicklungsbereich eine Rolle spielen. Er setzt dabei voraus, dass externe Forschung, also Auftragsforschung, grundsätzlich vorteilhaft ist. Wegen des Transaktionsgegenstandes *Technologie* kann jedoch ein *Marktversagen* auftreten, so dass eine Akquisition erforderlich wird, um die Transaktion überhaupt durchführen zu können. Den Effekt des Marktversagens im Markt für Know-how führt er insbesondere auf folgende Ursachen zurück:¹³⁰

- Wegen des technologischen Fortschrittes ist es nicht möglich, das „Forschungsziel“ im (Forschungs-)Vertrag *explizit* zu erfassen, das „Produkt“ ist also *ex ante* nicht spezifizierbar.
- Des Weiteren besteht für das agierende Unternehmen, das erwägt, einen Forschungsauftrag zu erteilen, die Gefahr eines „Lock-In“, da das zuerst beauftragte „Forschungsinstitut“ einen *First Mover Advantage* erlangt. Dann wird eine Auftragserteilung an andere Institute in späteren Perioden dadurch erschwert, dass das anfangs gewählte Institut nach dem ersten Forschungsauftrag über nicht transferierbares *Tacit Knowledge* verfügt, das von Auftrag zu Auftrag anwächst. Dadurch wä-

¹²⁸ Zum betrachteten Beispiel vgl. Williamson (1971).

¹²⁹ Vgl. Williamson (1971), S. 122.

¹³⁰ Zu den Beispielen vgl. Teece (1988).

re bei einem Wechsel des Instituts ein Großteil des beim ersten Forschungsauftrag generierten Know-hows verloren.

- Ein Institut, das bereits über selbstentwickelte Technologie verfügt und diese dem agierenden Unternehmen zum Kauf (bzw. zur Lizenznahme) anbietet, wird nicht bereit sein, den potenziellen Käufer vollkommen über die Spezifikationen der Technologie in Kenntnis zu setzen, da dann grundsätzlich die Gefahr besteht, dass er zwar auf einen Kauf verzichtet, die Technologie jedoch trotzdem nutzt. Diese Problematik stellt einen Sonderfall des *Informationsparadoxons* von ARROW dar:¹³¹ Um den Wert einer Information bestimmen zu können, müssen all ihre Spezifikationen dem potenziellen Käufer offen gelegt werden. Dann wird er jedoch die Information nicht mehr benötigen (und somit auch nicht bereit sein, für sie etwas zu bezahlen) - er kennt sie ja bereits.

Des Weiteren untersucht TEECE die Probleme, die bei bestimmten Vertragstypen auftreten. Den *Fixed-Price Contract* sieht er als problematisch an, da es - wie erläutert wurde - nicht möglich sein wird, den „Wert“ der Technologie *ex ante* zu bestimmen. Wenn jedoch versucht werde, dieses Problem durch einen *Cost-Plus Contract* zu umgehen, vermindere dies den Anreiz des Forschungsinstituts, Kosten zu senken. Die dann erforderliche „Überwachung“ durch den Auftraggeber führe im Extremfall dazu, dass letztendlich eine Quasi-Integration stattfinde.

KLEIN/CRAWFORD/ALCHIAN betrachten den Fall, dass der Zulieferer des agierenden Unternehmens *spezifische Investitionen* tätigen kann, die sich ausschließlich in dieser Transaktionsbeziehung nutzen lassen (*Asset Specificity*¹³²).¹³³ Es wird angenommen, die Durchführung dieser Investitionen sei für beide Seiten vorteilhaft, da sich dadurch die variablen Kosten des Zulieferers senken ließen (*spezifische Investitionen* sind produktiver). Jedoch eröffnet die Spezifität, also die Tatsache, dass die Investitionen für den Zulieferer den Charakter von *Sunk Costs* aufweisen, dem Abnehmer die Möglichkeit eines opportunistischen Verhaltens: Indem er in Neuverhandlungen den Preis für das Vorprodukt herunterdrückt, kann er sich einen Teil des Kapitalwertes der *Quasi-Rente*¹³⁴ des Zulieferers aneignen. Dieser Teil, den der Zulieferer bereit sein wird aufzugeben, bestimmt sich als Differenz zwischen dem Kapitalwert der Quasi-Rente und dem Wert der Investition für die „zweitbeste“ Verwendung. Die Gefahr der „Ausnutzung“ kann der Zulieferer zwar durch einen expliziten, langfristigen Vertrag ausschließen, jedoch werden ihm aufgrund der Ausarbeitung und

¹³¹ Vgl. Arrow (1974), S. 150-152.

¹³² Williamson (1975) verwendete zunächst den Begriff „Idiosyncrasy“, übernahm jedoch später den von Klein/Crawford/Alchian (1978) geprägten Begriff der „Asset Specificity“.

¹³³ Vgl. zu diesem Beispiel Klein/Crawford/Alchian (1978).

¹³⁴ Eine Quasi-Rente ist der Zahlungsstrom, den der Zulieferer über die variablen Kosten hinaus zur Deckung der *Sunk Costs* erhält.

Durchsetzung des Vertrages Transaktionskosten entstehen. Für Investitionen, die eine hohe Spezifität aufweisen, sehen KLEIN/CRAWFORD/ALCHIAN jedoch ausschließlich in einer vertikalen Integration eine Lösung der Problematik.¹³⁵

6.2.2. Differential Managerial Efficiency-Hypothese

Dieser sehr allgemeine Ansatz - häufig wird er dem *Synergie Ansatz* zugerechnet - sieht die Ursache für Unternehmensübernahmen in den unterschiedlichen Management-Effizienzen zweier Unternehmen. So könnte es zum Beispiel der Fall sein, dass ein Unternehmen (im Folgenden „Alpha“ genannt) über ein überdurchschnittlich effizientes Management verfügt, dessen überschüssige Management-Kapazitäten wegen *Unteilbarkeiten* oder *Economies of Scale* nicht abgebaut werden können.¹³⁶ Somit muss nach einer Verwendungsmöglichkeit für diese Ressourcen gesucht werden. Wenn sich etwa wegen einer Marktsättigung im traditionellen Geschäftsfeld von „Alpha“ keine vorteilhaften Investitionsprojekte anbieten und auch ein *de novo* Eintritt (durch internes Wachstum) in andere Marktsegmente etwa wegen fehlender technologischer Kompetenz ausgeschlossen ist, dann kann durch die Akquisition eines anderen Unternehmens „Beta“, das ein *unterdurchschnittlich* effizientes Management aufweist, eine Steigerung der Management-Effizienz erzielt werden. Eine Neueinstellung von Managern für „Beta“ könnte beispielsweise deshalb ausgeschlossen sein, weil nicht sichergestellt sein würde, ob aus den neu zusammengestellten Managern ein effizientes Team entsteht.

Dieser Ansatz beantwortet jedoch nicht die Frage hinsichtlich einer Vertragslösung zwischen den beiden Unternehmen, nach der „Alpha“ seine freien Management-Kapazitäten „Beta“ gegen Entgelt zur Verfügung stellt. Grundsätzlich würde sich so die gleiche Effizienzsteigerung erreichen lassen wie mit dem Kauf des Unternehmens „Beta“. Warum bei der Wahl zwischen diesen beiden (im Sinne der *Differential Managerial Efficiency-Hypothese*) gleichwertigen Alternativen (Akquisition und Vertragslösung) die M&A-Transaktion präferiert werden sollte, könnte mit dem Transaktionskostenansatz erklärt werden: Wenn „Alpha“ gemäß der Vertragslösung seine freien (Management-)Kapazitäten „Beta“ zur Verfügung stellt, müssten seine Manager dazu (spezifische) Investitionen in unternehmensspezifisches Wissen von „Beta“ tätigen. Da sie diese Fähigkeiten jedoch nicht bei „Alpha“ wieder verwenden können, würde eine *hold-up* Situation entstehen, in der „Beta“ eine verbesserte Verhandlungsposition gewinnt. In Antizipation dieser Situation würde „Alpha“ *ex ante* eine Prämie fordern, bevor es sich überhaupt auf einen solchen Vertrag einließe. Diese Prämie ließe sich durch eine Akquisition vermeiden.

¹³⁵ Zur Diskussion um den Transaktionskostenansatz vgl. insbesondere Brand (1990); Michaelis (1985); Picot (1982); Schneider (1985); Terberger (1994); Windsperger (1987).

¹³⁶ Vgl. Weston/Chung/Hoag (1990), S. 191 f.

An dieser Stelle wird jedoch die Inkonsequenz deutlich, mit der oft bei Erklärungsversuchen für M&A-Transaktionen vorgegangen wird. Einerseits wird die *Differential Managerial Efficiency-Hypothese* als *eigenständiger* Ansatz präsentiert, gleichzeitig werden seine Unzulänglichkeiten (die fehlende Aussage darüber, warum gerade eine M&A-Transaktion die vorteilhafteste Alternative sein sollte und nicht beispielsweise eine Marktlösung) aber *stillschweigend* mit Hilfe des Transaktionskostenansatzes verdeckt. Eine solche Argumentation klingt zwar plausibel, sie bezieht sich jedoch nicht mehr auf einen eigenständigen Ansatz (in diesem Fall auf die *Differential Managerial Efficiency-Hypothese*), sondern bereits auf einen kombinierten Ansatz, bei dem jedoch eine höchst fragwürdige Integration der beiden Ansätze vorgenommen wird. Der hier vorgestellte Ansatz zeigt isoliert lediglich, dass eine gemeinsame Nutzung der Managementkapazitäten des Unternehmens „Alpha“ einen zusätzlichen „Wert“ schafft (und damit effizient ist). Dieser wird im Laufe der Vertragsverhandlungen (für eine Bereitstellung von Managementkapazitäten) oder der Kaufverhandlungen (für die Übernahme des Unternehmens „Beta“) auf die Anteilseigner beider Unternehmen aufgeteilt werden. Selbst wenn die angesprochenen Probleme beiseitegelassen werden, scheint mit der *Differential Managerial Efficiency-Hypothese* keine generelle Erklärung von M&A-Transaktionen möglich. In der Realität hat es sich im Gegenteil gezeigt, dass gerade Unternehmen mit einem *sehr kompetenten Management* als die idealeren „Akquisitionskandidaten“ angesehen werden.

6.2.3. Synergiemanagement

Die Realisierung von Synergieeffekten¹³⁷ stellt das wohl am häufigsten vorgebrachte - und zugleich umstrittenste - Motiv von Akquisitionen dar. Wie GROTE anmerkt, ist diese Verwirrung um den Begriff der „Synergie“ auf die häufige Verwendung in Verbindung mit M&A-Transaktionen zurückzuführen, da im Grenzfall „alle wünschenswerten Wirkungen ... dem Synergiekonzept zugerechnet werden“¹³⁸. Für die vorliegende Arbeit bietet sich jedoch die folgende enger gefasste Definition an: Positive Synergieeffekte bestehen, wenn durch ein *Zusammenwirken* bzw. eine *Zusammenfassung* bestimmter Ausführungsfunktionen (Aktivitäten) von Geschäftsfeldern (zweier Unternehmen) zusätzliche Vorteile erzielt werden können, die zur Folge haben, dass die Summe der Marktwerte der beiden Unternehmen größer ist als die Summe der beiden Marktwerte vorher.¹³⁹ Einerseits ist an dieser

¹³⁷ Zu Synergien vgl. die grundlegenden Arbeiten: Ansoff (1965), S. 72-92; Panzar/Willig (1977); Panzar/Willig (1981); Penrose (1959).

¹³⁸ Grote (1990), S. 75.

¹³⁹ Zu dieser Definition vgl. Gälweiler (1989), Sp. 1935-1938. Es existieren jedoch *unzählige* Abgrenzungen des Begriffs „Synergie“. Die hier verwendete nimmt sozusagen eine mittlere Position ein. Ganz eng gefaßte Abgrenzungen verstehen unter Synergieeffekten ausschließlich *Economies of Scale* und *Economies of Scope*. Ganz weit gefaßte Abgrenzungen hingegen führen *alle* Marktwertänderungen in

Stelle zu beachten, dass dadurch das *Value Additivity Principle* der Kapitalwertmethode verletzt wird, da hier der gemeinsame Kapitalwert nach Realisierung der Synergieeffekte eben *nicht* identisch ist mit der Summe der Kapitalwerte vorher.¹⁴⁰ Andererseits wird dabei vorausgesetzt, dass „die jeweiligen Unternehmen jeweils sämtliche Möglichkeiten für eine optimale Unternehmensstrategie genutzt haben, denn jeder Marktwert ist von den realisierten bzw. geplanten Strategien abhängig“¹⁴¹. Diese Annahme ist notwendig, um sicherzustellen, dass die Wertsteigerungseffekte nicht durch eine Änderung der Strategie verursacht werden.

PORTER veranschaulicht das Zusammenwirken anhand des Konzeptes der „Wertkette“ (*Value Chain*):¹⁴² Beim Zusammenwirken einzelner Aktivitäten der Wertketten zweier Unternehmen können Synergieeffekte auftreten.¹⁴³ In der Abbildung 14 sind dies die *Logistik* sowie die *Technologieentwicklung* zweier Geschäftsfelder der Unternehmen A und B.

der Folge eines Zusammenwirkens zweier Unternehmen „A“ und „B“ auf (positive) Synergieeffekte zurück:

$$MW(A) + MW(B) < MW(A+B)$$

¹⁴⁰ Vgl. Chatterjee (1986), S. 120, Fußnote 2.

¹⁴¹ Arbeitskreis Hax (1992), S. 968.

¹⁴² Vgl. Porter (1985), S. 33-63.

¹⁴³ Vgl. Porter (1985), S. 317-363.

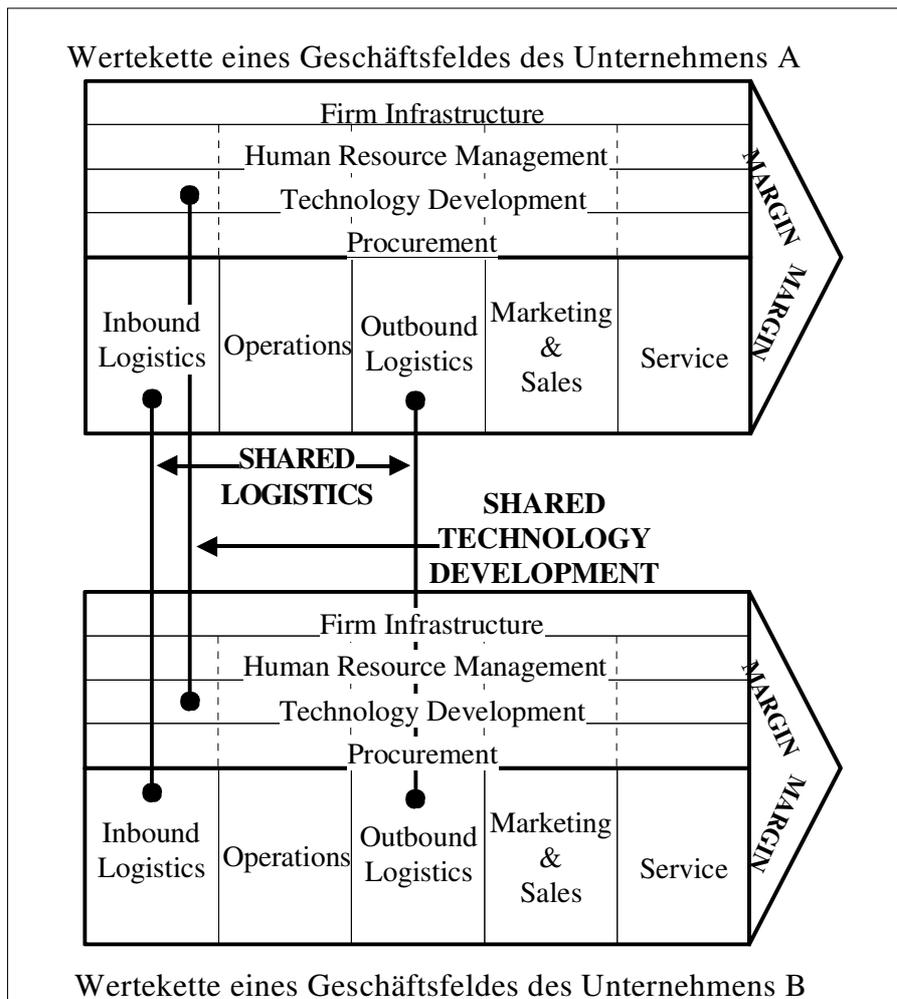


Abbildung 14: Zusammenwirken der Aktivitäten zweier Geschäftsfelder der Unternehmen A und B
(in Anlehnung an Porter, 1985, S. 327)

Der Begriff „Synergiemanagement“ wird in diesem Zusammenhang gebraucht, um zu betonen, dass Synergieeffekte nicht von alleine auftreten, sondern eine *aktive* und *systematische* Schaffung und Nutzung von Synergiepotenzialen erfordern.¹⁴⁴ Im Rahmen von M&A-Transaktionen können folgende Formen von Synergieeffekten auftreten:¹⁴⁵

- *Economies of Scale* liegen vor, wenn die langfristigen Durchschnittskosten bei einer Steigerung der Ausbringungs- bzw. Produktionsmenge fallen. Dieser Größendegressionseffekt kommt allein dadurch zustande, dass der Fixkostenanteil auf eine

¹⁴⁴ Ebenso Henkel (1992), S. 113.

¹⁴⁵ In der vorliegenden Arbeit finden vornehmlich *leistungswirtschaftliche* Synergieeffekte Berücksichtigung. Daneben sind aber auch *finanzwirtschaftliche* Synergieeffekte denkbar, die etwa bei Transaktionen am Kapitalmarkt auftreten können. Diese sind jedoch von geringerer Bedeutung und treten daher im Folgenden in den Hintergrund.

größere Stückzahl verteilt wird.¹⁴⁶ Einen Extremfall stellt „verschleißfreies“ Know-how dar, das Grenzkosten in Höhe von null aufweist.¹⁴⁷

- *Economies of Scope* hingegen stellen eine Übertragung des *Economies of Scale-Effektes* auf Mehrproduktunternehmen dar.¹⁴⁸ Der von PANZAR/WILLIG¹⁴⁹ geprägte Begriff beschreibt den Sachverhalt, dass „[the] joint production of two goods by one enterprise is less costly than the combined costs of production of two specialty firms“¹⁵⁰. Während sich das Konzept der *Economies of Scale* also auf die Ausbringungsmenge *eines* bestimmten Produkts bezieht, entstehen *Economies of Scope* in der gemeinsamen Nutzung von Inputfaktoren für *verschiedene* Produkte.
- Dem Konzept der *Lerneffekte* liegt die Idee zugrunde, dass der Produktionsprozess mit wachsender Erfahrung effizienter abläuft, da einerseits während der Anfangsphase der Produktionsprozess noch nicht „optimal“ angepasst ist und andererseits mit steigender Erfahrung der Produktionsprozess, aber auch die Bedienung der Maschinen optimiert werden. Wenn Lerneffekte bestehen, dann hängt der Verlauf der Kostenfunktion von der *kumulierten Ausbringungsmenge* ab.¹⁵¹ Dabei wird angenommen, dass die Erfahrung nicht *im Zeitablauf*, sondern in Abhängigkeit vom *Produktionsvolumen* wächst. Im Falle positiver Lerneffekte resultiert eine Minderung der Produktionskosten je Produktionseinheit mit steigender kumulierter Produktionsmenge.¹⁵²
- *Synergien im engeren Sinne*: Bei der Verwendung des Konzeptes der Synergieeffekte wird meist vernachlässigt, dass gerade *Economies of Scale* sowie *Economies of Scope* lediglich auf einem Größendegressionseffekt beruhen, also die gegebene Kostenfunktion durch die Zusammenfassung der Aktivitäten *unverändert* bleibt; die Verringerung der (Stück-)Kosten kann jedoch auch gerade durch eine *Veränderung* der Kostenfunktion zustande kommen. Die der *neoklassischen Theorie* verhafteten Konzepte der *Economies of Scale* und *Economies of Scope* können jedoch gerade diesen bedeutenden Sachverhalt der *Synergien im engeren Sinne* nicht berücksichtigen. Wie GROTE anmerkt ist es aber beispielsweise *nicht* irrelevant, „ob Schering oder VW ein pharmazeutisches Produkt herstellt“¹⁵³; es ist nicht anzunehmen, dass „Produkte und die zu ihrer Herstellung benötigten Ressourcen zwischen Unterneh-

¹⁴⁶ Vgl. Sautter (1989), S. 237 f.

¹⁴⁷ Vgl. Franke/Hopp (2006), S. 44.

¹⁴⁸ Vgl. Grote (1990), S. 83.

¹⁴⁹ Vgl. zum Beispiel Panzar/Willig (1977) bzw. Panzar/Willig (1981).

¹⁵⁰ Willig (1979), S. 346.

¹⁵¹ Vgl. Sautter (1989), S. 236-262.

¹⁵² Vgl. Franke/Hopp (2006), S. 45.

¹⁵³ Grote (1990), S. 85.

men hin und her bewegt werden können ohne Veränderung ihrer Rentabilität“¹⁵⁴. *Synergien im engeren Sinne* ermöglichen jedoch gerade die Betrachtung solch interessanter Gesichtspunkte wie etwa einer höheren Qualität der Produkte durch die Zusammenfassung der Aktivitäten. Diese Qualitätssteigerung könnte sich dann positiv auf die Ertragsfunktion auswirken, da die Käufer diesem Produkt nun einen höheren „Wert“ beimessen. *Synergien im engeren Sinne* umfassen somit also alle (synergetischen) Effekte, die sich positiv in (einer Verschiebung) der Kosten- oder Ertragsfunktion niederschlagen, jedoch nicht durch *Lerneffekte* verursacht werden.¹⁵⁵

Bei der Ermittlung von Synergieeffekten ist allerdings zu beachten, dass bei einer Zusammenfassung verschiedener Aktivitäten grundsätzlich nicht nur *positive*, sondern gleichzeitig auch (unvermeidbare) *negative* Synergieeffekte auftreten können.¹⁵⁶ Durch die zur Realisierung der Synergiepotenziale notwendige gemeinsame Nutzung von Aktivitäten können einerseits *Koordinierungskosten* entstehen, da zur Abstimmung der beiden Geschäftsfelder beispielsweise (Arbeits-)Zeit und vielleicht auch zusätzliche Ressourcen benötigt werden.¹⁵⁷ Andererseits können *Kompromisskosten* auftreten, die darin begründet sind, dass zur gemeinsamen Nutzung von Aktivitäten eine gewisse „Standardisierung“ erfolgen muss. So müssen gemeinsam genutzte Vorprodukte so entworfen werden, dass sie sich zur Verwendung in beiden Geschäftsfeldern eignen. Zum Beispiel können Außendienstmitarbeiter, die nun die Produkte oder Dienstleistungen von *zwei* Geschäftsfeldern zu vermarkten haben, nicht mehr so exakt über die Produktspezifikationen informiert sein wie bei der vormals individuellen Betreuung der Abnehmer durch zwei (jeweils auf ein Geschäftsfeld) spezialisierte Gruppen von Außendienstmitarbeitern.¹⁵⁸ Eine weitere Art von negativen Synergieeffekten stellen *Inflexibilitätskosten* dar. Diese können einerseits dadurch entstehen, dass auf Veränderungen des (Wettbewerbs-)Umfeldes nicht mehr so flexibel reagiert werden kann, da nun von einer Anpassung der gemeinsam genutzten Aktivität *beide* Geschäftsfelder tangiert werden, obwohl dies vielleicht nur für eines erwünscht wird.¹⁵⁹ Wenn also in einem Geschäftsfeld wegen einer plötzlich gestiegenen Wettbewerbsintensität eine besondere Qualität von einem Vorprodukt verlangt wird, das gleichzeitig auch in einem anderen Geschäftsfeld Verwendung findet, dann wird eine erneute Abstimmung hinsichtlich des Ausmaßes der Qualitätserhöhung des Vorprodukts notwen-

¹⁵⁴ Grote (1990), S. 85.

¹⁵⁵ Eine besondere Bedeutung kommt heutzutage den *Zeitvorteilen* zu, da durch sie Wettbewerbsvorteile erlangt werden oder Entwicklungskosten gesenkt werden können. Ansoff sieht diese Synergieeffekte als Teil der von ihm abgegrenzten „Start-Up Synergies“ an (vgl. Ansoff, 1965, S. 78-80).

¹⁵⁶ Zu weiteren Beispielen zu negativen Synergieeffekten vgl. Petersen (1994), S. 284-289.

¹⁵⁷ Vgl. Porter (1985), S. 331 f.

¹⁵⁸ Vgl. Porter (1985), S. 332-334.

¹⁵⁹ Vgl. Porter (1985), S. 334 f.

dig. Denn vielleicht sieht sich das andere Geschäftsfeld gerade einem „Kostendruck“ gegenüber, so dass unter der Verteuerung des Vorproduktes seine Wettbewerbsfähigkeit leiden würde. Daher sind bei der Bewertung von Synergiepotenzialen gleichzeitig auch die erwarteten *negativen* Synergieeffekte zu berücksichtigen, so dass eine Entscheidung nur anhand des „Saldos“ der positiven und negativen Effekte getroffen werden kann.

Synergieeffekte sind jedoch weder eine notwendige noch eine hinreichende Bedingung für M&A-Transaktionen, da sie sich auch über eine Marktlösung realisieren lassen.¹⁶⁰ So könnte zum Beispiel bei Existenz von *Economies of Scale* durch den „Verkauf“ freier Kapazitäten am Markt eine hohe Produktionsmenge erzielt und damit die Stückkosten gesenkt werden. Im Falle einer herausragenden Prozesstechnologie des Unternehmens, wäre eine Lizenzvergabe an andere Unternehmen denkbar. Da solches Know-how ein immaterielles Gut darstellt, das durch die Nutzung nicht verbraucht wird (vielleicht aber im Zeitablauf veraltet), und bei der Lizenzvergabe darauf geachtet werden kann, dass nicht gerade ein direkter Konkurrent diese Technologie erhält, *müssen* im Lichte des Ansatzes des Synergiemanagements Marktlösung und Akquisition gleichwertige Alternativen darstellen. Jedoch stellt nicht nur der Verkauf von überschüssigen Kapazitäten des agierenden Unternehmens eine alternative Realisierungsmöglichkeit von Synergieeffekten dar: Überschüssige Kapazitäten könnten auch durch internes Wachstum Verwendung finden.

Eine Erklärung (der Vorteilhaftigkeit) von M&A-Transaktionen erscheint mit dem Synergiekonzept daher nur bei gleichzeitiger Einbeziehung von Transaktionskosten möglich, da Synergieeffekte zwar determinieren, ob ein *Zusammenwirken* zweier Unternehmen effizient wäre, aber hinsichtlich der Vorteilhaftigkeit eines *Zusammenschlusses* keinerlei Aussage zulassen.¹⁶¹ Bei einem Einbezug des Transaktionskostenansatzes können die bei der Realisierung von Synergieeffekten durch Markttransaktionen auftretenden Transaktionskosten jedoch bewirken, dass eine Akquisition einer Marktlösung vorzuziehen ist, ja in Sonderfällen eine Marktlösung überhaupt nicht möglich ist, da ein *Marktversagen* vorliegt. Wie bei der Darstellung des Transaktionskostenansatzes in Kapitel 6.2.1 erläutert wurde, können Transaktionskosten gerade bei Technologie-Transaktionen bzw. im Falle weniger potenzieller Vertragspartner entstehen.

Falls eine Akquisition die optimale Alternative zur Realisierung von Synergieeffekten ist, dann hängt deren Vorteilhaftigkeit für das agierende Unternehmen von der *Spezifität* der erwarteten Synergieeffekte ab. Denn relativ unspezifische Synergiepotenziale, die mehrere (oder vielleicht sogar alle) Unternehmen nutzen können, werden sich im Kaufpreis niederschlagen. Falls jedoch bereits eine solche Antizipation im Kaufpreis geschehen ist, die Synergiepotenziale also durch das akquirierende Unternehmen *bezahlt* worden sind, kann

¹⁶⁰ Vgl. Teece (1980), S. 225.

¹⁶¹ Ebenso Grote (1990), S. 91; Kirchner (1991), S. 162; Teece (1980), S. 225.

durch die Realisierung der Synergieeffekte kein Vorteil mehr erzielt werden; vielmehr ist *ceteris paribus mindestens* eine Realisierung in Höhe der gezahlten Prämie *zwingend*, soll eine Marktwertminderung des akquirierenden Unternehmens vermieden werden. SIROWER (1997) erläutert diesen Sachverhalt, indem er die bei der Akquisition geleistete, *sichere* (Übernahme-)Prämie als eine Verpflichtung des erwerbenden Unternehmens auffasst, Synergien in mindestens gleicher Höhe zu realisieren, um einen positiven Kapitalwert zu erzielen ($Net\ Present\ Value = Synergy - Premium$).¹⁶²

6.2.4. (Risiko-)Diversifikation

Eine Akquisition kann auch durchgeführt werden, um die Varianz der *Cash Flows* des agierenden Unternehmens zu reduzieren (Diversifikation¹⁶³). Während „Diversifikation“ im *finanzierungstheoretischen* Sinne (von dem in diesem Abschnitt ausgegangen werden soll) als reine *Risikodiversifikation* aufgefasst wird, versteht man in der *Strategie-orientierten* Verwendung des Begriffes nach ANSOFF (1965) darunter einen Eintritt in einen *neuen Markt* mit einem *neuen Produkt*. Diese Doppelbelegung des Begriffes sorgt oftmals für Verwirrung, da die beiden Abgrenzungen in der Regel nicht als äquivalent angesehen werden können. Eine solche Varianzreduktion kann erreicht werden, wenn die Korrelation der Rendite der *Cash Flows* beider Unternehmen kleiner als eins ist; die höchste Reduktion wird bei einer Korrelation von -1 erreicht. Wird jedoch die Gültigkeit des *Capital Asset Pricing Models* (CAPM) bei einem effizienten Kapitalmarkt unterstellt, auf dem die Aktien aller Unternehmen bereits gemäß ihrem Risikobeitrag zum Marktrisiko (systematisches Risiko) bewertet werden, ist eine Diversifikation durch eine Akquisition *ceteris paribus* für die Anteilseigner irrelevant, da durch diese Akquisition diese Risikobeiträge zum Marktrisiko der beiden Unternehmen *nicht* beeinflusst werden. Dann ist durch eine Akquisition (bei den gegebenen Annahmen) nur eine Reduzierung des *unsystematischen* Risikos möglich, das aber für die Bewertung der Aktie keine Bedeutung hat.¹⁶⁴

Bei Abweichungen von diesen Annahmen kann sich eine (Risiko-)Diversifikation jedoch positiv oder negativ auf den Marktwert des Unternehmens auswirken und damit zu einer Nutzenmehrung bzw. Nutzeneinbuße der Anteilseigner führen, falls einer der folgenden Effekte auftritt:¹⁶⁵

¹⁶² Rhodes-Kropf/Viswanathan (2004) kommen zu dem Schluss, dass eine Überbewertung des Zielunternehmens am Markt, gemessen an Tobin's q , mit einer systematischen Überschätzung von Synergiepotentialen einhergeht.

¹⁶³ Zur Diversifikation im strategischen Sinne vgl. ausführlich Leontiades (1986).

¹⁶⁴ Für eine *kurze*, gelungene Darstellung dieses Ansatzes einschließlich einer Ableitung des *Capital Asset Pricing Models* vgl. Sautter (1989), S. 184-209.

¹⁶⁵ Zu weiteren Fällen vgl. zum Beispiel Hagemann (1996), S. 35-48; Sautter (1989), S. 301-308.

- Wenn der Kapitalmarkt nicht (vollkommen) effizient ist, kann es durch die Ausnutzung von Marktineffizienzen via Akquisition möglich sein, eine Position oberhalb der Wertpapierlinie zu erreichen, womit eine Rendite oberhalb der Gleichgewichtsrendite erzielt wird.¹⁶⁶
- Ein weiteres Argument geht davon aus, dass die Manager und Angestellten eines Unternehmens im Gegensatz zu den Anteilseignern, die in der Regel ein breit diversifiziertes¹⁶⁷ Portefeuille halten, hinsichtlich ihres (Arbeits-)Einkommens keine Möglichkeit zur Diversifikation besitzen. Sie tätigen unternehmensspezifische Investitionen (in Fähigkeiten etc.). Deshalb könnten sie bei einem Arbeitsplatzwechsel nicht die gleiche Produktivität erreichen wie vorher, womit allerdings gleichzeitig ihr Einkommen sinken würde. Eine Diversifikation könnte zu einer Senkung des Konkursrisikos des Unternehmens führen und damit die Wahrscheinlichkeit eines Arbeitsplatzverlustes für die Manager und Angestellten reduzieren. Dadurch ließe sich eine Senkung der Lohnzahlungen erreichen, da die Arbeitnehmer wegen des geringeren Konkursrisikos auch eine geringere „Prämie“ forderten.¹⁶⁸ Dieses Argument ließe sich übrigens auch für eine „*Closely-Held-Corporation*“ (also ein Unternehmen dessen Anteile nur von einem geschlossenen Kreis von Anteilseignern gehalten wird) anwenden. Diese Anteilseigner haben meist nicht die Möglichkeit zu einer breiten Diversifikation, da ein Großteil ihrer Finanzmittel in *ihrem* Unternehmen gebunden ist.
- Bei einer Liquidation des Unternehmens findet eine Vernichtung von Werten statt, da effiziente (Arbeits-)Teams auseinander gerissen werden und die Organisation des Unternehmens zerstört wird.¹⁶⁹ Eine Reduzierung des Konkursrisikos durch eine Varianzreduktion würde somit zugleich zu einer Verminderung dieser erwarteten Konkurskosten führen.¹⁷⁰ Der Unterschied zwischen diesem und dem vorgenannten Fall besteht darin, dass der erste eine geforderte *Prämie* durch die Angestellten und Manager in *Antizipation der Konkurswahrscheinlichkeit* darstellt, während der andere aus dem *Erwartungswert der Konkurskosten* für die Anteilseigner besteht.
- Als letztes Argument *für* Diversifikation auf Unternehmensebene kann an dieser Stelle angeführt werden, dass das agierende Unternehmen wegen *Economies of Scale* über Transaktionskostenvorteile auf dem Kapitalmarkt bei Durchführung der

¹⁶⁶ Knop (1992) erläutert die Situationen, in denen eine Diversifikation für *multinationale Unternehmen* vorteilhaft sein kann (zum Beispiel bei Kapitalverkehrsbeschränkungen).

¹⁶⁷ Wie Sautter (1989, S. 189 f.) darstellt, genügen schon zehn Wertpapiere in einem Portefeuille, um den größten Teil des Diversifikationseffektes zu erzielen.

¹⁶⁸ Vgl. Weston/Chung/Hoag (1990), S. 195.

¹⁶⁹ Zum *Organization Capital* vgl. Prescott/Visscher (1980), die darstellen, welchen Einfluss das *Organization Capital* auf das Wachstum des Unternehmens hat.

¹⁷⁰ Vgl. Weston/Chung/Hoag (1990), S. 195.

Diversifikation verfügen könnte. (Es kann also die Aktien des Zielunternehmens günstiger kaufen, als die einzelnen Anteilseigner.) Da im Ausgangsfall Diversifikation auf Unternehmensebene gleichwertig ist mit der Diversifikation durch den einzelnen Anteilseigner, wäre bei Berücksichtigung der Transaktionskostenvorteile ihre Durchführung auf Unternehmensebene vorteilhafter.

- Im Gegensatz dazu wird argumentiert, dass die Diversifikation besser auf der Stufe des Anteilseigners vorgenommen werden sollte, da er weder die hohe Übernahmeprämie zu tragen habe, noch sich mit der Diversifikation langfristig binde (*er könne die Aktien jederzeit wieder verkaufen*).¹⁷¹
- MOSSIN gibt zu bedenken, dass M&A-Transaktionen nachteilig sind, wenn dadurch das „Opportunitätsset“ der Anteilseigner vermindert wird. Dies ist dann der Fall, wenn durch den Zusammenschluss ein Wertpapier vom Markt genommen wird, dessen Rendite-Risiko-Kombination durch andere Wertpapiere (oder deren Kombinationen) nicht reproduzierbar ist. In einem solchen Fall werden die Risikoteilungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt verringert, so dass dieser nach der Akquisition im Sinne eines „State-Preference“-Ansatzes nur noch zu einem geringeren Grade als „komplett“ bezeichnet werden kann, das heißt die Differenz zwischen der Anzahl der möglichen Umweltzustände und der Zahl linear unabhängiger Wertpapiere zunimmt. Falls der Kapitalmarkt vor der Akquisition „komplett“ war (also genau so viele linear unabhängige Wertpapiere wie Umweltzustände existierten), kann der Sonderfall eintreten, dass dadurch ein vorher *pareto-effizienter* Kapitalmarkt nach Durchführung der Akquisition nicht mehr *pareto-effizient* ist.¹⁷²
- Bei einer Diversifikation in Geschäftsfelder, deren Zahlungsströme mit denen des Unternehmens geringe Korrelationen aufweisen, ist anzunehmen, dass keine oder nur geringe (positive) Synergiepotenziale existieren, da die Geschäftsfelder wenige Gemeinsamkeiten aufweisen.¹⁷³ Es könnte also ein *Trade-off* zwischen den beiden vorteilhaften Effekten bestehen, so dass die Vorteile einer Diversifikation durch die Nicht-Realisierung von Synergiepotenzialen bzw. durch die Vernichtung von langfristigen, laufenden Synergiepotenzialen (zum Teil) aufgezehrt würden.
- Selbst wenn man annimmt, dass Diversifikation auf Unternehmensebene vorteilhaft sei, so würde sie dennoch keine hinreichende Begründung für M&A-Transaktionen darstellen, da diese angestrebte Diversifikation zum Beispiel auch durch internes Wachstum zu erreichen wäre.

¹⁷¹ Vgl. Kirchner (1991), S. 143. Zu empirischen Ergebnissen vgl. Clark (1985), S. 16 f.

¹⁷² Vgl. Mossin (1977), S. 21-40.

¹⁷³ Vgl. Huemer (1991), S. 191 f.; Lindstädt (2006), S. 66-69,

Die oben genannten Argumente für und gegen eine Diversifikation durch Akquisition lassen kein abschließendes Urteil hinsichtlich ihrer Vorteilhaftigkeit zu. Der in den letzten Jahren zu beobachtende Trend, der mit den Schlagworten „Portfoliobereinigung“ und „Konzentration auf Kernkompetenzen“ umschrieben werden kann, lässt jedoch vermuten, dass die Vorteilhaftigkeit einer (konglomeraten) Diversifikation lange Zeit überschätzt worden ist.¹⁷⁴

6.2.5. *Unterbewertung des Akquisitionsobjektes*

Ein weiteres Motiv von Akquisitionen könnte darin bestehen, ein *unterbewertetes* Unternehmen zu erwerben. Diese Unterbewertung könnte beispielsweise dadurch verursacht werden, dass der Kapitalmarkt, auf dem sich der Marktwert des Unternehmens bildet, nicht im *strengen Sinne* effizient ist. Falls dann das erwerbende Unternehmen über Insider-Informationen verfügt, etwa weil das erwerbende Unternehmen in der gleichen Branche tätig ist und somit Informationen der Branche besser verarbeiten oder interpretieren kann als Außenstehende, ist es möglich, dass es das Zielunternehmen zu einem im Lichte dieser im Preis noch nicht reflektierten Informationen zu niedrigem Marktwert kauft.¹⁷⁵

Darüber hinaus verdeutlichen RAVENSCRAFT/SCHERER, dass Markteffizienz im strengen Sinne nicht die notwendigerweise korrekte Vorhersage der Auswirkungen der Akquisition impliziert, da sich nur die *verfügbaren* (jedoch nicht unbedingt die *ex post korrekten*) Informationen im Marktwert des Zielunternehmens niederschlagen. Durch „Akquisitionsstrategien“, die eine Aussonderung der *ex post* falschen Informationen ermöglichen, könnten dann systematische Überschussrenditen erzielt werden.¹⁷⁶

Nach der *Disturbance Theory* von GORT sind Abweichungen vom objektiv korrekten Marktwert (der Aktien) des Zielunternehmens denkbar, wenn aufgrund eines schnellen technologischen Wandels und verkürzter Produktlebenszyklen Informationen nicht sofort im Aktienkurs realisiert werden.¹⁷⁷ Eine Tendenz zu Akquisitionen kann dann darauf beruhen, dass die *aktuellen* Anteilseigner dem Zielunternehmen einen niedrigeren Wert zumesen als die Nicht-Anteilseigner.¹⁷⁸

Es ist es auch denkbar, dass der Marktwert des Zielunternehmens unter den Wiederbeschaffungskosten seiner Vermögensgegenstände liegt. Für das erwerbende Unternehmen kann in diesem Falle das externe Wachstum durch Akquisition günstiger sein als der Kauf

¹⁷⁴ Vgl. die empirische Studie von Porter (1987a), in der die Vorteilhaftigkeit einer (Risiko-)Diversifikation untersucht wird. Es ist jedoch nicht möglich, daraus Rückschlüsse auf die Vorteilhaftigkeit einer Diversifikation im *strategischen Sinne* zu ziehen.

¹⁷⁵ Vgl. Huemer (1991), S. 20.

¹⁷⁶ Vgl. Ravenscraft/Scherer (1987), S. 8.

¹⁷⁷ Vgl. Gort (1969), S. 625-627.

¹⁷⁸ Vgl. Trautwein (1990), S. 290.

der einzelnen Vermögensgegenstände bei internem Wachstum. Als Maß für das Preisverhältnis zwischen Marktwert und Wiederbeschaffungswert findet das so genannte *TOBINS q* Verwendung.

In der Regel dürfte die Unterbewertung des Zielunternehmens jedoch nicht der *einzig*e Grund des Kaufes sein. Wenn allerdings aus anderen Motiven (zum Beispiel den in diesem Kapitel vorgestellten) eine Akquisition erwogen wird, dann wirkt eine Unterbewertung des Akquisitionsobjektes vorteilhaftigkeitsfördernd.

Eine Variante dieser Theorie ist die sog. Raidertheorie, die das Motiv des Erwerbs eines Unternehmens oder von Unternehmensteilen in der anschließenden Zerschlagung sieht. Das Unternehmen wird dann meist wieder verkauft oder das erworbene Vermögen des Unternehmens in ausplündernder Weise dem eigenen Unternehmen zugeführt. Diese Form der Ausschachtung von Unternehmen hat besonders in den USA erhebliche Ausmaße angenommen. In Deutschland ist diese Form noch kaum verbreitet. Durch diese Vorgehensweise sieht die Theorie einen erheblichen finanziellen Schaden bei den bisherigen Eigentümern. Sie führt zu einer Konkurrenzschwächung, da der neue Eigentümer ein ausgeschlachtetes und geschwächtes Unternehmen hinterlässt, welches kaum noch konkurrenzfähig ist. Hierzu zählt auch das sog. Greenmailing¹⁷⁹. Ein Raider versucht die Aktienmehrheit zu erwerben, indem er kauft ein großes Aktienpaket unter der Ankündigung weitere Aktien bis zur Mehrheit zu erwerben, um anschließend eine "Plünderung" vorzunehmen.¹⁸⁰

6.2.6. Der ressourcenorientierte Ansatz

Im Rahmen des strategischen Managements wird vor allem der Frage nachgegangen, wie Unternehmen Wettbewerbsvorteile erzielen und erhalten können. Strategische Entscheidungen als längerfristig gültige Grundsatzentscheidungen zielen darauf ab, für ein Unternehmen zukünftige Erfolgspotenziale aufzubauen und zu sichern. Die Verfolgung einer Strategie äußert sich im grundlegenden Muster des Ressourceneinsatzes und der Interaktion zwischen Markt und Unternehmen. Insbesondere der Kernkompetenzenansatz führt hierbei, unter Berücksichtigung des internen Erfolgspotenzials eines Unternehmens, zu langfristig ausgerichteten Überlegungen.¹⁸¹ In den Mittelpunkt der strategischen Planung rücken somit Überlegungen bezüglich der eigenen Leistungsfähigkeit und damit interner Erfolgspotenziale. Bei der Make-or-Buy-Entscheidung wird also nicht versucht, vom Endprodukt her die vertikale Integration (Fertigungstiefe) zu optimieren, sondern sich für die Eigenfertigung dann zu entscheiden, das notwendige Know-how ist bzw. die notwendigen

¹⁷⁹ Der Begriff setzt sich aus blackmailing (Erpressung) und greenback (Dollar-Noten) zusammen.

¹⁸⁰ Vgl. Albrecht (1994), S. 17.

¹⁸¹ Vgl. insbesondere Freiling (2006) sowie Lindstädt (2006), S. 66-69.

Kompetenzen auf der jeweiligen Stufe der logistischen Kette vorhanden sind.¹⁸² Die Kernkompetenzenperspektive ist dabei als 'Derivat' des 'Resource Based View' anzusehen, die gezielt den prozessual-dynamischen Charakter der Ressourcenentwicklung aufzeigen soll und damit über die statisch-deskriptive Charakterisierung erfolgspotenzialgenerierender Ressourcen hinausgeht.¹⁸³ Dazu wird im weiteren Verlauf der ressourcenorientierte Ansatz als statische Betrachtungsweise und anschließend die erweiterte Perspektive des Kernkompetenzenansatzes dargestellt.

Eine Kernkompetenz kann als Kompetenz mit besonders hohem strategischen Stellenwert verstanden werden, da sie die besondere Stärke eines Unternehmens ausmacht und einen besonders hohen Beitrag zur Differenzierung im Wettbewerb leistet. Das „Konzept der Kernkompetenzen“ macht dabei die Aussage, dass ein Unternehmen vor allem dann dauerhafte Wettbewerbsvorteile realisieren kann, wenn es sich auf seine Kernkompetenzen konzentriert. Dabei gilt es zu beachten, dass sich Kernkompetenzen grundsätzlich von strategischen Geschäftseinheiten unterscheiden.

BÜHNER unterscheidet zwischen operativen und strategischen Kernkompetenzen. Operative Kernkompetenzen bestehen in der überragenden Beherrschung eines Verfahrens bzw. der alleinigen Beherrschung. Sie ermöglichen die Nutzung von Wettbewerbsvorteilen gegenüber Konkurrenten und schaffen dadurch Wert für die Eigentümer. Strategische Kernkompetenzen schaffen Wert durch die Mehrfachnutzung ihres Know-hows in verschiedenen Geschäftsfeldern. Dabei kommt es besonders auf die strategische Ähnlichkeit und Verbundenheit der Geschäftsfelder an.

Ein Unternehmen sollte sich auf die Geschäfte konzentrieren, in denen es über Kernkompetenzen verfügt. Zugleich sollte es aber auch diese Kernkompetenzen so oft wie möglich nutzen. BÜHNER bringt damit wieder den Diversifikationsbegriff ein. Er bezeichnet dies als „Single Skill-Multi Business Konzept“. Wertschaffende Diversifikation hat dabei von Kernkompetenz (Core Skin) auszugehen und muss auf ihre Nutzung in mehreren Geschäften (Multibusiness) zielen.¹⁸⁴

In diesem Ansatz spiegelt sich eigentlich das ursprünglich von PRAHALAD/HAMEL entwickelte Konzept der Kernkompetenzen wieder. Der wesentliche Unterschied zum vorange-

¹⁸² Vgl. Prahalad/Hamel (1991), S. 71. Sie weisen darauf hin, dass Make-or-Buy-Entscheidungen üblicherweise bei den Endprodukten ansetzen und dabei auf Rentabilitätsvorteile abzielen, ohne die vorhandenen Fähigkeiten zu überprüfen und diese auf ungewohnte Weise anzuwenden.

¹⁸³ Vgl. Rasche (1994), S. 92. Insbesondere TEECE/PISANO/SHUEN kritisieren die statische Betrachtung der ressourcenorientierten Perspektive. Diese sieht als Aufgabe des strategischen Managements insbesondere die Suche nach Möglichkeiten, bestehende firmenspezifische Vermögensgegenstände auszunutzen, und vernachlässigt somit grundlegende strategische Überlegungen, die auf die Entwicklung neuen Ressourcenpotentials hinauslaufen. Dies legt den Gedanken nahe, die bewusste Entwicklung bzw. den Ausbau dieser Potentiale zu untersuchen. Der daher verfolgte Ansatz ist als eine Erweiterung der ressourcenorientierten Perspektive zu sehen und wird von den Autoren als „Dynamic Capabilities Approach“ bezeichnet. Vgl. Teece/Pisano/Shuen (1992).

¹⁸⁴ Vgl. Hussinger (2005), S. 8.

gangenen Kapitel liegt nicht in der Frage, ob Diversifikation oder Konzentration auf Kernkompetenzen die Strategie bestimmen soll, sondern welchen Ausgangspunkt eine Diversifikation haben soll. Nach PRAHALAD/HAMEL soll eine Diversifikation nämlich nicht von den strategischen Geschäftseinheiten ausgehen, sondern von den Kernkompetenzen. Neue Märkte und Geschäftsfelder sind ausschließlich auf Basis der Kernkompetenzen zu erschließen, d.h. falls die Kernkompetenzen eingebracht werden können. Die Kernkompetenzen stellen somit das Potenzial dar, mit dem Märkte und Geschäftsfelder erschlossen werden können, denn eine Diversifikation hat nur geringe Erfolgsaussichten, wenn sie sich nicht an den Kernkompetenzen des Unternehmens orientiert.

Ferner ist jedoch zu beachten, dass Kernkompetenzen nicht notwendigerweise dauerhaft Wettbewerbsvorteile sichern. Deswegen stellt sich im Rahmen des wertorientierten Managements laufend die Frage, ob die Produktionsmittel optimal eingesetzt werden oder ob ein anderes Unternehmen über bessere Kernkompetenzen in einem bestimmten Bereich verfügt. In diesem Fall sollte dieser Unternehmensteil verkauft werden und das Kapital in die tatsächlichen Kernkompetenzen investiert werden.

Damit steht nun letztendlich der Ansatzpunkt für eine Akquisitionsstrategie fest. Ausgangspunkt sind die Kernkompetenzen eines Unternehmens. Die Konzentration auf die Kernkompetenzen führt dazu, dass Ressourcen nur in Bereichen verwendet werden, in denen Wettbewerbsvorteile existieren. Die konsequente Ausnutzung der Kernkompetenzen liegt schließlich in der Diversifikation, die zu einem Leveraging der Kernkompetenzen führt. Diversifikation zielt dabei ab auf die Realisierung von Kosten- und Differenzierungsvorteilen durch die Ausnutzung von materiellen und immateriellen Verflechtungen. Im Folgenden wird nun überprüft, wie erfolgsversprechend dieser Ansatz ist. Dazu wird untersucht, wie eine M&A-Transaktion mit dieser strategischen Ausrichtung zur Steigerung des Unternehmenswertes beitragen kann.

M&A-Transaktionen können als grundsätzliches Mittel zur Aneignung wettbewerbsrelevanter Ressourcen verstanden werden: Gerade PORTER erkennt an, dass eine ressourcenorientierte Sicht zu wertvollen Erkenntnissen für Diversifikationsentscheidungen führen kann: „The greatest value of the resource view will be in assessing opportunities for diversification, provided the resource and activity views are integrated.“¹⁸⁵

Der Vorteil von Akquisitionen im Vergleich zur Abwerbung eines einzelnen Mitarbeiters oder einer Strategischen Allianz besteht darin, dass hierbei das gesamte Ressourcengefüge erworben wird und nicht nur das begrenzte Wissen einer einzelnen Person oder eines Kooperationsbereiches: „Mergers and acquisitions provide an opportunity to trade otherwise non-marketable resources and to buy or sell resources in bundles.“¹⁸⁶ Eine Interpretation

¹⁸⁵ Porter (1991), S. 109.

¹⁸⁶ Wernerfelt (1996), S. 175.

des 'Marktes von M&A-Kandidaten' als 'Markt für Strategische Ressourcen' kommt der Forderung einer Integration der Außen- und Innenbetrachtung nach: Die Suche nach Ressourcen außerhalb der bisherigen Unternehmensgrenzen dient der Zielsetzung des Aufbaus von Kernkompetenzen.

Im Gegensatz zur außenorientierten Betrachtung der Industrieökonomik sieht der ressourcenorientierte Ansatz eine M&A-Transaktion weniger als Chance zur Verbesserung der Wettbewerbslage, sondern geht von bisherigen firmeninternen Stärken und Schwächen aus.¹⁸⁷ Jedoch führen M&A-Transaktionen im Zusammenhang mit der Ressourcen-Allokation zu einer Reihe von Besonderheiten: Aufgrund ihres sporadischen Auftretens und ihrer Tragweite weichen M&A-Entscheidungen erheblich von normalen Entscheidungen des Managements ab und sind mit erheblichem Zeit- und Geheimhaltungsdruck verbunden. Der allgemein angenommene Zeitvorteil von Akquisitionen reduziert sich um die benötigte Integrationszeit. Die Problematik der kausalen Ambiguität besteht bei M&A-Transaktionen ähnlich wie bei Strategischen Allianzen. M&A-Transaktionen ermöglichen zwar einen formal-juristischen Zugriff auf benötigte komplementäre Ressourcen, jedoch erweisen sich der Erhalt und die Integration der extrem fragilen Ressourcen und Kompetenzen als äußerst schwieriges Unterfangen: „Acquisitions are ... taught with problems, particularly when the acquisition has the acquisition of skills and the transfer of competencies is one of its major goals.“¹⁸⁸

Ferner kann nur über ein zu erwerbendes Gesamtbündel von Ressourcen entschieden werden. Der Erwerber muss gleichzeitig auch für ihn nutzlose Aktivposten mitbezahlen, weshalb M&A-Transaktionen auch als 'grobe' Instrumente zur Versorgung mit komplementären Ressourcen bezeichnet werden können. Die kausale Ambiguität verhindert eine genaue Erkenntnis darüber, worin nun eigentlich die Wettbewerbsvorteile des erworbenen Unternehmens wurzeln; mit anderen Worten: Der Erwerber hat wertvolle und weniger wertvolle Ressourcen erworben, er kann jedoch nur schwer die Spreu vom Weizen trennen. Da ein ressourcenbasierter Ansatz ein Unternehmen nicht als Portfolio von Strategischen Geschäftseinheiten, sondern von Ressourcen betrachtet, muss ein durch eine M&A-Transaktion hinzugefügter Unternehmensteil auch in diesem Kontext betrachtet werden. In diesem Sinne müssen auch die Termini '(un)related' oder 'Diversifikation' in Beziehung zu Ressourcen anstatt zu Marktfeldern gesetzt werden.¹⁸⁹

Aus ressourcenorientierter Sicht bestehen zwei grundsätzliche Zielsetzungen von M&A-Transaktionen:¹⁹⁰

¹⁸⁷ Vgl. Freiling (2006), S. 15.

¹⁸⁸ Doz (1992), S. 30.

¹⁸⁹ Vgl. Freiling (2006), S. 16.

¹⁹⁰ Vgl. Freiling (2006).

- Übertragung eigener Kapazitäten auf das erworbene Unternehmen (capacity extension) oder
- Übertragung der Kapazitäten des erworbenen Unternehmens auf das agierende Unternehmen (capacity acquisition).

Einerseits wird im Rahmen des Kernkompetenz-Ansatzes argumentiert, dass sich mit dem Erwerb eines Unternehmens ein neues Anwendungsfeld für bereits vorhandene Kompetenzen eröffnet. In diesem Sinne rückt der Transfer bereits bestehender Ressourcen und Kompetenzen vom erwerbenden auf das erworbene Unternehmen in den Vordergrund.

Nach dem oben bereits angedeuteten zweiten Verständnis kann ein Unternehmen ferner als Beitrag zum Aufbau von (Kern-)Kompetenzen des Akquisiteurs erworben werden: Der Erwerb wichtiger, insbesondere immaterieller Ressourcen kann daher sogar das primäre Motiv einer Akquisition sein. Akquisitionen werden in diesem Fall als Möglichkeit verstanden, die Unternehmenslage durch die Reduzierung von Schwächen und den weiteren Ausbau von jetzigen Stärken zu verbessern: Ein entsprechender Mehrwert ist dann geschaffen, wenn M&A-Transaktionen es ermöglichen, die Existenz der Kernkompetenzen des übernehmenden Unternehmens zu stärken bzw. die Bedingungen für die Entwicklung neuer Kernkompetenzen zu verbessern. Dabei dienen M&A-Transaktionen weniger dazu, sich erweiterten Marktzugang zu verschaffen, sondern vielmehr die erkannten Lücken in der eigenen Kompetenzbasis zu schließen. In diesen beiden Transferrichtungen spiegelt sich die Verwandtschafts-Diskussion auf einer anderen Argumentationsebene wider: Ein anvisierter Ressourcen-Transfer vom erwerbenden zum erworbenen Unternehmen legt eine möglichst große Verwandtschaft zwischen diesen Unternehmen nahe, da in diesem Fall primär die Übertragung bisheriger Kompetenzen angestrebt wird. Umgekehrt mag es viel versprechender sein, ein Unternehmen mit anderem Produkt-/Markt-Schwerpunkt zu erwerben, falls der Erwerber auf diesem Wege wichtige Bestandteile zum Aufbau von Kernkompetenzen akquirieren will.

6.3. Managementansätze

6.3.1. Market for Corporate Control

Dieser Ansatz basiert auf der Principal-Agency-Problematik, welche die Beziehungen zwischen einer Partei (Principal) und anderen Partei (Agent) betrachtet, nach denen der Principal Entscheidungs- und Ausführungskompetenzen auf den Agent delegiert. Informationsasymmetrien führen dann zu Überwachungs- und Kontrollkosten (Agency costs). Wenn Anreizprobleme nicht durch Belohnungssysteme, durch ein Kontrollorgan (zum Beispiel den Aufsichtsrat) oder durch die Existenz eines „Market for Managers“ gelöst werden kön-

nen¹⁹¹, kann der *Market for Corporate Control* als letzte verbleibende Kontrollmöglichkeit gegenüber den Managern (den *Agents*) fungieren.¹⁹² *Agency Costs* aus Anreizproblemen bewirken einen niedrigeren Marktwert des Unternehmens. Die „feindliche“ Übernahme eines solchen Unternehmens (*Hostile Takeover*) ist vorteilhaft, wenn sein Marktwert nach der Akquisition durch die Beseitigung der Anreizprobleme (und dem Wegfall der *Agency Costs*) gesteigert werden kann. Dies geschieht etwa dadurch, dass nach der Akquisition das Management des erworbenen Unternehmens durch ein effizienteres ersetzt oder ein funktionierendes Anreizsystem geschaffen wird.¹⁹³ Durch die Ablösung eines ineffizient arbeitenden Managements bzw. die Gestaltung eines effektiven Anreizsystems wird so eine Wertsteigerung des Unternehmens herbeigeführt. M&A-Transaktionen stellen nach dieser Theorie ein geeignetes Instrument für einen Transfer der Unternehmenskontrolle von schlechten auf bessere Manager, d. h. von Humankapital in effiziente Ressourcen dar.¹⁹⁴

6.3.2. *Managerialism*

M&A-Transaktionen können jedoch nicht nur als *Lösung* von Anreizproblemen aufgefasst werden, sie können nach MUELLER auch das *Resultat* eines solchen Konflikts zwischen Eigentümern und Managern sein.¹⁹⁵ Wird zum Beispiel angenommen, dass das Management vom Wachstum des Unternehmens profitiert, weil vielleicht seine Entlohnung oder sein Prestige damit steigen („Empire Building“), dann wird es bereit sein, auch Investitionsprojekte mit einem negativen Kapitalwert durchzuführen und damit die Anteilseigner zu schädigen.¹⁹⁶ Die M&A-Transaktion wird in diesem Falle als Wachstumsinstrument (im Vergleich zum internen Wachstum) besonders interessant sein, da hiermit zum Beispiel Umsatz und Mitarbeiterzahl extrem *schnell* gesteigert werden können. Gerade die Annahme einer Abhängigkeit zwischen Managemententlohnung und Unternehmensgröße ist jedoch häufig kritisiert worden.¹⁹⁷

¹⁹¹ Vgl. Fama (1980).

¹⁹² Vgl. Manne (1965), der das Konzept des *Market for Corporate Control* weitgehend entwickelt hat. Kritisch Grossman/Hart (1980).

¹⁹³ Vgl. Weston/Chung/Hoag (1990), S. 202.

¹⁹⁴ Vgl. Henckel von Donnersmarck/Schatz (2000), S. 214. Entsprechende Anreize bieten effiziente Kapitalmärkte aber auch in Bezug auf hostile takeovers, vgl. die empirische Studie von Scholten (2005).

¹⁹⁵ Vgl. Mueller (1969).

¹⁹⁶ Vgl. Weston/Chung/Hoag (1990), S. 203.

¹⁹⁷ Vgl. zum Beispiel Lewellen/Huntsman (1970), die in einer empirischen Studie eine Abhängigkeit der Managemententlohnung von der *Profitabilität* des Unternehmens feststellten und nicht vom Umsatz oder anderen „Größenindikatoren“.

6.3.3. *Free Cash-flow-Hypothese*

Die *Free Cash Flow-Hypothese* von JENSEN geht in eine ähnliche Richtung, sie wird jedoch wegen ihrer Bedeutung hier gesondert dargestellt.¹⁹⁸ JENSEN kritisiert, dass unter den relevanten Theorien¹⁹⁹ zur Erklärung von M&A-Transaktionen dem *Free Cash Flow* zu wenig Bedeutung beigemessen wird. Der *Free Cash Flow* ist der Finanzmittelüberschuss nach Durchführung aller Investitionsprojekte des Unternehmens mit positivem Kapitalwert unter Verwendung der relevanten Kapitalkosten.²⁰⁰ Die Manager eines Unternehmens präferieren die Einbehaltung dieser frei verfügbaren Mittel, um das Wachstum „ihres“ Unternehmens sicherzustellen. Denn JENSEN geht davon aus, dass durch diese Vermehrung der Ressourcen die Macht der Manager erhöht wird sowie neue Beförderungspotenziale für das mittlere Management geschaffen werden.²⁰¹ Die Akquisition eines anderen Unternehmens stellt deshalb eine bevorzugte Anlagemöglichkeit dieser Mittel dar, weil hiermit (überschüssige) *Freie Cash Flows* schnell reinvestiert werden können. Aus Sicht der Anteilseigner wäre es jedoch vorteilhaft, diese Mittel auszuschütten und damit die Allokation dieser Ressourcen der Kontrolle des Kapitalmarktes zu unterwerfen, der (in der Regel) für eine möglichst effiziente Allokation sorgt. Genau genommen geht JENSENS *Free Cash Flow-Hypothese* weiter und zeigt auf, wie durch eine Verschuldung des agierenden Unternehmens („Leverage“) die Flexibilität der Manager eingeschränkt werden kann, so dass der Konflikt zwischen Manager und Anteilseigner um die Ausschüttungspolitik gelöst wird. Dieser Gedanke wird jedoch nicht weiter ausgeführt, da er über die hier interessierende Fragestellung hinausgeht.

Der Unterschied zwischen dem *Managerialism* und der *Free Cash Flow-Hypothese* besteht in der Herkunft der Finanzmittel. MUELLER sagt darüber nichts aus, so dass angenommen werden muss, die Manager seien auch bereit, neue Finanzmittel am Kapitalmarkt aufzunehmen. Hingegen bezieht sich JENSENS Argument nur auf die Verwendung der „ausschüttungsfähigen“ Mittel.

6.3.4. *Hybris Hypothese*

ROLL erläutert, dass M&A-Transaktionen bei Abwesenheit von Anreizproblemen bei beiden Unternehmen und potenziellen Effizienzgewinnen mit der *Selbstüberschätzung* (engl. *Hubris*, griech. *Hybris*) der Manager des akquirierenden Unternehmens erklärt werden

¹⁹⁸ Vgl. Jensen (1986); Jensen (1988).

¹⁹⁹ „Free cash flow is only one of approximately a dozen theories to explain takeovers ...“, Jensen (1986), S. 328.

²⁰⁰ Vgl. Jensen (1988), S. 28.

²⁰¹ Vgl. Jensen (1988), S. 28.

können:²⁰² Diese treffen die Akquisitionsentscheidung auf der Basis eines Vergleiches des Marktwertes des Akquisitionsobjektes mit dem Wert, der sich bei einer selbst durchgeführten Unternehmensbewertung errechnet. Da hier die strenge Form der Kapitalmarkteffizienz unterstellt wird und Synergieeffekte ausgeschlossen werden, stimmt der Erwartungswert der Unternehmensbewertung mit dem Marktwert des Zielunternehmens überein; Abweichungen zwischen dem Wert aus der Unternehmensbewertung und dem gegenwärtigen Marktwert resultieren *ausschließlich* aus einer fehlerhaften Bewertung durch die Manager des agierenden Unternehmens.²⁰³ Eine Akquisition erfolgt, wenn der Marktwert des Zielunternehmens *scheinbar* zu niedrig ist, also der (nicht korrekte) Wert aus der Unternehmensbewertung über dem tatsächlichen Marktwert liegt. Die Selbstüberschätzung der Manager des erwerbenden Unternehmens führt letztendlich dazu, dass die von der Akquisition erwarteten Vorteile nur auf ihrer Fehleinschätzung beruhen. Durch den überhöhten Kaufpreis bei der Übernahme erfolgt eine von den Managern des erwerbenden Unternehmens nicht bewusst vorgenommene Schädigung ihrer Anteilseigner.

Durch die Annahme der Kapitalmarkteffizienz im strengen Sinne unterscheidet sich die *Hybris Hypothese* grundsätzlich von den *Effizienz Ansätzen* in Kapitel 6.2, die Unternehmensübernahmen gerade durch die Existenz von Marktineffizienzen zu erklären versuchen. Die von ROLL vorgeschlagene Verwendung der *Hybris Hypothese* als Vergleichsmaßstab²⁰⁴ bei der empirischen Überprüfung der *Effizienz Ansätze* mag sinnvoll sein, eine *generelle* Erklärung von M&A-Transaktionen mit dem übertriebenen Optimismus der akquirierenden Manager ist jedoch abzulehnen, da gerade der Einbezug von Marktineffizienzen wertvoll erscheint und wohl nicht *alle* unternehmerischen Entscheidungen als Fehlentscheidungen angesehen werden können, die aufgrund einer Selbstüberschätzung getroffen werden.²⁰⁵ Sein Ansatz leidet außerdem darunter, dass die Gültigkeit der angenommenen strengen Form der Kapitalmarkteffizienz umstritten ist und empirisch noch nicht belegt werden konnte.²⁰⁶

²⁰² Vgl. Roll (1986).

²⁰³ Vgl. Roll (1986), S. 202-206. Vgl. zu den zugrunde liegenden Kalkülen der Kapitalmarktakteure Morelec/Zhdanov (2005).

²⁰⁴ Vgl. Roll (1986), S. 212 f.

²⁰⁵ Ebenso Weston/Chung/Hoag (1990), S. 204. Interessant sind die Ergebnisse von Luo (2005), der in einer empirischen Untersuchung feststellte, dass negative Marktreaktionen auf Transaktionsankündigungen zu einer geringeren Durchführungswahrscheinlichkeit führen.

²⁰⁶ Die Hypothese der Kapitalmarkteffizienz im *mittelstrengen* Sinne gilt jedoch als weitgehend empirisch bestätigt. Vgl. Fama (1970), S. 415.

6.4. Sonstige Ansätze

6.4.1. Monopolhypothese

Vor allem volkswirtschaftliche Untersuchungen sehen in M&A-Transaktionen oft den Versuch, den Marktanteil eines Unternehmens *relativ* zu dem seiner Wettbewerber zu erhöhen, um dadurch Monopolrenten zu erzielen.²⁰⁷ Im Idealfall führt ein M&A-Transaktion zu einer Monopolstellung im Markt mit der Folge der hierfür typischen Preissetzungsmöglichkeit auf den Absatz- und Faktormärkten. Referenzmodell für die Beurteilung dieser Monopolstellung ist die Situation der vollkommenen Konkurrenz. Die Monopolstellung gilt nach ökonomischer Sichtweise als wettbewerbshemmend und wettbewerbschädigend. Sie kann im Extremfall zu Marktversagen führen. Konzentrationen mit diesem Ausmaß lassen unerwünschte Marktstrukturen in Form von Verzerrungen des Marktmechanismus entstehen, die Fehlallokationen der Ressourcen bewirken. Auch, wenn die Extremsituation einer Monopolstellung nicht realisiert werden kann, bedeutet eine verringerte Anzahl von Marktteilnehmern gleichzeitig eine verbesserte aktive Marktbeeinflussung und eine damit in Zusammenhang stehende Erhöhung von Marktmacht.²⁰⁸

Bei Abwesenheit von *Economies of Scale* lassen sich aber auf diesem Wege nur in gewissen Grenzen Marktanteile erwerben, da ansonsten ein Eingreifen der Wettbewerbsbehörden zu erwarten sein wird. Fraglich ist, ob sich beobachtbare Wertsteigerungen aus horizontalen Akquisitionen auf *Monopolrenten* oder auf *Economies of Scale* zurückführen lassen („STIGLER-BAIN Debate“).²⁰⁹ Falls die Wertsteigerungen auf Größenvorteilen beruhen, gibt es jedoch keinen Anlass, diesen Fall nicht unter den *Ansatz des Synergiemanagements* zu subsumieren.

Ein weiteres Argument gegen die *Monopolhypothese* ist die Feststellung von WESTON/CHUNG/HOAG, dass wegen der häufigen Desinvestitionen die hohe Akquisitionstätigkeit in den siebziger und achtziger Jahre keinen signifikanten Effekt auf die Konzentration in den USA hatte.²¹⁰

6.4.2. Steuerhypothese

Zur Vorteilhaftigkeit von Akquisitionen können auch Steuervorteile beitragen, jedoch erscheint es zweifelhaft, ob ein Unternehmenskauf *einzig und allein* aus steuerlichen Überlegungen durchgeführt werden wird. Es dürften unproblematischere Alternativen existie-

²⁰⁷ Vgl. Williamson (1996).

²⁰⁸ Vgl. Lindstädt (2006), S. 69-72.

²⁰⁹ Vgl. hierzu Bain (1950); Stigler (1950).

²¹⁰ Vgl. Weston/Chung/Hoag (1990), S. 21. S. hierzu auch Sautter (1989), S. 4 f.

ren, mit deren Hilfe sich ähnliche Steuereffekte erreichen ließen. Außerdem können diesen positiven Effekten negative in Form von Opportunitätskosten entgegenwirken, die daraus entstehen, dass durch die Akquisition, die gemäß der Steuerhypothese *ausschließlich* wegen der Steuervorteile durchgeführt wird, andere (möglicherweise rentablere) Investitionsprojekte nicht realisiert werden können. Von M&A-Transaktionen verspricht man sich in der Regel die folgenden Steuervorteile:²¹¹

- Mit der Nutzung von bisher nicht in Anspruch genommenen Verlustvorträgen des Akquisitionsobjektes können die Gewinne des erwerbenden Unternehmens (teilweise) steuermindernd ausgeglichen werden.²¹²
- Falls die Aktiva des Zielunternehmens eine hohe Differenz zwischen Verkehrswert und Buchwert aufweisen, bewirkt eine Aufwertung dieser Aktiva zum Verkehrswert („step up“) eine Erhöhung der Abschreibungsbasis, die *ceteris paribus* zu einem geringeren Gegenwartswert der Steuerschuld führt.²¹³
- Ein Unternehmen ohne vorteilhafte interne Investitionsprojekte kann durch den Kauf eines schnell wachsenden Unternehmens, das (noch) keine steuerpflichtigen Gewinne erwirtschaftet, Steuerzahlungen auf das gegenwärtige Einkommen durch Steuern auf die Veräußerung von Unternehmensanteilen ersetzen, die erst beim Verkauf der Beteiligung zu leisten sind (wenn bis dahin noch kein steuerpflichtiger Gewinn angefallen ist).²¹⁴ Hierdurch kann eine „Steuerstundung“ bis zum Verkaufszeitpunkt der Anteile erreicht werden, die zu einem geringeren Gegenwartswert der Steuerschuld führt.
- Wenn beide Unternehmen (das erwerbende und das Akquisitionsobjekt) Gewinne erzielen, kann bei einer akquisitionsbedingten Minderung der Varianz der Gewinne gleichfalls der Kapitalwert der Steuerzahlung gemindert werden. Denn das „Finanzamt“ ist asymmetrisch an den Erfolgen des Unternehmens beteiligt. Gewinne müssen sofort versteuert werden, während erst in späteren Perioden die Möglichkeit besteht, Verluste zu verrechnen. Wie MAJD/MYERS zeigen, können die Ansprüche des „Finanzamtes“ als ein Portefeuille von Call-Optionen auf den steuerpflichtigen Gewinn jeweils eines Jahres angesehen werden.²¹⁵ Falls das Unternehmen einen steuerpflichtigen Gewinn erwirtschaftet, übt das „Finanzamt“ seine Option aus und erhebt Steuern; falls ein Verlust entsteht, wird auf eine Ausübung der Option verzichtet. Eine risikodiversifizierende Akquisition, durch die also ein gemeinsamer Gewinn mit niedrigerer Varianz

²¹¹ Vgl. Huemer (1991), S. 19 f. Zu den Besonderheiten im US-amerikanischen Steuerrecht vgl. Weston/Chung/Hoag (1990), S. 208-212; zum britischen vgl. Cooke (1986), S. 31 f.

²¹² Vgl. Huemer (1991), S. 19.

²¹³ Vgl. Huemer (1991), S. 19.

²¹⁴ Vgl. Weston/Chung/Hoag (1990), S. 210 f.

²¹⁵ Vgl. Majd/Myers (1984).

entsteht, führt gleichermaßen zu einem niedrigeren Wert dieser Optionen, was gleichbedeutend ist mit einem geringeren Gegenwartswert der Steuerschuld.

6.4.3. Umverteilungshypothese

Im Gegensatz zu den *Effizienz Ansätzen*, die die nach einer Übernahme aufgetretenen Wertsteigerungseffekte der gestiegenen Effizienz zurechnen, sieht sie die *Umverteilungshypothese* in (Wert-)Umverteilungsvorgängen im Kreise der *Stakeholder* des Unternehmens begründet. Bei Abwesenheit von Effizienz-Vorteilen kann eine M&A-Transaktion für die Anteilseigner und/oder die Manager dann vorteilhaft sein, wenn sich dadurch zu ihren Gunsten Wertumverteilungen vornehmen lassen. Der gesamte „Unternehmenswert“, den die Stakeholder dem Unternehmen zumessen, verändert sich durch die Akquisition nicht, das ganze stellt also ein „Nullsummenspiel“ dar, da Wertsteigerungen der einen Stakeholder durch Wertminderungen anderer ausgeglichen werden.

Als „Quelle“ (bzw. „Leidtragende“) von (Wert-)Umverteilungen kommen einerseits die Fremdkapitalgeber in Betracht, wenn zum Beispiel durch einen *Leveraged Buyout* oder durch eine Herabstufung der Bonität des Unternehmens infolge der Akquisition der Marktwert ihres Fremdkapitals sinkt.²¹⁶ Auf der anderen Seite können Wertsteigerungen auch von einem Werttransfer von den Arbeitnehmern herrühren.²¹⁷ So untersuchen SHLEIFER/SUMMERS in einer Fallstudie bezüglich der US-amerikanischen Fluggesellschaft *Trans-World Airlines (TWA)* eine Umverteilung durch einen „Vertrauensbruch“ seitens des neuen Managements:²¹⁸ Die Angestellten von *TWA* weisen, da sie spezifische Investitionen (in *TWA*-spezifisches Wissen und Fähigkeiten) getätigt haben, in diesem Unternehmen eine höhere Produktivität auf als in Konkurrenzunternehmen, was ihnen vom bisherigen Management mit überdurchschnittlichen Löhnen vergütet wurde. Das neue Management hat nach der Akquisition jedoch die Möglichkeit, die Löhne auf das allgemeine Lohnniveau abzusenken, da die Arbeitnehmer ihre hohe Produktivität ausschließlich bei *TWA* erreichen können und demnach nicht die Möglichkeit haben, durch Abwanderung zu Konkurrenzunternehmen ihr Lohnniveau zu halten.

²¹⁶ Zu empirischen Ergebnissen vgl. zum Beispiel Kim/McConnell (1977).

²¹⁷ Vgl. Holmström (1988); Shleifer/Summers (1988).

²¹⁸ Vgl. Shleifer/Summers (1988).

7. Strategische Einflussfaktoren für erfolgreiche M&A-Transaktionen

7.1. Bausteine eines umfassenden Erklärungsansatzes von M&A-Transaktionen

Bei den Darstellungen des vorigen Kapitels ist deutlich geworden, dass ein monokausaler Ansatz (wie etwa der Transaktionskostenansatz) nur in Ausnahmefällen eine hinreichende Begründung für die Durchführung von M&A-Transaktionen bieten kann. Dies steht in Einklang mit der empirischen Untersuchung einer Make-or-Buy-Entscheidung von WALKER/WEBER. Diese stellen fest, dass neben Produktionskostenvorteilen auch Transaktionskosten einen signifikanten, wenn auch in der betrachteten Situation geringen, Einfluss auf die Entscheidung ausüben.²¹⁹ Es ist jedoch an dieser Stelle nicht möglich, die Notwendigkeit der Einbeziehung mehrerer Ansätze ausführlich darzustellen.²²⁰ Daher wird nun anhand drei der bedeutendsten Ansätze, des Synergiemanagements, des Transaktionskostenansatzes und des Strategie-orientierten Ansatzes, die Einseitigkeit eines monokausalen Vorgehens verdeutlicht, ohne die Problematik der Integration vorwegzunehmen.

Eine isolierte Betrachtung von Synergieeffekten ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten und der Frage, warum zwischen zwei Unternehmen überhaupt eine Transaktion stattfinden soll (in welcher Organisationsform auch immer), liefert zwar Erkenntnisse hinsichtlich der isolierten Auswirkungen der Synergieeffekte, eine befriedigende Begründung von M&A-Transaktionen ist jedoch nicht zu erkennen, da Synergien grundsätzlich auch über Markttransaktionen realisiert werden könnten. Im Gegensatz dazu kann eine isolierte transaktionskostentheoretische Untersuchung nur begründen, welche Form eines Zusammenwirkens der beiden Unternehmen (zum Beispiel Akquisition, Strategische Allianz oder Lieferbeziehung) im Lichte des Transaktionskostenansatzes vorteilhaft ist; jedoch sagt auch sie nichts darüber aus, warum dieses Zusammenwirken überhaupt stattfinden soll.²²¹ (Es wird hingegen vorausgesetzt, dass diese Entscheidung bereits getroffen wurde.) Bei einer solchen (transaktionskostentheoretischen) Betrachtung muss die Strategie des agierenden Unternehmens als gegeben angenommen werden. Das Unternehmen ist jedoch nicht nur ein Mittel zur Vermeidung von Transaktionskosten, daher erscheint ein solches Vorgehen wegen der Nichtbeachtung der Strategie mehr als fragwürdig, wenn damit eine generel-

²¹⁹ Vgl. Walker/Weber (1984). Auch Caves/Bradburd (1988) stellen in einer empirischen Untersuchung fest, dass Transaktionskosten einen Einfluss auf die Entscheidung zu einer *vertikalen Integration* ausüben.

²²⁰ Vgl. hierzu auch Waldecker, 1995, S. 143.

²²¹ Vgl. Leitermann (1996), S. 20.

le Begründung für Akquisitionen geliefert werden soll.²²² Im Gegensatz zu einer rein transaktionskostentheoretischen Analyse darf jedoch die in der vorliegenden Arbeit angestellte Untersuchung von M&A-Transaktionen den Faktor Strategie nicht außer Acht lassen. Denn es soll nicht nur die Wahl der vorteilhaftesten Form eines Zusammenwirkens zweier Unternehmen untersucht werden, durch eine Akquisition soll ja gerade ein Beitrag zur Realisierung der Strategie des Unternehmens geleistet werden. Darüber hinaus ist auch an dieser Stelle der grundsätzliche Kritikpunkt am Transaktionskostenansatz angebracht, dass nicht nur Transaktionskosten, sondern auch die Produktionskosten von der Organisationsform abhängig sein können und somit die vorteilhafteste Organisationsform nicht alleine durch die auftretenden Transaktionskosten determiniert wird.²²³

Jedoch kann auch die Strategie nicht alleine zur Bestimmung der Vorteilhaftigkeit einer Unternehmensakquisition herangezogen werden. Denn die Strategie an sich gibt keinen Anhaltspunkt, mit welcher (Transaktions-)Alternative (zum Beispiel Akquisition oder Strategische Allianz) sie realisiert werden soll. Hierzu müssen Ansätze Berücksichtigung finden, die wie der Transaktionskostenansatz die Vorteilhaftigkeit einer dieser Alternativen zur Realisierung der Strategie herausstellen. Wenn etwa aus strategischen Überlegungen der Eintritt in ein für das agierende Unternehmen neues Marktsegment erwogen wird, stehen grundsätzlich mehrere Alternativen zur Wahl: internes Wachstum (durch einzelnen Zukauf der benötigten Ressourcen am Markt), die Akquisition eines bestehenden Unternehmens (bzw. Unternehmensteiles) sowie die Bildung einer Strategischen Allianz mit einem Unternehmen, das in diesem Marktsegment bereits tätig ist bzw. seinerseits einen Markteintritt anstrebt.²²⁴ Wenn das Unternehmen nicht als reine Finanzholding aufgefasst werden soll, sondern als ein sinnvoller Verbund²²⁵ von sich (gegenseitig) unterstützenden Aktivitäten, dann stellen auch Synergieeffekte einen zu berücksichtigenden Faktor von strategischen Entscheidungen dar.

PORTER (1987a) beschreibt anhand einer empirischen Studie von 33 diversifizierten US-amerikanischen Unternehmen die Überlegenheit eines Unternehmens mit „verbundenen Aktivitäten“ gegenüber einem Unternehmen, das ein reines Portfolio Management betreibt. Ein Portfolio-Management-Ansatz sei nicht zuletzt wegen der hohen Effizienz der Kapitalmärkte und der dem Portfolio Management inhärenten Passivität nachteilig. Denn in strategische Entscheidungen eines abhängigen Unternehmens im Portfolio der Holding wird nicht direkt eingegriffen; eine Einflussnahme erfolgt - überspitzt gesagt - nur über den Verkauf der Beteiligung. Im Gegensatz dazu können bei Technologie- bzw. Know-how-Transfer und/oder verbundenen Aktivitäten Wertsteigerungspotenziale ausgeschöpft wer-

²²² Vgl. Schmidt (1995), S. 88.

²²³ Vgl. Windsperger (1987).

²²⁴ So etwa der Markteintritt im Ausland. Vgl. Eckert/Rossmeißl (2007).

²²⁵ Vgl. Penrose (1959), S. 155-196.

den: „My data paint a sobering picture of the success ratio of [diversifying acquisitions]. I found that on average corporations divested more than half their acquisitions in new industries and more than 60% of their acquisitions in entirely new fields. Fourteen companies left more than 70% of all the acquisitions they had made in new fields. The track record in unrelated acquisitions is even worse-the average divestment rate is a startling 74%. Even a highly respected company like General Electric divested a very high percentage of its acquisitions, particularly those in new fields. ... Some bear witness to the success of well-thought-out corporate strategies. Others, however, enjoy a lower rate simply because they have not faced up to their problem units and divested them.“²²⁶ Zu PORTERS Studie ist jedoch anzumerken, dass er bei seiner impliziten Gleichsetzung des Verkaufs eines vormals akquirierten Unternehmens mit einem Scheitern der damaligen Akquisition nicht in Betracht zieht, dass schon vor der Akquisition der Verkauf nicht benötigter Unternehmensteile geplant gewesen sein könnte.

Daher ist es notwendig, die Blickwinkel Strategie (also die Festlegung der Ziele, die durch eine M&A-Transaktion realisiert werden sollen) und Transaktionskosten sowie Synergieeffekte (die jeweils den Grad der Zielerreichung beeinflussen) zusammenzuführen. Durch den Einbezug darf jedoch nicht eine Immunisierung eines zuerst betrachteten Ansatzes gegen mögliche Kritikpunkte vorgenommen werden. Dies würde beispielsweise geschehen, wenn ein Konzept ausgehend von der Differential Managerial Efficiency-Hypothese entwickelt würde, dessen Erklärungsnotwendigkeit dann mit Hilfe des Transaktionskostenansatzes „ausgebessert“ werden. Ein solches Vorgehen ist unbedingt zu vermeiden, um nicht die Basis der Wissenschaftlichkeit zu verlassen.

Obwohl in den meisten Beiträgen die Notwendigkeit einer Betrachtung mehrerer Ansätze hervorgehoben wird, so finden sich jedoch bislang nur wenige, die eine Verknüpfung einzelner Ansätze zu einem umfassenden Konzept fordern (oder gar vornehmen), um damit zu einer generellen Begründung für M&A-Transaktion zu gelangen.²²⁷ Meist begnügt man sich damit, gerade einmal zwei Ansätze, nämlich den Ansatz des Synergiemanagements und den Transaktionskostenansatz, bequem zu verbinden, indem sie hierarchisch („hintereinander“) angeordnet werden. In den Wirtschaftswissenschaften existieren zahlreiche Versuche, zur Erklärung komplexer Sachverhalte verschiedene Theorien zusammenzufassen. Das sog. eklektische Paradigma von DUNNING zur Untersuchung der Entstehungsgründe multinationaler Unternehmen stellt eine besonders extreme Form der hierarchischen Anordnung dar.²²⁸ So identifiziert er drei relevante Faktoren: Ownership Advantage (O), Lo-

²²⁶ Porter (1987a), S. 45.

²²⁷ Ebenso Huemer (1991), S. 5; Kirchner (1991), S. 34.

²²⁸ Vgl. Dunning (1993), S. 76-86.

cation Advantage (L) und Internalization Advantage (I). Nur wenn alle drei „Vorteile“ vorliegen, komme es zur Entstehung multinationaler Unternehmen.

Wenn jedoch erkannt wird, dass neben den beiden genannten weitere Ansätze Berücksichtigung finden müssen, ist diese hierarchische Anordnung nicht mehr praktikabel. Die für relevant erachteten Ansätze werden dann isoliert-parallel²²⁹ angeordnet, indem sie völlig unverbunden nebeneinander gestellt werden, „ohne eine Gewichtung über ihre relative Bedeutung vorzunehmen“²³⁰. Ein solches Vorgehen ist wiederum bequem, weil damit allen bei einer „echten“ Integration der Ansätze möglicherweise auftretenden Widersprüchen aus dem Weg gegangen wird.

Bei der hierarchischen Anordnung des Ansatzes des Synergiemanagements und des Transaktionskostenansatzes wird in einem ersten Schritt untersucht, ob bei der zur Disposition stehenden M&A-Transaktion positive Synergieeffekte zu erwarten sind.²³¹ Wenn dies der Fall ist, stehen grundsätzlich verschiedene Alternativen²³² zur Realisierung dieser Synergieeffekte zur Verfügung. Im zweiten Schritt wird anschließend die im Lichte des Transaktionskostenansatzes optimale Alternative ermittelt. Eine M&A-Transaktion wird beispielsweise dann vorteilhaft sein, wenn bei dieser Transaktionsbeziehung die im Beitrag von KLEIN/CRAWFORD/ALCHIAN beschriebene Transaktionskostenproblematik auftritt.²³³

Eine solche Anordnung kann zwar in Ausnahmefällen angebracht sein, bei einer allgemeinen Betrachtung darf jedoch nicht von vornherein von der Prämisse ausgegangen werden, die Realisierung von Synergieeffekten stelle das einzige Motiv von M&A-Transaktionen dar.²³⁴ Denn M&A-Transaktionen werden zur Verfolgung der Strategie eines Unternehmens durchgeführt; Strategie und Synergie können jedoch in „komplementärer, aber auch in kontradiktorischer Beziehung zueinander stehen“²³⁵. Bei der Strategieentwicklung sind potenzielle Synergieeffekte zwar unbedingt zu beachten, jedoch stellen sie weder eine notwendige noch eine hinreichende Bedingung für M&A-Transaktionen dar, da diese sogar bei negativen Synergieeffekten vorteilhaft sein können. Gerade im Falle einer konglomera-

²²⁹ Eine solche Vorgehensweise findet sich zum Beispiel in Cooke (1986); Huemer (1991); Jung (1993); Sautter (1989); Schade (1990); Stein (1993); Waldecker (1995); Weston/Chung/Hoag (1990). Auch Henkel (1992) begnügt sich mit einer *Darstellung* der relevanten Erklärungsansätze. Die Entscheidung für die Wahl einer bestimmten Alternative (Akquisition, Strategische Allianz, etc.) geschieht bei Henkel in einer „Black-Box“; jedenfalls ist nicht ersichtlich, wie ausgehend von der Darstellung der Erklärungsansätze die Schlussthesen gefolgert werden.

²³⁰ Huemer (1991), S. 15.

²³¹ Eine hierarchische Anordnung dieser beiden Ansätze erfolgt beispielsweise in Grote (1990); Kirchner (1991), S. 61; Petersen (1994), S. 212 f.; Teece (1988).

²³² Diese (potenziellen) Alternativen bilden ein Kontinuum zwischen den beiden „Extrempunkten“ *Markt* und *Hierarchie*.

²³³ Vgl. Klein/Crawford/Alchian (1978).

²³⁴ Ebenso Grote (1990), S. 91-94.

²³⁵ Grote (1990), S. 92.

ten Diversifikation werden in der Regel lediglich relativ geringe (positive) Synergiepotenziale zu erwarten sein. (Es wäre jedoch eine Tautologie, daraus zu schließen, dass jede konglomerate Diversifikation deshalb unvorteilhaft ist.) Ein Markteintritt in ein attraktives Marktsegment kann aber auch bei Abwesenheit von Synergieeffekten vorteilhaft sein, wenn es beispielsweise nur eine schwache Ausprägung der Wettbewerbskräfte aufweist, da etwa die Verhandlungsmacht der Abnehmer bzw. der Lieferanten relativ gering ist oder (noch) keine Substitute auf dem Markt sind. In solchen Situationen ist es nicht gerechtfertigt, den Transaktionskostenansatz nur zur „Vervollkommnung“ des Ansatzes des Synergiemanagements heranzuziehen, wenn - wie in diesem Beispiel - überhaupt keine Synergieeffekte erwartet werden. Dennoch kann hier nicht auf eine Transaktionskostenbetrachtung verzichtet werden, da Transaktionskosten nicht nur im Zusammenhang mit Synergieeffekten von Bedeutung sind, sondern grundsätzlich in Betracht gezogen werden müssen.

Bei einer isoliert-parallelen Anordnung der beiden Ansätze werden die erwarteten Synergieeffekte und die auftretenden Transaktionskosten für die M&A-Transaktion und für andere Alternativen (etwa eine Vertragslösung) unabhängig voneinander ermittelt. Eine M&A-Transaktion ist dann vorteilhaft, wenn die Summe (des Kapitalwertes) aus Synergieeffekten minus Transaktionskosten positiv und größer ist als der entsprechende Kapitalwert der anderen Alternativen. Während bei einem hierarchischen Vorgehen zumindest eine Einflussrichtung, nämlich die der Synergieeffekte auf die Transaktionskosten, berücksichtigt werden kann, findet bei einer isoliert-parallelen Anordnung überhaupt keine Berücksichtigung der Interdependenzen zwischen den verschiedenen Ansätzen statt. Wie im Folgenden noch gezeigt wird, ist es jedoch nicht ausgeschlossen, dass Synergieeffekte und Transaktionskosten voneinander abhängig sind und sich gegenseitig beeinflussen. Die Notwendigkeit einer Integration ergibt sich aus der Tatsache, dass sich die einzelnen Ansätze weder in einer hierarchischen (Wirkungs-)Kette anordnen lassen, noch isoliert-parallel stehen dürfen. So ist es zwar möglich, den Ansatz des Synergiemanagements durch eine nachgestellte Transaktionskostenbetrachtung zu erweitern, dann wird jedoch nicht den potenziellen Rückwirkungen Rechnung getragen. Denn die im Lichte des Transaktionskostenansatzes optimale Organisationsform könnte höhere Produktionskosten verursachen (es ist ja sehr unwahrscheinlich, dass alle Organisationsformen die gleichen Produktionskosten aufweisen).²³⁶

Anhand eines einfachen Beispiels lässt sich jedoch die Notwendigkeit einer Integration der Ansätze darstellen, da weder die hierarchische noch die isoliert-parallele Anordnung eine überzeugende Verbindung der relevanten Ansätze ermöglichen: Die Realisierung von Synergiepotenzialen zwischen zwei Unternehmen erfordert eine bestimmte Organisationsstruk-

²³⁶ Vgl. hierzu die Kritik von Schneider (1985) bzw. Windsperger (1987) am Transaktionskostenansatz.

tur, zum Beispiel eine Zusammenlegung der Produktion beider Unternehmen, um Economies of Scale zu erzielen. Dies ist gleichermaßen durch eine M&A-Transaktion wie durch eine Markttransaktion möglich, bei der ein Unternehmen seine Produktion aufgibt und die freien Kapazitäten des anderen Unternehmens „kauft“. Unterschiedliche Organisationsstrukturen können aber wiederum unterschiedliche Auswirkungen auf die Entstehung von Transaktionskosten und die Produktivität der beiden Unternehmen zur Folge haben. Bei einem Einbezug des Strategie-orientierten Ansatzes könnte darüber hinaus das Problem auftreten, dass die Realisierung von Synergieeffekten einen negativen Einfluss auf die Attraktivität des Marktes hat, da dadurch eventuell eine heftige Reaktion der Konkurrenten induziert werden könnte.²³⁷ Eine Integration der Ansätze ist demnach unabdingbar, da die den M&A-Transaktionen inhärente Komplexität zu einem Durcheinander von Abhängigkeiten und Verbindungen zwischen den einzelnen Ansätzen führt, die in einer isoliert-parallelen Anordnung ignoriert werden und in einer hierarchischen Anordnung nur unzureichend abgebildet werden können.

Eine solche Integration könnte grundsätzlich mit dem Argument kritisiert werden, dass die bei der Analyse einbezogenen Ansätze mit verschiedenen theoretischen Grundlagen stammen. So basiert zum Beispiel der Strategie-orientierte Ansatz auf der Industrieökonomik (Theory of Industrial Organization²³⁸), während der Ansatz des Synergiemanagements²³⁹ sich eher an der neoklassischen Theorie orientiert. Dem kann jedoch entgegnet werden, dass hier keine Integration der Ansätze vorgenommen werden soll, sondern versucht wird, die einzelnen interessanten Ansätze der verschiedenen Ansätze in einem „pragmatischen“ System zu integrieren. Ein solches Vorgehen erweist sich gerade aus dem Grunde von Vorteil, dass die verschiedenen Ansätze wegen ihrer theoretischen Grundlagen unterschiedliche Ausschnitte eines Gesamtbildes betrachten, da ihnen jeweils andere Annahmen zugrunde liegen.²⁴⁰ Sie beleuchten daher sehr deutlich einen bestimmten Gesichtspunkt, während andere ausgeblendet werden. Allerdings muss die Verwendung von Ansätzen, die auf der Neoklassik basieren, nicht gleichzeitig implizieren, dass die Welt exakt den neoklassischen Annahmen entspricht. Darüber hinaus können häufig gerade durch die Integration bereits einige „Schwachstellen“ eines Ansatzes überwunden werden, da vielleicht ein anderer Ansatz gerade in diesem Punkt seine „Stärken“ besitzt. Ersichtlich ist dies zum Beispiel am Transaktionskostenansatz, dem hauptsächlich sein „Absolutheitsanspruch“ (ausschließlich Transaktionskosten bestimmen die Grenzen des Unternehmens) angelastet wird. Gerade aber durch die Integration des Transaktionskostenansatzes, also dem Kerngedanken, dass in bestimmten Situationen unterschiedliche Organisationsstrukturen (Gover-

²³⁷ Vgl. Sirower (1997).

²³⁸ S. hierzu Porter (1987b).

²³⁹ Insbesondere *Economies of Scale* haben ihren Ursprung in der neoklassischen Theorie.

²⁴⁰ Einen ähnlichen Standpunkt vertritt Sautter (1989), S. 58-102.

nance Structures) zu Transaktionskosten in unterschiedlicher Höhe führen können, in einen eklektischen Ansatz wird diese Einseitigkeit aufgegeben.

Häufig besteht jedoch auch eine gewisse Komplementarität bezüglich der theoretischen Grundlagen. Dies wird bei einem Vergleich des Transaktionskostenansatzes mit dem Strategie-orientierten Ansatz deutlich: Transaktionskosten treten zwar wegen Marktunvollkommenheiten auf, dennoch werden zugehörige Gesichtspunkte wie Strategie oder Monopolmacht ausgeblendet, die eigentlich auch bei Marktunvollkommenheiten von Belang sind.²⁴¹ Diese „Lücke“ lässt sich durch den Einbezug des Strategie-orientierten Ansatzes (zumindest teilweise) schließen, da dieser auf der Industrieökonomik basiert, die sich insbesondere mit der Analyse unvollkommener Märkte beschäftigt.

Die nachfolgende Analyse wird sich weitgehend auf die Erklärungsbeiträge der Effizienz Ansätze stützen. Bei der Integration liegt die Betonung nicht so sehr auf einer klaren Unterscheidbarkeit der einzelnen Ansätze, vielmehr wird auf eine möglichst stringente, geschlossene Argumentation Wert gelegt. Dies ergibt sich aber auch schon aus der oben geforderten Integration der Ansätze, die einer klaren Trennung entgegenwirkt. Nicht einbezogen werden jedoch die Erklärungsansätze der (Risiko-)Diversifikation sowie der Unterbewertung, da die vorgebrachten Kritikpunkte für den der vorliegenden Arbeit zugrunde liegenden Blickwinkel für gravierender erachtet werden als die Gegenargumente. Zur Vereinfachung werden des Weiteren die Aussagen der Steuerhypothese nicht einbezogen. Steuereffekte können zwar grundsätzlich den Grad der Vorteilhaftigkeit von M&A-Transaktionen beeinflussen, eine Berücksichtigung dieser Effekte würde jedoch die Analyse extrem erschweren. Die Nichtberücksichtigung kann darüber hinaus auch damit begründet werden, dass die Steuer nur relativ geringe Einflüsse auf die relative Vorteilhaftigkeitsbeurteilung der Alternativen ausübt, da von ihr zwei gegenläufige Effekte ausgehen, die sich zum Teil kompensieren: Einerseits mindert die Steuerzahlung auf die Periodengewinne die Cash Flows; isoliert betrachtet wirkt dies vorteilhaftigkeitsmindernd. Andererseits wird durch die Steuerzahlung auch der Kalkulationszinssatz gesenkt; dieser Effekt wirkt isoliert betrachtet vorteilhaftigkeitsfördernd. Im weiteren Verlauf der Betrachtungen sollen Anreizprobleme hinsichtlich des Managements des agierenden Unternehmens (also insbesondere die dargestellten Management Ansätze) keine Berücksichtigung finden, da es in der vorliegenden Arbeit gerade darum geht, die Vorteilhaftigkeit einer M&A-Transaktion für die Anteilseigner des akquirierenden Unternehmens zu analysieren und nicht für dessen Management.²⁴²

²⁴¹ Vgl. Schmidt (1995), S. 79.

²⁴² Ebenso Leitermann (1996), S. 40.

7.2. Aufbau des ekklektischen Erklärungsansatzes

Im bisherigen Verlauf der Analyse hat sich gezeigt, dass mehrere positive oder negative Wirkungen auf die Vorteilhaftigkeit von M&A-Transaktionen existieren können, die sich mit Hilfe einer Vielzahl von Erklärungsansätzen untersuchen lassen. Die bislang angestellten Versuche, die einzelnen Ansätze in ein umfassendes Konzept zu inkorporieren, gingen jedoch nicht darüber hinaus, eine hierarchische Anordnung dieser Ansätze vorzunehmen bzw. sie sogar unverbunden nebeneinander zu stellen (sie also quasi aufzulisten). Daher soll im Folgenden ein „System“ entwickelt werden, das es erlaubt, eine Integration der relevanten Ansätze vorzunehmen, um so bei der Entwicklung der Strategie des agierenden Unternehmens und bei der Wahl einer Alternative die auftretenden vorteilhaftigkeitsrelevanten Effekte antizipieren zu können. Dabei sollen des Weiteren exogene, das heißt vom agierenden Unternehmen selbst nicht beeinflussbare, Wirkungen Berücksichtigung finden, die ihrerseits die Vorteilhaftigkeit einer Akquisition beeinflussen.

Wie SCHMIDT erläutert, sind in einem solchen System die folgenden gedanklichen Elemente miteinander zu verbinden:²⁴³ Marktstruktur, Technologie und Organisation. Die Strategie wird dabei als besonderer Faktor hinzugenommen, weil ja mit Hilfe der Strategie versucht wird, die Unternehmensziele durch Beeinflussung von Marktstruktur, Technologie und Organisation zu erreichen (Abbildung 7, S. 29). Es ist notwendig, eine (Wettbewerbs-)Strategie zu entwickeln und zu implementieren, mit deren Hilfe vorteilhafte „Bündel“ von Investitionsprojekten identifiziert werden können. Diese (Wettbewerbs-)Strategie, mit der sozusagen die für das agierende Unternehmen attraktiven Marktsegmente ausgewählt werden, determiniert die strategischen Ziele auf Unternehmensebene und wird durch eine „generische“ Strategie auf Geschäftsfeldebene ergänzt, die angibt, wie ein Wettbewerbsvorteil erlangt werden soll.²⁴⁴ Bedeutend ist in diesem Zusammenhang, dass sich auch die Strategie in der Einflussphäre der anderen Faktoren befindet. Somit wird die Strategie des Unternehmens von den anderen Faktoren beeinflusst, jedoch stellt sie zuvorderst das Instrument dar, mit dem das Unternehmen seinerseits versuchen kann, die anderen Faktoren zu seinen Gunsten zu beeinflussen.

Diese (Einfluss-)Faktoren (wie sie im Folgenden genannt werden) stellen jenen Ausschnitt der Realität dar, mit dessen Hilfe eine (im Rahmen des interessierenden Blickwinkels) generelle Identifizierung der positiven und negativen Wirkungen einer Unternehmensakquisition (bzw. ihrer Alternativen als Vergleichsmaßstab) vorgenommen werden kann. Sie repräsentieren sozusagen die gemeinsame Schnittmenge (der Kernpunkte) der Ansätze und ermöglichen damit ihre Integration sowie die Identifizierung der potenziellen Interdependenzen. Denn die einzelnen Ansätze beziehen sich jeweils nur auf zwei oder drei dieser

²⁴³ Vgl. zu diesen vier Einflussfaktoren Schmidt (1995), S. 89 f.

²⁴⁴ Vgl. Porter (1985), S. 364.

Faktoren, wobei sie den einzelnen Faktoren meist nicht das gleiche Gewicht beimessen, sondern davon ausgehen, ein Faktor übe einen determinierenden Einfluss auf die anderen aus. Eine Projektion dieser Ansätze in das System der vier Faktoren erlaubt es jedoch, sich von einem an den jeweiligen Ansatz zu eng angelehnten Vorgehen zu lösen und damit den grundsätzlich möglichen Interdependenzen Rechnung zu tragen, da alle Faktoren und Ansätze als gleichwertig angesehen werden, so dass (zunächst einmal) kein Ausgangspunkt und somit auch keine hierarchische Anordnung notwendig ist. Die Einflussfaktoren fungieren dabei sozusagen als Verbindungsglied zwischen den einzelnen Ansätzen. Dies wird in der folgenden Abbildung mit den Ansätzen A und B verdeutlicht.

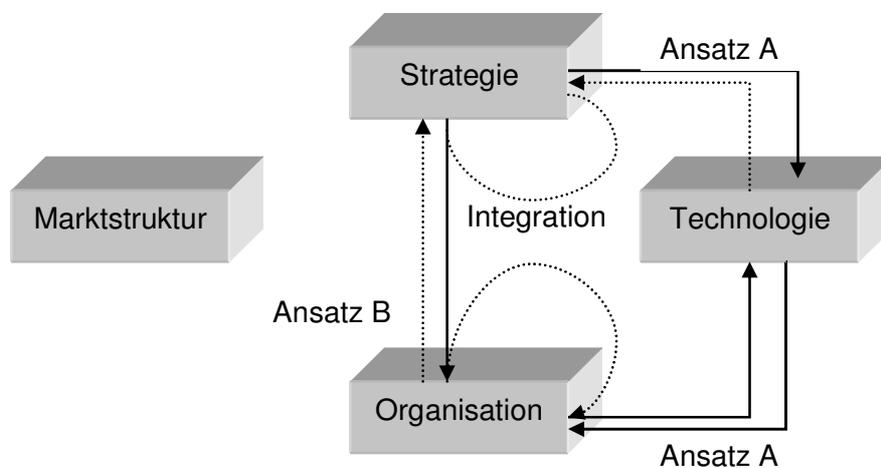


Abbildung 15: Die Einflussfaktoren als Bindeglied für die exemplarischen Ansätze A und B sowie die vernachlässigten Interdependenzen

Während der *Ansatz A* die Einflüsse vom Faktor Strategie auf die Technologie einerseits sowie diejenigen zwischen Technologie und Organisation andererseits beschreibt, schildert der *Ansatz B* den Einfluss der Strategie auf die Organisation. Normalerweise würde eine „Integration“ dazu verkommen, diese beiden Ansätze relativ unverbunden *isoliert-parallel* zu stellen, ohne dabei den potenziellen Interdependenzen Rechnung zu tragen. Durch die Identifizierung der den beiden *Ansätzen* gemeinsamen Faktoren *Technologie* und *Organisation* lässt sich jedoch *genau* aufzeigen, an welcher Stelle die Verbindung vorgenommen werden muss und welche Interdependenzen dabei Berücksichtigung finden müssen (diese werden durch die rückwärts gerichteten, gestrichelten Pfeile in der Abbildung dargestellt). Dadurch wird deutlich, dass bei einer Analyse des *indirekten* Einflusses des Faktors Strategie über die Technologie auf die Organisation anhand des Ansatzes A auch gleichzeitig der *direkte* Einfluss der Technologie auf die Organisation berücksichtigt werden muss, so dass schließlich *zwei* Einflüsse auf die Organisation wirken.

Im Gegensatz zu den in zuvor kritisierten Anordnungen lassen sich in diesem System auch die gegenläufigen Rückwirkungen (etwa die der Organisation auf die Technologie) abbilden und durch einen entsprechenden Ansatz analysieren. Darüber hinaus ist das System leicht zu erweitern (bzw. zu „vervollständigen“), indem weitere Ansätze Berücksichtigung finden, die beispielsweise eine Analyse der Einflüsse erlauben, an denen der Faktor Marktstruktur beteiligt ist. Durch dieses System der Einflussfaktoren wird die Analyse der Vorteilhaftigkeit von M&A-Transaktionen zwar auf eine relativ abstrakte Ebene verlagert, jedoch erscheint ein solches Vorgehen zur Erfassung der in der Realität zu beobachtenden Zusammenhänge unvermeidbar. Denn diese weisen eine so hohe Komplexität und Dynamik auf, dass ein „eindimensionales“ System (wie zum Beispiel die erläuterte hierarchische Verbindung zweier Ansätze) zwar einfach zu handhaben ist, jedoch die Zusammenhänge der Realität nur sehr unzureichend abbildet, da ein Großteil der Interdependenzen zwischen den Faktoren unberücksichtigt bleibt.

Daher stellt die Abstraktion des zu entwickelnden Systems keine in Kauf zu nehmende Begleiterscheinung dar, sondern repräsentiert gerade seine wünschenswerte Eigenschaft. Denn das System kann als „mehrdimensional“ bezeichnet werden, da es einen neutralen Blickwinkel von allen drei Faktoren ausgehend erlaubt, so dass alle zwischen den Faktoren auftretenden Interdependenzen Berücksichtigung finden. Ein weiterer nicht unbedeutender Vorteil ist, dass anhand des Systems eine transparente Integration der relevanten Ansätze vorgenommen werden kann.²⁴⁵ Denn bei dem hier gewählten Vorgehen wird explizit angegeben, an welchen Stellen eine Integration vorgenommen wird und welche Interdependenzen betrachtet werden. Hierzu dient im Folgenden die Aufteilung in *Faktoren*, bei denen Interdependenzen berücksichtigt werden, und in *exogene Parameter*, die als unveränderlich angesehen werden. Natürlich ist es denkbar, dass eine solche Integration auch durch eine *rein verbale*, weniger abstrakte Analyse realisiert werden könnte, darunter würden jedoch Transparenz und Kritisierbarkeit leiden. Bei der folgenden Darstellung der vier (Einfluss-)Faktoren soll die Beschreibung der Einflüsse im System nicht vorweggenommen werden, es soll lediglich gezeigt werden, dass der jeweilige Faktor nicht unveränderlich ist, sondern auch den Einflüssen der anderen Faktoren unterliegt.

Die Bedeutung der *Marktstruktur* ist insbesondere bei der Darstellung des *Strategieorientierten Ansatzes* von PORTER deutlich geworden, der betont, dass der Erfolg eines Unternehmens letztendlich vom Markt abhängt. (Haupt-)Ziel des Unternehmens sei es schließlich, durch den Verkauf seiner Produkte und Dienstleistungen am Markt, den Marktwert im Sinne der Anteilseigner zu steigern. Die Vermeidung von Transaktionskosten so-

²⁴⁵ So führen zum Beispiel auch Milgrom/Roberts (1992) eine Integration mehrerer relevanter Ansätze zur Erklärung von M&A-Transaktionen durch. Da sie jedoch auf ein transparentes Vorgehen verzichten, ist die Struktur dieser Integration lediglich schemenhaft erkennbar (und damit einer Kritik nur relativ schwer zugänglich).

wie die Realisierung von Synergieeffekten stellen letztendlich nicht einmal Unterziele zur Erreichung dieses Hauptzieles dar, da bestimmte Alternativen auch noch bei hohen *negativen* Synergieeffekten bzw. hohen Transaktionskosten vorteilhaft sein können.

Dieser Gesichtspunkt erscheint umso mehr relevant, da sich die Märkte ständig im Umbruch befinden. Von ihnen gehen vielfältige Einflüsse aus: In vielen Branchen erwächst den Unternehmen eine globale Konkurrenz („Globalisierung“). Darüber hinaus befinden sich die Märkte in permanenter Bewegung, so dass (Wettbewerbs-)Vorteile eines Unternehmens innerhalb kürzester Zeit „wegkonkurriert“ werden.²⁴⁶ In unzähligen Branchen ist eine Verschiebung der Branchengrenzen festzustellen; erwähnt sei beispielsweise der Entwicklungsweg der deutschen Großbanken, in das „Beratungsgeschäft“ sowie das Investmentbanking einzusteigen - entgegen zum vorher bestehenden „Allfinanz“-Trend. Es ist unbestritten, dass der „Markt“ einen bedeutenden Einfluss auf die strategischen Investitionsentscheidungen (und damit auch auf die M&A-Entscheidung) ausübt, da das Unternehmen seine Strategie (und damit auch sein Handeln) maßgeblich an ihm ausrichten muss. Die Marktstruktur beeinflusst aber nicht nur die Strategie des Unternehmens, sondern auch die Unternehmensorganisation sowie die Technologie. Jedoch ist auch die Marktstruktur nicht exogen gegeben und unveränderlich: Sie bildet sich aus dem (kollektiven) Verhalten aller am Markt partizipierenden Akteure und muss daher als ein Faktor in das System einbezogen werden.

Unter *Technologie* wird im Folgenden (im weitesten Sinne des Wortes) alles subsumiert, was an wirtschaftlich verwendbarem Wissen in einer Volkswirtschaft vorhanden ist, also nicht nur wissenschaftliche Erkenntnisse und Verfahren, sondern auch andere Kenntnisse und Fähigkeiten (wie zum Beispiel Management Know-how). Der Begriff umfasst damit nicht nur die „Hochtechnologie“, sondern darüber hinaus auch alltägliches Wissen, das in vielen Bereichen eines Unternehmens zum Einsatz kommen kann. Die Technologie²⁴⁷ bestimmt jedoch nicht nur, wie Transaktionen ausgestaltet werden können, sondern sie hat auch einen entscheidenden Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens, da sie die Wettbewerbsvorteile determiniert.²⁴⁸ Zur Verfolgung von PORTERS elementaren (so genannten „generischen“) Strategien auf Geschäftsfeldebene der Kostenführerschaft oder der Differenzierung²⁴⁹ werden Technologien benötigt, die eine besonders preiswerte Entwicklung und Produktion eines Gutes ermöglichen bzw. zu herausragenden Produkteigen-

²⁴⁶ Vgl. Porter (1985).

²⁴⁷ Die Begriffe „Technologie“ und „Know-how“ werden im Folgenden synonym verwendet.

²⁴⁸ Vgl. Schmidt (1995), S. 90.

²⁴⁹ Von Porters dritter „generischer“ Strategie der „Konzentration“ wird im Folgenden abgesehen, da sie eine Kombination der beiden oben genannten darstellt (vgl. Porter, 1980, S. 38-40). Sie ist nur unter bestimmten Umständen (beispielsweise bei Pionierinnovationen) relevant (vgl. Porter, 1985, S. 20).

schaften oder zu einer besonders hohen Qualität führen; die Technologie determiniert also, ob eine bestimmte Strategie überhaupt erfolgreich implementiert werden kann.

Die Technologie sollte im Rahmen der Untersuchung jedoch nicht nur als eine statische Größe aufgefasst werden, die nur auf die anderen drei Faktoren wirkt und die Strategieentwicklung beeinflusst. Es ist vielmehr eine dynamische Betrachtung erforderlich, da Transaktionen auch durchgeführt werden können, um neue Technologien zu erzeugen. So werden zum Beispiel die seit einigen Jahren bedeutsamen Strategischen Allianzen häufig dazu eingesetzt, um Wettbewerbsvorteile auf der Basis technologischer Kompetenz zu erlangen.²⁵⁰ Dabei geht es jedoch seltener darum, für eine vorhandene Technologie eine geeignete Transaktionsalternative (Strategische Allianz) zu finden, sondern durch die Kooperation der beiden Unternehmen neue Technologien hervorzubringen, die mit anderen Alternativen nicht (oder nicht in dieser Art) erreichbar wären. Gerade dieser Gesichtspunkt findet jedoch selten Berücksichtigung. Die Technologie wird im Folgenden in unternehmensexterne und unternehmensinterne Technologie unterteilt: *Unternehmensexterne* Technologie umfasst das *gesamte* verfügbare technologische Know-how (bis zur gegenwärtigen Grenze der wissenschaftlich-technologischen Forschung). Im Gegensatz dazu bezeichnet *unternehmensinterne* Technologie das Know-how, das einem bestimmten Unternehmen zur Verfügung steht, und determiniert somit die (technologischen) Wettbewerbsvorteile dieses Unternehmens. Sie umfasst also beispielsweise Patente, Prozesstechnologie sowie Management Know-how und stellt damit eine Teilmenge der unternehmensexternen Technologie dar.

Die *Organisationsstruktur* besteht aus den internen Beziehungen sowie den Grenzen des Unternehmens.²⁵¹ Von ihr hängt es zum Beispiel ab, ob Synergieeffekte realisiert werden können, wie effizient Markttransaktionen ausgeführt werden können oder ob Transaktionskosten entstehen. Die Organisation stellt aber auch ein besonderes Instrument der Strategie dar.²⁵² Sie kann jedoch nicht (vollständig) von der Unternehmensleitung vorgegeben werden, da sie auch von den anderen Faktoren abhängt. So erzwingen zum Beispiel bestimmte Marktstrukturen eine dezentrale, während andere wiederum eine zentrale Organisationsstruktur des Unternehmens verlangen. Ebenso sind manche Organisationsformen nur mit Hilfe bestimmter Technologien zu erreichen.

²⁵⁰ Vgl. Schmidt (1995), S. 91.

²⁵¹ Vgl. Schmidt (1995), S. 90.

²⁵² Vgl. hierzu Chandler (1962).

7.3. Interdependenzen im Erklärungsansatz und Möglichkeiten ihrer Berücksichtigung

Die in den vorhergehenden Kapiteln dargestellten Ansätze, beschreiben jeweils nur partiell die Einflüsse und (Rück-)Wirkungen, die zwischen den vier Faktoren herrschen. Denn ein Ansatz beschränkt sich mit seinem Analyserahmen und seiner theoretischen Grundlage nur auf einen Teil der zwischen den vier Faktoren herrschenden Einflüsse. Oftmals werden lediglich Einflüsse in einer bestimmten Richtung erfasst. Die Wirkungen eines Faktors auf einen anderen können jedoch nicht nur durch einen Ansatz beschrieben werden, vielmehr wird es häufiger der Fall sein, dass mehrere Ansätze zur Verfügung stehen, mit deren Hilfe diese Einflüsse analysiert werden können. Im Folgenden soll exemplarisch dargestellt werden, wie ein Ansatz zur Untersuchung und Darstellung der Einflüsse zwischen Faktoren Verwendung finden kann. Dabei wird deutlich, welche Vorteile das System bei der Identifizierung der Einflüsse und Interdependenzen bietet. Denn im Gegensatz zu den monokausalen Darstellungen sind die zu betrachtenden Einflüsse im System unmittelbar ersichtlich. Anhand des Systems wird die begrenzte Aussagekraft des Transaktionskostenansatzes deutlich. Denn der Transaktionskostenansatz beschränkt sich mit seinem Erklärungsbeitrag auf den Einfluss der Technologie auf die Organisation bzw. der Marktstruktur auf die Organisation. Dabei wird jedoch jeweils nur ein Teil der Organisation des Unternehmens, nämlich die Unternehmensgrenzen, thematisiert.²⁵³ So erläutert TEECE, welchen Einfluss die Technologie auf die Organisation ausüben kann, indem er Transaktionsbeziehungen bezüglich Know-how betrachtet und beschreibt, wie die zugrunde liegende Technologie bei verschiedenen Alternativen Transaktionskosten in unterschiedlicher Höhe verursacht. KLEIN/CRAWFORD/ALCHIAN hingegen verdeutlichen, welchen Einfluss die Marktstruktur auf die Vorteilhaftigkeit einer Organisationsform ausüben kann. Dies kann zum Beispiel bei spezifischen Investitionen und einer geringen Zahl von (potenziellen) Transaktionspartnern der Fall sein, wenn sich ein Transaktionspartner in einer *Hold-Up Situation* befindet.

Der Faktor Strategie wird bei diesen beiden Ansätzen jedoch völlig außer Acht gelassen. Wie LEITERMANN betont, wird bei einer (monokausalen) transaktionskostentheoretischen Analyse von einer gegebenen Strategie ausgegangen, dass heißt es wird nicht ergründet, warum eine Transaktion überhaupt stattfinden sollte.²⁵⁴ Des Weiteren werden die auftretenden Interdependenzen vernachlässigt, da ausschließlich die Einflüsse der Technologie auf die Organisation (bzw. der Marktstruktur auf die Organisation) erfasst werden, jedoch nicht die (potenziellen) Rückwirkungen der Organisation auf die Marktstruktur bzw. auf die Technologie. Darüber hinaus finden auch die Einflüsse zwischen Marktstruktur und

²⁵³ Vgl. Schmidt (1995), S. 90.

²⁵⁴ Vgl. Leitermann (1996), S. 20.

Technologie keine Berücksichtigung. Diese Vorgehensweise ergibt sich zwangsläufig aus der Annahme von WILLIAMSON, die Produktionskosten seien für alle Alternativen identisch, lediglich das Ausmaß der Transaktionskosten werde durch die Wahl einer Alternative determiniert.²⁵⁵ Somit seien hinsichtlich der Wahl einer bestimmten Alternative ausschließlich Transaktionskosten, also bestimmte Einflüsse der Technologie bzw. der Marktstruktur auf die Organisation, entscheidungsrelevant. Wie jedoch noch gezeigt werden wird, sind die dabei berücksichtigten Einflüsse lediglich Teilfragmente des Systems; sie stellen sozusagen einen Zwischenschritt einer langen „Kette“ von Einflüssen dar: Zum einen ist zu untersuchen, welcher Faktor die Einflüsse der Marktstruktur bzw. der Technologie auf die Organisation induziert hat. Denn im Allgemeinen hat zuvor der Faktor Strategie einen Einfluss ausgeübt, da mit der Transaktion ein strategisches Ziel verfolgt wird. Zum anderen sind die (interdependenten) Einflüsse zu betrachten, die nach der Beeinflussung des Faktors Organisation auftreten. Denn die Organisation kann wiederum die Technologie bzw. die Marktstruktur tangieren.

Auf die Faktoren einschließlich der Strategie wirken jedoch nicht nur die durch die Erklärungsansätze erfassten „Modell-immanenten“ Einflüsse (durch die anderen Faktoren), sondern auch exogene Einflüsse, die von dem hier entwickelten System selbst unabhängig sind. Diese Einflüsse stammen von exogenen Parametern, die bei der Analyse auch Berücksichtigung finden müssen. Eigentlich könnten sie ebenfalls als Faktoren in das System integriert werden; wegen der zu vernachlässigenden Rückwirkungen kann aber angenommen werden, dass sie durch das System nicht beeinflusst werden (sie sind dann höchstens intertemporal variabel). Dadurch wird einerseits ihrer Bedeutung Rechnung getragen, andererseits kann aber auch eine Komplexitätsreduktion vorgenommen werden. Folgendes Beispiel gibt eine intuitiv nachvollziehbare Begründung für dieses Vorgehen: Das betrachtete Unternehmen weist im Vergleich zur gesamten Volkswirtschaft nur eine relativ geringe Größe auf, so dass sein Handeln etwa auf das Rechtssystem, das einen solchen exogenen Parameter darstellt, nur einen zu vernachlässigenden Einfluss haben wird. Allerdings müssen diese Einflüsse des Rechtssystems bei der Analyse unbedingt Berücksichtigung finden. Es tritt jedoch das Problem auf, dass nicht alle potenziellen exogenen Parameter abschließend Erwähnung finden können, zu verschieden ist ihre Natur, zu groß ist ihre Zahl. Aus demselben Grund erscheint auch eine Klassifikation nicht sinnvoll, da durch eine Einteilung bzw. Zusammenfassung in einzelne Gruppen von Parametern keine bessere Übersicht gegeben werden könnte. Daher werden im Folgenden nur ausgewählte Parameter kurz skizziert, um das grundlegende Konzept zu verdeutlichen. Eine ausführliche Diskussion der relevanten Parameter ist nur in konkreten (Entscheidungs-)Situationen möglich.

Exogene Parameter können sein:

²⁵⁵ Vgl. Sydow (1992), S. 148.

- Das *Rechtssystem* bestimmt einerseits, inwieweit überhaupt das Eigentum des Unternehmens im jeweiligen Land geschützt ist. Andererseits können rechtliche Vorschriften auch die (strategische) Handlungsfähigkeit des Unternehmens einschränken, wenn zum Beispiel bestimmte Auflagen bezüglich der Sicherheit, des Umweltschutzes oder der Leistungen an die Arbeitnehmer gemacht werden. Im Zusammenhang mit der pharmazeutischen Industrie sticht das Thema „Gentechnologie“ hervor, da die besonders restriktiven Sicherheitsbestimmungen einiger Länder die Verlagerung der Forschungsaktivitäten in das Ausland (insbesondere in die USA) mit verursacht haben. Das Rechtssystem kann sich für das agierende Unternehmen aber auch positiv auswirken, wenn beispielsweise in seinen Marktsegmenten Eintrittsbarrieren errichtet werden, die deren Attraktivität bewahren. PICOT weist auf die Bedeutung des Vertragsrechts für transaktionskostentheoretische Untersuchungen hin.²⁵⁶
- Ein vergleichbarer Einfluss geht von den *wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen* in einer Volkswirtschaft aus (etwa der Wirtschaftsförderung oder dem Umfang der vorgeschriebenen Genehmigungsverfahren).
- Die *gesamtwirtschaftliche Entwicklung* verändert insbesondere die *Marktstrukturen*, da einige Marktsegmente von einem wirtschaftlichen Aufschwung (bzw. Abschwung) stärker profitieren (bzw. getroffen werden) als andere. Darüber hinaus wirkt sie auch auf die *Strategie*, die diese Wirtschaftszyklen berücksichtigen muss und versuchen kann, die Sensitivität der Unternehmenserfolge auf die Konjunkturzyklen zu vermindern. Auch *Technologie* und *Organisation* werden von ihr beeinflusst, da zum Beispiel die Forschungsaktivitäten in Phasen wirtschaftlichen Aufschwungs meist überdurchschnittlich ausgebaut werden oder durch organisatorische Anpassungen versucht wird, die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens wiederherzustellen.
- Die *Gewerkschaften und Arbeitnehmer* besitzen in Deutschland und Frankreich eine weitaus stärkere Machtposition als zum Beispiel in den angelsächsischen Volkswirtschaften, so dass ihnen vielfältige Möglichkeiten offen stehen, um die Entscheidungen eines Unternehmens oder zumindest die Situation, in der diese Entscheidungen getroffen werden, zu beeinflussen. In Deutschland stehen ihnen zum Beispiel durch das Mitbestimmungsgesetz (Aufsichtsratsmandate der Arbeitnehmer, Notwendigkeit der Anhörung bzw. der Zustimmung des Betriebsrates etc.) oder auch über die Mitwirkung in politischen Gremien und Ausschüssen vielfältige Möglichkeiten zur Einflussnahme offen.
- Der *technologisch, wissenschaftliche Fortschritt*, der in Verbindung mit der oben genannten unternehmensexternen Technologie steht, wirkt nicht nur auf die Technologie, sondern auch auf andere Faktoren, da zum Beispiel die betriebswirtschaftliche For-

²⁵⁶ Vgl. Picot (1982), S. 271 f.

schung neue Erkenntnisse zur Wirksamkeit und zum Erfolg bestimmter Strategietypen gewinnt.²⁵⁷

Grundsätzlich ist die Bestimmung eines Ausgangspunktes der Analyse in diesem System nicht möglich, da - wie erläutert wurde - eine grundsätzliche Interdependenz zwischen allen vier Einflussfaktoren besteht. Bei der Konzeption des Systems ist es gerade das Ziel, die dynamischen, interdependenten Wirkungen der Realität erfassen zu können. Damit ergibt es sich jedoch zwangsläufig, dass kein genereller Ausgangspunkt identifiziert werden kann, da dabei alle Interdependenzen berücksichtigt werden müssten und somit ein unendlicher Kreislauf entstehen würde. So kann beispielsweise nicht von der Marktstruktur ausgegangen werden, da sie Einflüsse auf die anderen beiden Faktoren ausübt, die aber ihrerseits gleichzeitig auf die Marktstruktur (zurück-)wirken. Wenn also jederzeit nicht nur einer, sondern alle vier Faktoren wirksam sind, dann ist es nicht möglich, einen Ausgangspunkt im System zu bestimmen und dabei gleichzeitig den Interdependenzen Rechnung zu tragen.

Um jedoch die Operationalität der Analyse zu gewährleisten, kann folgende vereinfachende Annahme getroffen werden: Es wird davon ausgegangen, dass der Aufsichtsrat des Unternehmens einen neuen Vorstandsvorsitzenden bestimmt hat, der nun die Aufgabe hat, die Unternehmensstrategie festzulegen. Dieser Entscheidungsträger sieht sich einem in der Ausgangssituation unveränderlichen „Rahmen“ gegenüber, dem er bei der Entwicklung der M&A-Strategie Rechnung tragen muss. Die Ausprägungen der Einflussfaktoren Marktstruktur, Organisation sowie (unternehmensexterne und unternehmensinterne) Technologie sind zum Ausgangszeitpunkt gegeben und kurzfristig unveränderlich. (Die exogenen Parameter werden ohnehin als konstant angenommen.) Nur über die Wahl einer Strategie kann versucht werden, diese Faktoren zu beeinflussen, dazu muss aber die gegebene Ausgangssituation berücksichtigt werden. Die hier vorgenommene Vereinfachung ist unproblematisch, denn im Gegensatz zu den Analysen, die diese Faktoren wegen der isoliert-parallelen Anordnung vollständig (bzw. wegen der hierarchischen Anordnung teilweise) als unveränderlich ansehen, werden sie hier nur zum Ausgangszeitpunkt (analytisch) fixiert, danach findet jedoch - wie im Folgenden noch gezeigt wird - eine Berücksichtigung sämtlicher Interdependenzen statt. Es handelt sich also sozusagen um eine *ceteris paribus*-Analyse, da außer der Strategie zum Ausgangszeitpunkt alle anderen Faktoren als konstant angesehen werden und ein Startimpuls nur seitens der Strategie möglich ist.

Die Strategie stellt in diesem System insofern eine Besonderheit dar, dass sie dem agierenden Unternehmen Einfluss- bzw. Handlungsmöglichkeiten bietet, das (Unternehmens-)Ziel, also die Maximierung des Shareholder-Values, zu verfolgen. Die Besonderheit der Strategie besteht darin, dass die Entscheidungsträger sie im Gegensatz zu den Einflussfak-

²⁵⁷ Vgl. Weston/Chung/Hoag (1990), S. 76.

toren auch kurzfristig festlegen beeinflussen.²⁵⁸ Denn nur über die Strategie kann versucht werden, auf die anderen drei Faktoren Einfluss zu nehmen. Bei der Implementierung einer Strategie treten jedoch nicht nur die erwünschten Wirkungen auf, sondern es können sich darüber hinaus noch weitere positive oder negative Nebenwirkungen ergeben. Dies kann einerseits dadurch geschehen, dass diese unvermeidbaren Nebenwirkungen gleichzeitig mit den erwünschten Wirkungen auftreten. Andererseits können diese Nebenwirkungen erst zu einem späteren Zeitpunkt auftreten, wenn zum Ausgangszeitpunkt die Strategie auf die anderen drei Faktoren wirkt, die dann ihrerseits auf jeden anderen Faktor zurückwirken. Hierbei handelt es sich um die Interdependenzen, die bei einer isoliert-parallelen bzw. hierarchischen Anordnung der Ansätze keine Berücksichtigung finden. Wenn die Manager im Sinne ihrer Anteilseigner einen Marktwertzuwachs erzielen wollen, müssen sie bei der Strategieentwicklung auch die herrschenden Einflüsse und exogenen Parameter identifizieren und antizipieren. Der Einflussfaktor Strategie ist also in diesem System als grundsätzlich „gleichwertig“ anzusehen, auch wenn er als einziger der direkten Kontrolle der Unternehmensleitung untersteht, jedoch sind faktisch auch die Nebenwirkungen und Interdependenzen zu berücksichtigen.

Auch wenn ein geeigneter Ausgangspunkt gefunden wurde, stellt sich dennoch die Frage, wie die danach simultan wirkenden Einflüsse berücksichtigt werden sollen. Wenn die Strategie auf die drei Faktoren wirkt, dann sind zum (Ausgangs-)Zeitpunkt 1 drei Einflüsse von der Strategie auf die anderen drei Faktoren zu verzeichnen, die leicht nacheinander analysiert werden können, da sie (noch) nicht interdependent sind.²⁵⁹ Zum Zeitpunkt 2 sind aber schon neun simultan wirksame (also interdependente) Einflüsse zu beobachten, da jeder der zum Zeitpunkt 1 beeinflussten Faktoren zum Zeitpunkt 2 wieder auf die jeweils drei anderen zurückwirkt. Fortgeführt ergibt sich so ein weit verzweigtes „Netzwerk“ mit (unendlich) vielen Einflüssen und Rückwirkungen, obwohl sich zum Zeitpunkt 1 nur von der Strategie eine Wirkung ausging und das System mit einem Startimpuls versehen hat. Es stellt sich hier jedoch die Frage, wie diese Interdependenzen analysiert werden können. Die Berücksichtigung dieser Rückwirkungen ist von großer Bedeutung, da dies gerade eine bedeutende Implikation bei der Entwicklung des Systems darstellt. Die interdependenten Einflüsse zum Zeitpunkt 2 verdeutlichen die extreme Komplexität des Ablaufes der Einflüsse im System, durch die die noch komplexere Realität abgebildet werden soll. Es darf nämlich nicht übersehen werden, dass es sich hier erst um den zweiten von einer Vielzahl von (Analyse-)Schritten handelt, ja es muss sogar angenommen werden, dass sich die Interdependenzen bis ins unendliche fortsetzen werden. Ein solcher Ablauf ist jedoch mit einer

²⁵⁸ Die Entscheidungsträger können natürlich auch die Organisation des Unternehmens beeinflussen, jedoch ist dies im Gegensatz zu einer Strategieänderung nur *langfristig* möglich.

²⁵⁹ Es wird hier unterstellt, dass die Einflüsse in diskreten Schritten ablaufen, so dass es möglich ist, die herrschenden Einflüsse jeweils einem Zeitpunkt zuzuordnen.

verbalen, das heißt nicht-mathematischen, Analyse unmöglich, da dann zum Beispiel zwei gegenläufige Einflüsse simultan untersucht werden müssten.

Hier erweist sich die Untersuchung der Einflüsse zwischen zwei Faktoren mit Hilfe der theoretischen Erklärungsansätze als Vorteil, da die Komplexität des Systems dadurch in seine elementaren Bestandteile, nämlich eben diese Einflüsse, zerlegt wurde. So können in einer generellen Betrachtung die zwischen zwei Faktoren jeweils wirksamen Einflüsse isoliert anhand der relevanten Ansätze identifiziert werden, um danach die direkten sowie die indirekten interdependenten Einflüsse abzuschätzen. Die Gesamtheit der letztendlich zwischen zwei Faktoren wirksamen Einflüsse (unter Berücksichtigung der Interdependenzen) wird im Folgenden als „effektive Einflüsse“ (bzw. als „Effekte“) bezeichnet, dabei wird sozusagen der „Saldo“ der Einflüsse geschätzt. Die praktische Berücksichtigung der im System herrschenden Interdependenzen geschieht dann folgendermaßen: Wenn analog zur Abbildung ausgehend von der Strategie ein Startimpuls in das System hineingegeben wird, also die Wahl einer bestimmten Strategie simuliert wird, dann übt die Strategie Einflüsse auf die anderen drei Faktoren aus, die jeweils isoliert gemäß eines oder mehrerer Ansätze untersucht werden können. In der Folge treten interdependente Einflüsse auf, da jeder der drei Faktoren (mehr oder weniger intensiv) auf die anderen zurückwirkt, die dann ihrerseits einen Einfluss ausüben etc. Die Berücksichtigung dieser Interdependenzen kann nun dadurch erfolgen, indem versucht wird, die jeweils zwischen zwei Faktoren effektiven Einflüsse abzuschätzen.

7.4. Entwicklung der Wachstums- und der M&A-Strategie

Die beschriebene Kombination der Erklärungsansätze für M&A-Transaktionen ist nun mit der Entwicklung der Wachstums- und M&A-Strategie des Unternehmens in Verbindung zu bringen. Die Wachstumsstrategie legt dabei fest, in welchen derzeitigen oder zukünftigen Geschäftsfeldern Investitionen getätigt werden sollen. Die M&A-Strategie legt hingegen fest, mit welcher Alternative die Realisierung dieser Wachstumsstrategie vorgenommen werden soll. Sie beinhaltet somit die Anwendung der Kombination der Erklärungsansätze. Zur Entwicklung der Wachstumsstrategie müssen die zum Zeitpunkt der Entscheidung bestehende Ausgangslage in Bezug auf die exogenen Parameter, die Technologie, die Marktstruktur und die Organisation ermittelt werden. So wäre es zum Beispiel möglich, durch neue Investitionen bestehende Geschäftsfelder des Unternehmens auszubauen. Es könnte aber auch erwogen werden, in neue „verwandte“ oder „nichtverwandte“ Marktsegmente vorzudringen. So war es zum Beispiel in den vergangenen Jahren die Wachstumsstrategie vieler deutscher Banken, in das (damals) sehr profitable Investmentbanking zu diversifizieren. Die Wachstumsstrategie stellt also sozusagen eine Unternehmensstrategie dar, da geschäftsfeldübergreifend vorteilhafte „Bündel“ von Investitionsprojekten ermittelt werden. Diese Unternehmensstrategie wird durch eine Geschäftsfeldstrategie ergänzt, die (anhand

Porters generischen Strategien) festlegt, wie Investitionen in einem bestimmten Geschäftsfeld die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens steigern sollen. In Abbildung 16 werden gemäß der Abgrenzung von ANSOFF exemplarisch die potenziellen Wachstumsstrategien klassifiziert.

Produkt Markt	Gegenwärtig	Neu
Gegenwärtig	Marktdurchdringung	Produktentwicklung
Neu	Marktentwicklung	horizontale Diversifikation
		vertikale Diversifikation
		marketing-technologie-konzentrisch marketing-konzentrisch
		technologie-konzentrisch konglomerat

Nach der Klassifizierung von ANSOFF (1965), S. 113.

Abbildung 16: Potenzielle Wachstumsstrategien

Wie die Vorauswahl der interessanten Geschäftsfelder oder die letztendliche Entscheidung getroffen werden soll, in dem einen oder anderen Geschäftsfeld zu investieren, soll nicht näher betrachtet werden, da es nicht zu der hier interessierenden Fragestellung gehört. Es soll an dieser Stelle lediglich aufgezeigt werden, welche Einflüsse bei dieser Entscheidung zu berücksichtigen sind. Außerdem hat sich gezeigt, dass generelle Maßstäbe und Ratschläge meist verwirren und vom eigentlichen Entscheidungsproblem eher ablenken anstatt zu seiner Lösung (etwa durch eine Strukturierung) beizutragen.²⁶⁰

Bei der Entwicklung dieser Wachstumsstrategie müssen die Einflüsse zum Ausgangszeitpunkt analysiert werden. Diese gehen einerseits von den exogenen Parametern aus, die während des gesamten Analysevorgangs permanent auf die vier Einflussfaktoren wirken, dabei jedoch selbst unveränderlich sind. Andererseits müssen die Ausprägungen der drei Faktoren Marktstruktur, Technologie und Organisation zum Ausgangszeitpunkt analysiert werden. Wie erläutert wurde, wirken die exogenen Parameter permanent auf die vier Faktoren. So bewirkt zum Beispiel der Einfluss des herrschenden Patentrechts auf Technologie und Organisation, dass die Wahrscheinlichkeit für ein Marktversagen bei

²⁶⁰ Vgl etwa die widersprüchlichen Ergebnisse der empirischen Untersuchungen zur Überlegenheit von bestimmten Wachstumsstrategien: Rumelt (1982); (1991), S. 49.

Markttransaktionen hinsichtlich Know-how geringer ist, wenn ein ausreichender Patentschutz besteht. Daher werden die bei technologischen Transaktionen auftretenden Transaktionskosten vom geltenden Rechtssystem beeinflusst. Aber auch der Einfluss der Strategie auf die Marktstruktur hängt von bestimmten exogenen Parametern ab. Denn wenn durch Rechtssystem und Wirtschaftspolitik Markteintrittsbarrieren bzw. bestimmte Strukturen in manchen Branchen errichtet oder verändert werden, kann dies vom agierenden Unternehmen durch eine entsprechende Gestaltung seiner Strategie ausgenutzt werden. Solche relativ abgeschotteten Branchen früher beispielsweise die Banken- und Versicherungsbranche (unter anderem durch die nationalen Aufsichtsregelungen). Dadurch wurde bislang ein Markteintritt neuer Wettbewerber erschwert. Demgegenüber bestehen aber in der pharmazeutischen Industrie starke Einflüsse von der Gesundheitspolitik aus, da die Preise für erstattungsfähige Medikamente, und damit die Margen, de facto von den Herstellern nicht autonom festgesetzt werden können, sondern vielfältigen Regelungen unterliegen. Die Wirksamkeit der Strategie eines Unternehmens, das im Umweltschutzbereich tätig ist, wird maßgeblich von der Umweltpolitik sowie den herrschenden Trends und dem Umweltbewusstsein der Bevölkerung determiniert. Denn die Möglichkeit eines solchen Unternehmens, mit seinem strategischen Handeln die Marktstruktur zu beeinflussen bzw. zu verändern, wird tendenziell um so besser sein, je restriktiver die Umweltpolitik und je ausgeprägter das allgemeine Umweltbewusstsein sind. Werden beispielsweise die Grenzwerte für Emissionen verschärft oder die Steuern auf Rohstoffe etwa die Mineralölsteuer erhöht, dann wird *ceteris paribus* die Strategie des betrachteten Unternehmens einen relativ starken Einfluss auf die Marktstruktur ausüben.

An dieser Stelle kann jedoch nur prinzipiell die Wirkungsweise ausgewählter Parameter auf das System skizziert werden, da lediglich in konkreten (Entscheidungs-)Situationen präzisiert werden kann, welche exogenen Parameter grundsätzlich von Bedeutung sind und welche Wirkung sie auf das System ausüben. Analog zu den obigen Erläuterungen der Wirkungen von Rechtssystem und Patenten kann zum Beispiel die faktische Ausprägung des Rechtssystems konstatiert werden, um anschließend die Tragweite des Transaktionskostenansatzes für diese spezielle Situation zu spezifizieren: So ist in Ländern mit einem relativ „unterentwickelten“ Rechtssystem die Wahrscheinlichkeit für das Auftreten von Transaktionskosten *ceteris paribus* größer als in den westlichen Industrienationen. Denn durch die Möglichkeit durchsetzbare und „einwandfreie“ Verträge zu schließen, kann die Wahrscheinlichkeit opportunistischen Verhaltens verringert werden.

Die Einflüsse der Marktstruktur auf die Strategie bestehen darin, dass bei der Formulierung der Wachstumsstrategie die Situation auf den für das agierende Unternehmen relevanten Märkten analysiert werden muss (Marktsegmentanalyse). So genügt es nicht, einmal eine optimale Strategie zu formulieren und diese dann fortdauernd zu implementieren. Denn es erfolgt nicht nur eine Aufzehrung der Wettbewerbsvorteile des agierenden Unternehmens

durch den tagtäglichen Wettbewerb, gleichermaßen kann sich auch jederzeit die Attraktivität des Marktsegmentes ändern. Dies kann meist eine entsprechende Anpassung der Strategie erforderlich machen. Die Marktsegmentanalyse sollte freilich zunächst einmal für die derzeitigen Geschäftsfelder des Unternehmens angestellt werden, indem dort die Ausprägungen der fünf Wettbewerbskräfte ermittelt werden. Danach sollte jedoch auch die Attraktivität anderer Marktsegmente, auf denen das Unternehmen noch nicht tätig ist, analysiert werden, da auch eine Diversifikation in Betracht kommen könnte. Hierbei sollte indes realistisch vorgegangen werden, so dass nur diejenigen Marktsegmente herausgegriffen werden, bei denen langfristig die Möglichkeit eines erfolgreichen Markteintritts besteht. Ein grundsätzliches Verständnis ist allein schon für die eigentliche Untersuchung eines Marktes unabdingbar, da ansonsten seine wesentlichen Determinanten vielleicht gar nicht erkannt werden, so dass zum Beispiel fälschlicherweise angenommen werden könnte, hohe Umsätze in diesem Marktsegment seien gleichzusetzen mit einer hohen Profitabilität. Die grundsätzliche Erwägung einer Diversifikation kann nicht von vornherein ausgeschlossen werden, obwohl eine Diversifikation mit höheren Risiken verbunden ist als eine Investition in schon bestehenden Geschäftsfeldern. Es können jedoch bestimmte Situationen eintreten, in denen sogar die Aufgabe des traditionellen Geschäftsfeldes unvermeidbar ist. Denn die Märkte befinden sich nicht zuletzt wegen der exogenen Parameter ständig in Bewegung; das auf diesen Märkten agierende Unternehmen kann sich diesen fundamentalen Tendenzen nicht entziehen. Eine Diversifikation kann beispielsweise dann in Erwägung gezogen werden, wenn das traditionelle (relativ unattraktive) Marktsegment des Unternehmens stagniert, während andere attraktivere Marktsegmente ein starkes Wachstum erfahren. Sehr interessant erscheint die Schaffung eines völlig neuen Marktsegmentes, dessen Struktur dann relativ eigenständig gestaltet werden kann. Andererseits muss auch damit gerechnet werden, dass andere Unternehmen von ihrem traditionellen Geschäftsfeld in den attraktiven Markt des agierenden Unternehmens einzudringen versuchen, so dass nicht nur „offensive“ Strategien (also der Eintritt in neue Märkte), sondern auch „defensive“ Wachstumsstrategien (also die Verteidigung der bestehenden Marktpositionen) von Bedeutung sind.

Wie erläutert wurde, determiniert die Technologie hauptsächlich die Wettbewerbsvorteile eines Unternehmens.²⁶¹ Daher ist es bei der Entwicklung der Wachstumsstrategie notwendig, eine Bestandsaufnahme der vorhandenen Technologie vorzunehmen, indem analysiert wird, welche unternehmensinternen bzw. unternehmensexternen Technologien derzeit zur Verfügung stehen. Darüber hinaus ist weiterhin abzuschätzen, welche Technologien innerhalb des Planungshorizontes „am Markt“ verfügbar sein werden, also unternehmensintern bzw. -extern entwickelt werden können. Ein besonderes Gewicht kommt dabei der Technologie der (potenziellen) Konkurrenten des agierenden Unternehmens zu.

²⁶¹ Es sind jedoch auch Wettbewerbsvorteile durch die Organisation denkbar.

HALL/SAIAS merken an, dass spiegelbildlich zu den Ausführungen von CHANDLER („Structure follows Strategy“) die Strategie die bestehende Organisationsstruktur berücksichtigen muss. Denn diese sei gleichsam das „Ebenbild“ der (Vor-)Geschichte des Unternehmens.²⁶² Im Extremfall einer vollständig dezentralen Organisationsstruktur würden sich manche (Global-)Strategien wegen des Widerstandes einiger Geschäftsfelder überhaupt nicht verfolgen lassen. Jedoch werde auch in anderen Fällen die strategische „Wahrnehmung“ der Änderungen in den eigenen Fähigkeiten sowie in der Umwelt durch den „Filter“ der Organisation eingeschränkt.²⁶³ Die Organisationsmitglieder treffen eine (unbewusste) Selektion der ihnen genehmen Informationen. Letztendlich könne die derzeitige Organisation des Unternehmens (mit der Unternehmenskultur sowie den Normen der Mitarbeiter) bestimmte Strategien begünstigen, während sie anderen entgegenwirke.

Bei der Formulierung der Wachstumsstrategie wurde bestimmt, in welchem Bereich die Investition erfolgen soll (also welche strategischen Ziele angestrebt werden). So könnte sich beispielsweise bei der Analyse der Marktstruktur, der Technologie und der Organisation (sowie der exogenen Einflüsse) eine Diversifikation als vorteilhaft erweisen, da das agierende Unternehmen über nutzbares Know-how verfügt und das Ziel-Marktsegment eine hohe Attraktivität aufweist. Damit wird jedoch noch nichts darüber ausgesagt, wie dieses von der Wachstumsstrategie angestrebte Ziel erreicht werden soll. Hierfür bieten sich die Alternativen internes Wachstum, strategische Allianz und Akquisition an, die sich grundsätzlich für alle (global-)strategischen Ziele eignen. In Abbildung 17 wird der Zusammenhang zwischen Wachstumsstrategie und M&A-Strategie verdeutlicht. Die durch die Wachstumsstrategie determinierte „strategische Zielposition“, wie etwa die der konglomeraten Diversifikation, kann durch verschiedene Transaktions-Alternativen (beispielsweise durch internes Wachstum, Strategische Allianzen oder M&A-Transaktionen) verfolgt werden. Da die M&A-Strategie der Realisierung der Wachstumsstrategie dient, sind bei der Analyse der Wirkungen der M&A-Strategie gleichzeitig auch die Wirkungen der Wachstumsstrategie zu berücksichtigen, so dass zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit einer Alternative jeweils der aus Wachstumsstrategie und M&A-Strategie resultierende „Gesamteffekt“ ermittelt werden muss.

²⁶² Vgl. Hall/Saias (1980), S. 153.

²⁶³ Vgl. Hall/Saias (1980), S. 156 f.

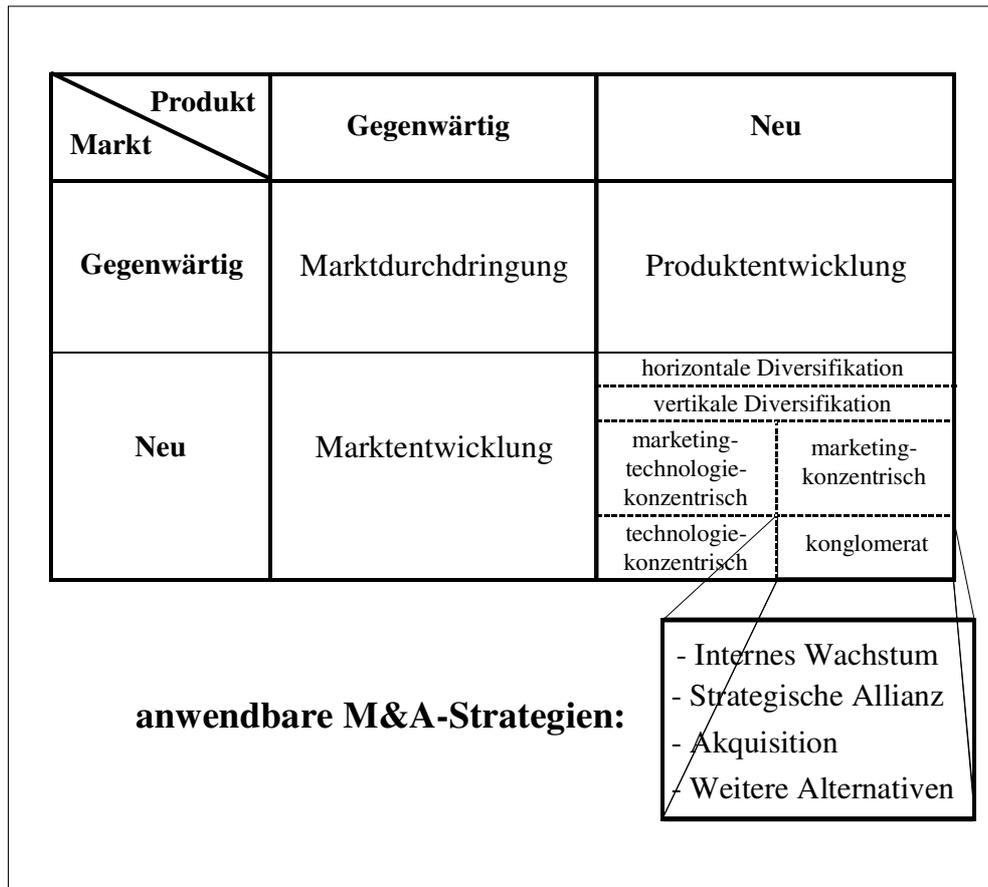


Abbildung 17: Der Zusammenhang zwischen Wachstumsstrategie und M&A-Strategie am Beispiel der konglomeraten Diversifikation

Die Alternativen unterscheiden sich jedoch in konkreten Entscheidungssituationen hinsichtlich ihrer Auswirkungen (und damit auch in ihrer Vorteilhaftigkeit). Diese Auswirkungen der einzelnen Alternativen können nun anhand der Strategie auf die Einflussfaktoren (sowie der dadurch induzierten Interdependenzen) bei Verfolgung etwa einer Strategie der *Diversifikation durch Akquisition* analysiert werden. Denn unterschiedliche M&A-Strategien (also unterschiedliche Alternativen) werden unterschiedliche Konsequenzen beispielsweise hinsichtlich der Transaktionskosten oder der Produktionskosten zur Folge haben. Beispielsweise wird der Einfluss der Strategie auf die Marktstruktur bei einer *Akquisition* tendenziell gravierender sein als bei einer „Marktlösung“ durch *Fremdbezug* oder *Lizenznahme*. Nach der Analyse der Ausgangssituation muss damit begonnen werden, die Interdependenzen, die zwischen den Faktoren bestehen, zu untersuchen. Denn von nun an werden die Faktoren nicht mehr als konstant angesehen, sondern können sich durch ihre Interaktion verändern. Die Wahl (bzw. *ex ante* die Erwägung) einer Alternative gibt sozusagen einen Startimpuls in das System hinein. Dabei werden im Folgenden Abschnitt nur die direkten Einflüsse der Strategie auf die anderen drei Faktoren betrachtet. Da in der vorliegenden Arbeit M&A-Transaktionen im Vordergrund stehen, wird bei der Strategieentwicklung zunächst analysiert, welche Einflüsse durch die Realisierung der Globalstrategie mit

einer Unternehmensakquisition entstehen und welche (Opportunitäts-)Kosten und (Opportunitäts-)Erträge dadurch verursacht werden. Gleichzeitig erfolgt eine Berücksichtigung der Alternativen, indem erläutert wird, welche Einflüsse sie in der jeweiligen Situation ausüben würden und welche Opportunitätskosten bzw. Opportunitätsenerträge (durch die Nicht-Realisierung der optimalen Alternative) verursacht werden. In der finanzwirtschaftlichen Bewertung der Alternativen muss dann schließlich eine Quantifizierung dieser antizipierten Einflüsse erfolgen.

Zuerst müssen nun die primären, unmittelbaren Einflüsse der Strategie analysiert werden, die durch die Wahl einer der genannten Alternativen zur Realisierung der Wachstumsstrategie entstehen würden. Diese primären Auswirkungen treten an den Faktoren Marktstruktur, Technologie und Organisation auf.

Der Einfluss der Strategie auf die Marktstruktur kann zum einen schon alleine durch die Realisierung der zugrunde liegenden Wachstumsstrategie zustande kommen, mit der es ja im günstigsten Falle möglich ist, die Marktstruktur zugunsten des agierenden Unternehmens zu beeinflussen. Darüber hinaus hat auch die M&A-Strategie, also die Wahl einer Alternative, einen Einfluss auf die Marktstruktur. Bei der Bestimmung der Wirkung einer Alternative auf die Marktstruktur ist die gegebene Marktstruktur einzubeziehen. Tendenziell bewirkt eine Akquisition (außer bei einer Diversifikation) eine Verringerung der Wettbewerber auf dem Ziel-Marktsegment bei zunächst gleich bleibenden Kapazitäten.²⁶⁴ Im Gegensatz dazu führt ein internes Wachstum zu einem Anstieg der Kapazitäten, wobei aber nur eine (interne) Diversifikation die Anzahl der Wettbewerber in einem Marktsegment erhöht, da sich bei einer Marktdurchdringung oder Marktentwicklung das agierende Unternehmen bereits in diesem (Ziel-)Marktsegment befindet.²⁶⁵ Hingegen ist bei Strategischen Allianzen kein eindeutiger Effekt auf die Zahl der Wettbewerber und die Kapazitäten auszumachen; es besteht hier jedoch die Möglichkeit eines abgestimmten Verhaltens der Partner im jeweiligen Geschäftsfeld. Des Weiteren beeinflusst die Alternativenwahl die Dauer, die zur Realisierung der Wachstumsstrategie benötigt wird. Dies wird bei M&A-Transaktionen und Strategischen Allianzen relativ schnell der Fall sein, während internes Wachstum tendenziell einen hohen Zeitaufwand verursachen wird. Dadurch kann ein Einfluss auf die Marktstruktur entstehen, da entweder ein Zeitvorteil gegenüber den Wettbewerbern erlangt werden kann oder in relativ kurzer Zeit mit einem Konkurrenten, der selbst über einen solchen Zeitvorteil verfügt, gleichgezogen werden kann.

Aus der Wachstumsstrategie des agierenden Unternehmens kann seine Technologiestrategie abgeleitet werden, da zur Realisierung der gewählten Wachstumsstrategie be-

²⁶⁴ Zu den Auswirkungen einer Akquisition auf die fünf Wettbewerbskräfte nach Porter vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000), S. 235-238.

²⁶⁵ Vgl. Petersen (1994), S. 123.

stimmte technologische Erfordernisse erfüllt sein müssen.²⁶⁶ Die Technologiestrategie legt beispielsweise fest, über welche Technologien das Unternehmen verfügen muss und ob Technologieführerschaft erforderlich ist, um die gewählte Wachstumsstrategie verfolgen zu können.²⁶⁷ In diese Entscheidung fließen unter anderem auch die bei der Analyse der Technologie gewonnenen Erkenntnisse hinsichtlich der vorhandenen unternehmensinternen und unternehmensexternen Technologien ein, da gegebenenfalls Schritte eingeleitet werden müssen, die benötigte Technologie (bzw. Know-how) zu generieren. Jedoch hat die Wahl einer Alternative Konsequenzen auf die Realisierung der Technologiestrategie, da die unterschiedlichen Alternativen unterschiedliche Kosten zur Folge haben werden (unter anderem auch durch unterschiedlich lange Realisationszeiträume hinsichtlich des „Technologieerwerbs“ bzw. der Technologieerzeugung). Denn die (relative) Vorteilhaftigkeit eines internen Wachstums, einer M&A-Transaktion oder einer Strategischen Allianz hinsichtlich der Erlangung einer Technologie hängt zunächst einmal von der konkreten Konstellation der unternehmensinternen bzw. unternehmensexternen Technologie ab. So werden die Forschungs- und Entwicklungskosten (F&E-Kosten) bei internem Wachstum tendenziell umso höher sein, je schlechter die technologische Basis des agierenden Unternehmens und je komplexer die erforderliche Technologie ist. Ein technologisch führendes Unternehmen wird sich somit bei internem Wachstum geringeren F&E-Kosten gegenüber sehen als ein „rückständigeres“, das zusätzlich zu den (pagatorischen) F&E-Kosten noch durch hohe Opportunitätskosten belastet wird, da eine andere Alternative (etwa ein Forschungsauftrag an ein „kompetenteres“ Unternehmen“) geringere Kosten verursachen würde. Das gleiche wäre der Fall, wenn eine durch ein anderes Unternehmen patentgeschützte Technologie durch „Variationen“²⁶⁸ erlangt werden kann: Dies könnte jedoch hohe Opportunitätskosten verursachen, da in diesem Fall (in Bezug auf die F&E-Kosten) meist eine Lizenznahme kostengünstiger wäre. Hingegen lassen sich durch M&A-Transaktionen und Strategische Allianzen die Möglichkeiten der unternehmensexternen Technologie ausschöpfen, indem vorhandenes Know-how genutzt wird oder durch Akquisition bzw. Strategische Allianzen das benötigte Know-how zur Generierung der Technologie erworben wird.²⁶⁹ Gerade im Hochtechnologiebereich ist zu vermuten, dass es einerseits technisch nicht möglich, aber andererseits auch ökonomisch nicht zweckmäßig ist, sich ausschließlich auf die unternehmensinterne Technologie, also internes Wachstum, zu verlassen.²⁷⁰

²⁶⁶ Vgl. Porter (1985), S. 176 f.

²⁶⁷ Vgl. Porter (1985), S. 176-200.

²⁶⁸ In diesem Falle erfolgt eine Imitation der Technologie in der Weise, dass der Schutzbereich des Patents nicht tangiert wird.

²⁶⁹ Vgl. Link (1988).

²⁷⁰ Ausführlicher Pausenberger (1982).

Gemäß CHANDLERS These „Structure follows Strategy“²⁷¹ erzwingt die Wahl einer Wachstumsstrategie eine entsprechende Anpassung der Organisationsstruktur des Unternehmens, denn „growth without structural adjustment can lead only to economic inefficiency“²⁷². So führte beispielsweise die konglomerate Diversifikation zur Multidivisionalen Unternehmensorganisation. Des Weiteren erzwingt eine Wachstumsstrategie, die Kostenführerschaft verlangt, bestimmte Organisationsstrukturen, die beispielsweise eine kostengünstige Produktion erlauben.²⁷³ Jedoch kann auch die Wahl einer Alternative einen Einfluss auf die Organisation ausüben. Während *Akquisitionen* tendenziell eher Integrationsprobleme²⁷⁴ verursachen (nicht zuletzt wegen des Verlustes von bedeutenden Mitarbeitern²⁷⁵), werden diese bei *Strategischen Allianzen* tendenziell geringer sein. Beim *Fremdbezug* bzw. beim *internen Wachstum* werden hingegen kaum „Integrationsprobleme“ dieser Art zu erwarten sein. Wie beim Erklärungsansatz des Synergiemanagements erläutert wurde, erfordern Synergiepotenziale eine aktive Gestaltung der Organisationsstruktur.²⁷⁶ Daher ist eine systematische Gestaltung der Organisation durch die Strategie notwendig, um Synergieeffekte zu realisieren.

7.5. Immaterielle Vermögenswerte

Eine besondere Bedeutung im Zusammenhang mit der Wachstums- und M&A-Strategie kommt den immateriellen Vermögenswerten (intangibles) zu. Der Begriff entstammt aus dem externen Rechnungswesen und bezeichnet – mit Ausnahme der Finanzanlagen - alle Vermögensgegenstände, die nicht physisch greifbar sind.²⁷⁷ Dazu gehören gewerbliche Schutzrechte wie Patentrechte, Marken und Lizenzen sowie der Geschäfts- oder Firmenwert. Im weiteren Sinne kann dazu auch bilanziell nicht aktivierbares Wissen gezählt werden. Die Besonderheit der immateriellen Vermögenswerte ergibt sich dadurch, dass sie meist gerade im Zentrum der M&A-Strategie stehen.²⁷⁸ Der Grund hierfür ist darin zu sehen, dass physische Vermögensgegenstände in der Regel leicht reproduzierbar sind.²⁷⁹ Da sie in der Bilanz des Zielunternehmens aktiviert sind und somit über den Zerschlagungswert die Kaufpreisuntergrenze erhöhen, kann sich für den Käufer eine Wertsteigerung nur

²⁷¹ Vgl. Chandler (1962), S. 13 f.

²⁷² Chandler (1962), S. 16.

²⁷³ Vgl. Porter (1985), S. 23-25.

²⁷⁴ Zu Integrationsproblemen vgl. ausführlich Haspeslagh/Jemison (1991), die die Akquisition als einen *Prozess* ansehen. Neben dem *Entscheidungsprozeß* messen sie dem *Integrationsprozess* einen hohen Stellenwert zu, da erst im Laufe der Integration ein „Wert“ geschaffen werden könne und nicht alleine durch den Kauf an sich.

²⁷⁵ Vgl. Gerpott (1993a); Gerpott (1995).

²⁷⁶ Vgl. Kirchner (1991), S. 64.

²⁷⁷ Vgl. Oehlrich/Dahmen (2009), S. 344.

²⁷⁸ Vgl. Vance (2010), S. 93 f.

²⁷⁹ Vgl. Boehm/Siebert (2008), S. 3.

aufgrund eines Marktwert-Buchwert-Unterschiedes bzw. in unterschiedlichen Produktivitäten ergeben. Hinsichtlich der immateriellen Vermögenswerte gilt jedoch, dass diese zum Teil nur in geringem Maße aktivierungsfähig sind, zum Teil aber auch ein Aktivierungsverbot besteht. Jedoch lassen sich, wie im Folgenden zu zeigen ist, immaterielle Vermögenswerte nicht durch jede Transaktionsalternative für das agierende Unternehmen gewinnen. In vielen Fällen sind M&A-Transaktionen die einzige Möglichkeit, immaterielle Vermögenswerte ohne prohibitive Transaktionskosten auf das agierende Unternehmen zu übertragen.

Zunächst einmal sind die immateriellen Vermögenswerte näher abzugrenzen (Tabelle 3). Ein sinnvolles Differenzierungsmerkmal stellen Übertragbarkeit und Ausschließbarkeit dar. Das Merkmal der Übertragbarkeit bezieht sich darauf, ob ein Transfer des betreffenden immateriellen Vermögenswertes auf ein anderes Unternehmen grundsätzlich möglich ist. Dies hängt beispielsweise mit der Frage zusammen, ob der immaterielle Vermögenswert in irgendeiner Weise fixiert oder beschrieben werden kann. Beispielsweise gibt es bestimmte Arten von Wissen und Fähigkeiten, die nicht auf einen Dritten transferiert werden können (Tacit Knowledge). Ein erfolgreicher Einkäufer im Unternehmen mag zwar ein Gefühl für die Entwicklung von Marktpreisen haben, jedoch lässt sich diese Fähigkeit selten schriftlich oder durch Schulungsmaßnahmen auf andere übertragen. Vielmehr müsste ein Dritter für eine längere Zeit mit diesem Einkäufer zusammenarbeiten, um vielleicht dieselbe Fähigkeit entwickeln zu können.

Dagegen bezieht sich das Merkmal der Ausschließbarkeit auf die Frage, ob der Inhaber des immateriellen Vermögenswertes einen anderen wirksam von der Nutzung ausschließen kann. Dieses Merkmal lässt sich hauptsächlich auf rechtliche Gegebenheiten zurückführen, da etwa der Inhaber eines Patents, einer Marke oder einer (exklusiven) Lizenz jedem Dritten die Nutzung seines Rechtes untersagen kann.²⁸⁰

Tabelle 3: Abgrenzung unterschiedlicher Arten von immateriellen Vermögenswerten²⁸¹

	Fehlende Übertragbarkeit	Übertragbarkeit
Fehlende Ausschließbarkeit	-	nicht schutzrechtsfähige Vermögenswerte (z.B. Know-how)
Ausschließbarkeit	Tacit Knowledge	schutzrechtsfähige Vermögenswerte (z.B. Patente, Marken)

Beide Kriterien zusammen erlauben eine Abgrenzung von M&A-relevanten immateriellen Vermögenswerten. Während sich die schutzrechtsfähigen Vermögenswerte sehr leicht über

²⁸⁰ Zu Klassifizierungen nach IDW S5 vgl. Boehm/Siebert (2008), S. 5.

²⁸¹ In Anlehnung an Kubitschek/Meckl (2000), S. 743.

eine andere Wachstumsstrategie realisieren lassen, indem etwa die (exklusive) Lizenz an einem Patent oder einer Marke erworben wird, ist dies für nicht schutzrechtsfähige Vermögenswerte bzw. für Tacit Knowledge nicht möglich. Denn bei ersteren würde sich die typische oben beschriebene Situation einstellen, dass Preisverhandlungen über Markttransaktionen schon dadurch ausgeschlossen werden, dass dabei der betreffende immaterielle Vermögenswert dem potenziellen Käufer offengelegt werden müsste. Selbst bei Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung kann der Verkäufer nicht überprüfen, dass der potenzielle Käufer nach Abbruch der Verhandlungen den immateriellen Vermögenswert nicht doch weiter nutzt. Als Beispiel mag eine geheime, aber nicht patentierte Produktionstechnologie dienen, für die ein Verkauf aufgrund der dargestellten Problematik nicht infrage kommt. Es kommt hier zu prohibitiv hohen Transaktionskosten. Tabelle 4 gibt einen Überblick über sinnvolle Wachstumsstrategien bei der Übertragung unterschiedlicher Arten von immateriellen Vermögenswerten.

Tabelle 4: Sinnvolle Wachstumsstrategien bei der Übertragung unterschiedlicher Arten von immateriellen Vermögenswerten²⁸²

	Fehlende Übertragbarkeit	Übertragbarkeit
Fehlende Ausschließbarkeit	Internes Wachstum	M&A-Transaktionen, Joint Ventures
Ausschließbarkeit	M&A-Transaktionen	Strategische Allianz

Solche immateriellen Vermögenswerte, die im Mittelpunkt der M&A-Strategie stehen können, können dabei in jeder Aktivität der Wertkette eines Unternehmens identifizierbar sein und nicht nur in der Technologieentwicklung. Entsprechende immaterielle Verknüpfungen können in Analogie zur Abbildung 14 von PORTER (S. 64) verdeutlicht werden. Zu berücksichtigen sind auch die möglicherweise auftretenden Transaktionskosten, die einen Transfer der immateriellen Vermögensgegenstände unter Umständen behindern können.²⁸³

Bei der strategischen M&A-Planung können eine sichere Prognose der immateriellen Vermögensgegenstände und deren Übertragbarkeit nur im Rahmen einer Due Diligence erfolgen. In der Literatur finden sich zahlreiche Unterteilungen für die Bereiche der Due Diligence.²⁸⁴ Als klassisch gilt die Einteilung in Financial Due Diligence, Legal Due Diligence und Tax Due Diligence. Dieser klassische Ansatz ist jedoch für die vorliegende Untersuchung nicht ausreichend, da damit immaterielle Vermögensgegenstände des Zielunternehmens oder mögliche Verflechtungen nicht hinreichend aufgedeckt werden können. Viel-

²⁸² In Anlehnung an Kubitschek/Meckl (2000), S. 743.

²⁸³ Vgl. Moser/Goddar (2007), S. 595.

²⁸⁴ Vgl. Berens/Hoffjan/Strauch (1998), S. 132; Rockholtz (1999), S. 95.

mehr ist die Due Diligence um weitere Bereiche und weitere Informationsgrundlagen zu erweitern. Als zusätzliche Bereiche kommen etwa Human Resources oder Strategy in Frage. Als weitere Informationsquellen sind neben Dokumenten auch Befragungen und Interviews durchzuführen, da immaterielle Vermögensgegenstände selten schriftlich erfasst oder vertraglich festgehalten werden. Insbesondere ist bei der Due Diligence auf die beschriebenen Kategorien der Übertragbarkeit und Ausschließbarkeit von immateriellen Vermögensgegenständen zu achten. Es könnte sich nämlich im Verlauf der Due Diligence herausstellen, dass die anvisierten immateriellen Vermögensgegenstände einen anderen Charakter aufweisen und beispielsweise nicht nur im Rahmen von M&A-Transaktionen übertragen werden können, sondern vielleicht auch als Patent zu übertragen sind.²⁸⁵ Wenn dabei keine oder nur geringe Transaktionskosten zu erwarten sind, kann neben der M&A-Transaktion auch eine Markttransaktion wie etwa der Kauf des Patents eine sinnvolle Wachstumsstrategie darstellen. Es zeigt sich somit, dass im Verlauf einer auf immaterielle Vermögensgegenstände gerichteten Due Diligence auch ein Abbruch der geplanten M&A-Transaktion möglich ist. Auch dadurch unterscheidet sich die vorgeschlagene Erweiterung der Due Diligence von der bekannten Form, die lediglich bei rechtlichen oder steuerrechtlichen Risiken einen Abbruch der Transaktion für möglich hält.

Die Bedeutung der *Human Resources Due Diligence* ergibt sich daraus, dass die Qualität eines Unternehmens im Wesentlichen von den Fähigkeiten der Mitarbeiter abhängt.²⁸⁶ Damit kommt der Beurteilung des Managements und der Mitarbeiter eine herausragende Bedeutung zu. Auch hier wird zunächst in einer Vergangenheitsbetrachtung die bisherige Arbeit des Managements beurteilt. Dies ist aber kein Selbstzweck, sondern soll einen Schluss auf die zukünftigen Leistungen des Personals zulassen. Dabei ist gerade auch die Frage zu klären, ob die wichtigsten Mitarbeiter im Unternehmen gehalten werden können. Vielfach scheiden insbesondere die fähigsten Mitarbeiter im Rahmen der Umstellungen nach einer Transaktion aus, weil sie von anderen Unternehmen abgeworben werden. Sofern der Käufer mit der Übernahme den Eintritt in einen fremden und schwierigen Markt beabsichtigt, kommt dem Personalstamm eine besondere Bedeutung zu. Denn eine Transaktion ist in den meisten Fällen nicht sinnvoll, wenn die Mitarbeiter nicht gehalten werden können. Dabei wurde bei M&A-Transaktionen in der Vergangenheit dem Faktor der Unternehmenskultur zu wenig Beachtung geschenkt, womit beim Integrationsmanagement wertvolle Ressourcen verschwendet werden.²⁸⁷ Der Analyse und Prüfung der Unternehmenskulturen sollte man daher schon im Rahmen der Due Diligence einen hohen Stellenwert beimessen, indem etwa Organisations- und Führungsstruktur analysiert werden wie etwa

²⁸⁵ Vgl. Van Wyk (2010), S. 223-225.

²⁸⁶ Vgl. Canepa (1998), S. 19.

²⁸⁷ Vgl. Bauch (2004), S. 49.

die Abhängigkeit von bestimmten Personen und die Struktur des Personals bezüglich Ausbildung, Funktion, Alter, Diensteintritt, Löhne und Gehälter.²⁸⁸

Bei der *Strategic Due Diligence* wird das Zielunternehmen bezüglich der wirtschaftlichen Aspekte analysiert. Im Mittelpunkt steht die Frage, ob es hinsichtlich der folgenden Faktoren den Zielsetzungen des potenziellen Käufers entspricht und damit Basis für immaterielle Verflechtungen darstellen kann:²⁸⁹

- Verkaufs- und Marketingstrategien für das Inland bzw. den Export;
- Zusammensetzung des Produktsortimentes;
- Absatzentwicklung;
- Entwicklung der Verkaufspreise je Marktsegment;
- wichtigste Konkurrenten im In- und Ausland;
- Möglichkeiten der Erschließung neuer Absatzmärkte;
- Organisation von Verkauf, Distribution und Kundendienst;
- Kundenbeurteilung des Zielobjekts und seiner Produkte.

Besondere Beachtung müssen die immateriellen Vermögensgegenstände auch bei der Integration erfahren. Unter Integration wird der vom Erwerber gestartete Prozess verstanden, zwischen Erwerber und Zielunternehmen immaterielle Fähigkeiten bzw. Know-how auszutauschen sowie die Nutzung materieller Ressourcen beim Zielunternehmen zu verändern.²⁹⁰ Ziel der Integration ist es, die vorab identifizierten Synergiepotenziale zu realisieren, um damit zu einer Wertsteigerung zu kommen. Wie die Definition zeigt, liegt der Schwerpunkt des Integrationsmanagements auf den immateriellen Vermögensgegenständen. Als hauptsächliches Integrationsmittel fungieren dabei die Mitarbeiter des Erwerbers und des Zielunternehmens, die insbesondere gemeinsam den Austausch von Fähigkeiten und Know-how sicherstellen müssen. Das Integrationsmanagement bietet auf Basis psychologischer und organisationstheoretischer Ansätze Instrumente, wie Widerstände unter den Mitarbeitern abgebaut werden können. In der strategischen Sichtweise stellen diese durch eigennütziges Verhalten entstehende Widerstände Transaktionskosten dar.

Ein hilfreiches Instrument für ein Integrationsmanagement unter Berücksichtigung der immateriellen Vermögensgegenstände stellt das 7-K Modell von JANSEN dar.²⁹¹ Dieses Modell umfasst sieben erfolgskritische Faktoren des Integrationsmanagements, welche direkt die wirtschaftlichen und physischen Kosten der Integration beeinflussen. Diese Faktoren sind Kultur, Koordination der Integration, Kunden und Ko-Produzenten, Karrieren bzw. Kernbelegschaft, Kommunikation, Know-how und Kernkompetenzen sowie die Kontrolle

²⁸⁸ Vgl. Canepa (1998), S. 19.

²⁸⁹ Vgl. Canepa (1998), S. 18.

²⁹⁰ Vgl. Kanter (2009), S. 121-125; Gerpott (1993b), S. 115.

²⁹¹ Vgl. Jansen (2008), S. 320.

über das Integrationsmanagement. Wie Abbildung 18 verdeutlicht, hängen die einzelnen Faktoren wiederum untereinander ab und sind je nach Transaktion individuell ausgeprägt.²⁹²

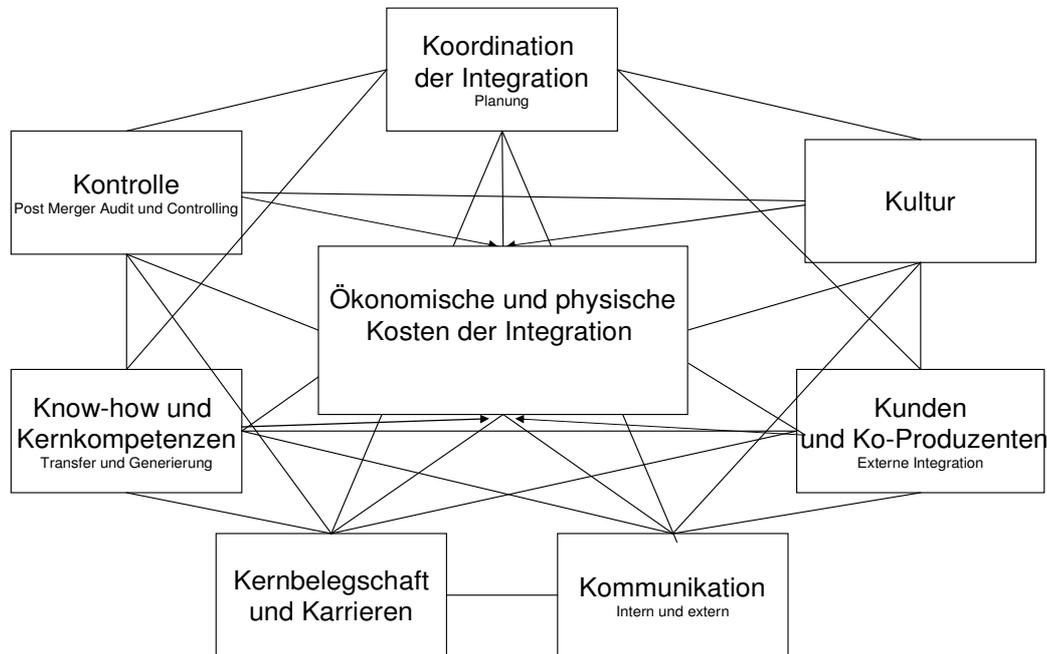


Abbildung 18: Das 7-K-Modell der Integration²⁹³

Mit Hilfe der genannten Faktoren kann auch ein erfolgreiches Integrationsmanagement für immaterielle Vermögensgegenstände geplant werden.²⁹⁴ In Abhängigkeit von den beteiligten Unternehmen und der Ausgestaltung der immateriellen Verflechtungen ist allerdings auf einzelne Faktoren ein höheres Gewicht zu legen. Eine Rolle spielt dabei auch, dass viele Unternehmen eine eigene M&A- bzw. Integrationskultur besitzen, so dass sich allgemeine Vorgaben von vornherein verbieten. Daher sind Ansätze wie das von Jansen entworfene 7-K Modell kritisch zu analysieren, ob diese auf den betrachteten Einzelfall angewendet werden können. Eine Besonderheit gilt der Komplexität und der Branche, die jeweils unterschiedlichste Schwerpunktsetzungen erforderlich machen.²⁹⁵

In Bezug auf die immateriellen Vermögensgegenstände kann etwa der Faktor Kommunikation betrachtet werden. Im Zuge einer geplanten bzw. aktuellen Übernahme kommt es häufig zur Abwerbung qualifizierter Mitarbeiter durch Konkurrenten oder Headhunter. Für den Mitarbeiter ist die Entscheidung zum Wechsel meist nicht durch Wechselprämien bedingt,

²⁹² Vgl. Jansen (2008), S. 320.

²⁹³ Vgl. Jansen (2008), S. 322.

²⁹⁴ Zu einer empirischen Untersuchung von relevanten Faktoren vgl. Bresman/Birkinshaw/Nobel (2010).

²⁹⁵ Vgl. Jansen (2008), S. 322.

sondern vielmehr durch den sicheren Arbeitsplatz beim neuen Arbeitgeber im Vergleich zur Ungewissheit beim Zielunternehmen.²⁹⁶ Eine solch hohe Personalfuktuation bedeutet für das Unternehmen einen enormen Know-how-Verlust, da durch die Auswahl zunächst die besten Mitarbeiter das Unternehmen verlassen werden. Je nach Umfang der Abwerbung verbleiben beim Zielunternehmen dann nur solche Mitarbeiter, die keine Aussichten auf einen neuen Arbeitsplatz haben. Angesichts eines solchen Know-how-Verlusts werden nicht nur Synergiepotenziale vergeudet, sondern es muss das Know-how zu teuren Konditionen am Markt eingekauft bzw. langfristig wieder selbst entwickelt werden.

Das Integrationsmanagement ist mit einem Akquisitionscontrolling bzw. Synergiecontrolling zu verbinden, dessen Ziel die Erfolgskontrolle und -steuerung in der Post-Deal-Phase sind. Während materielle Synergien relativ leicht zahlenmäßig erfasst und damit bewertet werden können, fehlt den immateriellen Verflechtungen diese Quantifizierbarkeit. „Insbesondere dieser Aspekt des Synergie-Controllings lässt sich schwerlich verwirklichen, wenn nicht die für die Synergie-Realisation verantwortlichen Führungskräfte schnell und gezielt auf benötigte Informationen zurückgreifen können.“²⁹⁷ Daher gilt es, bereits bei der Entwicklung der M&A-Strategie Vorbereitungen zu treffen, wie die identifizierten immateriellen Verflechtungen gemessen werden können.

Aufgrund der schwierigen Quantifizierbarkeit muss hierzu ein Instrument gefunden bzw. entwickelt werden, das den Besonderheiten der immateriellen Vermögensgegenstände Rechnung trägt.²⁹⁸ Dazu bietet sich die Balanced Scorecard an, da sie die Ergebnisse der Aktivitäten des Unternehmens in der Berichtsperiode nicht nur in finanziellen Kennzahlen, sondern aus verschiedenen Perspektiven festhält. Ausgehend von der entwickelten Wachstumsstrategie und der zur Umsetzung geplanten M&A-Strategie beginnt die Beurteilung des Unternehmens zunächst bei der Finanzperspektive, dann folgt die Kundenperspektive, die interne Prozessperspektive und zuletzt die Lern- und Entwicklungsperspektive. Die richtige Anwendung der Balanced Scorecard im Akquisitionscontrolling ermöglicht

- wesentliche Entwicklungen wahrzunehmen,
- sich über Auswirkungen und die Bedeutung des Wahrgenommenen bewusst zu sein sowie
- die wesentlichen Einflussgrößen der Transaktion zu beeinflussen.

Denn eine reine finanzielle Betrachtung im Akquisitionscontrolling führt dazu, dass die immateriellen Vermögensgegenstände weitgehend übersehen werden, da sie sich kurzfristig (noch) nicht im Ergebnis niederschlagen. Dann könnte auf Fehlentwicklungen nur reagiert werden, während ein Akquisitionscontrolling mit Hilfe der Balanced Scorecard ein

²⁹⁶ Vgl. Jansen/Picot/Schiereck (2001), S. 153,

²⁹⁷ Reißner (1992), S. 172.

²⁹⁸ Zur Problematik der Anwendung klassischer Bewertungsverfahren vgl. Boehm/Siebert (2008), S. 7-18; Lin/Tang (2009).

proaktives Management immaterieller Ressourcen erlaubt. Die wesentlichen Schlüsselfragen im Rahmen des Akquisitionscontrollings sind somit:

- Werden mit der Transaktion die angestrebten Ziele erreicht und die Strategie implementiert?
- Was sind die Ursachen für Zielverfehlungen?
- Wie sind Ziele, Strategien und Maßnahmen anzupassen?
- Wie können Mitarbeiter und Kunden motiviert werden, „ihren Beitrag“ zur Umsetzung der M&A-Strategie zu leisten?

Ein solches proaktives Akquisitionscontrolling zielt darauf ab, Veränderungen hinsichtlich der vier Perspektiven frühzeitig erkennen zu können. Es umfasst zudem eine kontinuierliche Überprüfung der Annahmen, die die Grundlage der getroffenen Akquisitionsentscheidung bilden.

Im Mittelpunkt dieses Akquisitionscontrolling für immaterielle Vermögensgegenstände stehen die folgenden Synergiekategorien:²⁹⁹

- Transfer von Know-how,
- immaterielle Verflechtungen in den Wertschöpfungsketten und
- personelle Restrukturierungsmaßnahmen.

Der Unterschied zum klassischen Akquisitionscontrolling ist, dass hierbei nicht die Kostenseite im Vordergrund steht, sondern vielmehr Synergiepotenziale bzw. -effekte verfolgt werden sollen. Denn die Nichterreicherung geplanter Synergien stellt die wichtigste Ursache für das Scheitern von M&A-Transaktionen dar, da im Kaufpreis meist implizit eine Prämie für die geplanten Synergien enthalten ist. Die Transaktion kann daher nur dann erfolgreich sein, wenn diese „bezahlten“ Synergiepotenziale im Zuge der Integration auch tatsächlich realisiert werden können. Zudem unterscheidet sich die Betrachtung dadurch, dass auch Transaktionskosten berücksichtigt werden. Sofern diese nicht messbar sind, sind sie zumindest zu schätzen.

Damit eine Ermittlung der positiven und negativen Effekte im Rahmen des Akquisitionscontrollings nicht von der subjektiven Einschätzung des Beurteilers abhängt, sollten wiederum die Entwicklungsansätze der M&A-Strategie herangezogen werden und mittels des ekklektischen Ansatzes integriert werden (Abbildung 7, S. 29). Dieser kann wiederum Basis der Unternehmensbewertung darstellen, so dass sich letztendlich auch die Theorien zur Begründung von M&A-Transaktionen in der Unternehmensbewertung bzw. dem Akquisitionscontrolling niederschlagen.

²⁹⁹ Vgl. Vögele/Witt/Harshbarger (2008), S. 19 f.

8. Zusammenfassung

H1. *Das Erreichen einer Mehrwertgenerierung erfordert eine prozessorientierte Betrachtung von M&A-Transaktionen, die nicht nur die Planung und Implementierung der Transaktion, sondern auch die Strategieentwicklung umfasst.*

Ausgangspunkt der vorliegenden Arbeit ist die Untersuchung der strategischen Einflussfaktoren von M&A-Transaktionen. Wenn M&A-Transaktionen ein Mittel sein sollen, um aus Sicht des agierenden Unternehmens einen Mehrwert zu generieren, dann ergibt sich die Frage, wie dieser Prozess der Mehrwertentstehung erklärt, geplant und gemanagt werden kann. Grundlage dafür sind die Bausteine erfolgreicher strategischer M&A-Transaktionen. Ziel der M&A-Transaktion ist die Marktwertsteigerung, die daher bei jedem Baustein zu berücksichtigen ist. Grundlage ist ein systematischer M&A-Prozess, der sich von der Strategieentwicklung bis hin zur Unternehmensbewertung und Kaufpreisbestimmung erstreckt. Die in der Strategie angestrebten strategischen Erfolgspositionen müssen im Rahmen der Due Diligence überprüft werden.

H2. *Die einzelnen, zu berücksichtigenden Einflussfaktoren sind auf verschiedene theoretische Erklärungsansätze zurückzuführen und machen damit eine integrierte, ganzheitliche Betrachtung erforderlich. Das häufige Scheitern von M&A-Transaktionen in der Unternehmenspraxis ist daher weniger in eigennutzenmaximierendem Verhalten des Managements des agierenden Unternehmens, sondern vielmehr in der fehlenden praxistauglichen theoretischen Basis begründet.*

In der Theorie werden zahlreiche Ansätze diskutiert, von denen besonders der Transaktionskostenansatz, die Synergiehypothese und der ressourcenorientierte Ansatz hervorzuheben sind. Wie die empirischen Erfolgsdaten zu M&A-Transaktionen zeigen, gelingt es den Unternehmen in fast der Hälfte der Fälle nicht, diese Fülle an wissenschaftlichen Erkenntnissen in ein erfolgreiches M&A-Management zu überführen. Kernthese der vorliegenden Arbeit ist daher, dass sich die geringe Erfolgsquote der Transaktionen nicht durch ein eigennutzenmaximierendes Verhalten des Managements erklären lässt. Vielmehr führt die heterogene wissenschaftliche Basis dazu, dass die Praktiker Entscheidungen über M&A-Transaktionen eher ohne Rückgriff auf die Theorie treffen und sich blind auf die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung verlassen. Die quantifizierten Annahmen dieser Unternehmensbewertung werden jedoch eher subjektiv festgestellt.

H3. *Angesichts der Vielschichtigkeit der Realität muss die theoretische Basis in einem ekklektischen Ansatz festgehalten werden und dabei den immateriellen Vermögenswerte eine besondere Gewichtung beimessen.*

Die zahlreichen empirischen Untersuchungen lassen sich nur so verstehen, dass es keinen überragenden Erklärungsansatz gibt. Vielmehr leisten alle Effizienzansätze einen Beitrag zur Begründung von Mehrwertgenerierung im Zuge von M&A-Transaktionen. Auch die in der Literatur vorgeschlagene Kombination der Synergiehypothese mit dem Transaktionskostenansatz ist nicht zielführend, weil damit wichtige Ansätze vernachlässigt werden. Das im Rahmen der vorliegenden Arbeit ekklektische System zur Integration der Ansätze erfüllt hingegen die eingangs gestellte Forderung der Berücksichtigung aller Interdependenzen zwischen den Erklärungsansätzen, da die Interdependenzen im System in ihre elementaren Bestandteile (die einzelnen Einflüsse eines Faktors auf einen anderen) zerlegt wurden.

- H4. *Der ekklektische Erklärungsansatz kann alle monokausalen Ansätze zusammenführen, indem mit den Elementen Marktstruktur, Technologie und Organisation eine Integration dieser Ansätze vorgenommen wird.*
- H5. *Die Strategie wird dabei als besonderer Faktor hinzugenommen, weil mit Hilfe der Strategie versucht wird, die Unternehmensziele durch Beeinflussung von Marktstruktur, Technologie und Organisation zu erreichen.*

Der Vorteil im Vergleich zu einer isoliert-parallelen Anordnung der relevanten Ansätze ist offensichtlich: Diese vernachlässigt stillschweigend alle Interdependenzen, was jedoch nur in bestimmten Situationen gerechtfertigt ist. Dagegen ist der Unterschied zu einer hierarchischen Anordnung der Ansätze nicht auf den ersten Blick ersichtlich, da anhand des Systems zwar die Interdependenzen abgebildet werden können, eine Analyse allerdings trotzdem nur an hierarchischen Fragmenten des Systems vorgenommen werden kann. Das entwickelte System bietet allerdings auch hier einen Vorteil: Es kann im Sinne einer Strukturierungshilfe zunächst zur Verdeutlichung der Zusammenhänge genutzt werden, da es dem Entscheidungsträger erlaubt, sich vorher über die potenziellen Interdependenzen und die Zusammenhänge bewusst zu werden. Anschließend kann eine Vereinfachung durch eine hierarchische Anordnung so vorgenommen werden, dass eine möglichst geringe Vernachlässigung von Interdependenzen erfolgt. In manchen Fällen kann es sogar zweckmäßig sein, unter Zuhilfenahme des Systems mehrere hierarchische Anordnungen von Ansätzen (beispielsweise in „entgegengesetzte Richtungen“) durchzuführen, um dadurch die relative Bedeutung der jeweils betrachteten Einflüsse abschätzen zu können. Dadurch ist es auch möglich, zumindest eine Gewichtung über die relative Bedeutung der Ansätze vorzunehmen. So lassen sich im Gegensatz zu den kritisierten Anordnungen nun zumindest rationale Argumente dafür liefern, warum ein bestimmtes Vorgehen gewählt wird. Dagegen wird in einer hierarchischen Anordnung implizit von einer bestimmten „Wirkungsrichtung“ der Interdependenzen ausgegangen, ohne alternative Anordnungen der Ansätze in Betracht zu ziehen.

Unter Zuhilfenahme des Systems ist es somit möglich, die Ursachen für viele widersprüchliche Ergebnisse zu identifizieren, die gerade bei der Anwendung des Transaktionskostenansatzes zu beobachten sind. So ist es beispielsweise aus dem Blickwinkel des Transaktionskostenansatzes nicht begreiflich, warum gerade in Hochtechnologie-Bereichen Strategische Allianzen durchgeführt werden, obwohl dabei gemäß den Ausführungen von TEECE relativ hohe Transaktionskosten zu erwarten sind. Die Alternative Strategische Allianz erscheint also in dieser theoretischen Sichtweise unvorteilhaft. Wenn jedoch die „eindimensionale“ transaktionskostentheoretische Sichtweise überwunden wird, ist es intuitiv einsichtig, dass neben Transaktionskosten auch immense „Transaktionserträge“ entstehen können, die die negativen Effekte überkompensieren. Denn gerade bei externen Forschungsaufträgen oder Strategischen Allianzen werden zum einen oftmals die externen Stellen kompetenter sein und zum anderen wird ein stärkerer Anreiz zur Erreichung des „vertraglich vereinbarten“ Forschungszieles bestehen, so dass Zeitaufwand und F&E-Kosten gesenkt werden können.

Gleichermaßen wird bei der Darstellung des Beitrages von BAKOS/BRYNJOLFSSON deutlich, dass Transaktionskosten zwar einen negativen Effekt auf die Vorteilhaftigkeit einer Alternative haben können, jedoch im Gegenzug (in manchen Fällen) durch die gleichzeitig induzierte Anreizwirkung überkompensiert werden können. Dies wird eine der Ursachen sein, warum in der Automobilindustrie relativ viele kleine Zulieferbetriebe anzutreffen sind, die sich mit ihrem Produktionsstandort sowie ihren (Vor-)Produkten in die Abhängigkeit von großen Automobilkonzernen begeben haben, also hohe spezifische Investitionen getätigt haben („Asset/Site Specificity“). Gemäß der („einseitigen“) monokausalen Sichtweise von KLEIN/CRAWFORD/ALCHIAN wäre jedoch eine vertikale Integration die effizientere Alternative, da dadurch die Transaktionskosten gemindert werden könnten. Andererseits wird hierbei sicherlich auch die hohe Flexibilität solcher „Netzwerke“ eine Rolle spielen.

H6. *Die Einbeziehung der strategischen Einflussfaktoren in den Suchprozess, die Due Diligence, die Unternehmensbewertung und das Akquisitionscontrolling lässt die Wahrscheinlichkeit steigen, dass die M&A-Transaktion erfolgreich wird.*

Des Weiteren kann jedoch auch analysiert werden, warum M&A-Transaktionen häufig nicht den gewünschten „Erfolg“ bringen. Einerseits wird dies daran liegen, dass in der Praxis häufig potenzielle Alternativen vernachlässigt werden, da - wie erläutert wird - Synergieeffekte nicht nur über Akquisitionen realisierbar sind, sondern grundsätzlich auch über internes Wachstum oder Markttransaktionen. Andererseits ist der „Erfolg“ der Alternativen untrennbar mit der verfolgten Wachstumsstrategie verbunden, so dass ein Scheitern der Akquisition auch auf eine „falsche“ Wachstumsstrategie zurückgeführt werden kann.

Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A. (1970): The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, S. 488-500.
- Albrecht, Stefan (1994): Erfolgreiche Zusammenschlußstrategien: Eine empirische Untersuchung deutscher Unternehmen, Wiesbaden.
- Alkas, Hasan (2002): Die Neue Investitionstheorie der Realoptionen und ihre Auswirkungen auf die Regulierung im Telekommunikationssektor, WIK-Diskussionsbeitrag Nr. 234, Bad Honnef.
- Amram, M.; Kulatilaka, N. (1999): Disciplined decisions aligning strategy with the financial marketes, in: Harvard Business Review 77, No. 1, S. 95-104.
- Ansoff, Harry I. (1965): Corporate Strategy, New York.
- Ansoff, Harry I. et al. (1971): Acquisition Behaviour of U.S. Manufacturing Firms, 1946-1965, Nashville.
- Ansoff, Harry I.; Weston, John F. (1963): Merger Objectives and Organization Structure, in: Quarterly Review of Economics and Business, Vol. 3, S. 49-58.
- Arbeitskreis Hax (1992): Synergie als Bestimmungsfaktor des Tätigkeitsbereiches (Geschäftsfelder und Funktionen) von Unternehmungen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 44. Jg., Heft 11, S. 963-973.
- Arrow, Kenneth J. (1974): Essays in the Theory of Risk-Bearing, Amsterdam.
- Auster, Ellen R.; Sirower, Mark L. (2002): The Dynamics of Merger and Acquisition Waves: A Three-Stage Conceptual Framework with Implications for Practice, in: The Journal of Applied Behavioral Science, Vol. 38, Iss. 2, S. 216-244.
- Baetge, Jörg; Niemeyer, Kai; Kümmel, Jens (2001): Darstellung der Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel, in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, hrsg. von Volker H. Peemöller, Berlin, S. 265-362.
- Bain, Joe S. (1950): Workable Competition in Oligopoly: Theoretical Considerations and Some Empirical Evidence, in: American Economic Review, Vol. 40, No. 2, S. 35-48.
- Bakos, J. Yannis; Brynjolfsson, Erik (1993): Information Technology, Incentives, and the Optimal Number of Suppliers, in: Journal of Management Information Systems, Vol. 10, No. 2, S. 37-53.
- Ballwieser, W. (1990): Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Aufl., Wiesbaden.
- Ballwieser, Wolfgang (1993): Methoden der Unternehmensbewertung, in: Günther Gebhardt; Wolfgang Gerke; Manfred Steiner (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München, S. 151-176.

- Ballwieser, Wolfgang (1994): Adolf Moxter und der Shareholder Value-Ansatz, in: Wolfgang Ballwieser; Hans-Joachim Böcking; Jochen Drukarczyk; Reinhard H. Schmidt (Hrsg.): Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift zum 65. Geburtstag von Prof. Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Adolf Moxter, Düsseldorf, S. 1377-1405.
- Ballwieser, Wolfgang (1998): Unternehmensbewertung mit Discounted cash flow-Verfahren, in: Die Wirtschaftsprüfung, Nr. 3, S. 81-92.
- Bassena, Alexander; Schiereck, Dirk; Wübben, Bernd (2010): M&A success of German acquisitions in the US-evidence from capital market and survey data, in: Applied Financial Economics, Vol. 20, Issue 7, S. 543-559.
- Bauch, Clea (2004): Planung und Steuerung der Post Merger Integration, Wiesbaden.
- Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U. (Hrsg.) (1998): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Stuttgart.
- Berens, Wolfgang; Hoffjan, Andreas; Strauch, Joachim (1998): Planung und Durchführung der Due Diligence, in: Wolfgang Berens; Hans U. Brauner (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Stuttgart, S. 109-152.
- Berens, Wolfgang; Mertens, Martin; Strauch, Joachim (1998): Unternehmensakquisitionen, in: Wolfgang Berens; Hans U. Brauner (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Stuttgart, S. 21-65.
- Bertrand, O.; Zuniga, P. (2006): R&D and M&A: Are cross-border M&A different? An investigation on OECD countries, in: International Journal of Industrial Organization, Vol. 24, S. 401-423.
- Böhm, Oliver; Siebert, Hilmar (2008): Bewertung immaterieller Vermögenswerte, in: Henke, Michael; Siebert, Hilmar (Hrsg.): Accounting, Auditing und Management, Festschrift für Wolfgang Lück, Berlin.
- Bradley, Michael; Desai, Anand; Kim, E. Han (1983): The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?, in: Journal of Financial Economics, Vol. 10, S. 183-206.
- Bradley, Michael; Desai, Anand; Kim, E. Han (1988): Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms, in: Journal of Financial Economics, Vol. 15, S. 3-40.
- Brand, Dieter (1990): Der Transaktionskostenansatz in der betriebswirtschaftlichen Organisationstheorie, Frankfurt am Main.
- Bresman, Henrik; Birkinshaw, Julian; Nobel, Robert (2010): Knowledge transfer in international acquisitions, in: Journal of International Business Studies, Vol. 41, Issue 1, S. 5-20.
- Bruner, Robert F. (2002): Does M&A Pay?, in: Journal of Applied Finance, Vol. 12 (2002), S. 48-68.

- Bubik, Michael (2005): Erfolgskriterien für Unternehmenszusammenschlüsse: Eine theoretische und exemplarische Analyse, Frankfurt am Main.
- Busse von Colbe, Walther (1981): Beteiligungen, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, hrsg. von Erwin Grochla; Waldemar Wittmann, 4. Aufl., Stuttgart, S. 530-541.
- Buzzell, Robert D. (1984): Bringt vertikale Integration Vorteile?, in: Harvard Manager, Heft 1, S. 51-59.
- Canepa, Ancillo (1998): Die Due Diligence im M&A-Prozess, Bern.
- Caves, Richard E.; Bradburd, Ralph M. (1988): The Empirical Determinants of Vertical Integration, in: Journal of Economic Behavior and Organization, Vol. 9, S. 265-279.
- Chandler, Alfred D. (1962): Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise, Cambridge/MA.
- Chatterjee, Sayan (1986): Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms, in: Strategic Management Journal, Vol. 7, S. 119-139.
- Christofferson, S.A.; McNish, R.S.; Sias, D.L. (2004): Where mergers go wrong, in: McKinsey Quarterly, Issue 2, S. 92-99.
- Clark, John J. (1985): Business Merger and Acquisition Strategies, Englewood Cliffs.
- Coase, Ronald H. (1937): The Nature of the Firm, in: Economica, Vol. 4, November, S. 386-405.
- Coate, Malcom B. (2005): Empirical Analysis of Merger Enforcement Under the 1992 Merger Guidelines, in: Review of Industrial Organization, Vol. 27, S. 279-301.
- Coenenberg, Adolf G.; Salfeld, Rainer (2003): Wertorientierte Unternehmensführung, Stuttgart.
- Commons, John R. (1931): Institutional Economics, in: American Economic Review, Vol. 21, S. 648-657.
- Conyon, Martin J.; Girma, Sourafel; Thompson, Steve; Wright, Peter (2001): Do hostile mergers destroy jobs?, in: Journal of Economic Behavior & Organization, Vol. 45, Iss. 4, S. 427-440.
- Cooke, Terence E. (1986): Mergers and Acquisitions, New York.
- Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack (1998): Unternehmenswert, Frankfurt.
- Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack (2000): Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 3. Aufl., New York.
- Copeland, Tom; Weston, Fred J. (1988): Financial Theory and Corporate Policy, 3. Aufl., Menlo Park.

- Delingat, Andreas (1996): Unternehmensübernahmen und Agency-Theorie - Konflikte zwischen Management, Aktionären und Fremdkapitalgeber um Verfügungsrechte über Ressourcen, Diss. Köln.
- Doz, Yves (1992): Strategies of Competence Accumulation within Firms, Working Paper, INSEAD, Fontainebleau.
- Drukarczyk, J. (2001): Unternehmensbewertung, 3. Aufl., München.
- Dunning, John H. (1980): Toward an Eclectic Theory of International Production, in: Journal of International Business Studies, S. 9-31.
- Ebers, Mark; Böhringer, Andreas; Bukowsky, Ilka; Maurer, Indre (2006): Herausforderungen grenzüberschreitender M&A, in: Handbuch Mergers & Acquisitions Management, hrsg. von Bernd W. Wirtz, Wiesbaden, S. 131-156.
- Eckert, Stefan; Rossmeissl, Frank (2007): Local Heroes, Regional Champions or Global Mandates? Empirical Evidence on the Dynamics of German MNC Subsidiary Roles in Central Europe, in: Journal of East-West Business, Vol. 13, Issue 2/3, S. 191-218.
- Fama, Eugene F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance, Vol. 25, S. 383-417.
- Fama, Eugene F. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm, in: Journal of Political Economy, Vol. 88, S. 288-307.
- Ferrari, Elisabeth (2003): Cultural Due Diligence: Systemdiagnose bei M&A Projekten, in: M&A Review, Heft 2, S. 63-66.
- Fink, Wolfgang; Kimpel, Peter (2006): Stand und Entwicklung des deutschen M&A-Marktes, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, o. Jg., S. 168.
- Franck, Egon; Meister, Urs (2006): Vertikale und horizontale Unternehmenszusammenschlüsse: ökonomische Grundlagen der Entscheidung über die Unternehmensgrenzen: ökonomische Grundlagen der Entscheidung über die Unternehmensgrenzen, in: Handbuch Mergers & Acquisitions Management, hrsg. von Bernd W. Wirtz, Wiesbaden, S. 79-107.
- Franke, Günter; Hopp, Christian (2006): M&A-Transaktionen: Fluch oder Segen der Realoptionstheorie? : Fluch oder Segen der Realoptionstheorie?, in: Handbuch Mergers & Acquisitions Management, hrsg. von Bernd W. Wirtz, Wiesbaden, S. 35-56.
- Freiling, Jörg (2006): Ressourcenmotivierte Mergers & Acquisitions: kompetenzbasierte Erklärungen von Unternehmenszusammenschlüssen, in: Handbuch Mergers & Acquisitions Management, hrsg. von Bernd W. Wirtz, Wiesbaden, S. 11-34.
- Fritz, Ken Oliver (2006): Gibt es eine Notwendigkeit für feindliche Übernahmen in Deutschland?, in: Handbuch Mergers & Acquisitions Management, hrsg. von Bernd W. Wirtz, Wiesbaden, S. 109-129.

- Gälweiler, Aloys (1989): Synergiepotentiale, in: Handwörterbuch der Planung, hrsg. von Norbert Szyperski, Stuttgart, Sp. 1935-1943.
- Geneen, Harold (1984): Managing, New York.
- Gerds, Johannes; Schewe, Gerhard (2004): Post Merger Integration: Unternehmenserfolg durch Integration Excellence, Heidelberg.
- Gerpott, Torsten J. (1993a): Ausscheiden von Top-Managern nach Akquisitionen: Segen oder Fluch, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 63. Jg., Heft 12, S. 1271-1295.
- Gerpott, Thorsten, J. (1993b): Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart.
- Gerpott, Torsten J. (1995): Mitarbeiterorientierte Informationspolitik bei der Integration von Akquisitionen: Ein vernachlässigter Erfolgsfaktor externer Wachstumsstrategien von Pharma-Unternehmen, in: Michael Lonsert; Klaus-Jürgen Preuss; Eckhard Kucher (Hrsg.): Handbuch Pharma-Management, Wiesbaden, S. 875-898.
- Gomez, Peter (1993): Wertmanagement, Düsseldorf.
- Gomez, Peter (2000): Management des Unternehmens-Portfolios - Wertsteigerung durch Akquisition, in: Management von Akquisitionen, hrsg. v. Arnold Picot; Andreas Nordmeyer; Peter Pribilla, Stuttgart, S. 21-39.
- Gomez, Peter; Weber, Bruno (1989): Akquisitionsstrategie: Wertsteigerung durch Übernahme von Unternehmungen, Stuttgart.
- Gort, Michael (1969): An Economic Disturbance Theory of Mergers, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 83, No. 4, November, S. 623-642.
- Grossman, Sanford J.; Hart, Oliver D. (1980): Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, in: Bell Journal of Economics, Vol. 11, No. 1, S. 42-64.
- Grote, Birgit (1990): Ausnutzung von Synergiepotentialen durch verschiedene Koordinationsformen ökonomischer Aktivitäten - Zur Eignung der Transaktionskosten als Entscheidungskriterium, Frankfurt am Main.
- Günther, Thomas (1997): Unternehmenswertorientiertes Controlling, München.
- Haleblian, Jerayr; Devers, Cynthia E.; McNamara, Gerry; Carpenter, Mason A.; Davison, Robert B. (2009): Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda, in: Journal of Management, Vol. 35, Issue 3, S. 469-502.
- Hagemann, Stefan (1996): Strategische Unternehmensentwicklung durch Mergers & Acquisitions: Konzeptionen und Leitlinien für einen strategisch orientierten Mergers & Acquisitions-Prozeß, Frankfurt am Main.
- Hall, David J.; Saias, Maurice A. (1980): Strategy Follows Structure!, in: Strategic Management Journal, Vol. 1, S. 149-163.

- Hamel, Gary; Prahalad, Coimbatore K. (1995): Wettlauf um die Zukunft: Wie Sie mit bahnbrechenden Strategien die Kontrolle über Ihre Branche gewinnen und die Märkte von morgen schaffen, Wien.
- Harford, Jarrad (2005): What drives merger waves?, in: Journal of Financial Economics, Vol. 77, S. 529-560.
- Harzing, Anne-Wil (2002): Acquisitions versus Greenfield Investments: International Strategy and Management of Entry Modes, in: Strategic Management Journal, Vol. 23, Iss. 3, S. 211-227.
- Haspeslagh, Philippe C.; Jemison, David B. (1991): Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal, New York.
- Haspeslagh, Philippe C.; Jemison, David B. (1992): Akquisitionsmanagement: Wertschöpfung durch strategische Neuausrichtung des Unternehmens, Frankfurt am Main.
- Helbling, Carl (2001): Due-Diligence-Review, in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, hrsg. von Volker H. Peemöller, Berlin, S. 159-168.
- Henkel von Donnersmarck, Marie; Schatz, Roland (2000): Fusionen: Gestalten und Kommunizieren, Leipzig.
- Henkel, Carsten B. (1992): Akquisitionen und Kooperationen als strategische Alternativen aus Sicht der deutschen Automobilindustrie, Diss. St. Gallen.
- Herden, R. (2003): Investment Banking - Quo vadis, Dresdner Kleinwort Wasserstein.
- Hirt, Geoffrey; Block, Stanley (2003): Fundamentals of Investment Management, New York.
- Holmström, Bengt (1988): Comment, in: Alan J. Auerbach (ed.): Corporate Takeovers: Causes and Consequences, Chicago 1988, S. 56-61.
- Houck, Rudolph (2006): Funktion und Durchsetzbarkeit eines "Letter of Intent", in: Mergers and Acquisitions, S. 65-70.
- Howell, Robert A. (1970): Plan to Integrate your Acquisition, in: Harvard Business Review, Vol. 48, November/December, S. 66-76.
- Huemer, Friedrich (1991): Mergers & Acquisitions: Strategische und finanzielle Analyse von Unternehmensübernahmen, Frankfurt am Main.
- Hussinger, Katrin (2005): Did Concentration on Core Competencies Drive Merger and Acquisition Activities in the 1990s?: Empirical Evidence for Germany, ZEW Discussion Paper No. 05-41, Mannheim.
- Jansen, Stephan A. (2000): Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen, 3. Aufl., Wiesbaden.
- Jansen, Stephan A. (2008): Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen, 5. Aufl., Wiesbaden.

- Jansen, Stephan A.; Picot, Gerhard; Schiereck, Dirk (2001): Internationales Fusionsmanagement, Stuttgart.
- Jensen, Michael C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: American Economic Review, Vol. 76, No. 2, S. 323-329.
- Jensen, Michael C. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 1, Winter, S. 21-48.
- Evidence, in: Journal of Financial Economics, Vol. 11 (1983), S. 5-50.
- Jensen, Michael C.; Meckling, William H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, October, S. 305-360.
- Jung, Willi (1993): Praxis des Unternehmenskaufs: Eine systematische Darstellung der Planung und Durchführung einer Akquisition, 2. Aufl., Stuttgart.
- Kanter, Rosabeth M. (2009): Mergers That Stick, in: Harvard Business Review, Vol. 87, Issue 10, S. 121-125.
- Kengelbach, Jens; Roos, Alexander (2006): Entflechtung der Deutschland AG. Empirische Untersuchung der Reduktion von Kapital- und Personalverflechtungen zwischen deutschen börsennotierten Gesellschaften, in: Mergers and Acquisitions Review, Heft 1, S. 12-21.
- Kester, W. Carl (1984): Today's Options for Tomorrow's Growth, in: Harvard Business Review, Vol. 62, No. 2, S. 153-160.
- Kim, E. Han; McConnell, John J. (1977): Corporate Mergers and the Co-Insurance of Corporate Debt, in: Journal of Finance, Vol. 32, No. 2, S. 349-363.
- Kirchner, Martin (1991): Strategisches Akquisitionsmanagement im Konzern, Wiesbaden.
- Klein, Benjamin; Crawford, Robert G.; Alchian, Armen A. (1978): Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process, in: Journal of Law and Economics, Vol. 21, S. 297-326.
- Knop, Oliver-Christian (1992): Kapitalkosten und internationale Unternehmensakquisition, Wiesbaden.
- Kubitschek, Christian; Meckl, Reinhard (2000): Die ökonomischen Aspekte des Wissensmanagements - Anreize und Instrumente zur Entwicklung und Offenlegung von Wissen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 52. Jg., S. 742-761.
- Laux, Helmut (1998): Risikoteilung, Anreiz und Kapitalmarkt, Berlin.
- Leitermann, Bernhard (1996): Wahl der Zusammenschlußform von Unternehmen: Eine transaktionsökonomische Entscheidungskonzeption, Frankfurt am Main.
- Leontiades, Milton (1986): Managing the Unmanageable, Strategies for Success Within the Conglomerate, Reading.

- Lewellen, Wilbur G.; Huntsman, Blaine (1970): Managerial Pay and Corporate Performance, in: *American Economic Review*, Vol. 60, September, S. 710-720.
- Lin, Grace; Tang, Jerry (2009): Appraising Intangible Assets from the Viewpoint of Value Drivers, in: *Journal of Business Ethics*, Vol. 88, Issue 4, S. 679-689.
- Lindstädt, Hagen (2006): Ziele, Motive und Kriterien für Unternehmenszusammenschlüsse: Wertorientierung aus strategischer Perspektive: Wertorientierung aus strategischer Perspektive, in: *Handbuch Mergers & Acquisitions Management*, hrsg. von Bernd W. Wirtz, Wiesbaden, S. 57-78.
- Link, Albert N. (1988): Acquisitions as Sources of Technological Innovation, in: *Mergers and Acquisitions*, November-December, S. 36-39.
- Link, Max (1987): What Motivates Takeovers - A Corporate View, in: Roger Zäch (ed.): *Corporate Acquisitions and Takeovers in the USA*, Bern, S. 3-28.
- Luo, Yuanzhi (2005): Do Insiders Learn from Outsiders? Evidence from Mergers and Acquisitions, in: *Journal of Finance*, Vol. 60, S. 1951-1982.
- Majd, S.; Myers, Stewart C. (1984): Valuing the Government's Tax Claim on Risky Assets, Working Paper, M.I.T., Boston.
- Manne, Henry G. (1965): Mergers and the Market for Corporate Control, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 73, April, S. 110-120.
- Merkt, Hanno (1996): Rechtliche Bedeutung der „due diligence“ beim Unternehmenskauf, in: *Wirtschaftsrechtliche Beratung*, Heft 4, S. 145-150.
- Michaelis, Elke (1985): Organisation unternehmerischer Aufgaben - Transaktionskosten als Beurteilungskriterium, Frankfurt am Main.
- Milgrom, Paul; Roberts, John (1992): *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs.
- Moeller, Sarah B.; Schlingemann, Frederik P.; Stulz, Rene M. (2005): Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave, in: *Journal of Finance*, Vol. 60 (2005), No. 2, S. 757-782.
- Morck, Randall; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1988): The characteristics of hostile takeovers, in: Alan J. Auerbach (Hrsg.): *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, S. 101-129.
- Morck, Randall; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1990): Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?, in: *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 1, S. 31-48.
- Morellec, Erwan; Zhdanov, Alexei (2005): The dynamics of mergers and acquisitions, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, S. 649-672.
- Moser, Ulrich; Goddar, Heinz (2007): Grundlagen der Bewertung immaterieller Vermögenswerte am Beispiel patentgeschützter Technologien, in: *Finanz-Betrieb*, S. 594-609.

- Mossin, Jan (1977): *The Economic Efficiency of Financial Markets*, Lexington.
- Mueller, Dennis C. (1969): *A Theory of Conglomerate Mergers*, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, No. 4, S. 643-659.
- Müller-Stewens, G.; Spickers, J. (1994): *Akquisitionsmanagement*, in: *Die Betriebswirtschaft*, 54. Jg., S. 663-678.
- Müller-Stewens, Günter; Lechner, Christoph (2003): *Strategisches Management*, 2. Aufl., Stuttgart.
- Oehrich, Marcus; Dahmen, Andreas (2009): *Betriebswirtschaftslehre: Eine Einführung am Businessplan-Prozess*, München.
- Panzar, John C.; Willig, Robert D. (1977): *Economies of Scale in Multi-Output Production*, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 91, August, S. 481-493.
- Panzar, John C.; Willig, Robert D. (1981): *Economies of Scope*, in: *American Economic Review*, Vol. 71, No. 2, S. 268-272.
- Pausenberger, Ehrenfried (1982): *Technologiepolitik internationaler Unternehmen: Eine empirische Untersuchung über Forschung und Entwicklung, Technologietransfer und Technologieanpassung in internationalen Unternehmen*, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 34. Jg., Heft 12, S. 1025-1054.
- Pausenberger, Ehrenfried (1989): *Akquisitionsplanung*, in: Norbert Szyperski (Hrsg.): *Handwörterbuch der Planung*, Stuttgart, Sp. 18-26.
- Penrose, Edith T. (1959): *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford.
- Petersen, Michael (1994): *Die finanzwirtschaftliche Bewertung strategischer Unternehmenskäufe: Ein Konzept zur Evaluation von Akquisitionszielen im Rahmen der Unternehmensentwicklung*, Bergisch Gladbach.
- Picot, Arnold (1982): *Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie: Stand der Diskussion und Aussagewert*, in: *Die Betriebswirtschaft*, 42. Jg., Heft 2, S. 267-284.
- Picot, Gerhard (2002): *Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration*, Stuttgart.
- Picot, Gerhard (Hrsg.) (1998): *Unternehmenskauf und Restrukturierung*, München.
- Pöllath, Reinhard (1982): *Vertragsrecht*, in: Albert J. Rädler; Reinhard Pöllath: *Handbuch der Unternehmensakquisition*, Frankfurt am Main, S. 194-265.
- Porter, Michael E. (1980): *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York.
- Porter, Michael E. (1985): *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, New York.
- Porter, Michael E. (1987a): *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*, in: *Harvard Business Review*, Vol. 65, No. 3, S. 43-59.

- Porter, Michael E. (1987b): Diversifikation - Konzerne ohne Konzept, in: Harvard Manager, Heft 4, S. 30-49.
- Porter, Michael E. (1991): Towards a Dynamic Theory of Strategy, in: Strategic Management Journal, Vol. 12, S. 95-117.
- Porter, Michael E. (1996a): Wettbewerbsvorteile, 4. Aufl., Frankfurt am Main.
- Porter, Michael E. (1996b): What is Strategy, in: Harvard Business Review, November/December, S. 61-78.
- Prahalad, Coimbatore K.; Hamel, Gary (1990): The Core Competence of the Corporation, in: Harvard Business Review, May/June, S. 79-91.
- Prahalad, Coimbatore K.; Hamel, Gary (1991): Nur Kernkompetenzen sichern das überleben, in: Harvard Manager, 13. Jg. 1991, Nr. 2, S. 66-78.
- Prescott, Edward C.; Visscher, Michael (1980): Organization Capital, in: Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 3, S. 446-461.
- Rappaport, Alfred (1979): Strategic Analysis For More Profitable Acquisitions, in: Harvard Business Review, Vol. 57, No. 4, S. 99-110.
- Rappaport, Alfred (1986): Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance, New York/London.
- Rappaport, Alfred (1999): Shareholder-Value - Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, 2. Aufl., Stuttgart.
- Rasche, Christoph (1994): Wettbewerbsvorteile durch Kernkompetenzen: Ein ressourcenorientierter Ansatz, Wiesbaden.
- Ravenscraft, David J.; Scherer, F.M. (1987): Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency, Washington.
- Reißner, Stefan (1992): Synergiemanagement und Akquisitionserfolg, Wiesbaden.
- Rhodes-Kropf, Matthew; Viswanathan, S. (2004): Market Valuation and Merger Waves, in: Journal of Finance, Vol. 59, S. 2685-2718.
- Rockholtz, C. (1999): Marktwertorientiertes Akquisitionsmanagement - Due Diligence-Konzeption zur Identifikation, Beurteilung und Realisation akquisitionsbedingter Synergiepotentiale, Frankfurt am Main.
- Roll, Richard (1986): The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in: Journal of Business, Vol. 59, No. 2, S. 179-216.
- Rosen, R. J. (2006): Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements, in: Journal of Business, Vol. 79, S. 987-1017.
- Rovit, Sam; Lemire, Catherine (2003): Your Best M&A Strategy, in: Harvard Business Review, Vol. 81, Iss. 3, S. 16.

- Rumelt, Richard P. (1982): Diversification Strategy and Profitability, in: Strategic Management Journal, Vol. 3, S. 359-369.
- Rumelt, Richard P.; Schendel, Dan; Teece, David J. (1991). Strategic Management and Economics, in: Strategic Management Journal, Vol. 12, S. 5-29.
- Sautter, Michael T. (1989): Strategische Analyse von Unternehmensakquisitionen: Entwurf und Bewertung von Akquisitionsstrategien, Frankfurt am Main.
- Schade, Michael (1990): Die Internationalisierung des Mergers & Acquisition-Geschäftes, Diss. St. Gallen.
- Schmidt, Reinhard H. (1992): Organisationstheorie, transaktionskostenorientierte, in: Handwörterbuch der Organisation (HWO), hrsg. von Erich Frese, 3., völlig neu bearb. Aufl., Stuttgart, Sp. 1854-1865.
- Schmidt, Reinhard H. (1995): Die Grenzen der (Theorie der) multinationalen Unternehmung, in: Rolf Bühner; Klaus Dittmar Haase; Jochen Wilhelm (Hrsg.): Die Dimensionierung des Unternehmens, Stuttgart 1995, S. 73-95.
- Schneider, Dieter (1985): Die Unhaltbarkeit des Transaktionskostenansatzes für die „Markt oder Unternehmung“-Diskussion, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 55. Jg., Heft 12, S. 1237-1254.
- Scholten, Ralph (2005): Investment Decisions and Managerial Discipline: Evidence from the Takeover Market, in: Financial Management, Vol. 34, Issue 2.
- Schubert, Werner; Küting, Karlheinz (1981): Unternehmenszusammenschlüsse, München.
- Selden, Larry; Colvin, Geoffrey (2003): M&A needn't be a losers game, in: Harvard Business Review, Vol. 81, Iss. 6, S. 70.
- Shleifer, Andrei; Summers, Lawrence H. (1988): Breach of Trust in Hostile Takeovers, in: Alan J. Auerbach (ed.): Corporate Takeovers: Causes and Consequences, Chicago 1988, S. 33-56.
- Sieben, Günter; Diedrich, Ralf (1990): Aspekte der Wertfindung bei strategisch motivierten Unternehmensakquisitionen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 42. Jg., Heft 9, S. 794-809.
- Sieben, Günter; Sielaff, Meinhard (Hrsg.) (1989): Unternehmensakquisition: Berichte des Arbeitskreises ‚Unternehmensakquisition‘, Stuttgart.
- Sirower, Mark L. (1997): The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game, New York.
- Stein, Ingo (1993): Internationale Unternehmensakquisitionen: Trends und Motive, in: Gert-M. Frank; Ingo Stein (Hrsg.): Management von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart, S. 83-96.
- Steinöcker, Reinhard (1993): Akquisitionscontrolling: Strategische Planung von Firmenübernahmen: Konzeption, Transaktion, Integration, Berlin.

- Stigler, George J. (1950): Monopoly and Oligopoly by Merger, in: American Economic Review, Vol. 40, No. 2, S. 23-35.
- Süverkrüp, Christian (1992): Internationaler technologischer Wissenstransfer durch Unternehmensakquisitionen: Eine empirische Untersuchung am Beispiel deutsch-amerikanischer und amerikanisch-deutscher Akquisitionen, Frankfurt am Main.
- Sydow, Jörg (1992): Strategische Netzwerke: Evolution und Organisation, Wiesbaden.
- Teece, David J. (1980): Economies of Scope and the Scope of the Enterprise, in: Journal of Economic Behavior and Organization, Vol. 1, No. 3, S. 223-247.
- Teece, David J. (1988): Technological Change and the Nature of the Firm, in: Giovanni Dosi et al. (eds.): Technological Change and Economic Theory, London, S. 256-281.
- Teece, David J.; Pisano, Gary; Shuen, Amy (1992): Dynamic Capabilities and Strategic Management, in: Strategic Management Journal, Vol. 28, Iss. 7, S. 509-533.
- Terberger, Eva (1994): Neo-Institutionalistische Ansätze: Entstehung und Wandel, Anspruch und Wirklichkeit, Wiesbaden.
- Trautwein, Friedrich (1990): Merger Motives and Merger Prescriptions, in: Strategic Management Journal, Vol. 11, S. 283-295.
- Van Wyk, Rias J. (2010): Technology assessment for portfolio managers, in: Technovation, Vol. 30, Issue 4, S. 223-228.
- Vance, David E. (2010): Return On Goodwill, in: Journal of Applied Business Research, Vol. 26, Issue 2, S. 93-103.
- Vives, F.; Parejo, D. (2005): Cross-border conflicts solved by domestic law, in: International Financial Law Review, Vol. 24, S. 129-132.
- Vögele, Alexander; Witt, Wolf; Harshbarger, Stuart (2008): How to value transferred know-how and IP after a merger, in: International Tax Review (Intellectual Property Supplement), S. 19-24.
- Voss, Inga (2006): M&A-Jahr 2005 in Deutschland: deutlicher Aufschwung, in: Mergers and Acquisitions, S. 1-7.
- Waldecker, Peter (1995): Strategische Alternativen in der Unternehmensentwicklung: Interne Entwicklung und Unternehmensakquisition, Wiesbaden.
- Walker, Gordon; Weber, David (1984): A Transaction Cost Approach to Make-or-Buy Decisions, in: Administrative Science Quarterly, Vol. 29, S. 373-391.
- Welge, Martin K.; Al-Laham, Andreas (2003): Strategisches Management, Grundlagen - Prozeß - Implementierung, 4. Aufl., Wiesbaden.
- Wernerfelt, Birger (1996): The Resource-Based View of the Firm: Ten Years After, in: Strategic Management Journal, Vol. 16, S. 171-174.

- Weston, John F.; Chung, Kwang S.; Hoag, Susan E. (1990): Mergers, Restructuring, and Corporate Control, Englewood Cliffs/New Jersey.
- Williamson, Oliver E. (1971): The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations, in: American Economic Review, Vol. 61, No. 2, S. 112-123.
- Williamson, Oliver E. (1975): Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York.
- Williamson, Oliver E. (1985): The Economic Institutions of Capitalism, New York.
- Williamson, Oliver E. (1996): Economics and Organization: A Primer, in: California Management Review, Vol. 38, No. 2, S. 131-146.
- Willig, Robert D. (1979): Multiproduct Technology and Market Structure, in: American Economic Review, Vol. 69, No. 2, S. 346-351.
- Windsperger, Josef (1983): Transaktionskosten in der Theorie der Firma, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 53. Jg., Heft 9, S. 889-903.
- Windsperger, Josef (1987): Zur Methode des Transaktionskostenansatzes, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 57. Jg., Heft 1, S. 59-76.
- Wolf, Manfred; Kaiser, Jochen: Die Mängelhaftung beim Unternehmenskauf nach neuem Recht, in: Der Betrieb 2002, S. 411-420.