

SCHÄFFER  

---

POESCHEL

---

Günter Müller-Stewens / Sven Kunisch / Andreas Binder (Hrsg.)

# Mergers & Acquisitions

Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen

2., überarbeitete Auflage

2016  
Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

*Herausgeber:*

Prof. Dr. Günter Müller-Stewens, Professor für Strategisches Management, Universität St. Gallen (HSG), St. Gallen

Dr. Sven Kunisch, Lehrbeauftragter für Strategisches Management und Executive Director Master für Unternehmensführung (MUG-HSG), Universität St. Gallen (HSG), St. Gallen

Prof. Dr. Andreas Binder, Honorarprofessor für Schuld- und Gesellschaftsrecht, Universität St. Gallen (HSG); Partner, Rechtsanwalt, Binder Rechtsanwälte, St. Gallen/Baden.



Gedruckt auf chlorfrei gebleichtem, säurefreiem und alterungsbeständigem Papier

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

**Print** ISBN 978-3-7910-3453-9 Bestell-Nr. 20407-0002  
**ePDF** ISBN 978-3-7992-6994-0 Bestell-Nr. 20407-0151

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2016 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH  
[www.schaeffer-poeschel.de](http://www.schaeffer-poeschel.de)  
[info@schaeffer-poeschel.de](mailto:info@schaeffer-poeschel.de)

Umschlagentwurf: Goldener Westen, Berlin  
Umschlaggestaltung: Kienle gestaltet, Stuttgart (Bildnachweis: Shutterstock)  
Satz: Johanna Boy, Brennbreg  
Druck und Bindung: BELTZ Bad Langensalza GmbH, Bad Langensalza

Printed in Germany  
Mai 2016

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart  
Ein Tochterunternehmen der Haufe Gruppe

---

# Mergers & Acquisitions: Drei Perspektiven auf ein komplexes Phänomen

Günter Müller-Stewens/Sven Kunisch/Andreas Binder\*

---

- 1 M&A: Vom Einzelereignis zum Alltagsphänomen
  - 2 Drei Betrachtungsperspektiven
    - 2.1 Marktperspektive
    - 2.2 Transaktionsperspektive
    - 2.3 Rechtliche Perspektive
  - 3 Fazit und Ausblick
- 

## 1 M&A: Vom Einzelereignis zum Alltagsphänomen

Wird heute das Kürzel »M&A« verwendet, so weiß im Prinzip jeder, dass damit »Mergers & Acquisitions« (Fusionen und Übernahmen)<sup>1</sup> gemeint ist. Während M&A-Transaktionen bis in die 1980er Jahre in Europa noch Einzelereignisse waren, mit denen sich nur Experten beschäftigt haben, sind sie mittlerweile Alltagsereignisse geworden. Im Jahr 2015 kam es in Deutschland zu etwa 1.342 angekündigten Transaktionen, was fast 4 Fällen pro Tag entspricht.<sup>2</sup> Wenn es zu nationalen Großakquisitionen kommt, wird sogar in den Abendnachrichten der Fernsehanstalten prominent dazu berichtet. M&A ist somit zu einem der breiten Öffentlichkeit bekannten Phänomen geworden.

Das Interesse der Öffentlichkeit ergibt sich aus vielerlei Gründen: Einer davon sind die damit verbundenen Arbeitsplätze, da insbesondere dann, wenn sich eher gleichartige Unternehmen verbinden, der Abbau von Redundanzen und Kosten das Rational des Zusammenschlusses prägen, um dann darüber die Wettbewerbsfähigkeit des neuen Unternehmens zu stärken. Interesse besteht auch wegen der damit verbundenen Machtkämpfe und Einzelschicksale. Manche Fälle erinnern an die Qualität eines Shakespeare-Dramas: z. B. der Versuch von David »Porsche« in den Jahren 2007–09, den Goliath »Volkswagen« zu übernehmen (auch mit dessen Geld), was aber dann – nach dem finanziellen Desaster bei Porsche – im August 2009 genau mit dem Gegenteil endete, der Eingliederung von Porsche in den Volkswagen Konzern. Ein Fall, der heute noch die Gerichte beschäftigt.<sup>3</sup> Das Interesse ergibt sich aber auch daraus, dass es oft um sehr viel Geld geht, und dies nicht nur für die beteiligten Unternehmen, sondern für deren Akteure im Top Management. Die gewaltigen Kapitalvernichtungen bei den Transaktio-

---

\* Prof. Dr. Günter Müller-Stewens, Professor für Strategisches Management, Universität St. Gallen (HSG), St. Gallen; Dr. Sven Kunisch, Lehrbeauftragter für Strategisches Management und Executive Director Master für Unternehmensführung (MUG-HSG), Universität St. Gallen (HSG), St. Gallen; Prof. Dr. Andreas Binder, Honorarprofessor für Schuld- und Gesellschaftsrecht, Universität St. Gallen (HSG); Partner, Rechtsanwalt, Binder Rechtsanwälte, St. Gallen/Baden.

1 Vgl. zu den Begriffen Kapitel A.I.

2 Düsterhoff, H./Wolffson, J.M. (2016), S. 23.

3 Vgl. hierzu z. B. die Dokumentation des Vorgangs in Der Spiegel, 43/2015, S. 70–80.

nen Siemens/Nixdorf, DASA/Fokker oder Vodafone/Mannesmann sind Beispiele dafür. Bei Auflösung der Mesalliance Daimler/Chrysler wurde in etwa der Wert, den Chrysler in die Fusion einbrachte, vernichtet – rund 30 Mrd. Euro. Natürlich gibt es daneben auch eine Vielzahl gelungener Transaktionen, bei denen sich Unternehmen über M&A in eine neue Phase ihrer Unternehmensgeschichte katapultiert haben.

Spezifisch am Phänomen des M&A ist seine Vielschichtigkeit. Nahezu alle betriebswirtschaftlichen Teildisziplinen sind relevant. M&A sollte nicht Selbstzweck sein oder aus reinem Opportunismus verfolgt werden, sondern sich als Ausfluss unternehmensstrategischer Überlegungen ergeben. Bei der Integration werden organisationstheoretische und personalwirtschaftliche Kompetenzen relevant, fundiertes Know-how zur Finanzierung und zum Controlling sind gefordert, aber auch juristische und steuerliche Kompetenzen sind gefragt. Der Erfolg einer Akquisition hängt wesentlich davon ab, alle erforderlichen Kompetenzen anzubieten und diese insbesondere auch an ihren Schnittstellen zu orchestrieren.

Einige »Serienakquisiteure« konnten sich über die Zeit, basierend auf einem kontinuierlichen Lernprozess, einen gewissen Erfahrungsschatz aufbauen, den sie auf neue Fälle übertragen können. Die Durchführung vieler Akquisitionen führt jedoch nicht automatisch zu einer höheren Erfolgsquote. Dies kann nur dann geschehen, wenn systematisch am Aufbau und der Weiterentwicklung dieser M&A-Kompetenz gearbeitet wird. Dazu gehört auch, aus Misserfolgen zu lernen. Hinzu kommt, dass jeder neue Fall seine Einzigartigkeit hat, was bedeutet, dass er nicht ohne weiteres mit den aus der Vergangenheit heraus entwickelten Standards und Templates bewirtschaftet werden darf. Weiter muss Augenmaß bei der Frage bewiesen werden, welche bewährten Methoden übertragbar sind und welche nicht. Wer als Käufer sein M&A-Risiko einschätzen möchte, sollte sich vergewissern, dass er ausreichend über diese Kompetenz verfügt.

In großen Unternehmen ist die Kompetenz zu M&A heute meist in einer eigenen Zentralabteilung beheimatet oder zumindest Teil einer Zentralabteilung wie Corporate Strategy oder Unternehmensentwicklung. So gaben 67 % der 107 antwortenden CSO in unserer European Chief Strategy Officer Survey 2015 an, dass für sie M&A eine wichtige bzw. besonders wichtige (24 %) Tätigkeit in ihrem Aktivitätenspektrum darstellt.<sup>4</sup> 54 % der befragten Unternehmen gaben an, dass sie über eine eigene M&A-Abteilung verfügen. Angesichts der sehr unterschiedlichen Erfolgs- bzw. Misserfolgsquoten von M&A-Transaktionen bei den einzelnen Unternehmen stellt die M&A-Kompetenz eine Quelle für die Realisierung eines sog. »Parenting Advantage« dar.<sup>5</sup> Unternehmen wie Cisco oder Danaher, die in großer Regelmäßigkeit und hoher Sequenz Unternehmen akquirieren, versuchen, eine solche in der Zentrale beheimatete Kompetenz ständig weiterzuentwickeln.<sup>6</sup>

4 Menz, M./Müller-Stewens, G./Zimmermann, T./Uhr, J. 2015.

5 Damit ist ein Wettbewerbsvorteil gemeint, der sich im Wettbewerb der »Corporate Parents« auf der Gesamtunternehmensebene zum Vorteil der akquirierenden Tochtergesellschaften ergibt. Vgl. Müller-Stewens, G./Brauer, M. 2009.

6 Vgl. Voss, I./Müller-Stewens, G. 2006a sowie Voss, I./Müller-Stewens, G. 2006b.

## 2 Drei Betrachtungsperspektiven

Versucht man sich dem Phänomen Mergers & Acquisitions (M&A) zu nähern, so bieten sich drei Betrachtungsperspektiven an:

- **Marktperspektive:** Akquisitionen und Fusionen finden am sogenannten Markt für Unternehmenskontrolle statt. Dort werden die Kontrollrechte von Unternehmen gehandelt. Wie andere Märkte folgt auch dieser den Gesetzen von Angebot und Nachfrage. Wird ein Unternehmen an diesem Markt aktiv, so sollte es sich dessen Dynamiken und seines aktuellen Zustands bewusst sein. Gestaltet wird dieser Markt durch eine ganze Reihe von Professionals wie Anwälten, Investmentbankern, Strategieberatern etc.
- **Transaktionsperspektive:** Hier geht es um das Management des einzelnen Transaktionsprozesses. In welche Phasen kann er unterteilt werden? Welche Aktivitäten fallen in diesen Phasen an? Welche Typen von Transaktionen lassen sich unterscheiden? Was entscheidet über Erfolg und Misserfolg? Die hohen Misserfolgsquoten zeigen, dass die Kompetenz zum Management von M&A offenbar nicht allorts gleichermaßen vorhanden ist, dass sie sogar eine eher knappe Ressource zu sein scheint.
- **Rechtliche Perspektive:** Staaten bestimmen durch das Setzen rechtlicher Rahmenbedingungen einen wesentlichen Teil des Kontextes des Marktes für Unternehmenskontrolle. Der Regulator ist damit auch der zentrale Einflussfaktor der Effizienz dieses Marktes. Er entscheidet, ob die Interessen aller Beteiligten und Betroffenen an einem Transaktionsprozess (z. B. die der Minderheitsaktionäre im Zielunternehmen) in einer angemessenen Art und Weise berücksichtigt werden. Die maßgeblichen Rahmenbedingungen werden in verschiedenen Rechtsgebieten gesetzt.

Im Folgenden werden diese drei M&A-Perspektiven kursorisch durch eine historische Brille betrachtet.

### 2.1 Marktperspektive

Für Entscheidungsträger, die über den Kauf und/oder Verkauf von Unternehmensteilen nachdenken, scheint der Begriff eines Marktes, an dem Unternehmen gehandelt werden, oft ungewöhnlich. Bei Märkten denken sie primär an Produktmärkte. Doch eben diese Sichtweise ist notwendig, wenn sie einen Kauf und/oder Verkauf professionell abwickeln und nicht innerhalb weniger Monate all das gefährden wollen, was eine oder mehrere Unternehmerngenerationen mühevoll aufgebaut haben. Es sind die Dynamiken dieses Marktes, die es zu berücksichtigen gilt, denn der Zustand des Marktes hat erheblichen Einfluss auf die Kauf- und Verkaufschancen und den Erfolg der Transaktion.

Geprägt wird dieser Markt immer noch stark durch das Geschehen in den USA. Dort kann man auf eine gut 100-jährige Entwicklung zurückschauen. Diese fand in Wellen statt, jede getrieben durch eine andere Wertsteigerungslogik.<sup>7</sup> Der M&A-Markt ist also ein *zyklischer Markt*. Ein anschauliches Beispiel liefert die Schaeffler-Gruppe, die an der Übernahme der Continental AG und der damit verbundenen Schuldenlast fast zugrunde gegangen ist, da die Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers und die

<sup>7</sup> Vgl. dazu Kapitel A.II.

darauf folgende Finanzkrise die Continental-Kurse in den Keller fallen ließ, während das verbindliche Angebot der Schaeffler-Gruppe noch auf Preisen aus der Zeitperiode vor dem Markt-Crash basierte.

In Europa begannen die M&A-Aktivitäten erst deutlich später, in den 1980er Jahren, Fahrt aufzunehmen, vermutlich auch aufgrund der zunehmenden M&A-Beratungstätigkeit von Investmentbanken. Während die M&A-Aktivitäten in den 1990er Jahren sehr stark auf die finanztechnische Optimierung des Portfolios (bezogen auf den Shareholder Value) ausgerichtet waren, spielten nach der Jahrtausendwende strategische Überlegungen wieder eine wichtigere Rolle. Die Portfolien blieben diversifiziert, aber sie wurden homogener und vermehrt auf einen gemeinsamen Zweck des Unternehmens ausgerichtet (»Profit with a Purpose«).

In den sog. »Emerging Countries« haben die Märkte noch nicht dieselbe Effizienz wie in den westlichen Industrieländern, nicht zuletzt wegen möglicher politischer Instabilitäten. Aber auch dort gibt es Unternehmen, die ihr Wachstum mittels M&A vorantreiben. Ein Beispiel ist das Unternehmen China Resources Snow Breweries, welches bereits Dutzende regionaler Brauereien akquiriert hat, jeweils basierend auf einer klaren Wachstumsstrategie und Integrationsmethodik. Heute ist China Resources Snow Breweries bereits die Nummer 5 der Welt.<sup>8</sup> Die Unternehmen akquirieren indessen auch außerhalb der Heimmärkte. Im Raum Südostasien waren die M&A-Aktivitäten zunächst sehr stark auf Singapur fokussiert, inzwischen bedienen sich aber auch Unternehmen der übrigen Länder dieses Wirtschaftsraums dieses Instruments. Beispielsweise hat sich der malaysische Mineralölkonzern Petronas, der sich in Staatsbesitz befindet, 2014 für 2,25 Mrd. US-Dollar in das Shah Deniz Project in Azerbaijan eingekauft.<sup>9</sup>

Nicht zuletzt angesichts dieser Entwicklungen lässt sich insgesamt feststellen, dass sich die ursprünglich sehr national geprägten M&A-Märkte inzwischen zu einem *globalen M&A-Markt* gewandelt haben.

Auch die Akteure und deren Sitten und Gebräuche haben sich über die Jahre geändert. Während noch in den 1980er und 1990er Jahren gegen den Willen des Managements durchgeführte Übernahmen, sogenannte »*unfriendly/hostile takeovers*«, durch führende Wirtschaftsvertreter als »Barbarei« bezeichnet wurden und das Auftauchen einer dritten Kraft am Kapitalmarkt in Form der *Private Equity-Unternehmen und der Hedgefonds* durch führende Politiker mit einer Heuschrecken-Plage verglichen wurde, haben sich inzwischen auch diesbezüglich die Gemüter beruhigt. Diese Varianten von M&A-Transaktionen sind zum festen Bestandteil des Marktes geworden.

Mit dem Wachstum des M&A-Marktes hat natürlich auch die Zahl der dort anzutreffenden *Akteure* massiv zugenommen. Dies sind zum einen die beratenden Professionals. Dazu gehören die auf M&A spezialisierten Investmentbanker, die Wirtschafts- und Steueranwälte, die Wirtschaftsprüfer und die Strategieberater. Sie agieren als Abteilungen in den Großbanken, in kleinen M&A-Boutiquen, in kleineren Kanzleien und großen internationalen Anwaltskanzleien.

8 CR Snow ist ein Joint Venture aus China Resources Enterprise und der SABMiller-Gruppe. Die Firma produziert knapp 120 Millionen Hektoliter im Jahr und belegt mit 6 % Marktanteil Platz 5 der Weltrangliste. Die Hauptmarke Snow ist das meistverkaufte Bier der Welt. Es ist allerdings nur in China erhältlich. Vgl. dazu Handelszeitung vom 16.10.2015. Sollte die geplante Fusion der weltweiten Nr. 1, AB Inbev, und der Nr. 2, SABMiller, zustandekommen, die zusammen einen Ausstoß von über 500 Millionen Hektoliter haben, dann rückt CR Snow auf Platz 4 vor.

9 <http://www.reuters.com/article/2014/10/13/statoil-petronas-shahdeniz-idUSL6N0S80BB20141013>.

Neben den Professionals ist aber auch der *Staat* ein wichtiger Akteur in diesem Markt. Die inzwischen eingetretene Vielschichtigkeit staatlichen Mitwirkens am M&A-Geschehen ist bemerkenswert. Dies nicht nur in der Rolle des Regulators – auch als Kommunikator, Investor und Kapitalgeber übt der Staat großen Einfluss auf den M&A-Markt aus.<sup>10</sup> Aufgrund der betriebs- und volkswirtschaftlichen Bedeutung von Fusionen und Übernahmen haben die Staaten großes Interesse am M&A-Geschehen. Dies widerspiegelt sich auch in den zahlreichen Aktivitäten von Staatsfonds sowie staatlichen Interventionen auf dem M&A-Markt. Letzteres zeigt sich insbesondere bei der Haltung zur Übernahme von national als bedeutsam erachteten Unternehmen.

Als es beispielsweise im Jahr 2004 zur unfreundlichen Übernahme von Aventis durch Sanofi kam, schlugen bei diesem bedeutsamen Pharma-Deal die politischen Wellen hoch. Der französische Präsident Jacques Chirac machte in dieser Angelegenheit bei seinem Treffen mit dem deutschen Bundeskanzler Gerhard Schröder am 9. Februar 2004 folgende Erklärung: «*Dies sind Privatunternehmen, die börsenkotiert sind, und ihre Entscheidungen hängen nicht von den Regierungen ab.*» Doch diese Position hielt dem Druck auf der französischen Seite nicht lange stand. Anfang April 2004 meinte der Gesundheitsminister Douste-Blazy: «*Verteidigen wir die französische Industrie. Wenn wir die Chance haben, einen der weltweit größten Pharmakonzerne in unserem Land zu haben, müssen wir sie ergreifen.*»<sup>11</sup>

## 2.2 Transaktionsperspektive

Während es bei der Marktperspektive darum geht, die Entwicklungen auf der Makroebene und die vielseitigen Akteure zu verstehen, rückt bei der Transaktionsperspektive die einzelne Transaktion und deren Ablauf in den Vordergrund. In der Praxis hat sich über die Jahre eine Vielzahl von teilweise äußerst feingliedrigen *Phasenmodellen und -konzepten* zur Gestaltung und zum Ablauf von *Transaktionsprozessen* herausgebildet. Auch wenn kein realer Prozess genauso vordefiniert abläuft, können solche Modelle und Konzepte dabei helfen, planerisch vorzugehen und Meilensteinpläne daran auszurichten.

Im Kern handelt es sich um einen *dreiteiligen Prozess* mit der strategischen Vorbereitung und *Planung* der Transaktion als erster Phase, der technischen *Durchführung* der Transaktion als zweiter Phase und der *Integration* beider Unternehmen als dritter Phase. Bei größeren Transaktionen kommt vor dem Beginn der Integrationsphase eine Zwischenphase hinzu, denn erst nach dem »Signing« der Verträge am Ende der zweiten Phase können die zuständigen Wettbewerbsbehörden notifiziert und um Genehmigung des Zusammenschlusses ersucht werden. Erst wenn die erforderlichen Zustimmungen vorliegen, kommt es zum »Closing«, d. h. erst dann kann die Umsetzung der Integration beginnen.

In dieser *Zwischenphase* geht es zuerst darum, die »Day-1-Readiness« herzustellen. Dabei ist seitens der Organisationsverantwortung sicherzustellen, dass sämtliche rechtlichen Vorschriften eingehalten werden. Oft werden sog. »Clean Teams« beider Unternehmen eingerichtet, die abgeschottet vom Rest ihrer Unternehmen arbeiten und

10 Kunisch, S./Wahler, C./Müller-Stewens, G. 2011.

11 Vgl. Müller-Stewens, G./Alscher, A. 2011.



sich zur strikten Geheimhaltung der erhaltenen Informationen verpflichten. Diese können bspw. Einkaufskonditionen und Verkaufskonditionen vergleichen. Kommt es zum Closing, können diese Informationen dem neuen Unternehmen zur Verfügung gestellt werden. Diese Zwischenzeit wird also genutzt, um innerhalb der engen rechtlichen Rahmenbedingungen die Struktur der Integration vorzubereiten.

Bezeichnend für den Transaktionsprozess ist dessen *hohe Komplexität*. In sehr kurzer Zeit müssen viele Entscheidungen fast zeitgleich getroffen werden. Um dies zu bewältigen, müssen klare Prioritäten gesetzt werden, d. h. nicht alle Fragen können von Anfang an angegangen werden. Detaillierte Analysen sind kaum möglich; Entscheidungen müssen oft auf der Basis mehr oder minder bewährter Heuristiken getroffen werden.

Das Management eines Transaktionsprozesses ist insbesondere deshalb so herausfordernd, weil der Prozess nicht nur eine *technische Seite* hat, sondern auch eine *emotionale*. Die Unwägbarkeiten einer Transaktion liegen insbesondere auf der emotionalen Seite. Oft wird erst in der Integrationsphase richtig klar, welche Zielevielfalt hinter einer Transaktion steht. Zwar wurde die Transaktion als solche durch die involvierten Parteien unterstützt (oder zumindest nicht blockiert), aber dies verbunden mit sehr unterschiedlichen Erwartungen: Einer sieht darin die Karrierechancen, auf die er schon lange gewartet hat; ein anderer glaubt an das strategische Rational der Transaktion; ein Vorstandsmitglied aus dem Zielunternehmen sieht darin vielleicht interessante Ausstiegsszenarien für sich.

Unternehmensübernahmen haben i. A. einen starken Einfluss auf die Mitarbeiter eines Unternehmens (und ihre Familien) sowie auf das Zusammenwirken dieser Mitarbeiter in der Organisation. Sie können die Struktur, die Systeme, die Prozesse und die Kultur des Zielunternehmens oder auch beider Unternehmen einschneidend verändern. Dies kann Frustrationen, »innere Emigration«, Aggressionen, Stress oder Krankheiten auslösen. Auf der Unternehmensebene kann dies zu Dysfunktionen, Machtkämpfen, Abwanderungen, Reorganisationen, Intrigen usw. führen. Bei komplementären Transaktionen, bei denen sich beide Unternehmen bzgl. Produkten und Märkten eher ergänzen, ist dies i. d. R. seltener der Fall als bei sog. »Kosten-Mergern«, bei denen es primär um Effizienzgewinne aus dem Zusammenschluss geht.

Eine Transaktion gilt regelmäßig dann als abgeschlossen, wenn die dafür eigens gebildete Projektorganisation aufgelöst ist. De facto ist sie damit aber oft noch lange nicht beendet. Zum einen müssen noch nicht erledigte Aufgaben nun in der Linienorganisation abgewickelt werden. Zum anderen gilt es, kulturelle Differenzen miteinander verträglich zu machen und auf eine neue gemeinsame langfristige Vision hin auszurichten.

## 2.3 Rechtliche Perspektive

Die rechtlichen Rahmenbedingungen bilden einen wesentlichen Teil des Kontextes, in dem M&A stattfindet. Dies sind zum einen die nationalen Vorschriften, aber es existieren auch übernationale, wie etwa das europäische Fusionskontrollrecht. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Standorte auch hinsichtlich ihrer Rahmenbedingungen im Wettbewerb miteinander stehen. Es gibt daher nicht nur ein Streben nach Harmonisierung dieser Rahmenbedingungen, sondern auch eines nach bewusster Differenzierung. So macht der US-Bundesstaat Delaware mit dem wohl liberalsten Gesellschaftsrecht des Landes seit Jahrzehnten auf sich aufmerksam. Dort ist beispielsweise mit Zustimmung

der Stimmenmehrheit sämtlicher ausstehender Aktien ein »Squeeze out Merger« mit Zwangsabfindung der Aktionäre möglich; ZF Friedrichshafen konnte bei der Übernahme von TRW im Jahr 2015 diesen Vorteil nutzen.

Eine Vielzahl von Rechtsgebieten ist für das M&A-Geschäft relevant; insbesondere sind dies das Vertragsrecht, das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, das Übernahmerecht, das Wettbewerbsrecht und das Steuerrecht.

Ein Blick auf die Entwicklungen im rechtlichen Bereich zeigt Erstaunliches: Vieles hat sich in den letzten 25 Jahren im M&A-Recht gewandelt, ganze Rechtsgebiete sind neu entstanden, wie insbesondere das Übernahmerecht und das Umstrukturierungsrecht, alte Fragen wie die Vinkulierung der Aktienübertragungen wurden anders beurteilt und neu geregelt, der Aktionär bekam eine völlig neue, zentrale Stellung im Corporate Governance-System der börsenkotierten Aktiengesellschaft. Unfreundliche Übernahmeveruche werden zunehmend zahlreicher und führen immer öfter zu einem Kontrollwechsel. Die Staaten reagieren auf diese Entwicklungen mit nationalistischen Schutzmaßnahmen und Interventionen. Nachdem während Jahrzehnten weltweit eine Machtverlagerung zu den Aktionären stattgefunden hat – ein Trend, der weiter anhält –, beginnt man seit ein paar Jahren, über eine neue Rolle der Aktionäre nachzudenken, über Best-Practice-Verhalten oder gar neue Pflichten der Aktionäre oder über die Kopplung einzelner ihrer Rechte an eine gewisse Haltedauer der Aktien.

### 3 Fazit und Ausblick

Es ist weitläufig bekannt, dass M&A mit einer relativ hohen Misserfolgsquote verbunden ist. Egal, welche Studie herangezogen wird, es wird stets auf das hohe unternehmerische Risiko hingewiesen, welches mit M&A verbunden ist. Die Mehrzahl der Transaktionen erreicht die angestrebten Ziele nicht einmal annähernd. Manche Fälle enden desaströs und gefährden den Fortbestand des Käufers. Daraus sollte jedoch nicht der Schluss gezogen werden, dass M&A-Transaktionen zu unterlassen sind. Denn solche Studienergebnisse sind Durchschnittsbetrachtungen, und hinter jedem Durchschnitt steht eine Verteilung, die offenbart, dass es Unternehmen gibt, die weniger erfolgreich sind, während andere M&A erfolgreich meistern. Den Unterschied macht hier die auf der Gesamtunternehmensebene angesiedelte M&A-Kompetenz aus. Eine solche Kompetenz erlaubt es dem Unternehmen, sich im Wettbewerb zu differenzieren.

Blickt man in die Zukunft, so kann damit gerechnet werden, dass sich die bisherigen Trends weiter fortsetzen werden: der M&A-Markt wird noch globaler, volatil und professioneller. Bei der Durchführung von Transaktionsprozessen werden – zumindest für kleinere Transaktionen – immer mehr Bestandteile als standardisierte Bausteine vorliegen und günstig am Beratungsmarkt erwerbbar sein. So ist z. B. heute eine Unternehmensbewertung zur Routine geworden. Die großen Unternehmen werden, da sie sich immer häufiger des M&A als Wachstumsmechanismus bedienen, darauf fokussierte interne Spezialabteilungen vorhalten. Die Staaten werden in ihrer Rolle als Regulator weiterhin gefordert sein, die Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle mittels adäquater rechtlicher Rahmenbedingungen sicherzustellen.

## Literatur

Der Spiegel, 43/2015, S. 70–80.

Düsterhoff, H./Wolffson, J. M. (2016): M&A-Welten der 2 Geschwindigkeiten – Jahresrückblick auf das deutsche M&A-Geschehen 2015. In: M&A Review, 27. Jg., Nr. 1–2, 2016, S. 21–28.

Kunisch, S./Wahler, C./Müller-Stewens, G. (2011): Spielentscheidend. Der Staat als M&A-Akteur, in: Performance, Nr. 2, S. 14–26.

Menz, M./Müller-Stewens, G./Zimmermann, T./Uhr, J. (2015): Key Findings of the European Chief Strategy Officer Survey 2014. St. Gallen/Munich: University of St. Gallen/Roland Berger Strategy Consultants.

Müller-Stewens, G./Alscher, A. (2011): The Acquisition of Aventis by Sanofi. Attack as Defense, in: Zentes, J./Swoboda, B./Morschett, D. (Hrsg., 2011): Fallstudien zum Internationalen Management. Grundlagen – Praxiserfahrungen – Perspektiven, 4. Aufl., Gabler: Wiesbaden, S. 665–698.

Müller-Stewens, G./Brauer, M. (2009): Corporate Strategy & Governance, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

Voss, I./Müller-Stewens, G. (2006a): Strategische M&A-Kompetenz im Rahmen von Akquisitionsstrategien – Komponenten, Erfolgsfaktoren und Aufbau, in: Keuper, F./Häfner, M./Glahn, C. (Hrsg., 2006): Der M&A-Prozess. Konzepte, Ansätze und Strategien für die Pre- und Post-Phase, Wiesbaden: Gabler, S. 3–32.

Voss, I./Müller-Stewens, G. (2006b): Die Umsetzung von Wachstumsstrategien durch Akquisitionsserien, in: Borowicz, F./Mittermair, K. (Hrsg., 2006): Strategisches Management von Mergers & Acquisitions, Wiesbaden: Gabler, S. 119–144.

---

## A. M & A aus Marktperspektive



# I. Einleitung zum M & A-Markt

Günter Müller-Stewens\*

- 
- 1 Begriffsinhalte
  - 2 M&A als Instrument der Unternehmensentwicklung
    - 2.1 Wachstum durch M&A: Motive und Erklärungsansätze
    - 2.2 Rückzug durch Desinvestitionen
  - 3 Wertsteigerungsdynamik und Schlüsselaktivitäten
  - 4 Zur Effizienz von M&A
  - 5 Zusammenfassung
- 

## 1 Begriffsinhalte

Der aus dem US-amerikanischen Investmentbanking stammende Begriff *Mergers & Acquisitions* (M&A) umschreibt den Handel (Kauf/Verkauf) mit Unternehmen, Unternehmensteilen und Unternehmensbeteiligungen und wird mit *Unternehmenszusammenschluss* (*Fusionen und Unternehmensübernahmen*) übersetzt. In einer weiten Fassung umfasst er auch *Kooperationen* (Joint Venture, Allianzen etc.). Im Falle der *Akquisition* wird das erworbene Unternehmen bzw. die Unternehmensbeteiligung in die Organisation des Erwerbers als Tochtergesellschaft eingegliedert. Von einer *Unternehmensübernahme* wird im Allgemeinen allerdings erst dann gesprochen, wenn der Erwerb der Unternehmensanteile auch deren Management und Kontrolle ermöglicht: Leitungs- und Kontrollrechte wurden auf dem sog. *Markt für Unternehmenskontrolle*<sup>1</sup> – hier auch M&A-Markt genannt – durch einen Käufer erworben und dann auch neu ausgeübt. Was demnach nicht unter dem Begriff Übernahme subsumiert wird, ist der Erwerb von Anteilen ohne Leitungs- und Kontrollrechte (z. B. stimmrechtslose Vorzugsaktien) oder der Erwerb größerer Beteiligungspakete, die nur der passiven Finanzanlage dienen. Eher selten ist der Fall der *Fusion* (Merger), bei der oft ähnlich große Unternehmen (mit oder ohne vorherigen Anteilserwerb) miteinander verschmolzen werden, wobei trotzdem meist eines der beiden der Unternehmen dominiert. Großvolumige Fusionen traten vermehrt Ende der 1990er Jahre (z. B. DaimlerChrysler, Allianz-Dresdner Bank) auf dem Hoch des »Dotcom«-Börsenbooms auf.

Da der Entscheid zur Veräußerung eines Unternehmens allein bei den Anteilseignern und nicht bei der Geschäftsführung liegt, kann es zu unterschiedlichen Haltungen bei Management und Eigentümern gegenüber einem Übernahmeangebot kommen. Unterbreitet ein Unternehmen einem anderen Unternehmen ein *öffentliches Übernahmeangebot* (in den USA ist es zu einem solchen Tender Offer verpflichtet, wenn es mehr als 5 % der Aktien des Zielunternehmens erwerben will), so kann das Management des

---

\* Prof. Dr. Günter Müller-Stewens, Professor für Strategisches Management, Universität St. Gallen (HSG), St. Gallen.

<sup>1</sup> Achleitner 1999, S. 137, Jensen/Ruback 1983.

Zielunternehmens seinen Anteilseignern die Annahme des Angebots empfehlen (*Friendly Take-over*) oder es betrachtet das Angebot als »unfreundlich/feindlich« (*Unfriendly bzw. Hostile bzw. Unsolicited Takeover*). Den Aktionären des Zielunternehmens macht der potenzielle Käufer den Verkauf dadurch schmackhaft, dass er den Aktionären des Zielunternehmens für einen bestimmten Zeitraum für den Verkaufsfall verbindlich ein signifikantes Premium auf den derzeitigen Börsenkurs anbietet. Das Zielunternehmen kann sich durch das Ergreifen von Abwehrmaßnahmen (z. B. die Suche nach einem »weißen Ritter«, d. h. einem bevorzugteren Käufer)<sup>2</sup> wehren. Unfreundliche Übernahmen bilden jedoch eher die Ausnahme. Prominentes Beispiel war im Jahr 2000 der Erwerb von Mannesmann durch Vodafone, mit einem Transaktionsvolumen von 186 Mrd. US-\$ die bislang größte Transaktion aller Zeiten.

Strukturell kann der Kauf/Verkauf eines Unternehmens auf zwei unterschiedliche Arten vorgenommen werden: Der Käufer erwirbt entweder die zum Unternehmen gehörigen Vermögenswerte und Rechte (*Asset Deal*) oder die Beteiligung selbst (*Share Deal*).

## 2 M & A als Instrument der Unternehmensentwicklung

Mergers & Acquisitions (M&A) sind über die beiden letzten Jahrzehnte zu einem Standardinstrument der Unternehmensleitungen geworden. M&A ist ein Instrument mit dem signifikant in die Entwicklung eines Unternehmens eingegriffen werden kann. M&A hat deshalb auch das Potenzial für hohe positive Effekte auf das kaufende Unternehmen. Gleichzeitig zeigen aber viele Studien, dass mit M&A oftmals die angestrebten Ziele nicht annähernd erreicht werden konnten, teilweise Käuferunternehmen durch eine Fehlakquisition sogar für Jahre selbst in eine kritische Situation gebracht wurden. M&A ist damit auch eine Strategie, die mit hohen Risiken verbunden ist.

Für das Strategische Management ist M&A einer der Mechanismen, mittels derer Strategien zur *Restrukturierung* bzw. *Rekonfiguration des Unternehmensportfolios* und zum Treiben von Wachstum umgesetzt werden können<sup>3</sup>. Dabei geht es um die Kernfrage der *Corporate Strategy*: In welchen Geschäften will ein Unternehmen tätig sein? Abb. 1 stellt die Mechanismen im Überblick dar.

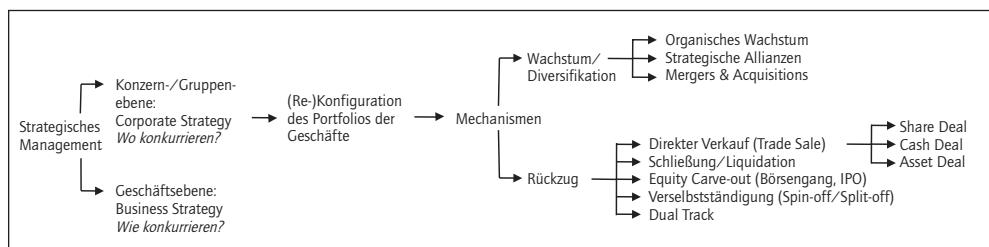


Abb. 1: Ausgewählte Mechanismen der Portfoliostrukturierung im Strategischen Management (Quelle: Eigene Darstellung)

2 Picot 2012.

3 Müller-Stewens/Lechner 2016.

Eine in einem aktiven Portfoliomanagement häufig anzutreffende Strategie ist der »Rückzug zum Wachstum« (Divest to Grow): Zur Realisierung von Wachstumsmöglichkeiten stellt sich für das Corporate Management oft die Frage, mit welchen finanziellen Mitteln eine Akquisition, die Gründung eines Joint Ventures oder der Vorstoß in einen neuen Markt durch eigenen Aufbau einer neuen Geschäftseinheit finanziert werden kann. Die Desinvestition einer Geschäftseinheit oder einer Division zur Realisierung eines solchen Wachstumsvorhabens kann dabei zur Notwendigkeit werden.

Mit dem Einzug des Shareholder Value-Ansatzes in den 1990er Jahren wurde die Steuerung des Unternehmensportfolios bei den börsennotierten Gesellschaften stark unter dem Gesichtspunkt der finanziellen Wertentwicklung betrachtet. Die Steigerung des Wachstums und der Gesamtkapitalrentabilität der einzelnen Geschäfte standen im Mittelpunkt der Bemühungen (Wertmanagement). Die Unternehmensstrategie wurde dadurch immer mehr an den Erwartungen der Kapitalmärkte ausgerichtet. Konsequenz war, dass zur Optimierung des Portfolios sich dessen Zusammensetzung durch Zukäufe und Desinvestitionen immer häufiger änderte. Aktuell werden Portfolio-Restrukturierungen eher auf einen (neuen) gemeinsamen Geschäftszweck des Unternehmens ausgerichtet, was vielerorts zu homogeneren Portfolios führte.

## 2.1 Wachstum durch M&A: Motive und Erklärungsansätze

Soll das Portfolio der Geschäfte durch *Diversifikation* in neue Geschäfte (Ländermärkte, Branchen, Marken etc.) erweitert werden, dann kann eine solche *Wachstumsstrategie mittels M&A* vollzogen werden. Das Unternehmen tritt dann als potenzieller Käufer auf dem Markt für Unternehmenskontrolle auf. M&A steht dabei in Konkurrenz zu anderen Diversifikationsinstrumenten wie der internen Entwicklung oder strategischen Allianzen. Als Verkäufer tritt das Unternehmen auf, wenn es sich von Geschäften trennen will.

Eine Möglichkeit zur Erklärung von M&A sind die Motive als Verursacher von Transaktionen. So identifiziert z. B. Trautwein (1990) sieben solcher Motive, von denen im konkreten Fall wohl keines alleine wirkt, sondern – schon allein aufgrund der Vielfalt der Beteiligten – eine spezifische Mischform dieser Motive anzutreffen ist. Wird zunächst unterstellt, dass es zu M&A aus rationalen Erwägungen kommt, dann kann dies geschehen, um (1) Synergien zu erzielen (Effizienztheorie), um (2) gegenüber den Kunden einen Machtgewinn zu realisieren (Monopoltheorie), um (3) als Arbitrageure einen Vorteil aus der Zerschlagung eines Unternehmens und den anschließenden Verkauf der einzelnen Einheiten zu erzielen (Raider-Theorie) oder um (4) einen Vorteil aufgrund eines Informationsvorsprungs gegenüber dem Verkäufer zu kapitalisieren (Bewertungstheorie).

Die genannten *Arbitrageure* dürfen nicht mit *Finanzinvestoren* gleichgesetzt werden, da es deren erklärtes Ziel ist, als »Principal Investor« den Wert des Übernahmeobjekts zu steigern. Dies geschieht durch eine aktive Zusammenarbeit mit dem Management des Zielunternehmens bei der Neubewertung wichtiger unternehmerischer Fragestellungen, weshalb – im Gegensatz zum *Corporate Raider* – auch unfreundliche Übernahmen ausscheiden. Meist wird der Eigenkapitalanteil des Investors über *Private Equity-Fonds* finanziert.

Ein fünftes rationales Motiv wirkt nicht zugunsten der Aktionäre des Käufers, sondern dient den Eigeninteressen des Managers des Käufers: die *Empire Building-Theorie*.



Der Manager baut sich gegen die Interessen der Eigentümer (Prinzipal-Agent-Konflikt) ein diversifiziertes Imperium auf, das ihm einerseits mehr Macht gibt, aber andererseits auch mehr Manövrierspielraum bezüglich der Darstellung der Leistung des von ihm geführten Unternehmens (z. B. »Überkreuzfinanzierungen« zwischen den Geschäftseinheiten). Auch wird ein Manager, der hohe Nettocashflows erwirtschaftet, nach dieser Theorie eher dazu neigen, diese in M&A -Transaktionen auch mit schlechten Erfolgsaussichten zu reinvestieren, als dass er die Cashflows an die Eigentümer auszahlt, da er diesen Ressourcenverlust auch als Machtverlust betrachten würde.

Daneben gibt es noch zwei Erklärungsansätze, die das Zustandekommen von M&A nicht als Resultat rationaler Entscheidungen sehen: Nach der *Prozesstheorie* kommt es aufgrund undurchsichtiger Entscheidungsprozesse zu Transaktionen (z. B. wegen des fortgeschrittenen Stands des Verhandlungsprozesses und der damit empfundenen Irreversibilität ohne Gesichtsverlust). Die *Wellentheorie* unterstellt dagegen, dass M&A ein zyklisches Phänomen ist und die Entscheidungsträger sich diesem Phänomen wie einer Mode mehr oder minder unterwerfen: Unternehmen kaufen in einer dieser M&A-Wellen Unternehmen bzw. Unternehmensteile, weil aufgrund günstiger Rahmenbedingungen gerade alle anderen auch Unternehmen kaufen.

Soll nicht nur erklärt werden, warum es grundsätzlich zu M&A kommt, sondern warum es zu bestimmten *Transaktionsrichtungen* (horizontal, vertikal, lateral etc.) kommt, dann lässt sich die (empirisch nicht verifizierte) *Marktbedingungen-Eigentümerkontrolltheorie* von Blackburn/Lang (1989) zugrunde legen: Manager neigen in restriktiven Märkten aufgrund der Marktzwänge grundsätzlich zu Transaktionen, bei denen zwischen Käufer- und Zielunternehmen eine hohe Verwandtschaft unterstellt wird (verbundene M&A). Sind die Märkte nicht so restriktiv, dann geschieht dies nur bei Käufern, die einer starken Eigentümerkontrolle ausgesetzt sind, da dort dem Management meist kurzfristige Leistungsziele vorgegeben sind. Ist diese Eigentümerkontrolle in weniger restriktiven Märkten nicht gegeben, dann kann nichts zur Richtung von M&A gesagt werden, da M&A primär auch dazu eingesetzt wird, um sich der Kontrolle der Eigentümer zu entziehen. So kann das Management das eigene Positionsrisiko dadurch reduzieren, indem das Unternehmen kauft, bevor es selbst gekauft wird – egal ob die Transaktion ökonomisch sinnvoll ist oder nicht.

## 2.2 Rückzug durch Desinvestitionen

Zur Umsetzung einer Rückzugsstrategie gibt es eine ganze Reihe von Optionen, die teilweise Anlass für M&A-Transaktionen sein können:<sup>4</sup>

1. Direkter Verkauf (Divestiture)
2. Schliessung/Liquidation
3. Equity Carve-out (Börsengang; Initial Public Offering, kurz: IPO)
4. Verselbstständigung (Spin-off, Split-off)
5. Dual Track (Kombination mehrerer Verfahren)

Eine Spielart, die auch zum Tragen kommen kann, ist das *Management Buy-out* (MBO) oder *Management Buy-in* (MBI). Verfügt das Management beim MBO/MBI nicht über

<sup>4</sup> Müller-Stewens/Brauer 2009.

relevante Eigenmittel, so erfolgt über Investoren eine Fremdfinanzierung als LBO (Leveraged Buy-out).

Ein *direkter Verkauf* an einen strategischen oder finanziellen Investor ist eine der meist gewählten Varianten zum Ausstieg aus einem Geschäftsfeld. Beim direkten Verkauf überträgt der Mutterkonzern die vollständigen Eigentumsrechte an der Geschäftseinheit dem Käufer. Dem Mutterkonzern fließen dadurch entweder liquide Mittel zu (Cash Deal) oder aber er erhält dafür Aktien (Share Deal) oder andere tangible (materielle) Vermögenswerte (Asset Deal).

Der Prozess des Verkaufs ist i. d. R. so strukturiert, dass zuerst nach potenziellen Kaufinteressenten Ausschau gehalten wird. Davon erhalten die, die in eine engere Auswahl einbezogen werden, Gelegenheit zu einer sorgfältigen Analyse, Prüfung und Bewertung des Kaufgegenstandes (*Due Diligence*). Ist diese abgeschlossen, kommt es häufig zu einer *öffentlichen Auktion* um die zur Disposition stehende Geschäftseinheit.

Eine solche Auktion kann verschiedener Art sein. Die Privatauktion (*Private Auctioning*) und die offene Auktion (*Open Auctioning*) bilden die beiden Enden des Kontinuums. Bei der Privatauktion wird vom Mutterkonzern meist nur ein potenzieller Interessent angesprochen, an den dann die Geschäftseinheit verkauft werden soll. Vorteil dieses Verfahrens ist die hohe Vertraulichkeit, die Möglichkeit zur schnelleren Einigung und Abwicklung der Transaktion und die Tatsache, dass dadurch das Tagesgeschäft weniger stark eingeschränkt wird. Nachteil ist, dass es keine Alternativen in der Hinterhand gibt, sollte der gewählte Interessent nicht kaufbereit sein. Mangels Wettbewerb kann auch der Kaufpreis geringer ausfallen als bei den anderen Auktionsvarianten. Bei der offenen Auktion, bei der mit einer Vielzahl von Kaufinteressenten Verhandlungsgespräche aufgenommen werden, ist die Intensität des Wettbewerbs zwischen den Kaufinteressenten wesentlich höher. Somit kann sich der Kaufpreis im Idealfall entsprechend »hochschaukeln«. Negativ ist allerdings bei dieser Variante, dass der Ressourcen- und Zeitaufwand wesentlich höher ist und somit auch das operative Tagesgeschäft oftmals darunter leidet.

### 3 Wertsteigerungsdynamik und Schlüsselaktivitäten

Akquisitionen bauen auf einer Wertsteigerungsdynamik auf, wie sie vereinfacht in Abb. 2 dargestellt ist: Der Käufer ist zur Zahlung einer bestimmten Prämie bereit, da er sich Vorteile aus einer beim Zielunternehmen bestehenden Informationslücke, aus der Nutzung eines Restrukturierungspotenzials oder aus der Realisierung von Synergien erhofft. Diese Prämie darf auf keinen Fall höher sein als die Summe dieser erwarteten Vorteile abzüglich der Akquisitions- und Integrationskosten. Doch hier zeigt sich bereits das Problem vieler Akquisitionen: Es wurde eine zu hohe Prämie bezahlt, da das Management die Vorteilspotenziale überschätzt hat, oder weil das Unternehmen nicht in der Lage war, sie bei der Integration zu realisieren.

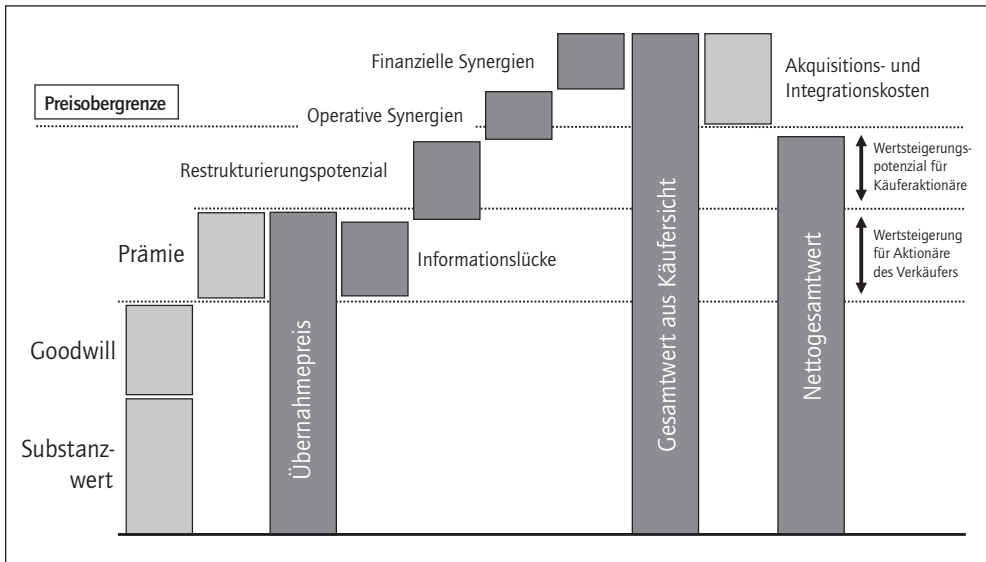


Abb. 2: Wertsteigerungsdynamik von Akquisitionen (Quelle: Eigene Darstellung)

M&A führt bei den drei Hauptbeteiligten, dem Käufer, dem Verkäufer und dem Transaktionsobjekt, oft zu tiefgreifenden Veränderungen. Diese erfolgreich zu bewältigen verlangt eine Vielzahl von Expertisen, die nicht als »automatisch« gegeben unterstellt werden dürfen. Diese Expertisen müssen interdisziplinär zusammenwirken, was hohe Anforderungen an das Schnittstellenmanagement zwischen den Beteiligten stellt. Derartige Expertisen werden von ganz unterschiedlichen Akteuren eingebracht: Juristen, Wirtschaftsprüfer, Steuerexperten, Ingenieure, Psychologen u. v. a. m. sind daran beteiligt.

Jede Transaktion sollte auf einer soliden Strategie aufbauen, die das Rational zur Übernahme bereitstellt. Meist wird dazu eine Diversifikationsstrategie ausgearbeitet, aus der dann Profile geeigneter Käufer bzw. Zielunternehmen abgeleitet werden. Konkrete Ideen für eine Akquisition können nun hergeleitet, begründet und entschieden werden. Auch wenn der Entscheid dann primär strategischer Natur ist, so wird er aber auch von rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen beeinflusst. Unabdingbarer Output muss eine gut durchdachte und breit geteilte strategische Vision sein, die eine Akquisition zu erklären und die Transaktion inhaltlich auszurichten vermag. Insbesondere muss eine klare Vorstellung dazu bestehen, wie konkret Nutzen aus der Akquisition gezogen werden kann.

Neben diesen eher strategischen Kompetenzen werden bei der nun folgenden *technischen Abwicklung* der Transaktion wieder ganz andere Expertisen benötigt. Nun geht es z. B. darum, mit den Kandidaten in einer geeigneten Form Kontakt aufzunehmen, Bewertungen durchzuführen, Verhandlungen zu Preis und Bedingungen zu führen und im Abschlussfall auch eine passende Form der Finanzierung zu finden. Der Kaufpreis kann durch eine Barzahlung, einen Aktientausch, eine Kapitalerhöhung beim erworbenen Unternehmen oder eine Kombination dieser Instrumente entrichtet werden. Wenn der Käufer nicht über die entsprechenden finanziellen Mittel verfügt, kann er sich z. B. über eine Kapitalerhöhung, eine Kreditaufnahme oder den Verkauf von Unternehmens-

beteiligungen finanzieren. Zentral ist in dieser Phase die Due Diligence, mittels derer aus verschiedensten Perspektiven durch den Käufer zu überprüfen ist, ob das Zielunternehmen das zu halten vermag, was es verspricht und ob im Falle eines Zusammengehens die strategische Vision auch eingelöst werden kann.

Kommt es zur Vertragsunterzeichnung (Signing) und zum Abschluss der Transaktion (Closing) – falls noch Bescheide von Behörden abgewartet werden mussten –, dann benötigt das Unternehmen nun wiederum ganz andere Fähigkeiten, um die bei der Integration beider Unternehmen anstehenden Aktivitäten zielführend ausüben zu können.<sup>5</sup> Jetzt müssen die kalkulierten Vorteilspotenziale durch die Mitarbeiter beider Unternehmen realisiert werden, die das Bezahlen der Prämie rechtfertigten. Je nach Bedarf an organisatorischer Autonomie und strategischen Interdependenzen sind unterschiedliche Integrationsansätze zu wählen.

Aufgrund der großen Bedeutung von M&A und wegen der hohen Misserfolgsraten sind Akquisitionen und ihre Erfolgsvoraussetzungen auch vielfach untersucht worden. Oft sind die Akquisitionen, die besonders nutzenstiftend wirken, auch die, die besonders hohe Integrationsrisiken mit sich bringen. In Abb. 3 sind exemplarisch die Beobachtungen und Erkenntnisse der Untersuchung von Haspeslagh/Jemison (1992) zusammenfassend dargestellt. Es werden dort die erforderlichen Aktionsfelder und typischen Probleme bei M&A aufgeführt.

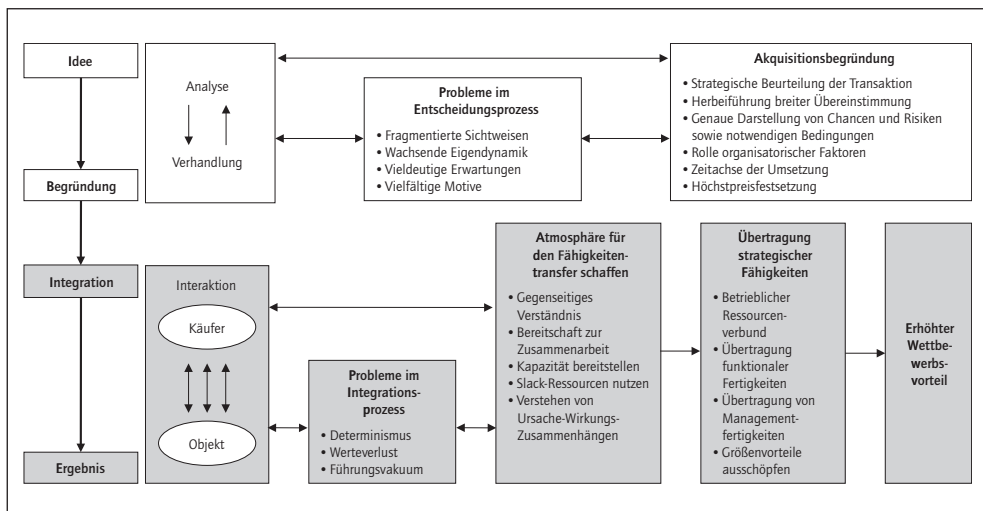


Abb. 3: Aktivitäten und Problemfelder (Quelle: Haspeslagh/Jemison 1992)

5 Gerpott 1993; Meynerts-Stiller/Rohloff 2015.

## 4 Zur Effizienz von M & A

Trotz der großen Beliebtheit von M&A generieren viele Akquisitionen nicht (annähernd) den Nutzen, der von ihnen erwartet wurde.<sup>6</sup> So kann z. B. im Fall des Motivs der Effizienzsteigerung deren tatsächliche Realisierung nicht signifikant bestätigt werden. Gleiches gilt für das häufig genannte Motiv, durch M&A die Marktmacht zu erhöhen. Konsequenz einer mit dieser Absicht vollzogenen Transaktion müsste es dann sein, dass die Preise fallen. Auch diese Hypothese konnte bislang jedoch nicht generell bestätigt werden. Es ist bei horizontalen Mergers sogar oft eher so, dass die verbleibenden Unternehmen nach dem Ausscheiden eines Wettbewerbers die Kapazitäten erhöhen, um ihre *Economies of Scale* zu erhöhen. Auch verworfen werden muss die Hypothese, dass M&A (als Folge z. B. von Effizienzsteigerungen) die Profitabilität des aufkaufenden Unternehmens zu erhöhen vermag. Diese Erkenntnis gilt – vielleicht überraschenderweise – auch für die primär horizontal getriebenen Merger-Wellen. Die Profitabilität sinkt im Allgemeinen nach der Akquisition: In 12 der durch Bühner (1990) ausgewerteten 28 empirischen Arbeiten zum Thema Profitabilität von M&A kommt es zu einer Verschlechterung der Situation, in weiteren zwölf ist die Wirkung neutral und in vier Studien ist sie positiv. Aus den Studien können eine Reihe von Hinweisen entnommen werden, was die Profitabilität von Akquisitionen weniger ungünstig beeinflusst. Insbesondere ist dies der strategische Fit (»Verbundenheit« bei Produkten, Märkten oder Technologien, komplementäre strategische Ressourcen etc.) zwischen Käufer- und Objektunternehmen.

Zur Beurteilung des Erfolgs von M&A kann weiter die Frage gestellt werden, ob M&A den Aktienkurs verbessert? Ein überdurchschnittliches Ansteigen der Aktienkurse im Verlauf einer Akquisition würde Signal dafür sein, dass der Kapitalmarkt positive Effekte aus der Transaktion auf die zukünftigen Gewinne des Unternehmens erwartet. Relative Einigkeit besteht darin, dass die großen Gewinner einer Akquisition i. A. die Aktionäre des gekauften Unternehmens sind. Im Schnitt steigen ihre Kurse um knapp 20 %. Dagegen gibt es keinen signifikant nachweisbaren positiven Einfluss auf den Kurs des Käufers. Im Gegenteil muss sogar eher angenommen werden, dass der Kurs fällt und die Aktionäre des Käufers über Jahre nach der Akquisition substanzielle Verluste hinnehmen müssen. Allerdings ist anzumerken, dass der Käuferkurs zwei bis fünf Jahre vor der Akquisition sich oft besser als der Markt entwickelt, also das Akquisitionspotenzial zum Zeitpunkt ihres Eintritts im Kurs bereits »eingepreist« sein könnte.

## 5 Zusammenfassung

Einerseits zeigt sich, dass M&A – auch nach den Börsencrashes in den Jahren 2000 und 2007 – nicht mehr aus dem Repertoire der Unternehmensleitung wegzudenken ist. Der Markt, an dem die Unternehmen gehandelt werden, ist dabei nicht nur größer, globaler und volatiler geworden, sondern auch professioneller. Spezialisten aller Art (Investment-

<sup>6</sup> Vgl. folgende Studien zur Effizienz von M&A: Carper 1990; Conn 1976; Datta et al. 1992; Mueller 1992; Piper/Weiss 1974; Ravenscraft/Scherer 1987; Rhoades 1987.

banker, Strategieberater, Anwälte, Wirtschaftsprüfer, Psychologen etc.) haben sich hier eine Nische gesucht und geschaffen.

Andererseits werden durch die empirischen Befunde zum Erfolg von M&A die »wertsteigernden« Strategien des Managements bei Akquisitionen – trotz professioneller Unterstützung – ernsthaft in Frage gestellt: Denen zufolge wird das Geld der Aktionäre häufig mit hohem Risiko investiert, ohne daraus einen Gewinn erwarten zu können. Effekt von M&A sind deshalb oft nur die Vergrößerung des Unternehmens und eine reduzierte ökonomische Effizienz.

Warum investieren Führungskräfte trotzdem in eine Akquisition: Ist das Management Getriebener eines Trends, dem es sich nicht entgegenzustellen vermag? Sind es persönliche Vorteile, die das Management darin sieht (Macht, Einkommen etc.)? Oder ist es der feste Glaube, dass all diese Erkenntnisse im eigenen Fall nicht zutreffen werden? Natürlich sind auch Akquisitionen bekannt, die erfolgreich verliefen oder zumindest keinen größeren Schaden angerichtet haben. Warum sollte man also selbst nicht zu den Tüchtigen und Glücklichen zählen? M&A kann also als unternehmerischer Akt gesehen werden – manchmal mit einem besseren Verständnis für die eingegangenen Risiken und manchmal eben mit einer etwas naiven Vorstellung bzgl. der notwendigen Fähigkeiten und zu erwartenden Belastungen. Es gilt damit auch zur Kenntnis zu nehmen, dass es keine einfache Formel für den Erfolg von Akquisitionen gibt.

Doch was angenommen werden kann, ist, dass beim Erwerb und der Integration von Unternehmen eine spezifische organisatorische Fähigkeit zum Tragen kommt, die in den fraglichen Unternehmen unterschiedlich verteilt ist und auch eine Quelle für einen Wettbewerbsvorteil zu sein vermag. Diese Fähigkeit kann zumindest ab einer gewissen Akquisitionsfrequenz systematisch entwickelt und in Form von Standardprozeduren – trotz aller Unterschiedlichkeit jeder Transaktion – nutzbringend zum Einsatz gebracht werden.

## Literatur

- Achleitner, A.-K. (1999): Handbuch Investment Banking. Wiesbaden, Gabler, 1999.
- Blackburn, V./Lang, J. R. (1989): Toward a Market/Ownership Constrained Theory of Merger Behavior. In: *Journal of Management*, 15. Jg., Nr. 1, 1989, S. 77–88.
- Bühner, R. (1990): Unternehmenszusammenschlüsse: Ergebnisse Empirischer Analysen. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 1990.
- Carper, W. B. (1990): Corporate Acquisitions and Shareholder Wealth: A Review and Exploratory Analysis. In: *Journal of Management*, 16. Jg., Nr. 4, 1990, S. 807–823.
- Conn, R. L. (1976): The Failing Firm/Industry Doctrines in Conglomerate Mergers. In: *Journal of Industrial Economics*, 24. Jg., Nr. 3, 1976, S. 181–187.
- Datta, D. K./Pinches, G. E./Narayanan, V. K. (1992): Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions – A Metaanalysis. In: *Strategic Management Journal*, 13. Jg., Nr. 1, 1992, S. 67–84.
- Gerpott, T. J. (1993): Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 1993.
- Haspelslagh, P. C./Jemison, D. B. (1992): Akquisitionsmanagement: Wertschöpfung durch Strategische Neuausrichtung des Unternehmens. (P. Künzel, Trans.), Campus Verlag, Frankfurt a. M., 1992.
- Jensen, M./Ruback, R. (1983): The Market for Corporate Control – the Scientific Evidence. In: *Journal of Financial Economics*, 11. Jg., Nr. 1–4, 1983, S. 5–50.
- Meynerts-Stiller, K./Rohloff, C. (2015): Post Merger Management. M&A-Integrationen erfolgreich planen und gestalten, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2015

- Mueller, D. C. (1992): Mergers. In: P. V. Newman/M. Milgate/J. Eatwell (Hrsg.) (1992): *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. Macmillan Press Ltd., London, 1992, S. 700–705.
- Müller-Stewens, G./Brauer, M. (2009): *Corporate Strategy & Governance*. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2009.
- Müller-Stewens, G./Lechner, C. (2016): *Strategisches Management : Wie Strategische Initiativen zum Wandel führen*. 5. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2016.
- Picot, G. (2012): *Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung – Durchführung – Integration*, 5. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2012.
- Ravenscraft, D. J./Scherer, F. M. (1987): *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. Brookings Institution, Washington, DC, 1987.
- Rhoades, S. A. (1987): *The Operating Performances of Acquired Firms in Banking*. In: R. V. Wills/J. Caswell (Hrsg.) (1987): *Issues after a Century of Federal Competition Policy*. Lexington Books, Lexington, 1987, S. 277–279.
- Trautwein, F. (1990): *Merger Motives and Prescriptions*. In: *Strategic Management Journal*, 11. Jg., Nr. 4, 1990, S. 283–295.

## II. M & A als Wellen-Phänomen: Analyse und Erklärungsansatz

Günter Müller-Stewens\*

- 
- 1 Einleitung
  - 2 Historische Betrachtung der US-amerikanischen M&A-Wellen
    - 2.1 Erste und zweite M&A-Welle: Zwei Merger-Wellen zwischen 1897 und 1929
    - 2.2 Dritte und vierte M&A-Welle: Wiedererwachen und Kommerzialisierung von M&A
    - 2.3 Fünfte M&A-Welle: Aufstieg in ungeahnte Höhen und rasanter Fall
    - 2.4 Sechste M&A-Welle: Schnelle Erholung und neue Höchststände
  - 3 Erklärungsansätze zum empirischen Phänomen
    - 3.1 M&A als zunehmendes und zyklisches Phänomen
    - 3.2 Bestehende Erklärungsansätze
    - 3.3 Theorie der prospektiven Wertsteigerungslogik
  - 4 »Anatomie« einer M&A-Welle
    - 4.1 Unterer Wendepunkt
    - 4.2 Aufschwung
    - 4.3 Obere Wendepunkt
    - 4.4 Abschwung
  - 5 Den ganzen Zyklus im Visier
- 

### 1 Einleitung

Das Phänomen von Unternehmenszusammenschlüssen bzw. -übernahmen (Mergers & Acquisitions) hat seit dem ersten Auftreten Ende des 19. Jahrhunderts eine enorme Bedeutungszunahme erfahren. M&A-Transaktionen finden auf dem sog. Markt für Unternehmenskontrolle statt. Dieser Markt wird im engen Sinne als die Arena bezeichnet, in der Manager um die Kontrollrechte für Unternehmensressourcen konkurrieren.<sup>1</sup> Im weiten Sinne schließt er jedoch eine Vielzahl weiterer Transaktionen wie strategische Allianzen (z. B. in Form wechselseitiger Beteiligungen) mit ein. In diesem Markt kann neben den in die Transaktionen involvierten Unternehmen ein Vielzahl weiterer Akteure angetroffen werden: So etwa Beratungen, Wirtschaftsprüfer und Anwaltssozietäten, die diverse Dienstleistungen erbringen, aber auch Private Equity-Investoren und Staatsfonds zählen zu den Akteuren auf dem M&A-Markt.

---

\* Prof. Dr. Günter Müller-Stewens, Professor für Strategisches Management, Universität St. Gallen (HSG), St. Gallen.

1 »The market for corporate control is best viewed as an arena in which managerial teams compete for the rights to manage corporate resources« (Jensen/Ruback 1983).



Doch was verursacht das Phänomen M&A als Ganzes? Zwar ist relativ viel zu den Motiven, die hinter den einzelnen Transaktionen stehen, bekannt – Motive wie etwa Effizienzsteigerung oder Zugewinn an Marktmacht.<sup>2</sup> Bislang gibt es nur erste Ansatzpunkte für eine allgemeine Erklärung des Phänomens. In diesem Beitrag wird versucht, auf dem Weg zu einer Theorie für das Phänomen M&A ein Stück weiter zu kommen. Als Startpunkt dazu soll ein Blick auf die historische Evidenz des Phänomens geworfen werden.

Bei einer historischen Betrachtung der M&A-Aktivitäten lässt sich vermuten, dass M&A ein zyklisches Phänomen ist. Diese Beobachtung soll im Folgenden für eine nähere Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle in den USA genutzt werden, der als Wiege des Phänomens betrachtet werden kann.

## 2 Historische Betrachtung der US-amerikanischen M & A-Wellen

Die Vereinigten Staaten von Amerika können als Wiege des Marktes für Unternehmenskontrolle betrachtet werden. Bereits seit Ende des 19. Jahrhunderts lassen sich in den USA immer wieder Episoden erkennen, in denen es mit einer gewissen Regelmäßigkeit zu einem signifikanten Anstieg der M&A-Aktivitäten kommt. Und auch zu Anfang des neuen Jahrtausends ist der US-amerikanische Markt für Unternehmenskontrolle immer noch der Leitmarkt für das M&A-Geschehen.

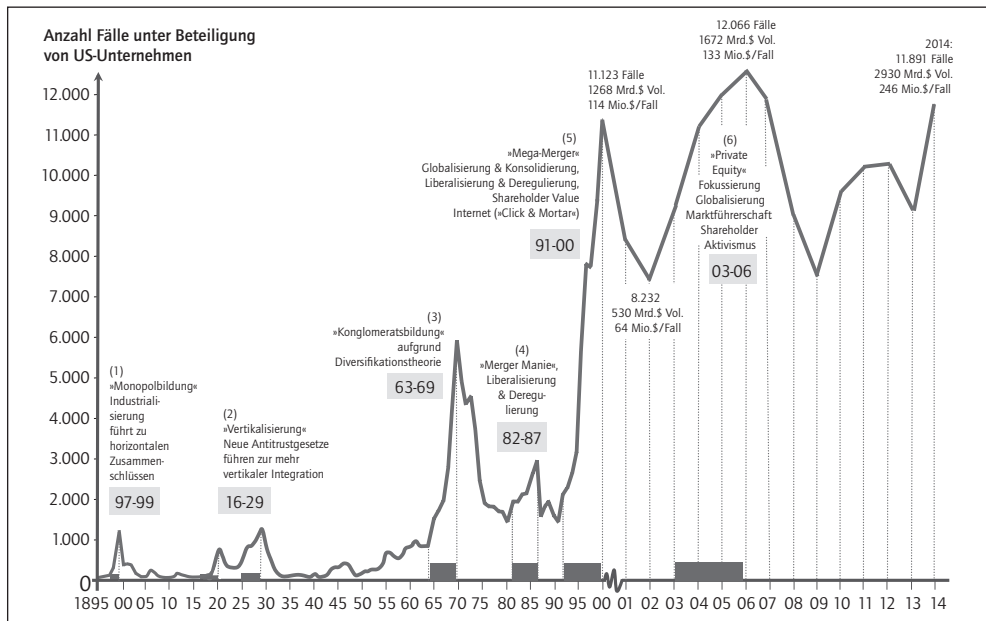


Abb. 1: US-Merger-Wellen 1963 bis 2014: Anzahl Transaktionen von 1895 bis 2014 (Quellen: 1895–1920: Nelson (1959); 1921-1939: Thorp/Crowder (1941), 1940–1962: FTC (1971, 1972), 1963–2002: MergerStat; 2003–2014: MergerStat; nach neuem Ansatz ermittelt, der zu ca. 10% mehr Transaktionen führt.)

2 Vgl. Jensen 1988 und Trautwein 1990.

Mittlerweile lassen sich sechs große Merger-Wellen erkennen (vgl. Abb. 1). Mit leichter Verzögerung schwappen diese Wellen i. d. R. auch auf die anderen westlichen Industriestaaten über, jedoch haben natürlich auch lokale Ereignisse und Gegebenheiten einen Einfluss auf Stärke und Ausprägung der jeweiligen Merger-Welle. So war bspw. Anfang der 1990er Jahre weltweit ein Abflauen der M&A-Aktivitäten zu beobachten, während in Deutschland die Wiedervereinigung – und speziell die Treuhandverkäufe – zu einem weiteren Anstieg der Transaktionszahlen führten.

In der Zeit bis zum Beginn der Weltwirtschaftskrise im Jahr 1929 konnten zwei M&A-Wellen registriert werden. Nachdem es dann über fast 30 Jahre zu keinen signifikanten M&A-Aktivitäten kam, wurde das M&A-Phänomen in den 1960er Jahren aufgrund der Diversifikationstheorie und später der Kommerzialisierung von M&A als Beratungsdienstleistung wiederbelebt.

Zu neuen, vorher unvorstellbaren Höhen schwang sich der Markt in den 1990er Jahren auf: Im Jahr 1991 wurden 1.877 Transaktionen unter Beteiligung eines US-Unternehmens bei einem Gesamtvolumen von 71 Mrd. US-\$ registriert.<sup>3</sup> Anschließend stiegen die Zahlen bis zum Jahr 2000, in dem 11.123 Transaktionen mit einem Wert von 1.268 Mrd. US-\$ gezählt wurden, kontinuierlich an. Ende der 1990er Jahre waren die Marktteilnehmer durch eine Euphorie – ähnlich der in den »Goldenen Zwanzigern« – getrieben, die nahezu jeder Rationalität entbehrte; dann kam es zum Platzen der Dotcom-Blase.

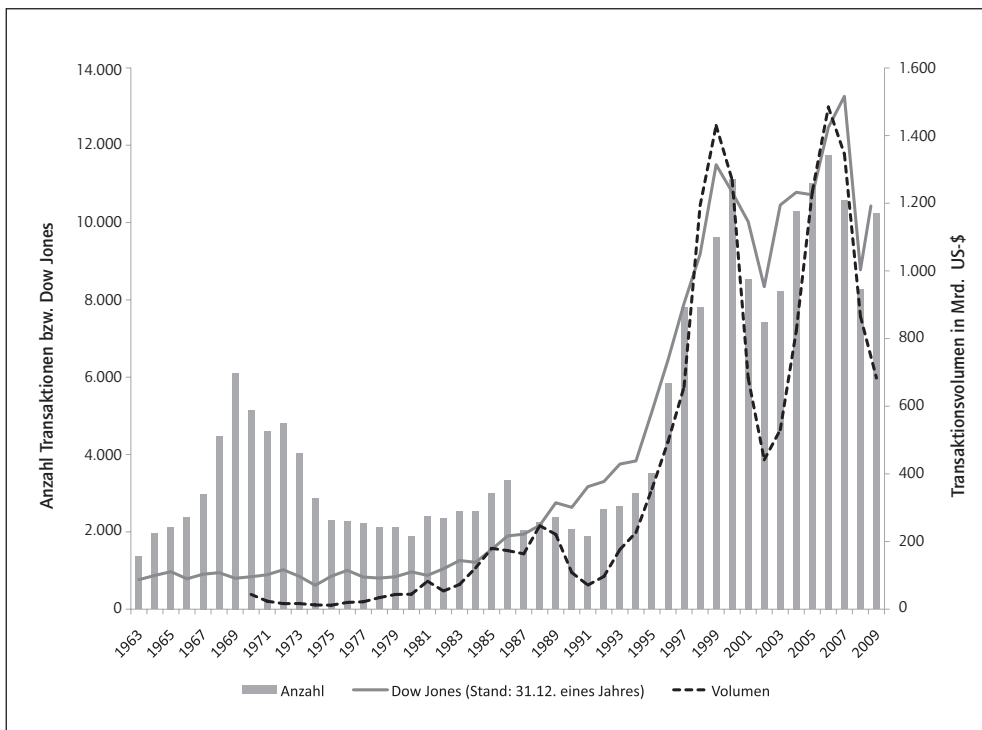


Abb. 2: US-Merger-Wellen 1963 bis 2009: Entwicklung der Transaktionsanzahl und -volumen sowie des Dow Jones Index (Quellen, MergerStat Review, Dow Jones, eigene Analyse)

3 Quelle: MergerStatReview.

Die sechste Welle lief ähnlich ab. Sie schwang sich zwar etwas schneller zu einem Allzeithoch des gesamten Transaktionsvolumens von etwa 1.500 Mrd. US-\$ auf (von 2002 bis 2006), stürzte dann aber im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise ebenso dramatisch ab. Allein 2008 halbierte sich bereits die Kapitalisierung des globalen Aktienmarktes von etwa 50.000 auf 25.000 Mrd. US-\$. Analog war im Jahr 2009 auch nur noch etwas weniger als die Hälfte des Transaktionsvolumens aus dem Jahr 2006 zu verzeichnen. Auch wenn der M&A-Markt sich relativ schnell wieder erholte, so kann man wohl noch nicht von einer neuen Welle sprechen. Abb. 2 stellt die Transaktionsvolumina und die Anzahl an Akquisitionen der Entwicklung des Dow Jones Aktienindex – als Ausdruck der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung – für den Zeitraum von 1963 bis 2009 gegenüber.

Nach diesem einleitenden Überblick über das historische Phänomen M&A werden nun die einzelnen Wellen einer genaueren Betrachtung unterzogen.

## 2.1 Erste und zweite M & A-Welle: Zwei Merger-Wellen zwischen 1897 und 1929

Die ersten beiden M&A-Wellen erstrecken sich vom Ende des 19. Jahrhunderts bis zum Ausbruch der Weltwirtschaftskrise im Jahr 1929. Sie brachten die ersten einschneidenden wettbewerbsrechtlichen Regulierungen mit sich.

### 2.1.1 Industrialisierung als Auslöser von Monopolbildungen

Als Folge des Übergangs von der Manufaktur zum Industriebetrieb kam es seit etwa 1870 zur Bildung von Kartellen. In den USA kam es bereits Ende des 19. Jahrhunderts zur Entwicklung eines Kartellrechts, das diese Form unternehmerischer Zusammenarbeit grundsätzlich zur Herstellung einer markt-beherrschenden Position verbot.<sup>4</sup> So wurde im Jahr 1890 der *Sherman Antitrust Act* erlassen. Zum einen untersagte das Gesetz jegliche Form horizontaler und vertikaler Absprachen. Zum anderen beinhaltete das Gesetz aber auch ein generelles Monopolisierungsverbot, um durch den Schutz von Wettbewerb der Gefahr einer überhöhten Preisbildung entgegenzutreten.

Die Industrialisierung war Auslöser einer ersten Merger-Welle in den USA, die auf den Zeitraum 1897 bis 1899 datiert werden kann. Sie fiel mit einer Periode ökonomischen Wachstums zusammen, hatte ihren wesentlichen ersten Einbruch bereits im Jahre 1899 und lief dann aber mit der im Jahr 1903 beginnenden Rezession aus. Prägend in dieser Zeit waren neue Produktionstechnologien, die Wirtschaftlichkeitseffekte bei der Herstellung größerer Stückzahlen ermöglichten. Hinzu kam die Möglichkeit der Nutzung von Elektrizität. Auch verbesserte sich die verkehrstechnische Infrastruktur in den USA (transkontinentale Eisenbahn), was das Entstehen einer nationalen Wirtschaft begünstigte.<sup>5</sup> Es kam in dieser Phase zu einer Vielzahl horizontaler Akquisitionen, insbeson-

4 Außerhalb der USA waren Kartelle bis in die 1950er Jahre erlaubt. Missbrauchsfälle konnten jedoch geahndet werden. Danach setzte sich im Prinzip weltweit die US-amerikanische Form der Kartellgesetzgebung durch.

5 Weston et al. 1990.

dere in der Öl- und Tabakindustrie, mittels deren die Unternehmen versuchten, ihre Marktmacht zu vergrößern, nachdem Absprachen nicht mehr möglich waren (erster Aspekt des Sherman Antitrust Act).

Mit dem zweiten Aspekt des Sherman Antitrust Act verbunden war auch die Möglichkeit der Entflechtung von Monopolen bzw. marktbeherrschenden Unternehmen. Das Gesetz wurde anfangs kaum angewandt; das änderte sich erst unter Präsident Theodore Roosevelt, der sich in seiner Amtszeit von 1901 bis 1908 stark für eine Machtbeschränkung der Kartelle einsetzte. So wurde z. B. Standard Oil 1906 von der Regierung der USA angeklagt und 1911 entflochten. Auch American Tobacco wurde 1911 auf Grundlage des Sherman Antitrust Acts entflochten.

Diese erste M&A-Welle fiel in ein seit dem »Industrial Black Friday« im Jahr 1893 (und dem darauf folgenden Silbercrash) wirtschaftlich freundliches Umfeld. Ab 1904 war der US-Aktienmarkt jedoch durch große Unsicherheiten und panikartige Zustände geprägt.<sup>6</sup> 1907 kam es auch zu dem katastrophalen Erdbeben in San Francisco. Erst 1914/15 begannen sich die Märkte wieder wahrnehmbar zu erholen.

1914 wurde auch der *Clayton Act* erlassen, der den Sherman Antitrust Act ergänzen und präzisieren sollte (sog. »Incipency Doctrine«). Sein Inhalt bestand insbesondere aus (1) einem Verbot kartellrechtlicher Vereinbarungen, (2) einem Diskriminierungsverbot (1936 durch den *Robinson Patman Act* verschärft) sowie (3) einem Fusionsverbot (1950 durch den *Celler Kefauver Act* verschärft).

## 2.1.2 Wirtschaftsboom durch Kriegsgewinne

Kurz nachdem am 29.06.1914 der österreichische Kronprinz Franz Ferdinand und seine Gattin durch serbische Nationalisten in Sarajevo ermordet wurden, brach allerdings auch überraschend der Erste Weltkrieg aus, in dessen kriegerischen Auseinandersetzungen bis 1919 insgesamt 38 Staaten aktiv involviert waren. Der spätere Eintritt der USA in diesen Krieg erwies sich für das Land als wirtschaftlich äußerst günstig. Nach einer kurzen Depression bei Kriegsbeginn in Europa im Jahr 1914 profitierte die amerikanische Wirtschaft ganz erheblich von den massiven Einkäufen aus den alliierten Staaten, in denen es kaum noch etwas zu kaufen gab. Bis zum Friedensvertrag von Versailles im Jahr 1919 waren die USA zur größten Handelsnation der Welt geworden. Die USA waren von einer Schuldernation zum größten Gläubiger der Welt geworden. Neben London war die Wallstreet in New York zum wichtigsten Finanzzentrum aufgestiegen.

Diese veränderten Rahmenbedingungen prägten natürlich auch den Verlauf der M&A-Aktivitäten in den USA. So formierte sich von 1916 bis 1929 eine zweite, M-förmige

6 Der Schweizer Wissenschaftler Fritz Schwarz vertrat die interessante, aber trotz einiger Fakten nicht wirklich bewiesene These, daß die Panik des Jahres 1907 durch den Investmentbanker Morgan und den Industriellen Rockefeller absichtlich inszeniert worden wäre. Ihre Absicht sei es gewesen, die Wettbewerber und die Regierung durch eine Deflationskrise in Bedrängnis zu bringen. Für Morgan hätte sich so die Möglichkeit ergeben, Wettbewerber unter Wert zu übernehmen, und Rockefeller hätte den Staat unter Druck gesetzt, der seine Standard Oil Company und ihn selbst wegen des Verstoßes gegen den Sherman Act verklagen wollte. Angeklagt waren nämlich neben dem Unternehmen Standard Oil of New Jersey sowie 65 der von Standard Oil kontrollierten Unternehmen auch die gesamte Führungsebene, u. a. mit John und William Rockefeller. Der sich über mehrere Jahre hinziehende Prozeß endete schließlich am 05.05.1911 mit der Zerschlagung der Standard Oil Company (vgl. auch <http://wissen.boerse.de/boersengeschichte.php?leiste=5&view=72&seite=3#content>).

M&A-Welle, die sich wesentlich aus den günstigen wirtschaftlichen Auswirkungen des Ersten Weltkrieges auf die USA nährte. Der erste Teil dieser zweiten M&A-Welle hatte ihren Aufschwung zwischen 1916 und 1920 (Welle 2a). Obgleich die Verschärfung der Antitrustgesetzgebung den Zusammenschluss von Unternehmen erschwerte, erfuhr der M&A-Markt im Zuge der wieder seit 1914 prosperierenden Aktienmärkte eine Wiederbelebung. Dabei stand das Streben nach marktbeherrschenden Positionen im Mittelpunkt der Übernahmeaktivitäten. Aufgrund der Unterbindung von marktbeherrschenden Positionen durch die Kartellgesetzgebung fanden jedoch weniger horizontale Diversifizierungsaktivitäten statt, vielmehr wurden zunehmend vor- und nachgelagerte Unternehmen erworben, was zu einer *höheren Anzahl an vertikalen Integrationen* führte.

### 2.1.3 »Goldene Zwanziger« und Weltwirtschaftskrise

Doch im Zuge der nach dem Krieg deutlich nachlassenden Nachfrage, die wiederum erhebliche Preissenkungen zur Folge hatten, kam es im April 1920 zu einem ersten markanten Einbruch der Märkte in den USA und einer bis zum Juli 1921 andauernden Rezession. Viele Unternehmen wurden in dieser Phase verkauft oder mussten ganz aufgeben. Nachdem sich die verbliebenen Unternehmen jedoch neu und besser passend zur Nachfrage aufgestellt hatten, begann ein zweiter Teil dieser zweiten M&A-Welle in Form einer lang anhaltenden Phase starken Wirtschaftswachstums, die später als die »Goldenen Zwanziger« bezeichnet wurden.

Dieser Wirtschaftsboom spiegelte sich auch auf dem Markt für Unternehmenskontrolle in den Jahren 1921 bis 1929 wider (Welle 2b). Entwicklungen im Transportwesen, wie die Erhöhung der individuellen Reichweite aufgrund der Verbreitung des Automobils und eines wachsenden Straßennetzes, und verbesserte Kommunikationsmöglichkeiten (z. B. Werbung für nationale Marken über das Radio) waren wichtige Treiber dieses Booms.<sup>7</sup>

Aus dem Boom wurde eine bodenlose Euphorie, die oft jeder Rationalität entbehrte. Jeder wollte möglichst schnell reich werden. Börsengänge wurden mit vorher nicht vorstellbaren Kursgewinnen gehandelt. Unternehmen werden mit völlig überbewerteten Multiples gekauft – insgesamt eine Entwicklung wie sie in sehr ähnlicher Form Ende der 1990er Jahre wiederzusehen war. Der Zusammenbruch der US-amerikanischen Börse im Oktober 1929 und die darauffolgende Weltwirtschaftskrise beendeten diese zweite M&A-Welle in einer dramatischen Form.

## 2.2 Dritte und vierte M&A-Welle: Wiedererwachen und Kommerzialisierung von M&A

Erst am 23.11.1954, ein Vierteljahrhundert nach dem Beginn der Weltwirtschaftskrise und nach einem weiteren desaströsen Weltkrieg, erreichte der Dow Jones Index wieder sein Allzeithoch von 381 Punkten vom 03.09.1929. Danach kam es bis zu den 1960er Jahren auch zu keinen signifikanten M&A-Aktivitäten mehr. Erst angetrieben

<sup>7</sup> Vgl. Markham 1955.

durch neue theoretische Überlegungen kam es etwa ab 1963 zu einer neuen, der dritten M & A-Welle.

### 2.2.1 »Conglomerate Era« der 1960er Jahre

Die Übernahmetätigkeiten in der dritten M & A-Welle von 1963 bis 1969 standen unter neuen Vorzeichen. Der *Celler Kefauver Act* von 1950 verschärfte die Kartellgesetzgebung dahingehend, dass nunmehr auch der Erwerb von in der Wertschöpfungskette vor- oder nachgelagerten Unternehmen als Wettbewerbsbeschränkung galt. Als Folge und auch aufgrund der enttäuschenden wirtschaftlichen Entwicklung vieler horizontaler Akquisitionen ging die Anzahl der vertikalen und horizontalen Unternehmenskäufe innerhalb von zehn Jahren drastisch zurück.

Bei der Suche nach Quellen neuen Wachstums standen deshalb *Käufe unverbundener Unternehmen* im Zentrum des Interesses. Dies geschah nicht zuletzt vor dem Hintergrund der in dieser Zeit populären *Diversifikationstheorie*, die den Firmen eine *verminderte Abhängigkeit von Wirtschaftszyklen* versprach. Nach dem Motto »Big is Beautiful« entstanden riesige *Finanzkonglomerate*, die Unternehmen aus den verschiedensten Branchen unter ihrem Dach vereinigten. Entscheidungskriterien für eine Übernahme waren in erster Linie der erwartete Return on Investment (ROI) und der zeitliche Anfall der Cashflows, um ein ausgeglichenes Beteiligungsportfolio zu erhalten. Als Beispiele können Gulf & Western, ITT und Teledyne genannt werden; allein Teledyne erwarb über 125 Unternehmen.

Diese Entwicklung wurde nicht durch einen boomenden Aktienmarkt ausgelöst oder getragen. Der Kapitalmarkt befand sich eher in einer angespannten Situation, und Kredite konnten bei hohen Zinsen aufgenommen werden. Aufgrund dessen wurden die Akquisitionen auch vorwiegend durch Aktientausch finanziert.

Erst mit dem Sinken der Aktienkurse Ende der 1960er Jahre ging auch die Zahl der Übernahmen (Takeover) wieder zurück. Damit war aber vorerst kein Crash verbunden, sondern lediglich eine wirtschaftliche Abkühlung. Dramatischer wurde es als im Jahr 1973 das Bretton-Woods-System fester Wechselkurse nach jahrelangen »Reparaturversuchen« endgültig zusammenbrach, was zu starken Abwertungen des US-\$ gegenüber verschiedenen starken Währungen führte, sowie die Ölkrise. Der Ölpreis verzeichnete in dieser Zeit nahezu eine Verdreifachung, was erhebliche Auswirkungen auf die Weltwirtschaft hatte.<sup>8</sup> Der stark einsetzende wirtschaftliche Abschwung wurde zu einer Stagflation: stagnierendes Wirtschaftswachstum bei gleichzeitig hoher Inflation und steigenden Preisen.

### 2.2.2 »Merger Mania« der 1980er Jahre

Ende der 1970er Jahre begann die spektakulärste Übernahmebewegung in den USA. Damals befanden sich die alten Industriebranchen in den USA in einer tiefen Struktur-

---

<sup>8</sup> Diese Preissteigerung war die Auswirkung eines Beschlusses der Organisation der Erdölexportierenden Staaten (OPEC) im Oktober 1973 das Ölangebots um 5 % gegenüber dem Niveau vom September 1973 zu reduzieren. Dies war eine Reaktion auf den Yom-Kippur-Krieg, wo Israel mit seinen Truppen nicht weit vor Kairo und Damaskus stand.

krise, die ihre Ursachen noch in der Ölkrise hatte. Aufgrund des technischen Wandels, Marktveränderungen oder zu kleiner Marktanteile mussten ganze Branchen feststellen, dass ihre Wettbewerbsposition erodiert war. Die Liberalisierungs- und Deregulierungspolitik der Regierung Reagan bewirkte tiefgreifende strukturelle Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld der Unternehmen.

### 2.2.2.1 Lockerung der Rahmenbedingungen

Eine *Lockerung der Monopolgesetzgebung* machte Akquisitionen in der eigenen Branche wieder möglich, und für das Handeln von Unternehmen *günstigere Steuergesetze* steigerten die Attraktivität von Unternehmenskäufen. Auch führte das *Auftreten neuer Anbieter* aufgrund von *Deregulierungen* dazu, dass ganze Branchen wie etwa die Transportindustrie oder der Luftverkehr zu Umstrukturierungen gezwungen wurden. *Die Unterbewertung vieler Unternehmen an der Börse* und die hohen Inflationsraten der 1970er Jahre, die zu einer Verringerung der Buchwerte gegenüber den Wiederbeschaffungswerten führten, verstärkten diese Tendenz.

Um sich ihrem veränderten Umfeld anzupassen, versuchten viele Unternehmen, sich einerseits durch den Verkauf ganzer Unternehmensbereiche *auf das Kerngeschäft zu fokussieren*, was durch den enormen Anstieg der großen Desinvestitionen Mitte der 1980er Jahre dokumentiert wird. Andererseits erkannten viele Firmen, dass die erhöhten Investitionen in das Stammgeschäft alleine ihre Zukunft nicht garantieren können. Als Ausweg aus der Wachstumskrise wurde das *Engagement in neuen Bereichen* gesehen. Gegenüber den primär finanziell motivierten Diversifikationen der Vergangenheit stand nun das *Streben nach Synergien* im Vordergrund der Überlegungen.

### 2.2.2.2 »Leveraged Buy-outs« und »Junk Bonds«

In den USA wurde 1988 ein Allzeithoch hinsichtlich des Transaktionsvolumens aufgestellt, obgleich die Anzahl der Transaktionen seit 1986 stark zurückgegangen war. Der Durchschnittswert einer Transaktion erreichte etwa 110 Mio. US-\$. Eine wichtige Voraussetzung für dieses Phänomen war die parallele Weiterentwicklung auf den Finanzmärkten. Der enorme Kapitalbedarf für die Realisierung der Übernahmen wurde vorwiegend durch die Aufnahme von Fremdkapital gedeckt. Die in den Vereinigten Staaten vorherrschende steuerliche Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital unterstützte die Durchführung sog. Leveraged Buy-outs (LBO). Eine Erhöhung des Verschuldungsgrades ließ den Unternehmenswert steigen, und gleichzeitig wurde durch die Hebelkraft des Fremdkapitals die Eigenkapitalrendite gesteigert. Das Fremdkapital wurde häufig nicht nur vom Käufer des Zielunternehmens aufgebracht, vielmehr entwickelte sich bald ein Markt für sog. Junk Bonds, hochverzinsliche Anleihen, die allerdings mit einem überdurchschnittlichen Risiko behaftet waren. Dem Investmenthaus Drexel Burnham Lambert mit dem Junk Bonds-König Michael Milken gelang es, einen Markt für diese Papiere zu organisieren, wodurch ein großes Finanzierungspotenzial für Unternehmensübernahmen geschaffen wurde.

#### Praxisbeispiel

##### **Beispiel: LBO-Klassiker – KKR übernimmt Beatrice Cos.**

Das klassische Beispiel für einen LBO war die Übernahme von Beatrice Cos., Inc. durch das Investmenthaus Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR) für 6,3 Mrd. US-\$ im Jahr 1986. Anschließend wurde



die stark diversifizierte Gesellschaft durch massive Verkäufe einzelner Unternehmensteile auf wenige Lebensmittelmarken zurückgestutzt. Allein die Veräußerung der Nebentätigkeiten von Beatrice brachte 7 Mrd. US-\$ ein, insgesamt wurden mehr als 20 Mrd. US-\$ Erlöst. Nach diesem Muster wurden unzählige Konzerne von Finanzgesellschaften und sog. Corporate Raiders aufgekauft und in Einzelteilen gewinnbringend weiterverkauft.

In Kürze zog die Aussicht auf gewaltige Gewinne Anleger an, die in die neu kreierten Junk Bonds-Fonds investierten. Der Markt für diese Papiere wuchs bis zum Jahr 1989 auf ein Volumen von über 200 Mrd. US-\$ an. Bereits in dieser Phase kam es zu einer ganzen Reihe von Mega-Mergern. Dazu zählte z. B. der Kauf von Gulf Oil durch Chevron (25,1 Mrd. US-\$) oder die Akquisition von Kraft durch Philip Morris (13,1 Mrd. US-\$). Kein Unternehmen schien vor einer Übernahme mehr sicher zu sein, denn die Größe allein schien angesichts des unermesslichen Finanzierungspotenzials keinen Schutz vor unfreundlichen Übernahmen, bei denen die Transaktion gegen den Willen des Managements des Objekts durchgeführt wird, zu gewähren.

### Praxisbeispiel

#### LBO-Transaktion – KKR übernimmt RJR Nabisco

Zu den spektakulärsten Übernahmen in der Geschichte zählt nach wie vor die von KKR durchgeführte Akquisition von RJR Nabisco. Als im Oktober 1988 das Management des Nahrungsmittelriesen in einer Presseerklärung verlauten ließ, zusammen mit einem Partner die Firma im Rahmen eines LBO's zum Preis von 17,6 Mrd. US-\$ übernehmen zu wollen, überbot KKR innerhalb weniger Tage den Kaufpreis um 3 Mrd. US-\$ und ging schließlich aus dem einen Monat und mehrere Bierrunden dauernden Übernahmekampf als Sieger hervor. Das Investmenthaus übernahm RJR Nabisco schließlich für 25,1 Mrd. US-\$, wobei der niedrige Eigenkapitalanteil von rund 10% im Finanzierungspaket der Transaktion keine Ausnahme für die damalige Zeit war. Die Differenz zum Kaufpreis wurde durch Bankkredite und durch die Emission von Schuldverschreibungen geschlossen; Junk Bonds spielten dabei eine wichtige Rolle.

Einen Rückschlag erhielten die LBO-Aktivitäten im Jahr 1989. Bereits im Vorjahr wurden dem Investmenthaus Drexel Burnham Lambert und seinem Junk Bonds-Star Milken im Rahmen des Boesky-Insider-Skandals zahlreiche Verstöße gegen die Börsen- und Wertpapiergesetze nachgewiesen. Als sich dann das erste LBO-finanzierte Unternehmen (Integrated Resources) unter »Chapter 11« des amerikanischen Konkursrechtes stellen musste und weitere Fälle folgten, wurden die Anleger auf die erhöhten Risiken der Junk Bonds aufmerksam.

Im Laufe der Jahre wurden aufgrund der Euphorie immer waghalsigere LBO-Finanzierungen durchgeführt, was zu einem rapiden Qualitätsverfall auf dem Junk Bonds-Markt führte. Viele Unternehmen waren derart verschuldet, dass die Zinslast die laufenden Erträge überstieg. Darüber hinaus stiegen die Kaufpreise der übernommenen Unternehmen aufgrund der Konkurrenz der Corporate Raider in teilweise phantastische Dimensionen. Als dann vor dem Hintergrund einer ersten Ernüchterung immer mehr Investoren aussteigen wollten, zeigte sich, dass der Junk Bonds-Markt in vielen Teilbereichen illiquide war. Dem steigenden Angebot standen keine Käufer gegenüber, und in kurzer Zeit brachen die Kurse massiv ein.

Dieser *Crash auf dem Junk Bonds-Markt* hatte einschneidende Folgen. Zum einen wurden die Vorschriften zur Kreditfinanzierung von Unternehmensübernahmen durch die US-amerikanische Notenbank (Fed) verschärft. Dies geschah mit der Intention, die Qualität des Fremdkapitals zu verbessern. Größere Auswirkungen ergaben sich auch für den Markt für Unternehmenskontrolle. Zwar nahm die Anzahl der Unternehmenskäufe im Folgejahr des Crashes sogar zu, allerdings verschoben viele große Unternehmen



ihre Akquisitionspläne auf einen späteren Zeitpunkt, so dass nur wenige bedeutende Übernahmen durchgeführt wurden. Vor allem sank die Anzahl der LBO-finanzierten Unternehmensübernahmen ebenso drastisch ab wie die von Tender Offers.

### 2.2.2.3 Crash der Aktienmärkte

Im Oktober 1987 brach dann der Dow Jones angesichts der zunehmenden Zweifel über die Werthaltigkeit vieler Papiere sowie der Unsicherheiten, die von einer Erhöhung der kurzfristigen Zinsen durch die amerikanische Notenbank zur Stützung des Wechselkurses ausgingen, um über 500 Punkte ein, was sich angesichts der über den elektronischen Handel global vernetzten Finanzplätze schnell zu einem weltweiten Crash ausweitete. In Japan setzte 1990 eine tiefe Rezession ein. Auch der drohende Zweite Golfkrieg (»Desert Storm«) in den Jahren 1990/92 verunsicherte die Börsen. Doch mit Kriegsbeginn erlebten die Börsen eine starke Belebung.

## 2.3 Fünfte M & A-Welle: Aufstieg in ungeahnte Höhen und rasanter Fall

Mit dem Auslaufen der vierten M & A-Welle kam der strategischen Bewertung eines Unternehmens wieder ein größerer Stellenwert zu. Dadurch gingen auch die hohen Übernahmeprämien, die sich am »Break-up-Value« eines Übernahmekandidaten orientierten, zurück. So kam es zu einem vorübergehenden, insbesondere wertbezogenen Rückgang der Akquisitionstätigkeiten bis Anfang der 1990er Jahre. Doch schon kurz danach kam der amerikanische Markt für Unternehmenskontrolle wieder in Stimmung. Bereits im Jahr 1992 konnten wieder größere Transaktionen registriert werden. Etwa ab 1998 kam es zu teilweise massiven Überbewertungen und damit nachgelagert zu dramatischen Wertvernichtungen in Höhe von etwa 240 Mrd. US-\$ bei den akquirierenden Unternehmen – was auch bei weitem nicht durch die Wertsteigerungen bei den Zielunternehmen aufgehoben wurde.<sup>9</sup>

Übertraf die Anzahl der Transaktionen 1997 bereits deutlich die alte Bestmarke aus dem Jahr 1969, so lag 1995 auch das Gesamtvolumen der Transaktionen mit 356 Mrd. US-\$ weit über dem Hoch von 1989. Die Anzahl der Transaktionen stieg im Zeitraum von 1990 bis 2000 um das 5,4-fache auf über 11.000 Fälle mit einem Gesamtwert von 1.268 Mrd. US-\$ (vgl. Abb. 2). Beim Durchschnittsvolumen einer Transaktion kam es zu mehr als einer Verdopplung von 52 Mio. US-\$ auf 114 Mio. US-\$.

### 2.3.1 Ausgeprägte M & A-Kultur und zunehmende Professionalisierung

Trotz vorübergehender Rückschläge verblieben die Vereinigten Staaten das mit Abstand aktivste und innovativste Land im M & A-Bereich. In den USA herrschte seinerzeit verglichen mit Kontinentaleuropa und Deutschland bereits eine ausgeprägte M & A-Kultur, die sich aus der Kombination verschiedener Faktoren ergab. Grundsätzlich war in der US-amerikanischen Wirtschaft eine stärkere Orientierung an finanziellen Kennzahlen

<sup>9</sup> Vgl. Moeller et al. 2005.

festzustellen. Der negative Touch, den Übernahmen in Europa lange Zeit besaßen (Stichwort: »Barbarei«) – insbesondere wenn kleine Unternehmen von großen Konzernen erworben wurden –, ist dort nicht einmal bei unfreundlichen Übernahmen vorhanden. Die – wenn auch oft kurzfristig ausgerichteten – finanzwirtschaftlichen Interessen der Investoren stehen im Vordergrund. Diese werden durch eine hohe Transparenz der Unternehmensverhältnisse unterstützt. Eine offene Informationskultur der Unternehmen gewährt den Kaufinteressenten durch die in periodischen Abständen nach dem Prinzip des »True & Fair-View« erstellten Abschlüsse bzw. Zwischenberichte einen detaillierten Einblick in die Unternehmensdaten. Ein weiterer wichtiger Grund für die exponierte Stellung der USA im M&A-Bereich lag in der hohen Börsenkapitalisierung. Schließlich bildeten die mit dem Ziel der Wettbewerbsförderung geschaffenen umfangreichen rechtlichen Rahmenbedingungen in den USA eine weitere entscheidende Voraussetzung.

Nicht unerwähnt bleiben soll auch der hohe Professionalisierungsgrad der im M&A-Geschäft tätigen Akteure: Der Markt für Unternehmenskontrolle wurde in dieser Phase auch durch eine immer größer werdende Anzahl an Beratungsunternehmen stimuliert. Allen voran waren es die großen US-amerikanischen Investmentbanken, die die Professionalisierung dieser Beratungsdienstleistungen vorantrieben, wichtige Aufgaben bei der Anbahnung und Durchführung von M&A-Transaktionen übernahmen und vor allem den Markt aktiv entwickelten.<sup>10</sup> Zu erwähnen sind auch die – aufgrund der oft komplexen steuerlichen und juristischen Sachverhalte – auf M&A spezialisierten Anwaltskanzleien, die aber eher reaktiv auftraten. Auch in den großen diversifizierten Konzernen wurde M&A mehr und mehr zum Alltagsgeschäft. So lag es nahe, dass eigene Kompetenzbereiche (z. B. in Form einer Abteilung »Corporate M&A«) aufgebaut wurden. Dies führte zu einer gewissen Standardisierung der M&A-Prozesse und machte die Unternehmen auch unabhängiger von den Beratungshäusern. Zudem beabsichtigten die Unternehmen, durch das systematische Sammeln und Standardisieren von Transaktions-Know-how die sehr hohen Fehlerraten zu reduzieren.

### 2.3.2 Fünf wesentliche Treiber

Charakteristisch für die fünfte Welle ist eine Sequenz von fünf Haupttreibern, die aufeinander aufbauten und sich wechselseitig verstärkten. Das erklärt auch die lange Dauer dieser Welle von etwa zehn Jahren.

(1) *Globalisierung der Weltwirtschaft und Konsolidierung von Branchen:* In einer ganzen Reihe von Branchen wie z. B. in der Automobil- oder Pharmaindustrie kam es zur *Globalisierung* der Märkte. Es wurde angenommen, dass nur die größten Unternehmen in diesen Geschäften überlebensfähig seien. Während dieser Phase kam es zu einer Vielzahl aufsehenerregender *Mega-Merger*, oft titulierte als »Merger of Equals«, also eine Fusion zweier gleichberechtigter Partner.<sup>11</sup> Angesichts der Größe der involvierten Unternehmen wurde oft mit eigenen Aktien als Währung bezahlt.

<sup>10</sup> Vgl. Beitel/Schiereck 2004.

<sup>11</sup> Allerdings gehen nur im Ausnahmefall beide Partner zu gleichen Teilen in die Eröffnungsbilanz ein.

**Praxisbeispiel****»Hochzeit im Himmel« – Zusammenschluss von Daimler und Chrysler**

Jürgen Schrempp, CEO von Daimler-Benz, formulierte in der zweiten Hälfte der 5. M & A-Welle seine Vision der »Welt AG«. Einen wichtigen Schritt dazu sah er im Zusammenschluss mit Chrysler im Mai 1998. Jürgen Schrempp schwärmte bei dieser Fusion unter Gleichen (*Merger of Equals*) zur *DaimlerChrysler AG* von einer »Hochzeit im Himmel«. Der Zusammenschluss wurde mit knapp 85 Mrd. Euro bewertet und gilt damit als der größte Industriezusammenschluss der Geschichte. Der Wertanteil von Chrysler am neuen Unternehmen betrug in etwa ein Drittel. Die Fusion erfolgte durch einen Aktientausch in Aktien des neuen Unternehmens, der DaimlerChrysler AG. Daimler-Benz-Aktionäre erhielten pro Aktie 1,005 DaimlerChrysler-Aktien, eine Chrysler-Aktie wurde in 0,6235 DaimlerChrysler-Aktien getauscht. Nach vielen vergeblichen Sanierungsversuchen gab der Nachfolger von Jürgen Schrempp, Dieter Zetsche (CEO seit 2006), im Mai 2007 den mehrheitlichen Verkauf von Chrysler an das Private Equity-Unternehmen Cerberus bekannt. Eine Tochtergesellschaft von Cerberus übernahm daraufhin 80,1 % der Aktien an der neu geschaffenen *Chrysler Holding LLC*, *Daimler behielt 19,9 % der Anteile*. Auf der Hauptversammlung im Oktober 2007 wurde die Umbenennung des Unternehmens in *Daimler AG* beschlossen. Die Wertvernichtung durch die Transaktion liegt etwa im Bereich des ursprünglichen Werts von Chrysler.

Parallel zur Globalisierung kam es in einigen noch eher fragmentierten Branchen zu einer ganzen Reihe großer *Konsolidierungsakquisitionen* (»Roll-ups«); Abfallbeseitigung (Waste Management) oder Autohandel (Republic Industries) sind Fälle aus dieser Zeit.

In der Bankenbranche führten regulatorische Änderungen zu erheblich veränderten Ausgangsbedingungen: So gab 1999 der *Financial Services Modernization Act* den Banken wieder die Möglichkeit, sich als Universalbank aufzustellen, was zuvor laut *Glass-Steagall Act* untersagt war.

(2) *Liberalisierung und Deregulierung*: Verstärkt und ermöglicht wurde die Globalisierung einiger Märkte teilweise durch eine weitere *Liberalisierung und Deregulierung* vieler Märkte. Die Staaten erhofften sich dadurch einerseits mehr Effizienz und damit ein günstigeres Preisniveau z. B. in der Telekommunikation; andererseits sollten mit (Teil-) Verkäufen staatlicher Betriebe auch die Kassen des Staates gefüllt werden.

(3) *Weiterentwicklung des Europäischen Binnenmarktes*: Der immer mehr zusammenwachsende *EU-Binnenmarkt* veranlasste viele Unternehmen dazu, ihre heimische Marktposition auf weitere europäische Kernmärkte durch M & A auszudehnen. Dazu kam es auch zu einer wachsenden Anzahl von Cross-Border-Transaktionen.

(4) *Shareholder Value als Führungsinstrument*: Die zunehmende Verbreitung des Ansatzes des *Shareholder Value* führte in den Unternehmen zu einem zunehmend aktiveren Portfolio-Management (M & A und Desinvestitionen), wobei sich die Portfolio-Entwicklung immer mehr an finanziellen Kenngrößen und insbesondere dem Börsenwert ausrichtete. Da Wachstum und Effizienz in diesem Konzept ganz wesentliche Werttreiber sind, suchten Unternehmen verstärkt nach entsprechenden Wachstums- und Kosten-Mergern.

(5) *Internet als Grundlage neuer Geschäftsmodelle*: Beginnend Mitte der 1990er Jahre begann auch der *Internetboom*. Unmengen von neuen Unternehmen wurden gegründet, bei denen die Nutzung des Internets im Zentrum des Geschäftsmodells stand. Es wurde davon ausgegangen, dass es zu einer Konvergenz der Medien-, Telekom- und

Computerbranche kommen würde. So zeigten z. B. Telekommunikationsunternehmen Interesse an Medienunternehmen, da sie nicht nur Bandbreiten liefern, sondern auch von margenträchtigeren Geschäften mit Inhalten profitieren wollten. Ergebnis waren branchenübergreifende Transaktionen wie z. B. die sog. »Click & Mortar«-Deals.

#### Praxisbeispiel

##### »Click & Mortar«-Zusammenschluss von AOL und Time Warner

Noch kurz vor dem Platzen der Dotcom-Blase kam es auf dem Höhepunkt des Hypes im Januar 2000 zu einer der spektakulärsten »Click & Mortar«-Transaktionen: AOL, ein junger Anbieter von Internetzugängen mit 12.100 Mitarbeitern, erwarb das im Mediengeschäft tätige Traditionsunternehmen Time Warner mit 67.500 Mitarbeitern für 182 Mrd. US-\$. Dies war möglich, da AOL vor dem Zusammenschluss völlig überbewertet war: Es hatte einen etwa doppelt so hohen Börsenwert wie Time Warner. Steve Case, AOL's damaliger Chairman and CEO, kommentierte den Deal seinerzeit wie folgt: *»I don't think it is too much to say this really is a historic merger; a time when we've transformed the landscape of media and the Internet.«* Die Transaktion war wahrhaft historisch, denn sie vernichtete einen dreistelligen Milliardenbetrag. Der damalige CEO von Time Warner, Gerald Levin, entschuldigte sich Anfang 2010 öffentlich für seinen Entscheid von damals und nannte die Transaktion den »schlechtesten Deal des Jahrhunderts«. 2003 wurde AOL aus dem Namen von Time Warner gestrichen; Ende 2009 wurde die Internetsparte unter dem Namen AOL als eigenständiges Unternehmen an die Börse gebracht. Der Börsenwert im Jahr 2015 liegt etwa bei 4 Mrd. US-\$ – vor der Übernahme waren es über 200 Mrd. US-\$.

Mit dem Internet erhielt das Konzept der »Returns on Scale« eine neue Dimension. Innerhalb von wenigen Wochen konnten in der »New Economy« global Kundenstämme in einem Ausmaß aufgebaut werden, wozu zuvor Jahrzehnte benötigt worden waren (z. B. bei Ebay oder Amazon).

Die Internetunternehmen zeigten auch ein vielfach nicht vergleichbares Herangehen an das Thema M&A im Hinblick auf die Due Diligence, die Bewertung und vor allem auch des Post Merger Managements. Unternehmen wie Adobe, Bay Networks, Cisco, Intel, Microsoft oder Yahoo! entwickelten sich – angetrieben durch die steigenden Börsenwerte und hohen Wachstumserwartungen – zu wahren Akquisitionsmaschinen mit zum Teil Dutzenden von Transaktionen im Jahr. Man suchte das schnelle Wachstum, denn es gewinnt der, bei dem der Kunde die höchsten Netzwerkeffekte realisieren kann.

### 2.3.3 Platzen der Dotcom-Blase

Angesichts der schwindelerregenden Höhen, die der Markt Ende der 1990er-Jahre erreicht hatte, war es klar, dass ein Platzen der Internetblase nicht mehr in weiter Ferne war. Im Jahr 2000 war es schließlich soweit. Das Platzen der »Dotcom-Bubble« schickte die Aktienmärkte Anfang des neuen Jahrtausends auf eine rasante Talfahrt und setzte damit der fünften M&A-Welle ein Ende. In dieser Boomphase von 1991 bis 2000 wurden knapp 56.000 Fälle mit einem Gesamtwert von etwa 6.000 Mrd. US-\$ registriert. Entsprechend dramatisch fiel dann auch der Abschwung aus, als die Dotcom-Blase platzte:

*»The historic M&A wave of 1995 to 2000 totaled more than 12 trillion US-\$. By an extremely conservative estimate, these deals annihilated at least 1 trillion US-\$ of share-owner wealth. For respective, consider the whole dot-com bubble probably cost investors 1 trillion US-\$ at most. That's right: Stupid takeovers did more damage to investors than did all the dot-coms combined. The situation is remarkable when you think about it. Many of these failed mergers are done by*

*the world's biggest, most successful companies, advised by highly educated Wall Street investment bankers who do this for a living.»<sup>12</sup>*

Bereits vor dem Absturz der fünften M&A-Welle kriselte es in der Weltwirtschaft. So breitete sich die *Asienkrise* von 1997/98 mehr und mehr aus und die Welt war schon damals wohl am Rande einer neuen Weltwirtschaftskrise. Doch die Anleger auf dem heimischen US-Markt schienen sich davon vorerst nicht stören zu lassen, schließlich legten die Internetwerte noch weiter zu. Neben den Zweifeln an der Werthaltigkeit der Börsenentwicklung machten sich in den USA auch zunehmend Konjunktursorgen breit, was auch schon im Vorfeld der dramatischen Ereignisse um den 11.09.2001 zu Kursverlusten führte. Nach diesem terroristischen Anschlag mit seinerzeit unvorstellbarer Brutalität gegen die USA auf deren Heimterritorium war die Welt wie gelähmt. Die Uhren liefen in der Folge nicht nur in den USA anders. Zudem wurden die Börsen von den im Zuge des Abschwungs vorgenommenen riesigen Bilanzfälschungen, die im Jahr 2002 zum Zusammenbruch von Großkonzernen wie Enron oder WorldCom führten, belastet. Im Jahr 2003 kam dann noch der sich anbahnende Irak-Krieg hinzu, der die Kurse nochmals weiter nach unten drückte.

## 2.4 Sechste M & A-Welle: Schnelle Erholung und neue Höchststände

Aufgrund der Ereignisse Anfang des neuen Jahrtausends (Crash der Kapitalmärkte, hohe Misserfolgsquote bei M & A etc.), empfundener Unsicherheit (Gefahr von Terrorismus, Ausbreitung von Seuchen etc.) und eines skeptischen Kapitalmarktes (en vogue war die Konzentration auf das Kerngeschäft) war es zu einem gewissen *Rückstau bei den Akquisitionsaktivitäten* der Unternehmen gekommen. Wegen der Angst der Aktionäre vor Wertvernichtung schreckten viele Firmenchefs vor Investitionen in neue Geschäfte zurück. Unter dem Druck ambitionierter Wachstumsstrategien und -ziele stieg die Risikobereitschaft bei den Akquisitionen aber auch wieder. Auch die Kapitalmärkte erholten sich überraschend schnell, und bereits im Jahr 2002 zeichnete sich in den USA der Beginn der sechsten M & A-Welle ab. Was sich aufbaute, war die bislang größte Welle – sowohl bezogen auf die Anzahl der Transaktionen als auch auf deren Volumen. Auffallend an der sechsten M & A-Welle war damit der Trend zur Größe: Während bspw. im Jahr 2004 das Transaktionsvolumen im Vergleich zum Vorjahr weltweit um 50 % anstieg, betrug der Zuwachs bezogen auf die Transaktionszahlen lediglich 11 %. Bemerkenswert ist noch, dass im Jahr 2007 erstmals in der aktuelleren Geschichte das Volumen der M & A-Aktivitäten in den M & A Märkten der Länder Europas größer war als das im U.S.-Markt und dass auch einiges darauf hinweist, dass ein europäischer Markt für M & A im Entstehen ist.<sup>13</sup>

In dieser Zeit war insbesondere das Umfeld für die Finanzierung von Akquisitionen günstig. Erstens waren bei wachsenden Aktienmärkten die *Aktien tendenziell hoch bewertet*, ohne überbewertet zu sein. Zweitens verfügten die Unternehmen aus ihren Restrukturierungsprogrammen über *umfassende Barreserven und hohe Cashflows*. Die Unternehmen hatten nach dem Platzen der New Economy-Blase im Jahr 2000 weitge-

<sup>12</sup> Selden/Colvin 2003.

<sup>13</sup> Vgl. dazu Moschieri/Campa 2009.

hend ihre Bilanzen saniert. Und drittens war das Umfeld für Verschuldungen äußerst günstig, da es ein Überangebot an sehr günstigem Fremdkapital gab.

## 2.4.1 Wesentliche Charakteristika

Wie schon die fünfte M&A-Welle, lässt sich auch die sechste Welle anhand einer Vielzahl von Treibern kennzeichnen. Zum einen wirkten Treiber aus der fünften M&A-Welle – wie etwa die Globalisierung oder das Anstreben von führenden Marktpositionen in den Kernmärkten der Unternehmen – weiter. Zum anderen kam aber auch ein ganz wesentlicher neuer Treiber hinzu: Es war die unaufhaltsame Bedeutungszunahme der *Private Equity (PE)-Unternehmen* als Investoren.<sup>14</sup>

### 2.4.1.1 Bedeutungszunahme von Private Equity-Investoren

Als Akteure waren die PE-Unternehmen in der Öffentlichkeit bis dato noch weitgehend unbekannt, weshalb ihnen auch viel Skepsis entgegenschlug.<sup>15</sup> Ihren Einfluss gewannen sie aufgrund des Bedarfs von Versicherungen, Pensionskassen etc. nach einer Diversifikation ihrer Anlagen. Hinzu kam das Bedürfnis einiger junger Finanzleute, außerhalb dieser institutionellen Strukturen als Finanzdienstleister zu arbeiten. Sie wollten Pools von privatem Kapital gegen eine Gebühr und Beteiligung am Wertzuwachs durch Investitionen in Unternehmen managen (vgl. dazu Abb. 3). Viele M&A-Berater sind nach dem Crash im Jahr 2000 zu PE-Unternehmen gewechselt oder haben ein eigenes PE-Unternehmen gegründet, da sich trotz der Wertvernichtung noch immer sehr viel Kapital im Markt befand, und da die Investoren nach alternativen attraktiven Anlagen zu den Aktien suchte.

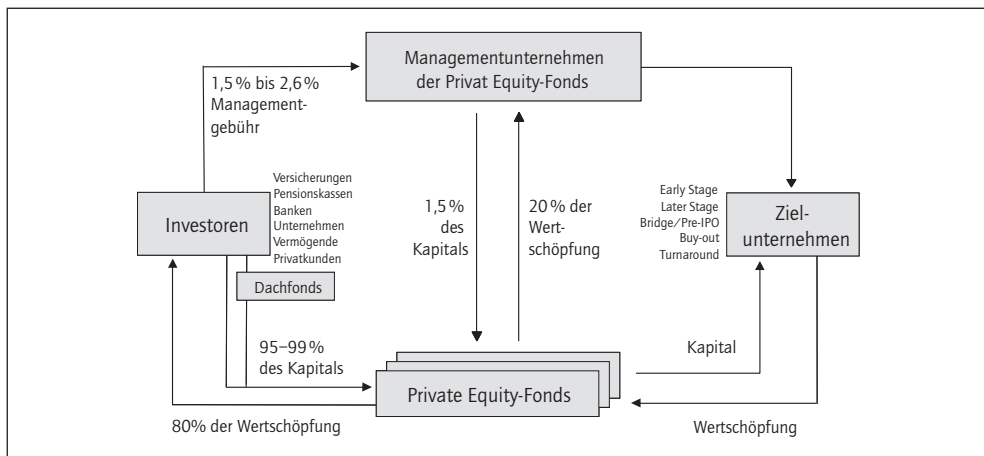


Abb. 3: Funktionsweise eines Private Equity-Unternehmens (Quelle: In Anlehnung an Hoffmann 2005)

<sup>14</sup> Vgl. zu den PE-Unternehmen ausführlicher auch Lichtner 2010.

<sup>15</sup> Der deutsche Vizekanzler Franz Müntefering charakterisierte die PE-Unternehmen polemisch als gierige Investoren, die gleich Schwärmen von Heuschrecken über Firmen herfielen, dort Arbeitsplätze vernichten und sich dann mit einer ordentlichen Wertsteigerung in der Tasche nach kurzer Zeit wieder aus dem Staub machen.

Im Jahr 2006 generierten die PE-Unternehmen in den USA bereits etwa 20 % des gesamten M&A-Transaktionsvolumens. Fünf Jahre zuvor waren es noch nicht einmal 5 %. Die durch PE-Unternehmen durchgeführten Leveraged Buy-outs (LBO) sind weitgehend »überfinanziert«; d. h. das zur Finanzierung der Transaktion aufgenommene Fremdkapital verlängert die Bilanz des Zielunternehmens. Daraus ergibt sich auch die zentrale Herausforderung eines LBO: die hohe Schuldenlast und die damit verbundenen Schuldendienste. Deshalb ist zu deren Ausgleich ein hohes Ertragswachstum wichtig.

Das Anlagespektrum der PE-Unternehmen reicht vom Gründungskapital für junge Unternehmen bis hin zu Beteiligungen an etablierten Unternehmen. PE-Unternehmen investieren auch in Risiken, die die bestehenden Eigentümer alleine nicht eingehen würden, und sind damit oft auch Treiber des Wandels. Etwa seit 2005 waren die PE-Unternehmen zunehmend in der Lage, größere Transaktionen zu bewältigen, da auch mehrere Fonds zusammenspannen können. Das gesamte Fondsvolumen der globalen PE-Branche war im Jahr 2006 so hoch, dass das Geld (inklusive des Leverage des Volumens) ausgereicht hätte, um die deutschen DAX30-Unternehmen zu kaufen. Für ein PE-Unternehmen war es 2005 durchaus möglich, innerhalb von drei Wochen einen 3 Mrd. US-\$-Fonds bei dreifacher Überzeichnung zusammenzustellen.

Als Sungard Datasystems Anfang 2005 für 11 Mrd. US-\$ an ein Konsortium von PE-Unternehmen verkauft wurden, verging kaum ein Tag, an dem nicht neue Gerüchte die Aktienkurse und den Herdentrieb an der Wall Street stimulierten – und bei den Banken führten schon die bloßen Gerüchte durch spekulativen Käufe zu respektablen Kommissionseinnahmen. Es folgten die Verkäufe von Unternehmen wie Nieman Marcus (für 6 Mrd. US-\$) oder Hertz (für 15 Mrd. US-\$). Doch manchen Investor kosteten seine Spekulationen sehr viel Geld, nämlich dann, wenn die generell sehr vorsichtigen PE-Unternehmen bei zu hohen Aktienkursen (aufgrund des hohen Verschuldungsgrades bei ihren Transaktionen) von ihrer Kaufabsicht wieder Abstand nahmen (z. B. im Falle des Warenhauses Saks).

#### Praxisbeispiel

##### DaimlerChrysler

Im August 2008 konnte DaimlerChrysler erleichtert verkündigen, dass das Closing für die im Mai 2007 angekündigte Abgabe der Mehrheit an der Chrysler Group sowie für das dazugehörige nordamerikanische Finanzdienstleistungsgeschäft für 5,5 Mrd. EUR (7,4 Mrd. US-\$) an eine Tochtergesellschaft des PE-Unternehmens Cerberus Capital Management, LP, New York, abgeschlossen sei. Eine Tochtergesellschaft von Cerberus übernahm 80,1 % an der neuen Chrysler Holding LLC; DaimlerChrysler behielt einen Anteil von 19,9 %. Darüber hinaus hatten DaimlerChrysler und Cerberus vor dem Hintergrund der sehr volatilen US-Kreditmärkte vereinbart, die Finanzierung der mehrheitlichen Übernahme von Chrysler zu unterstützen. Beide Unternehmen würden dem Industriegeschäft der Chrysler Group eine nachrangige Kreditlinie mit einem Volumen von 2 Mrd. US-\$ zur Verfügung stellen, die innerhalb eines Jahres zu ziehen sei. Auf DaimlerChrysler entfiel dabei ein Anteil von 1,5 Mrd. US-\$.

Aufgrund der wachsenden Anzahl der am Markt tätigen PE-Unternehmen war auch der Kampf um attraktive Zielunternehmen deutlich gewachsen, was auch die Preise nach oben trieb. Und nicht selten wurden auch Beteiligungen von einem PE-Unternehmen zum nächsten weitergereicht. Daraus erwuchs das Problem, dass bereits beim ersten Eigentümer der Beteiligung – zur Realisierung eines finanziell attraktiven Ausstiegs – die meisten der klassischen Werttreiber zur Anwendung gekommen waren.

Damit stellt sich die Frage, welche neuen Werttreiber einem zweiten Halter einer Beteiligung noch zur Verfügung stehen, da auch dieser irgendwann nach einem attrak-



tiven Ausstieg aus seinem Engagement sucht. Dabei spielten die sog. *Buy & Build-Strategien* (oder »Leveraged Build-up«, »Strategic Roll-up«, »Consolidation Play«) eine bedeutsame Rolle: In einer fragmentierten, aber meist überdurchschnittlich wachsenden Branche mit Konsolidierungspotenzial erwirbt ein PE-Unternehmen über einen LBO eine erste, initiale Beteiligung. Diese sog. »Plattform« wird nach und nach durch eine ganze Reihe weiterer Unternehmenskäufe aus der gleichen Branche ergänzt (»Add-on Acquisitions«), um aus der wachsenden Größe der Gruppe Wirtschaftlichkeitsvorteile zu ziehen. Aufbauend auf der Plattformstrategie sucht der Käufer nach Zielunternehmen mit einem hohen strategischen Fit, um Synergien auszuschöpfen, die dem Verkäufer in dieser Form nicht zur Verfügung stünden. Die Zielunternehmen bleiben dabei rechtlich selbständige Einheiten.

Mit einem etwas »neidvollen Blick« schauten einige strategische Käufer auf die Erfolge der PE-Unternehmen, die teilweise in kurzer Zeit erstaunliche Wertsteigerungen bei ihren Anlageobjekten erzielen konnten. So konnte z. B. bei den Verkäufen von Dex Media und Texas Genco innerhalb einer Jahresfrist der Einstiegspreis beim Ausstieg um ein Vielfaches übertroffen werden. Die Ersten begannen sich zu fragen, ob die PE-Unternehmen die »Konglomerate der Zukunft« sein würden.<sup>16</sup>

#### 2.4.1.2 Umbau der Wirtschaft und zunehmender »Shareholder Activism«

In dieser Phase waren es nicht nur ein paar wenige Branchen, die die Entwicklung vorantrieben, sondern der *Umbau der Wirtschaft der westlichen Industrieländer passierte auf voller Breite*: Insbesondere im Technologiesektor wurde akquiriert. Historisch bemerkenswert war, dass im gleichen Jahr, in dem AT&T als »Mutter« der Telekommunikationsbranche als unabhängiges Unternehmen verschwand, eine ablösende Technologie (»Voice over IP«) durch den Verkauf des Start-up-Unternehmens Skype an Ebay besondere Aufmerksamkeit erfuhr – wobei sich diese Transaktion später als nicht erfolgreich herausstellte.

##### Exkurs

###### Wetten auf die Zukunft in der Finanzwirtschaft und Telekommunikationsbranche

Es kommt immer wieder vor, dass Branchen bezogen auf ihre zukünftige Entwicklung vor scheinbar irreversiblen und einschneidenden Weggabelungen stehen. Um mit solchen Umwälzungen Schritt zu halten, tätigen Unternehmen oft enorme Investitionen. Man ist nun entweder dabei, oder eben nicht. So sind teilweise ganze Branchen Wetten auf ihre veränderte Zukunft eingegangen. In Erinnerung sind z. B. die Milliardeninvestitionen, die viele Unternehmen der Automobilindustrie in den 1980er Jahren in Form von Akquisitionen in Raumfahrtunternehmen *tätigten*. Annahme war, dass das vorhandene technologische Know-how spielentscheidend für den eigenen zukünftigen Erfolg wäre. Doch wie sich zeigte, gab es diese technologischen Synergien nur auf dem Papier.

Am 01.02.2005 schienen zwei solcher Wetten auf die Zukunft weitgehend verloren gegangen zu sein. Die erste davon fand in der *Finanzwirtschaft* statt. 1998 erwarb die Bank Citigroup für 70 Mrd. US-\$ (!) die Versicherung Travelers Group. Idee der spektakulären Transaktion war die Konvergenz der beiden Branchen. Das *Allfinanz*-Konzept war geboren und zog viele Wettbewerber in seinen Bann. Doch die Citigroup gab in 2009 bekannt, dass der zweitgrößte US-Lebensversicherer MetLife die Versicherung Travelers Life für 11,5 Mrd. US-\$ übernehmen werde, was faktisch den Ausstieg von Citigroup aus dem Versicherungsgeschäft besiegelte. Das Sachgeschäft wurde schon in 2006 an St. Pauls Cos. für 16,5

<sup>16</sup> Vgl. Financial Times vom 31.10.2006 »Shades of old conglomerates in private equity trend«.



Mrd. US-\$ abgestoßen. Die erhofften Synergien waren ausgeblieben, zumindest in dem Ausmaß, indem sie die enormen Investitionen gerechtfertigt hätten.

Ähnlich fand eine zweite Wette in der US-Telekommunikationsbranche im Jahr 2006 ihren nicht mehr überraschenden Abschluss: SBC Communications, die Nummer zwei in den USA, kündigte an, dass sie für 16 Mrd. US-\$ AT&T übernehmen wolle. Im Jahr 1984 wurde der Monopolist AT&T in einem Antitrust-Verfahren in »Ma Bell« AT&T Corp. (zuständig für den Fernverkehr) und sieben für das Regionalgeschäft zuständigen »Baby Bells«, die i. d. R. auch über die umkämpfte »letzte Meile« verfügen, *aufgespalten*. Drei von ihnen fusionierten zu SBC, zwei zu Verizon, der Nummer eins in den USA. Viele Versuche, AT&T neu zu positionieren, schlugen fehl. So etwa die Akquisition des Computerkonzerns NCR und des Mobilfunkunternehmens McCall. Letzteres ging in AT&T Wireless auf und wurde 2004 von Cingular (Joint Venture zwischen SBC und Bell South) gekauft. Auch die teuer zusammengekauften Kabelfernsehbetreiber wurden weit unter ihrem Einstandspreis an Comcast verkauft. Und die Hardwareaktivitäten wurden in Lucent Technologies abgespalten. Was verblieb, war das Telefongeschäft, wobei das Festnetz zunehmend Konkurrenz durch die Mobil- und Internettelefonie erhielt. In beidem war AT&T aber nicht relevant vertreten. Nach einem Gerichtsentscheid wurden auch die Gebühren für die letzte Meile für AT&T erhöht, so dass die 25 Mio. Privatkunden für AT&T uninteressant wurden. Einzig verbleibendes größeres Asset waren noch die 3 Mio. Geschäftskunden; SBC hoffte, bei diesen mit anderen Diensten zusätzlich Geschäft machen zu können. Zudem erhoffte sich SBC Synergien aus den weitgehend komplementären Infrastrukturen. Der über 130 Jahre alte Markennamen AT&T sollte vorerst auch in den Bundesstaaten erhalten bleiben, in denen SBC nicht präsent ist. Nach 20 Jahren bleibt lediglich die Frage, ob die Liberalisierung des US-Telekommunikationsgeschäft volkswirtschaftlich wertschöpfend war.

Im Prinzip waren es drei strategische Stoßrichtungen, die hinter den Transaktionsaktivitäten in dieser sechsten Welle standen: Erstens wurden (aber mit rückläufiger Bedeutung) »Randaktivitäten« abgestoßen, die nicht zum Kerngeschäft gehörten. Bei diesem »Deleveraging« wurden oft die Ziele der Cash-Generierung zum Abbau von Schulden sowie das Verbessern der operativen Performance verfolgt. Zweitens suchten Unternehmen nach Skaleneffekten durch meist *internationales Größenwachstum* in den verbliebenen Kerngeschäften. Die stattfindende Dynamisierung der Branchen verlangte größere Volumen und eine globale Präsenz. Von besonderem Interesse waren *Konsolidierungsstrategien in wachsenden Märkten* (wie z. B. in der internationalen Mobiltelefonie). Und drittens versuchten die Unternehmen, *innovatives Wachstum* durch das »Leveraging« der Kernkompetenzen aus den Kerngeschäften in anderen Geschäften zu erzeugen.

Generell war ein *zunehmender »Shareholder Activism«* zu beobachten.<sup>17</sup> Auch Hedgefonds übten Druck auf die Konzernleitungen aus, mehr M&A-Transaktionen durchzuführen, da dies Volatilität in die Aktien bringt. General Electric ist z. B. ein Unternehmen, das diesem Druck ausgesetzt war, obgleich das Unternehmen eher auf organisches Wachstum setzt. Seitens bestimmter Investorengruppen wuchs auch der Druck auf die Geschäftsleitungen innerhalb der Kerngeschäfte zu wachsen. Dies erfolgte häufig mittels einer »Divest to Grow«-Strategie: Geschäfte außerhalb des Kerns wurden devestiert, um mit den frei gewordenen Mitteln das Wachstum im Kern zu finanzieren.

<sup>17</sup> In Deutschland war die Geschäftsleitung der Deutschen Börse bei ihrem Übernahmeversuch der Londoner Börse seitens zweier Hedgefonds eines der ersten Unternehmen, das diesen zunehmenden Aktivismus der Aktionäre zu verspüren bekam.

## 2.4.2 Finanz- und Wirtschaftskrise ab Mitte 2007

Wie nicht anders zu erwarten war, so hatte auch die sechste M&A-Welle ein Ende gefunden. Es gab dabei kein langsames Abschwngen, sondern – überrascht durch die Schärfe der *Krise in den Finanzmärkten* und der im Dominoeffekt daraus folgenden, durch Rezessionsängste geschürten Auswirkungen auf die verschiedenen Branchen (von den Automobilherstellern auf deren Zulieferer etc.) – brach der Markt für Unternehmenskontrolle parallel zu den Aktienmärkten relativ abrupt und breitflächig ein. Klarer Indikator war die Verschiebung bzw. Absage bereits angekündigter Transaktionen. Ende 2008 war das Volumen der abgesagten Transaktionen zum ersten Mal seit fünf Jahren wieder größer als das der neu angekündigten. Auch wurde der Abschluss bei einer ganzen Reihe angekündigter Transaktionen hinausgezögert, um angesichts der ungewissen Zukunft neu zu verhandeln.

2008 war eines der schwärzesten Jahre der Börsengeschichte und man entging nur knapp einer Weltwirtschaftskrise. Anfang März mehrten sich an der Wall Street die Gerüchte, dass Bear Stearns erheblich im stark angeschlagenen US-Hypothekenmarkt engagiert sei. Dem traditionsreichen Bankhaus drohte die Insolvenz, die eine Übernahme durch J. P. Morgan Chase gerade noch verhinderte, wobei allerdings die erforderliche Finanzierungslinie in Höhe von 29 Mrd. US-\$ von der US-Notenbank garantiert wurde. Erstmals seit der Weltwirtschaftskrise hatte der Staat wieder den Zusammenbruch einer Bank verhindert. Wegen der hohen Ausfälle bei den Hypothekarkrediten (»Subprime-Krise«) mussten auch die staatliche Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac mit 400 Mrd. US-\$ vor dem Ruin gerettet werden. Die Steuerzahler mussten für die Fehler krasser Fehlentscheidungen und Hybris im Bankmanagement einstehen. Wem nicht mehr geholfen wurde ist der traditionsreichen Investmentbank Lehman Brothers, die am 15.09.2008 ihre Insolvenz anmeldete. Schätzungsweise 28.000 Mitarbeiter verloren ihre Arbeit.

Auch die starke Zunahme von »*Distressed M & A*« (im Unterschied zu »*Healthy M & A*«) im Jahr 2009 zeigte, wie zugespitzt die Situation in manchen Branchen bzw. bei einzelnen Unternehmen war. Es handelt sich dabei um Transaktionen, die aus der Not heraus entstehen und unter höchstem Zeitdruck – und damit auch mit entsprechender Ungenauigkeit – durchzuführen sind. Große Risiken gehen mit großen Chancen – wegen der meist sehr niedrigen Preise – Hand in Hand. Dazu zählten kurz nach Ausbruch der Krise die meisten Transaktionen in der Bankenbranche, es folgten aber auch andere Branchen, wie etwa die Automobilbranche mit den Unsicherheiten um die drei großen US-Autokonzerne.

Ein wesentlicher Grund für die negative Entwicklung bei den M&A-Transaktionen seit 2007 war die starke Zurückhaltung, die die Banken aufgrund der Schwierigkeiten bei der kurzfristigen Refinanzierung bei der Vergabe von Krediten ausübten. Die Zurückhaltung hatte auch nicht nur dazu geführt, dass die strategischen Käufer seltener geworden sind, sondern auch dazu, dass die PE-Unternehmen – die in den USA zuvor etwa ein Viertel des M&A-Volumens abdeckten – auf dem Markt kaum noch wahrnehmbar waren. Damit ging auch ein wichtiger Wettbewerbstreiber in Auktionen von Unternehmen verloren. Doch auch auf der Verkäuferseite haben die durch die Rezessionsängste geprägten Perspektiven generell das Preisniveau deutlich sinken lassen, weshalb die Akteure tendenziell eher nicht verkaufen wollten, es sei denn, man musste. Zerfallende EBIT-Multiples erzeugten auf der Käuferseite zudem eher eine abwartende Haltung, da die Kaufobjekte später auch noch günstiger zu erstehen sein könnten.

Die eingetretenen Wertvernichtungen der sechsten Welle lassen sich nur sehr schwer bemessen, aber sie dürften um einiges höher ausfallen als die der fünften Welle. Allein die Abschreibungen der Banken belaufen sich auf mindestens 1.500 Mrd. US-\$. In dieser Turnaround-Situation hatten *die* Unternehmen die Nase vorne, die Cashflow-stark waren und sich nicht dem Druck zu einem möglichst weitgehenden »Leveraging« ihrer Bilanz gebeugt hatten.<sup>18</sup> Sie konnten sich ergebende Opportunitäten wahrnehmen. Sie konnten aber auch zur Absicherung ihrer Geschäfte den eigenen Lieferanten und Kunden helfen, finanziell kritische Situationen zu überstehen.

Was bleibt von der sechsten Welle? Erstens: M&A ist zum Standardrepertoire bei der aktiven Portfolio-Entwicklung in Unternehmensgruppen geworden. Vor diesem Hintergrund ist anzunehmen, dass das untere Niveau, das nach der fünften Welle erreicht war, in Zukunft kaum unterschritten werden dürfte.

Zweitens: Viele Unternehmen haben gelernt, auf der Unternehmensebene Know-how zum Management von M&A aufzubauen, das die Fehlerrate bei Akquisitionen verringern dürfte. Dies gilt auch für das Management von Akquisitionsserien zur Umsetzung neuer Unternehmensstrategien.

Drittens: Unternehmen gehen an das Thema M&A »nüchterner« und damit wohl auch realistischer heran (teilweise nach dem Vorbild der PE-Unternehmen).

Viertens: PE-Unternehmen (und auch die Hedgefonds) konnten sich auf dem Markt erfolgreich als wichtige Investorengruppe etablieren. Auch wenn am Ende der sechsten M&A-Welle eine ganze Reihe von ihnen aus dem Markt gehen musste und die Rolle der PE-Unternehmen als Investoren seit Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 äußerst gering ist, so werden sie als Käufertyp im Markt bleiben. Auch wenn ihr Handeln vermutlich durch neue gesetzliche Vorschriften genauer geregelt werden wird (Transparenz etc.), so haben ihre Managementprinzipien auch außerhalb der eigenen Branche Beachtung gefunden. Auch das Potenzial, welches sich durch den Einsatz der durch PE-Unternehmen etablierten Wertsteigerungshebel ergibt, ist sicher noch nicht ausgeschöpft.

So rasant der Einbruch der Märkte war, so erstaunlich war ihre relativ schnelle Erholung. Man ist zwar immer noch weit weg vom Höchststand im Jahr 2006, doch es konnte bereits wieder eine ganze Reihe großer, strukturverändernder Akquisitionen verzeichnet werden. Deals, wie etwa der Kauf von WhatsApp durch Facebook, bei dem das Unternehmen bereit war für etwa 50 Mitarbeiter und die 450 Mio Nutzer von WhatsApp 19 Mrd. US-\$ zu bezahlen, ließen wieder hoffen. Doch reichen diese Entwicklungen für eine neue Welle aus? Wohl eher nein, denn die Treiber dieser Entwicklung sind ganz unterschiedlicher Art, d. h. es fehlt eine gesamthafte ökonomische Logik, die es zu einer M&A-Welle benötigt.

Doch was sind denn solche einzelnen Faktoren, die Deals dieser Jahre haben entstehen lassen. Zum einen ist es sicher das nach wie vor extrem günstige Zinsumfeld, das M&A derzeit begünstigt. Dann ist es der Effizienzsteigerungsdruck in Commodity-Branchen, wie etwa der Zementindustrie, der z. B. das Zusammengehen von Holcim und Lafarge mit zu erklären vermag. Oder es ist der Wachstumsdruck, der mit den Plattform-basierten Geschäftsmodellen verbunden ist, denn der Kunde profitiert dort über die Netzwerkeffekte von der Größe. So hat z. B. Amazon offenbar neue Wege gefunden, relativ problemlos jenseits der Grenzen der bislang durch das Unternehmen bearbeiteten Branchen zu wachsen. Einige bemerkenswerte Transaktionen der letzten

---

<sup>18</sup> Ende 2007 hatte Goldman Sachs mit einem Eigenkapital von 43 Mrd. US-\$ Wertpapiere in Höhe von 1.000 Mrd. US-\$ erworben.

Jahre waren aber auch durch den tiefgreifenden Strukturwandel geprägt, dem sich manche Branchen ausgesetzt sehen. So kann z. B. der Kauf des US-amerikanischen Zulieferers für die Fahrzeugindustrie TRW durch ZF Friedrichshafen erklärt werden. Beide Unternehmen bereiten sich mit dieser eher komplementären Wachstumsakquisition auf Veränderungen wie z. B. das autonome Fahren vor.

Die Private-Equity-Branche, die ja als neue Kraft im Kapitalmarkt die sechste M&A-Welle entscheidend prägte, sieht sich eher mit rückläufigen Zahlen hinsichtlich attraktiver Targets und damit einhergehend steigenden Preisen konfrontiert, was das Branchen-Konzept der Wertschöpfung erschwert. Diese muss daher immer stärker durch operative Maßnahmen kreierte werden, um die gewohnt hohen Renditen weiterhin erhalten zu können.

Nach diesem Versuch die Entwicklung des Marktes für Unternehmenskontrolle in Form von M&A-Wellen zumindest grob zu beschreiben, stellt sich die Frage, wie sich das empirische Phänomen M&A allgemein erklären lässt.

### 3 Erklärungsansätze zum empirischen Phänomen

Eine umfassende Theorie für das Auftreten der M&A-Wellen zu finden, ist nicht einfach. Theorien, die eine Welle erklären können, versagen bei der Erklärung anderer. Neben ökonomischen Gründen spielen auch psychologische Momente immer eine Rolle.

#### 3.1 M & A als zunehmendes und zyklisches Phänomen

Zunächst fällt auf, dass es sich bei M&A über den betrachteten Zeitraum von 1895 bis 2009, um ein *tendenziell zunehmendes Phänomen* handelt – dies gilt auch noch, wenn man die Wellen im Verhältnis zur größer gewordenen Wirtschaft der USA sieht.<sup>19</sup> Wie bereits angesprochen, scheint diese Entwicklung *zyklisch* in Wellen stattzufinden: Perioden geringer und hoher M&A-Aktivität wechseln sich regelmäßig ab. Über den betrachteten Zeitraum ließen sich die sechs M&A-Wellen, die in Kapitel 2 beschrieben wurden und in Abb. 4 zusammenfassend dargestellt sind, beobachten.<sup>20</sup>

Die Dauer des Aufschwungs vom Tief- bis zum Höchstpunkt beträgt zwischen vier und neun Jahre. Tendenziell kürzer ist die Zeitspanne vom Höchst- zum Tiefpunkt. Er liegt bei zwei bis vier Jahren, auch wenn es bei der dritten Welle einen Ausreißer gibt.

Über die Jahrtausendwende hat sich der Markt dabei auf ein neues Niveau hochkatapultiert. Die Spitzen der Wellen haben sich gegenüber der Spitze der dritten Welle im Jahr 1969 in etwa verdoppelt; während das untere Plateau, auf das die Anzahl der Transaktionen im Tief zurückfällt, sich gegenüber der dritten Welle (1980 versus 2002) sogar mehr als vervierfacht hat.

<sup>19</sup> Das Bruttoinlandsprodukt der USA hat sich von 1980 bis 2009 etwa verfünffacht.

<sup>20</sup> Es gilt zu beachten, daß diese konsolidierte Betrachtung der M&A-Wellen Unterschiede in den M&A-Entwicklungsmustern in den Branchen überdeckt. Diese bestehen aber, speziell dann, wenn es bezogen auf die jeweiligen Branchen zu markanten Veränderungen in den gesetzlichen Rahmenbedingungen kam. Vgl. dazu Mitchell/Mulherin 1996.

	1 Monopolbildung	2 Vertikalisierung	3 Konglomeratsbildung	4 Merger Manie	5 Mega-Merger	6 Private Equity
Dauer und Verlauf	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1897 bis 1899</li> <li>• Dauert nur drei Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1916 bis 1929</li> <li>• M-förmiger Verlauf: 1916 bis 1920 und 1921 bis 1929</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1963 bis 1969</li> <li>• Dauert 6 Jahre</li> <li>• Schneller und steiler Anstieg</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1982 bis 1987</li> <li>• Eher niedrig verlaufend und schnell abtörend</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1991 bis 2000</li> <li>• Extrem steiler Anstieg über neun Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2003 bis 2006</li> <li>• Schnelle Erholung und Aufstieg zum Allzeithoch</li> </ul>
Aufschwung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Industrialisierung der Wirtschaft führt teilweise zur <i>Monopolbildung durch horizontale M&amp;A</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Vertikale M&amp;A dominieren</i></li> <li>• 1916 bis 1920: Kriegsgewinne lassen die USA zur größten Handelsnation werden.</li> <li>• 1921 bis 1929: »Goldene Zwanziger« führen zu Börsenboom</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Celler-Kefauer Act von 1950 schränkt nun auch vertikale Akquisitionen ein.</li> <li>• Ausweichen auf <i>unverbundene M&amp;A</i> (Diversifikationstheorie)</li> <li>• Abhängigkeit von Zyklen reduzieren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Liberalisierung von Monopol- u. Steuergesetzgebung</li> <li>• Deregulierung von Märkten</li> <li>• Erhöhung des <i>Fokus auf das Kerngeschäft</i>, aber auch <i>Eintritt in neue Geschäfte</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vielzahl von Treiber: Globalisierung &amp; Konsolidierung, Liberalisierung &amp; Deregulierung, Shareholder Value und Internet</li> <li>• <i>Mega-Merger, Merger of Equals; Aktie als Währung</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Private Equity</i>-Unternehmen etablieren sich als dritte Kraft im Kapitalmarkt</li> <li>• Zunehmender Shareholder-Aktivismus</li> <li>• Umbau der westlichen Wirtschaft</li> </ul>
Abschwung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sherman Act von 1890 wird ab 1901 unter Roosevelt auch zur Anwendung gebracht: Untersagt Absprachen und Monopolbildung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1920/21: Rezession folgt auf Nachfragerückgang nach Kriegsende</li> <li>• 1929: Beginn der lange anhaltenden Weltwirtschaftskrise</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1970: Schneller Rückfall der Transaktionen auf Niveau wie zu Beginn der Welle wegen Stagflation, Dollarabwertungen, stark steigendem Ölpreis etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1987: Crash der Aktienmärkte</li> <li>• Verstärkt wurde dies durch den neuen automatisierten Handel über Computer</li> <li>• Auch der Markt für die neuen Junk Bonds bricht ein.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2000: »Platzen des Dotcom-Bubbles: Zweifel an Werthaltigkeit</li> <li>• Firmenzusammenbrüche aufgrund von Bilanzfälschungen (z.B. Enron, WorldCom)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2007: Die beginnende »Subprime-Krise« löst eine gewaltige Finanzkrise aus, die sich zu einer globalen Wirtschaftskrise ausweit.</li> <li>• »Distressed M&amp;A«</li> </ul>
Dominante Wertsteigerungslogik	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorteile aus Marktbeherrschung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorteile aus Beherrschung der Wertkette</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorteile aus Diversifikation und Risikostreuung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorteile aus Unterbewertung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorteile aus globalen Skaleneffekten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorteile aus Finanzoptimierung</li> </ul>
Ereignisse	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1907: Erdbeben von San Francisco</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1914–1919: Erster Weltkrieg</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1973: Ende von Bretton Woods</li> <li>• 1973: Ölkrise</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1990: Japan-Krise</li> <li>• 1990/91: Golfkrieg »Desert Storm«</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 11. September 2001</li> <li>• 1993: Irak-Krieg</li> <li>• 1997/98: Asienkrise</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2008: Insolvenz von Lehmann</li> </ul>

Abb. 4: Sechs US-amerikanische M&A-Wellen im Vergleich (Quelle: Eigene Darstellung)

Der Abstand zwischen den Höhepunkten der einzelnen Wellen scheint sich tendenziell zu verkürzen: 30 Jahre (von 1899 bis 1929), 40 Jahre (von 1929 bis 1969), 18 Jahre (von 1969 bis 1987), 13 Jahre (von 1987 bis 2000) sowie sechs Jahre (von 2000 bis 2006). Demzufolge ist die Frequenz der Wellen höher geworden, d.h. sie treten häufiger auf.

Bezogen auf diese M&A-Wellen stellt sich eine ganze Reihe von Fragen: Was sind die *Gründe*, dass es überhaupt zu diesen Wellen kommt? Welches sind die *Treiber* dieser Wellen? Was bestimmt die *Höhe ihrer Ausschläge* und was ihre *Dauer*? Warum verlieren diese Wellen wieder an Kraft? Was löst die *Richtungswechsel* beim oberen und unteren Wendepunkt der Wellen aus? An was lässt sich frühzeitig erkennen, dass es zu einem solchen Richtungswechsel kommt? Etc.

Antworten auf diese Fragen sollen helfen das Phänomen M&A nicht nur empirisch zu beschreiben, sondern es insgesamt auch besser zu verstehen. Dabei geht es weniger um die Manager und deren Motive, M&A durchzuführen. Vielmehr sind die Manager in dieser Betrachtungsweise Teil einer Entwicklung, derer sie sich kaum entziehen können. Um erfolgreich handeln zu können, sollten sie diese Wellenvorgänge möglichst gut verstehen. So sind sie in der Lage, entsprechend vorausschauend entscheiden zu können: Dies würde heißen, ein Unternehmen z.B. auf dem Höhepunkt einer Welle zu verkaufen, da es sich dann zumeist um einen Verkäufermarkt handelt und sehr hohe

Preise bezahlt werden; oder z. B. auf dem Tiefpunkt einer Welle in neue Engagements einsteigen, wenn viele Unternehmen stark unterbewertet sind. Wer diese Form des antizyklischen Verhaltens beherrscht, kann erhebliche Vorteile daraus generieren.

#### Praxisbeispiel

##### Investor Warren Buffet

Ein Investor, der auf Basis der »Gegen-den-Trend«-Logik eine Vielzahl seiner Entscheidungen fällt, ist Warren Buffet. So gelang ihm mitten in der Wirtschaftskrise Ende 2009 ein weiterer Überraschungscoup, als er ankündigte, dass seine Holdinggesellschaft Berkshire Hathaway die Eisenbahngesellschaft Burlington Northern Santa Fe für 44 Mrd. US-\$ übernehmen werde. Er wettet damit darauf, dass der Bahnverkehr entscheidend für das künftige Wachstum Amerikas sein wird – und dies in einer Zeit, in der diese Branche durch die Krise schwer getroffen war. Ähnlich hatte er bereits in 2008 hohe Investitionen in die US-Investmentbank Goldman Sachs und General Electric (GE) getätigt – als das M & A-Geschäft im Prinzip zum Erliegen gekommen war.

Wenngleich M & A-Wellen somit in erster Linie ein makroökonomisches Phänomen sind, so haben sie doch Auswirkungen auf den individuellen M & A-Erfolg. Im Aufschwung geht es um verpasste Opportunitäten. Und da dem Aufschwung auch immer ein Abschwung folgt, birgt schlechtes Timing, vor allem im Überschwang der Märkte, die Gefahren zu hoher Preisprämien und der Verschuldung.<sup>21</sup>

## 3.2 Bestehende Erklärungsansätze

In der Literatur finden sich vor allem drei Erklärungsansätze: (1) M & A als Ergebnis gesamtwirtschaftlicher Störungen (»Economic Disturbance Theory«), (2) M & A als Modeerscheinung sowie (3) M & A als Antwort auf Veränderungen in den ökonomischen Rahmenbedingungen.

Den ersten Erklärungsansatz für derartige M & A-Wellen liefert Gort (1969). Er argumentiert, dass derartige Wellen durch gesamtwirtschaftliche Störungen ausgelöst werden (»Economic Disturbance Theory«). Diese Störungen würden Veränderungen in den Erwartungen der Entscheidungsträger verursachen und deren empfundene Unsicherheit erhöhen. Manche Nichteigentümer bestimmter Assets betrachten diese auf einmal als wertvoller als ihre Eigentümer, wodurch eine Bereitschaft entstünde ein Premium zu bezahlen und damit Eigentümerwechsel ausgelöst würden. Aktionäre haben zu einem bestimmten Zeitpunkt also unterschiedliche Meinungen über den Wert einer Aktie aufgrund individuell unterschiedlicher Informationen und Einschätzungen. Diese Differenzen sind besonders groß in Zeiten starker Veränderungen. Was dieser Erklärung fehlt ist ein Blick hinter diese Störphänomene z. B. auf die institutionellen Rahmenbedingungen (z. B. Gesetzgebung). Und sind die Differenzen nicht ebenso groß im Auf- wie im Abschwung? Vermutlich wohl ja. Warum führen diese Differenzen aber dann nicht auch im Tal einer Welle zu ebensoviel Transaktionen wie im Boom?<sup>22</sup>

Macharzina/Wolf (2005, S. 705) interpretieren diese Wellen als *Modeerscheinung*: Man kauft in einer dieser M & A-Wellen Unternehmen, weil gerade alle anderen auch Unternehmen auf Basis einer ähnlichen Logik kaufen, und umgekehrt.

<sup>21</sup> Vgl. Song/Walking 2000.

<sup>22</sup> Vgl. Brealey/Meyers 2002.



Eine andere, nicht weit davon entfernt liegende Theorie liefert Lambrecht (2004): Er argumentiert, dass *M&A als Antwort auf Veränderungen in den ökonomischen Rahmenbedingungen* verstanden und erklärt werden kann. Es würde sich bezogen auf den Zustand der Wirtschaft (Boom oder Rezession) um ein *prozyklisches Phänomen* handeln, d. h. es wäre damit vermehrt in Zeiten eines wirtschaftlichen Booms anzutreffen, eher weniger dagegen in rezessiven Phasen der Wirtschaft.<sup>23</sup> M&A-Wellen gingen damit auch mit prosperierenden Aktienmärkten einher, da letztere der Akquisitionswährung Aktie Auftrieb gewähren und generell von höherer Marktliquidität geprägt sind. Entsprechend wirke auch ein rückläufiger Aktienmarkt auf Transaktionszahl und -volumen: So waren mehr oder minder ausgeprägte Rückgänge bzw. Crashes am Ende aller Wellen zu verzeichnen: Welle eins im Jahr 1900, Welle zwei a und zwei b in den Jahren 1920 und 1929/30, Welle drei im Jahr 1970, Welle vier im Jahr 1987, Welle fünf im Jahr 2000 sowie Welle sechs im Jahr 2007. In der sechsten M&A-Welle liefen die Entwicklungen von Transaktionsanzahl und -volumen sogar dem Dow Jones Index voraus und hätten somit eine Frühwarnfunktion übernehmen können.

### 3.3 Theorie der prospektiven Wertsteigerungslogik

Der hier verfolgte Erklärungsansatz beruht auf der Annahme, dass M&A-Wellen immer dann entstehen, wenn sich eine neue Logik zur Wertsteigerung von Unternehmen abzeichnet, die zunehmend die mentalen Strukturen der Entscheidungsträger zu prägen beginnt. *M&A wird dann als Reaktion und Instrument zur Erschließung neuer zukünftiger Wertsteigerungspotenziale* betrachtet. Es formiert sich eine neue Antwort auf die Frage, aus was zukünftig ein Surplus bzw. Synergien erwartet werden können.

Jede M&A-Welle ist demnach von einer ganz spezifischen Wertsteigerungslogik geprägt. Sie spiegelt das im Management allgemein vorherrschende Denken zur Entwicklung des Geschäftsmodells wider. Diese Wertsteigerungslogik indiziert zu der jeweiligen Zeit, wie Unternehmen – zumindest »auf dem Papier« – gedenken, in der Zukunft ökonomisch erfolgreich zu sein. Daraus sollen sich dann auch den Aktienkurs treibende Wertsteigerungsphantasien für die Investoren ergeben. Die steigenden Aktienkurse wirken dann verstärkend auf die Entwicklung, da sie den Unternehmen höhere Investitionen ermöglichen. Angewendet auf die einzelnen M&A-Wellen stellt sich das wie folgt dar:

- Zur Zeit der *ersten M&A-Welle* war die Annahme, dass sich *Vorteile aus einer Markbeherrschung* in Form von »Economies of Scale« erwirtschaften lassen. Je größer der eigene Marktanteil ist, desto größer sind auch diese Wirtschaftlichkeitseffekte aufgrund günstigerer Kostenstrukturen.
- Der *zweiten M&A-Welle* lag die Logik zugrunde, dass sich *Vorteile aus einer möglichst weitgehenden Beherrschung der Wertschöpfungskette eines Geschäfts* ergeben. In der Art kontrollierten Unternehmen den gesamten »Profit Pool« dieses Geschäfts und sahen sich resistent gegenüber Verschiebungen des Profitanfalls innerhalb der Wertkette.
- Bei der *dritten M&A-Welle* wurde angenommen, dass *Konglomerate langfristig Vorteile aufgrund ihrer Diversifikation und Risikostreuung* zu erzielen vermögen.

<sup>23</sup> Vgl. Ravenscraft/Scherer 1987.

- Zur Zeit der *vierten M&A-Welle* wurden Investoren mit neuen Finanzierungsinstrumenten (LBO) in die Lage versetzt, auch ohne viel Eigenkapital große Unternehmen mit mehreren Geschäftsfeldern zu übernehmen. Die *Vorteile lagen in deren Unterbewertung*. Sie wurden aufgebrochen und in Einzelteilen verkauft. Annahme war, dass das Ganze weniger wert ist als die Summe seiner Teile.
- In der Phase der *fünften M&A-Welle* dachten die Käuferunternehmen, sie können *Vorteile aufgrund erst neuerdings global erschließbarer Skaleneffekte* erlangen. Diese ergaben sich einerseits aus der Deregulierung und Liberalisierung von Ländermärkten, andererseits aber auch aus der Nutzung des Internets; diese Technologie ermöglichte es, innerhalb von nur wenigen Wochen Kundenstämme aufzubauen, für deren Aufbau zuvor vielleicht Jahrzehnte vonnöten waren.
- Die Phase der *sechsten M&A-Welle* war sehr stark geprägt von den *Vorteilen durch finanztechnische Optimierung in einer Unternehmensgruppe*. Dies geschah zu einem wesentlichen Teil durch die neue Konkurrenz der PE-Unternehmen als Bieter auf dem Markt für Unternehmenskontrolle; sie bedienten sich tendenziell anderer Wertsteigerungshebel als die klassischen Konzerne, was wiederum dazu führte, dass auch bei diesen Unternehmen die Bereitschaft zu einem aktiven Portfolio-Management wuchs.

Während zu Anfang einer M&A-Welle es zu einer Art Wette auf die neue Wertsteigerungslogik kommt, muss sich dann über die Zeit auch beweisen, ob diese Wette auch der Wirklichkeit standhält. Bei der dritten Welle war dies beispielsweise nicht der Fall, was zu deren Zusammenbrechen führte. Ein Zusammenbruch kann aber auch dadurch ausgelöst werden, dass zu hoch gewettet wird, d. h. dass die Logik zwar greift, aber nicht in dem Umfang, wie gegen Ende einer Boomphase von den Investoren angenommen wird.

## 4 »Anatomie« einer M & A-Welle

Nimmt man die Metapher der Welle, so lässt sich ihr Verlauf auf Basis des obigen Erklärungsansatzes prototypisch beschreiben. Dazu bietet sich folgende Einteilung einer Welle an: (1) der untere Wendepunkt (vgl. Kap. 4.1), (2) der Aufschwung (vgl. Kap. 4.2), (3) der obere Wendepunkt (vgl. Kap. 4.3) sowie (4) der Abschwung (vgl. Kap. 4.4). Dabei ist es von entscheidender Bedeutung, dass Führungskräfte bei ihren Entscheidungen immer den vollen Zyklus einer Welle im Visier haben (vgl. Kap. 4.5).

### 4.1 Unterer Wendepunkt

Eine Welle hat ihren Anfang am unteren Wendepunkt (Abb. 1). Es handelt sich meist um das Ende einer rezessiven Phase, die von mehr oder minder großen Wertvernichtungen begleitet war. Viele Unternehmen sind angeschlagen, und ihre Cashflows sind dürftig. Doch einige der überlebenden Unternehmen gehen gestärkt aus der Krise hervor: Sie haben ihre Organisation verschlankt, die Kostenstrukturen verbessert, sich von



nicht passenden Randgeschäften getrennt etc. Geld aus der erfolgreichen Bewältigung der vorangegangenen Rezession wartet auf Anlage. Sobald die Volatilität der Märkte wieder auf ein Normalniveau zurückgekehrt ist und die Nachfrage wieder etwas wächst, suchen sie nun nach neuen Wachstumsimpulsen. Dazu zählt auch der frühe Einstieg bei Unternehmen, die nun noch günstig bewertet sind. Dieser Umschwung – und später oft auch noch der Aufschwung – wird vielfach noch durch ein niedriges Zinsniveau begünstigt.

## 4.2 Aufschwung

Langsam entstehen erste Annahmen und Experimente zu neuen, zukünftig erschließbaren Wertsteigerungspotenzialen. Ihren Ausgang haben sie oft in Verwerfungen im ökonomischen Umfeld. Dies können technologische Durchbrüche sein, geostrategische Veränderungen, neuartige Kundenbedürfnisse etc. Da Unternehmen aufgrund damit verbundener Prognoseunsicherheiten auf derartige Verwerfungen unterschiedlich schnell reagieren, entsteht eine breite Streuung der Zukunftserwartungen auf den Unternehmensebenen, was sich z. B. in breiteren Spannen an Preisvorstellungen bei M&A-Verhandlungen niederschlägt. Doch es kommt zu einer ersten Häufung, zumindest individuell rationaler M&A-Transaktionen. Dies kann z. B. dann der Fall sein, wenn die dominante Logik zur optimalen Wertschöpfungstiefe von Unternehmen in einer Branche zu kippen beginnt.

### Paradigmenwechsel oder Sonderfälle?

Andrew S. Grove, Mitbegründer der Firma Intel, hatte in seinem 1996 erschienenen Buch mit dem Titel »Only the Paranoid Survive« für die Computerbranche eindrucksvoll beschrieben, wie sich in einer Branche die dominante Logik grundsätzlich verändern kann. Im Jahr 2009 gab es Signale, dass eine solche Veränderung in der Informations-, und Kommunikationstechnologiebranche erneut stattfinden könnte. In den 1980er Jahren war die Computerbranche vertikal organisiert. Wettbewerber wie IBM oder DEC (Digital Equipment) versuchten, die gesamte Wertschöpfungskette von der Chipherstellung bis zum Vertrieb zu beherrschen. Mit zunehmender Reife des Geschäfts bildeten sich allerdings Spezialisten heraus, die auf den einzelnen Wertschöpfungsstufen den Pionieren der Branche überlegen waren. Die Logik des Geschäfts kippte von einer vertikalen in eine horizontale Struktur. Die etablierten Unternehmen hatten dies jedoch lange nicht wahrnehmen wollen. Diese »Trägheit (Inertia)« führte das Blue Chip-Unternehmen IBM 1991 in seine schwerste Krise. Für viele andere führende Unternehmen wie Sperry Univac, Wang und DEC wurde der Paradigmenwechsel ganz zum Verhängnis.

Im Jahr 2010 stellt sich die Frage, ob sich das Geschäftsmodell in der Informations-, und Kommunikationstechnologiebranche wieder von der horizontalen Spezialisierung zu einer stärkeren vertikalen Integration verändert. In dem Fall dürften eine Vielzahl von Akquisitionen zu erwarten sein. Um diese Überlegung etwas zu unterlegen, seien zwei, vielleicht wegweisende Transaktionen angeführt:

- 1) *Apple kauft den Mikrochiphersteller PA Semi*: Etwa seit 2007 ist erkennbar, dass Apple überlegt, wieder eigene Chips zu produzieren, trotz der damit verbundenen hohen Entwicklungskosten. Im Kern geht es dabei um die Faktoren Innovation und Intellectual Property. Über den Chip können Elemente wie Handschrifterkennung, Energieeffizienz oder Videoqualität in mobilen Endgeräten wesentlich beeinflusst werden. Lässt Apple die Chips durch Unternehmen wie z. B. Samsung herstellen, besteht die Gefahr, dass damit auch der Konkurrenz Know-how zugänglich wird. Stellt Apple die Chips selbst her, sind die Innovationen unter eigener Kontrolle und sie werden im Allgemeinen auch beschleunigt. Um diese neue Strategie umzusetzen, hatte Apple bis Mitte 2009 bereits eine ganze Reihe hochrangiger Experten auf diesem Gebiet von der Konkurrenz abgeworben.

2) *Oracle will Sun übernehmen: »I am very surprised. I have to think about it.«* – so soll die spontane Reaktion von Steve Ballmer, CEO von Microsoft, gewesen sein, als er am 20.04.2009 davon hörte, dass Oracle für 7,4 Mrd. US-\$ Sun übernehmen werde. Der Preis wurde mit 9,50 US-\$ pro Aktie beziffert, was in etwa einem 8-fachen EBIT-Multiple entspricht. Oracle ist im Kern ein Softwareunternehmen (Datenbanken und Unternehmenssoftware). Seit 2005 hat Oracle ca. 30 Mrd. US-\$ in den Kauf von etwa 50 Unternehmen wie People-Soft, Siebel oder BEA investiert. Sun ist dagegen im Kern nicht nur ein Hardwareunternehmen (Server und Speichergeräte/-einheiten). Die Speicherhardware musste immer mit der passenden Software zu einem Speichersystem gekoppelt werden. Das Unternehmen hatte sich nie so richtig vom Platzen der Dot.com-Blase erholt, und es war kein Geheimnis, dass es auf der Suche nach einem passenden Käufer war. Im Portfolio von Sun gab es zwei Perlen für Oracle. Die eine war die Programmiersprache Java, mittels derer viele Unternehmenssoftwarepakete und auch die Software von Mobiltelefonen betrieben werden. Die andere war Solaris, ein Betriebssystem auf dem viele Oracle-Datenbanken laufen. Über beides verfügen zu können, würde Oracle verschiedene Optimierungsmöglichkeiten bieten. Auch verfügte Sun über eine große Anzahl von Open Source-Software und -Unternehmen. Sun erwarb diese Software in der Hoffnung, dass deren Nutzer dann die teuren Sun-Geräte kaufen würden. War diese Akquisition damit eine Transaktion, die primär auf die Software-Assets von Sun abzielte, und würde Oracle deshalb die Hardware bald wieder abstoßen?

Neben diesen beiden Transaktionen ließen sich weitere Indizien ausmachen: Vertikal diversifiziert hat z. B. auch Hewlett-Packard (HP) mit dem Kauf des IT-Dienstleisters Electronic Data Systems Corp. (EDS) (und schon vor längerer Zeit mit der Übernahme der Beratungsaktivitäten von PricewaterhouseCoopers (PwC)). Ein anderes Beispiel ist Cisco. Das Unternehmen wollte mit einer Reihe von Allianz-Partnern beginnen, Server im Sinne von Datenzentren zu bauen. Waren dies nun alles Sonderfälle oder sind dies Hinweise auf einen fundamentalen Wandel der Logik, nach der die Wertschöpfungsarchitekturen der führenden Unternehmen in dieser Branche konzipiert sind?

Der Aufschwung gewinnt dann Momentum, wenn die M & A-Investitionen derer, die zuerst ihre Wetten auf eine neue Wertschöpfungslogik abgeschlossen haben, mit positiven Bewertungsziffern belegt werden. Steigende Aktienpreise und geringe Zinsen beschleunigen in dem Fall die M & A-Aktivitäten.<sup>24</sup> Ermuntert durch die ersten Erfolge kommt es zum »Finetuning« der neuen dominanten Wertsteigerungslogik.

Angelockt durch die Erfolge der Pioniere und frühen Nachahmer schwenken nach und nach immer mehr Unternehmen auf den gleichen Kurs ein. Topmanager haben es immer schwerer, sich zu legitimieren, wenn sie nicht in ähnlicher Art und Weise agieren. Mimetisches Verhalten (»Herdentrieb«) setzt ein. Es kommt zu eigendynamischen und selbstverstärkenden Effekten, z. B. wenn – teilweise bereits rational nicht mehr nachvollziehbare – Kurssteigerungen wieder zu neuen Investitionsmöglichkeiten (»Aktie als Währung«) verhelfen. Es wird eine Welle neuer Akquisitionen ausgelöst, wenn sich Käufer mit sog. »Me Too Acquisitions« der Modeerscheinung anschließen. Da die Banken im Allgemeinen davon profitieren, entwickeln sie oft auch Bewertungsmodelle, die die Werthaltigkeit derartiger Investitionen »nachweisen«. So entstehen wechselseitige Verstärkungsmechanismen, und in der Spitze eines Booms besteht ein wahrer »Run« auf Zielunternehmen, verbunden mit entsprechenden Preissteigerungen. Unternehmensleitungen, die nicht »auf Einkaufstour gehen«, kommen oft unter Legitimationsdruck bezüglich der Frage, warum sie diese »Jahrhundertchance« nicht wahrnehmen.

<sup>24</sup> Melicher et al. 1983.

### 4.3 Oberer Wendepunkt

Die Wellen-Metapher beinhaltet jedoch auch, dass jede Welle ein Gipfel hat, bevor sie dann bricht. Damit verbunden stellen sich folgende Fragen: Wann ist ein solcher oberer Wendepunkt erreicht? Gibt es Möglichkeiten, diesen Wendepunkt frühzeitig zu erkennen? Wird es zu einer »sanften Landung« kommen, oder wird es einen abrupten Absturz geben? Wird dies vor- oder nachlaufend oder synchron zu den Aktienmärkten geschehen?

Sicher vorhersagen lassen sich solche Entwicklungen natürlich genauso wenig wie die Entwicklungen der Aktienmärkte. Allenfalls gibt es Frühwarnsignale, die darauf hindeuten, dass eine Trendwende zu erwarten ist. Empirisch gesichertes Wissen ist hierzu nicht vorhanden. Jedoch gibt es zum nahenden Ende einer Welle eine Reihe von erfahrungsbasierten Beobachtungen, deren Eintreten zumindest die Achtsamkeit erhöhen sollte:

1. Viele Käufer sind bereit, deutlich größere Risiken einzugehen. So gab es Fälle, in denen Unternehmen in solchen Situationen versuchten drei Unternehmen gleichzeitig in eines zu fusionieren.
2. Die Anzahl der öffentlichen Ankündigungen von Transaktionen, die kurz darauf wieder abgesagt werden, nimmt oft stark zu. Dies ist ein Zeichen operativer Hektik bei den Akteuren auf dem Markt, die die »Gunst der Stunde« noch nutzen wollen, aber das Vorhaben nicht mehr sorgfältig genug durchdacht haben.
3. Das angebotene Kapital zur Finanzierung der Transaktionen wird knapp oder – z. B. wegen eines Zinsanstiegs – teurer. Die Kapitalknappheit im August 2007 im US-Hypothekenmarkt löste auch eine Kapitalknappheit bei der Finanzierung von Übernahmen aus. Wegen den Liquiditätsproblemen der involvierten Gesellschaften stießen diese – um zu Überleben – auch Aktienpakete aller Art ab, weshalb diese Situation nicht nur die Kurse der direkt betroffenen Finanzdienstleister belastete, sondern die gesamte Börse.
4. Die zu bezahlenden Multiples sind oft auf ein Vielfaches der Multiples zu Anfang der Welle gestiegen. Dies ist zumeist deshalb der Fall, weil das Angebot an noch verbleibenden attraktiven Zielunternehmen stark rückläufig ist und die Konkurrenz um den Erwerb dieser Unternehmen immer intensiver geworden ist. Es wird dann ein zu hohes Premium auf Basis zu optimistischer Synergien- und Marktszenarien gezahlt. So werden Unternehmen, die oft noch ohne Gewinne sind, nur aufgrund ihres Potenzials zu enormen Preisen gekauft.
5. Es wird mehrheitlich mit Aktien bezahlt. Sobald die Käufer den Eindruck haben, dass ihr Unternehmen eher überbewertet ist, werden sie versuchen mit Aktien – der dann gegenüber der Cash-Bezahlung »billigeren« Währung – zu bezahlen.
6. Die Gewinnerwartungen der Unternehmen sind rückläufig. Diesem Punkt ist besonders dann Beachtung zu schenken, wenn eine Volkswirtschaft schon eine mehrere Jahre andauernde Wachstumsphase hinter sich hat.
7. Der Verschuldungsgrad der Unternehmen hat stark zugenommen. Rating-Agenturen warnen auch, dass die Kreditqualität sinken wird. Hinzu kommt dann oft noch die Gefahr, dass sich die Zinsen wieder erhöhen und die Refinanzierungskonditionen sich verteuern.

## 4.4 Abschwung

Wurde der obere Wendepunkt durchschritten, so kippen (bei einem abrupten Absturz) fast über Nacht alle Regeln, die noch ein paar Tage zuvor unumstößlich für ein erfolgreiches Agieren erschienen. Sie verkehren sich in ihr Gegenteil mit teilweise fatalen Folgen. Dass es tatsächlich zu einem Abschwung kommt, kann verschiedene Ursachen haben:

1. Die zur jeweiligen Wertsteigerungslogik gehörende *Basisannahme hat sich nicht bestätigt*. Viele durchgeführte Transaktionen stellen sich als enttäuschend heraus. Dies trifft insbesondere auf die dritte Welle (»Conglomerate Era«) zu, als sich Ende der 1960er Jahre langsam herausstellte, dass die unter Risikoaspekten sehr breit und unverwandt diversifizierten Konglomerate eine schlechtere Performance zeigten.
2. Jede Welle produziert »Standards« manageriellen und systemischen Verhaltens, die in einem Boom in der Endphase zu extrem spekulativen Handlungsannahmen führen können. So entbehrten die in den Bewertungsansätzen Ende der 1990er Jahre getroffenen Annahmen oft jeder Rationalität, was zu einer »spekulativen Überhitzung« des Systems und – z. B. beim Platzen der Internetblase – auch zum Crash führen kann.
3. Die *Rahmenbedingungen* haben sich so geändert, dass dadurch der dominanten Wertsteigerungslogik ihre Gültigkeit entzogen wurde. Neue Gesetze, innovative Technologien oder eine veränderte politische Situation sind Beispiele hierfür. Dies trifft z. B. auf die erste Welle zu, als mit der tatsächlichen Anwendung des Sherman Antitrust Act durch die Regierung Roosevelt die Möglichkeiten zur Monopolbildung stark unterbunden wurden.

Mit dem Abschwung verbunden ist häufig eine Verschlechterung der ökonomischen Rahmenbedingungen: Eine rezessive Phase der Wirtschaft nimmt ihren Lauf; nicht selten verbunden mit einem Crash der Kapitalmärkte. Die Bewertungsziffern der Unternehmen sind eher negativ belegt. Die Kapazitätsauslastung der Industrie ist rückläufig.

Natürlich gibt es in einem Abschwung auch gegenzyklische M&A-Aktivitäten einzelner Akteure.<sup>25</sup> Diese Akquisitionen sind jedoch meist eines anderen Typs, als die im Aufschwung getätigten Transaktionen. Die Käufer nutzen die fallenden Preise und die oft aus Notlagen heraus geborenen Kaufgelegenheiten. Solche Transaktionen werden demnach oft von Desinvestitionen ausgelöst. Meist sind sie nicht expansiv angelegt, sondern eher auf eine Konsolidierung ausgerichtet.<sup>26</sup>

## 5 Den ganzen Zyklus im Visier

In Phasen des konjunkturellen Abschwungs zeigt sich immer wieder, wie wichtig es ist, dass das Management bereits bei seinen Entscheidungen in der Phase des Aufschwungs bedenkt, was deren Implikationen im Abschwung sein könnten und umgekehrt. Mit Blick auf die langfristigen Interessen eines Unternehmens geht es darum, immer den ganzen Zyklus im Visier zu haben; denn erst auf dieser Basis wird entschieden, wer gewinnt und wer verliert. Dies gilt auch für M&A-Entscheidungen.

<sup>25</sup> Maksimovic/Philips 2000.

<sup>26</sup> Lambrecht/Meyers 2004.

- *Wachstum*: Es ist hinlänglich bekannt, dass das Wachstum ein wesentlicher Wertreiber des Unternehmenswertes ist. Im Aufschwung, auf Basis einer guten Börsenbewertung und bei Verfügbarkeit von billigem Geld, wird deshalb das Thema Wachstum forciert. Doch im Abschwung, wenn die Kunden bei sinkender Nachfragerwählerischer werden, zeigt sich häufig, dass ein Teil dieses Wachstums noch ohne Substanz ist. Dann müssen teure Rückzugsgefechte geführt werden. Zum Beispiel müssen neue Aktivitäten unter ihrem Einkaufspreis wieder veräußert werden.
- *Opportunistisches Verhalten*: In Boomphasen neigen Unternehmen dazu, Geschäfte aufzugreifen, in denen gerade gutes und schnelles Geld verdient wird. Doch was heißt dies, wenn diese neuen Tätigkeitsfelder nicht zum Geschäftsmodell passen oder das Unternehmen von ihnen nicht genug versteht. Dann entpuppen sie sich häufig als Fehlinvestitionen, weil das Unternehmen unüberschaubare Risiken eingegangen ist. Dazu zählen bspw. die Ausflüge der dem »One Bank«-Ansatz folgenden Banken in die Bereiche des Investmentbankings jenseits des für das integrierte Geschäftsmodell erforderlichen Beratungsgeschäfts.
- *Kapitaldecke*: Im Aufschwung werden Unternehmen von den Analysten häufig gescholten, wenn sie ihr Eigenkapital nicht besser »leveragen«. Durch solche Maßnahmen lässt sich relativ leichtfüßig die Eigenkapitalrentabilität verbessern, und zudem lassen sich Fremdkapitalzinsen auch steuerwirksam abziehen. Mit Blick auf den vollen Zyklus kann ein zu starkes Ausreizen dieser Logik im Abschwung verhängnisvoll werden: »Cash is King!« – wie es dann heißt. Dies kann z. B. zu Problemen bei der Refinanzierung fälliger Kredite führen. Oder es können günstige Gelegenheiten z. B. zum Kauf angebotener Unternehmen im Sinne antizyklischer Investitionen nicht wahrgenommen werden.
- *Schuldenlast*: Eine Aufschwungphase wird meist durch billig aufzunehmendes Geld begünstigt. Das heißt, dass sich auch Akquisitionen leicht finanzieren lassen. Damit kumulieren sich aber auch auf der Passivseite der Bilanz die Schulden. Müssen diese im Abschwung dann refinanziert werden, sehen sich Unternehmen plötzlich aufgrund gestiegener Risikoprämien deutlich höheren Belastungen gegenüber.
- *Goodwill*: Auf der Aktivseite der Bilanz haben die Akquisitionen aus der Phase des Aufschwungs häufig die Kumulation einer hohen Goodwill-Position (als Folge der bei der Akquisition gezahlten Prämie auf die erworbenen Vermögenswerte) zur Konsequenz. In der Abschwungphase kann dies zu erheblichen Wertberichtigungen Anlass geben, die das Eigenkapital belasten. In einem völlig veränderten wirtschaftlichen Umfeld wird man sich ein neues Bild von der Werthaltigkeit des bilanzierten Goodwills machen müssen.

Zusammenfassend wird hier die These vertreten, dass Unternehmen im Aufschwung einem immer stärker werdenden, prozyklischen »Herdentrieb« folgen. Je näher dabei der Aufschwung an seinen Wendepunkt kommt, desto häufiger werden paradoxerweise strategische Entscheidungen getroffen, die aus der Sicht des Abschwungs desaströs sind. Diese Entwicklung wird in beide Richtungen multiplikativ verstärkt durch die globale Vernetzung der Wirtschaft: Das heißt, die Exzesse nach oben fallen größer aus; danach wird dann auch die ganze Weltwirtschaft wie ein globales Domino in die Knie gezwungen.

Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass, wenn die ersten leichten Anzeichen eines Abschwungs bereits die Jahresziele gefährden, teilweise noch immer prozyklisch besonders große unternehmerische Risiken eingegangen werden, z. B. um den an das