

## Geleitwort

Beteiligungserwerb und Übernahmen sind ein in Theorie wie Praxis unverändert aktuelles Thema. Während sich die meisten Untersuchungen bisher auf die Frage konzentrierten, ob und unter welchen Bedingungen M&A-Strategien erfolgreich sind, geht der Autor der vorliegenden Studie einer anderen Fragestellung nach. Aus der Sicht des Akquisiteurs sind Übernahmen typischerweise Ausdruck einer Wachstumsstrategie. Herr Grünert untersucht dagegen, ob M&A-Aktivitäten auch als Teil einer Krisenbewältigungsstrategie eingesetzt werden können. M&A-Maßnahmen wären dann in gewisser Weise eine „Flucht nach vorne“. Diese bisher kaum untersuchte, originelle Fragestellung weckt die Neugierde des Lesers.

Die konzeptionellen Grundlagen dieser empirischen Studie bestehen in einer Zusammenführung der Krisentheorie und der M&A-Theorie. Auf der einen Seite werden zwei M&A-Grundstrategien unterschieden: kostenorientierte Konsolidierung einerseits und leistungsorientiertes Wachstum andererseits. Beide Strategien lassen sich getrennt voneinander, aber auch kombiniert realisieren. Eine Kombination würde bedeuten, dass der Akquisiteur gleichzeitig Kosten- und Umsatzsynergien realisieren will. Diese für die Praxis wesentlichen Ziele von M&A-Vorhaben weisen auf der anderen Seite Parallelen zum Management von Ertragskrisen auf. Ertragskrisen, als eine besonders relevante Krisenform, sind langfristig nicht allein durch Maßnahmen zur Kostensenkung zu beheben. Vielmehr müssen sich Kostensenkungs- und Umsatzsteigerungsmaßnahmen ergänzen, um einen Turnaround dauerhaft erfolgreich zu gestalten.

Aus einer Analyse der verschiedenen Querbeziehungen leitet der Autor ein Krisen-M&A-Modell ab. Dort wird auf sehr einleuchtende Weise ein Zusammenhang zwischen verschiedenen Grundstrategien der Krisenbewältigung und den erwähnten M&A-Strategien hergestellt. Je nachdem, ob der Fokus der Krisenbewältigung eher auf „Stabilisierung“, „Restrukturierung“ oder „Strategische Repositionierung“ gerichtet ist, kommen – analytisch gesehen – andere M&A-Strategien in Betracht.

Für die empirische Prüfung der Zusammenhänge greift der Autor auf die Methode der Ereignisstudie zurück. Es geht also darum, M&A-Maßnahmen als kursbestimmende Ereignisse anzusehen und den Effekt (Erfolg) dieser Maßnahmen durch die Ermittlung sog. abnormaler Renditen zu bestimmen. Fokus der Untersuchung ist die Perspektive des Akquisiteurs. Hierfür werden Daten aus dem deutschen wie dem US-amerikanischen Aktienmarkt ausgewertet. Der relevante Untersuchungszeitraum umfasst die Jahre 1997 bis 2004. Tatsächlich lassen

sich Fälle identifizieren, in denen Unternehmen zur Krisenbewältigung M&A-Maßnahmen durchführen. Dass in dem Untersuchungszeitraum nur eine vergleichsweise kleine Zahl von Fällen auftrat, ist nicht der Untersuchung, sondern der Seltenheit dieser Strategie geschuldet. Dennoch erscheinen die Ergebnisse plausibel und weitgehend verallgemeinerungsfähig. Es zeigt sich u.a., dass ein umfassendes Krisenmanagement regelmäßig mit internen Anpassungen beginnt und M&A-Maßnahmen erst danach durchgeführt werden. Dazu passt der Befund, dass kostenorientierte Konsolidierungsstrategien eher selten den Hintergrund der Akquisition bilden, leistungsorientierte Wachstumsstrategien sowie duale Strategien also dominieren. Besonders bemerkenswert sind die Veränderungen der abnormalen Renditen. Über das gesamte Sample war eine deutliche Renditesteigerung festzustellen. Zusammenschlüsse in Situationen der Ertragskrise lassen sich also klar als wertschaffende Vorgänge einstufen. Die mit anderen Studien verglichen hohe Wertsteigerung wird von Herrn Grünert u.a. damit erklärt, dass schwierige Unternehmungssituationen eine Art „erzieherischen Einfluss“ auf die Handlungen des Top-Managements ausüben. Durch die mehr oder weniger bedrohliche Ausgangslage werden Investitionsentscheidungen kritischer geprüft und tendenziell eher dann umgesetzt, wenn ein deutlicher Mehrwert zu erwarten ist. Dieser Gesamteindruck wird allerdings dadurch relativiert, dass eine Teilstichprobe der Untersuchung negative Kursreaktionen aufwies. Es gibt also auch in Krisenfällen Zusammenschlüsse, die Wert vernichten.

Weitere Auswertungen zeigen u.a. einen speziellen Größeneffekt. So sind die Erfolgsaussichten für große akquirierende Unternehmungen im Vergleich zu denen kleiner Akquisiteure deutlich schlechter zu beurteilen. Eine mögliche Erklärung hierfür liegt in der Erwartung eines übermäßigen Anstiegs von Komplexitätskosten bei großen Zusammenschlüssen. Interessant ist auch die Auswertung hinsichtlich der verfolgten Grundstrategien. Die Börse beurteilt Zusammenschlüsse, die auf Kostensynergien abzielen, positiver als solche, die primär auf Erzielung von Umsatzsynergien ausgerichtet sind.

Dem Verfasser gelingt es, die teilweise komplexe Materie dieser ganz eigenständigen Studie transparent und sehr plastisch darzustellen. Neben einer wohltuenden Konzentration auf das Wesentliche fällt an der Arbeit auch besonders positiv auf, dass Herr Grünert sein Vorgehen und seine Ergebnisse kritisch zu reflektieren im Stande ist. Auf die Weise werden die gewonnenen Erkenntnisse immer wieder hinterfragt, wodurch ihr Stellenwert allerdings keineswegs gemindert wird.

Mit dieser interessanten und sehr gut lesbaren Studie wird ein gut fokussierter Beitrag zur Krisen- wie zur M&A-Problematik geleistet. Der Praxis des M&A-Managements wie der des Krisenmanagements bieten sich zahlreiche umsetzbare Denkanstöße, die Theorie wird auf bedeutsame weiterführende Forschungsfragen aufmerksam gemacht.

*Prof. Dr. Wilfried Krüger*