2 Formen und Bedeutung von M&A

Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die Begrifflichkeiten, Formen und Motive von *Mergers & Acquisitions*. Im Sinne eines transparenten Begriffsverständnisses erfolgt zunächst eine begriffliche Eingrenzung. Anschließend werden unterschiedliche Formen und Transaktionstypen vorgestellt und erläutert. Im Abschnitt 2.3 werden die Motive für M&A diskutiert.

2.1 Definition und Begriffsbestimmung

Der Terminus *Mergers & Acquisitions* stammt aus dem Investment-Banking-Geschäft des angelsächsischen Sprachraums (Wirtz, 2003, S. 10). Er beschreibt sämtliche Aktivitäten einer Wirtschaftseinheit im Zusammenhang mit Fusionen, Akquisitionen und anderen Unternehmensbeteiligungs- oder -zusammenlegungsformen. Trotz teilweise unterschiedlicher Ausmaße und Resultate von Unternehmensverbindungen wurde insbesondere durch die US-amerikanische Literatur der Terminus M&A als ein Sammel- und Gattungsbegriff geprägt (Brealey et al., 2008, S. 882f.; Weston et al., 1990). Auch im deutschen Sprachgebrauch und der betriebswirtschaftlichen Fachliteratur wird der Begriff als Synonym für Unternehmensübernahme, -zusammenschluss oder -transaktion verwendet (Lucks und Meckl, 2002, S. 23). Wörtlich übersetzt bedeutet der Terminus: Fusion und Akquisition.

Der Begriff umfasst zwei teils unterschiedliche Arten von Unternehmensverbindungen. Zum einen die Fusion oder Verschmelzung zweier oder mehrerer bis dahin rechtlich und wirtschaftlich eigenständiger Unternehmen. Diese Art der Unternehmensverbindung zeichnet sich dadurch aus, dass die Aktiva der beteiligten Unternehmen in einer bereits bestehenden oder einer neuen Wirtschaftseinheit zusammengelegt werden (Schallenberg, 1995, S. 18). Dabei verliert mindestens eines der

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2016
S. Schmal, *Konsolidierungswellen und Prognoseverhalten von Finanzanalysten*,
DOI 10.1007/978-3-658-14582-8_2

Unternehmen seine rechtliche und wirtschaftliche Selbstständigkeit (Vogel, 2002, S. 6). Resultiert die Fusion in einer völlig neuen organisatorischen Einheit, so erfolgt die Übertragung der Selbstständigkeiten auf das neue Unternehmen wobei die bisherigen Rechtspersönlichkeiten aufgegeben werden (Lucks und Meckl, 2002, S. 23).

Bei der Akquisition handelt es sich um den Erwerb eines Unternehmens. Im Unterschied zur Fusion erfolgt hierbei die Eingliederung der Aktiva des übernommenen Unternehmens[2] in das Käuferunternehmen (Wübben, 2007a, S. 8). Die Übernahme erfolgt dabei entweder durch die Übertragung der Gesellschaftsanteile (Share Deal) oder die Übertragung von Wirtschaftsgütern und Verbindlichkeiten (Asset Deal). Der Unterschied der beiden Erwerbsformen besteht darin, dass beim Asset Deal das komplette Eigentum vom Zielunternehmen an das Käuferunternehmen übergeht. Beim Share Deal hingegen erwirbt das Käuferunternehmen nicht die Unternehmensanteile, sondern die Rechte daran (Jansen, 2008, S. 247). In beiden Fällen kommt es zu einer Minderung bis zur Aufgabe der wirtschaftlichen Selbstständigkeit des übernommenen Unternehmens. Die rechtliche Selbstständigkeit kann jedoch weiterhin fortbestehen (Glaum et al., 2009, S. 145).

Eine allgemein gültige Definition hat sich für den sehr weit gefassten M&A-Begriff bisher nicht etablieren können. Tabelle 2.1 gibt eine Auswahl an Definitionen wieder, die in der wissenschaftlichen Literatur verwendet werden. Alle Definitionsansätze beinhalten den Vorgang eines Erwerbs bzw. einer Verschmelzung von Unternehmen oder Unternehmensteilen. Der Unterschied der Definitionsvorschläge liegt in der Präzision der Begriffsbestimmung. Einige Definitionen, wie zum Beispiel von Gaughan (2007) oder Weston et al. (1990) sind recht abstrakt. Andere hingegen geben bereits Kriterien bezüglich der Dauer, der Ziele und der Eigentumsverhältnisse vor (Copeland et al., 2005; Eschen, 2002; Gimpel-Iske, 1973). Lucks und Meckl (2002, S. 23) stellen in diesem Zusammenhang fest, dass M&A, im weiteren Sinn, alle Vorgänge zum Erwerb und zur Veräußerung von Unternehmen umfassen und lediglich die Änderung der Eigentumsverhältnisse ein einheitliches Merkmal der M&A-Aktivität darstellt.

Im Folgenden orientiert sich diese Arbeit an der Definition von Eschen (2002, S. 24).

[2] Im Folgenden auch Zielunternehmen und Target genannt.

Da es sich sowohl bei der Akquisition als auch bei der Fusion um eine strategische Maßnahme handelt, wird zwischen diesen beiden Arten der Unternehmensverbindungen nicht unterschieden.[3] Eine Beschreibung von Formen und Transaktionstypen von M&A erfolgt im nachfolgenden Abschnitt.

Tabelle 2.1: Auswahl an möglichen M&A-Definitionen

Autor(en)	**Definition**
Gaughan (2007, S. 12)	„*A merger is a combination of two corporations in which only one corporation survives and the merged corporation goes out of existence.*“
Copeland et al. (2005, S. 754)	„*The traditional subject of M&A's has been expanded to include takeovers and related issues of corporate restructuring, corporate control, and changes in the ownership structure of firms.*“
Eschen (2002, S. 24)	„*Alle Aktivitäten deren Ziel es ist, aus mindestens zwei rechtlich und wirtschaftlich selbstständigen Unternehmen eine dauerhafte Einheit unter einheitlicher Unternehmensleitung herzustellen.*“
Weston et al. (1990, S. 4)	„*Any transaction that form one economic unit from two or more previous ones.*“
Gimpel-Iske (1973, S. 8)	„*Vereinigung von rechtlich und wirtschaftlich selbstständigen Unternehmen zur Verfolgung von gemeinsamen wirtschaftlichen Zielsetzung.*“

Quelle: Eigene Darstellung

2.2 Formen und Transaktionstypen

Über die definitorische Bestimmung des M&A-Begriffes hinaus existieren unterschiedliche Formen von Transaktionen. Eine Reihe von Klassifizierungsansätzen versucht, die Formenvielfalt zu systematisieren.[4] Ausgangspunkt der meisten Dif-

[3] Im Folgenden werden M&A, Akquisition, Fusion, Transaktion und Unternehmenszusammenschlüsse als Synonyme verwendet.

[4] Siehe für verschieden Klassifikationsansätze z. B.: Jansen (2008, S. 132ff.), Wirtz (2003, S. 14ff.), Grinblatt und Titman (2002, S. 694ff.), Trautwein (1990) oder Weston et al. (1990, S. 82ff.).

ferenzierungen ist der Verwandtschaftsgrad zwischen dem Käufer- und Verkäuferunternehmen. Darüber hinaus werden M&A nach der geographischen Dimension, dem Beteiligungsumfang und dem Zahlungs- oder Freundlichkeitsmodus unterschieden. Abbildung 2.1 fasst die in der Literatur verwendeten Merkmalsausprägungen von Unternehmenszusammenschlüssen zusammen.

Abbildung 2.1: Ausprägungen von Unternehmenszusammenschlüssen

Merkmal	Ausprägungen		
Strategische Ausrichtung	horizontal	vertikal	lateral/konglomeral
Geografische Ausrichtung	national	international	
Beteiligungsumfang	Minderheit	Mehrheit	Vollständige Übernahme
Grad der Freundlichkeit	freundlich	feindlich	
Zahlungsmodus	Barmittel	Aktientausch	Mischform

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Jansen (2008, S. 99) und Schön (2013, S. 35)

Strategische Ausrichtung

Die strategische Ausrichtung einer Akquisition lässt sich in horizontale, vertikale und laterale bzw. konglomerate Transaktionen unterteilen (Weston und Weaver, 2001, S. 12). Die Beurteilung der strategischen Ausrichtung erfolgt dabei anhand des Verwandtschaftsgrades der Tätigkeitsbereiche aller beteiligten Unternehmen (Achleitner, 1999, S. 138ff.). Bei einer horizontalen Akquisition operieren die beteiligten Unternehmen in einem eng verwandten Geschäftsbereich des gleichen Marktsegments und der gleichen Wertschöpfungsstufe. Bei Transaktionen innerhalb einer Branche spricht man auch von einer Konsolidierungsmaßnahme innerhalb der Branche. Da die Akquisitionspartner bei solch einer Konstellation in direktem Wettbe-

werb zueinander stehen, kann der Zusammenschluss auf horizontaler Ebene zu Marktmachtvorteilen führen und unterliegt daher wettbewerbsrechtlichen Bestimmungen (Stillman, 1983, S. 225).

Von einer vertikalen Akquisition spricht man, wenn die zusammenschließenden Unternehmen ebenfalls in derselben Branche jedoch auf unterschiedlichen, vor- oder nachgelagerten Produktionsstufen aktiv sind. Die Erhöhung der Produktions- bzw. Leistungstiefe erfolgt dabei entweder durch einen Zusammenschluss mit einem Abnehmer (Down-stream M&A) oder einem Lieferanten (Up-stream M&A). Die Vorwärts- oder Rückwärtsintegration auf der Wertschöpfungskette dient in erster Linie der Sicherung von Ressourcen oder der Optimierung von Vertriebswegen (Wirtz, 2003, S. 18).

Eine M&A-Transaktion mit einer lateralen strategischen Ausrichtung zeichnet sich hingegen dadurch aus, dass zwischen den beteiligten Unternehmen keine bis wenige Gemeinsamkeiten sowohl im Marktsegment als auch auf Produktebene vorliegen. Man spricht in diesem Fall auch von heterogenen Unternehmenszusammenschlüssen. Die Akquisition erfolgt über Produkt- und Branchengrenzen hinweg und dient in den meisten Fällen der Diversifikation der Geschäftsbereiche (Brealey et al., 2008, S. 883).

Geografische Ausrichtung

M&A-Transaktionen lassen sich darüber hinaus gemäß ihrer geografischer Ausrichtung unterteilen. Man unterscheidet zwischen nationalen (domestic) und internationalen (cross-border) Transaktionen (Child et al., 2001, S. 7f.).

Die geografische Ausrichtung einer Akquisition wird üblicherweise durch die nationale Herkunft des Zielunternehmens bestimmt. Ein innerhalb der politischen Staatsgrenzen erworbenes Unternehmen wird als nationale Akquisition und außerhalb des Grenzgebietes als internationale Akquisition bezeichnet (Shimizu et al., 2004, S. 309). Andere Ansätze sehen im gesamten geographischen Umfang des Zielunternehmens einen besseren Indikator zur Feststellung der geografischen Diversität der Akquisition. Der geographische Umfang ergibt sich aus der örtlichen Gebundenheit des Zielunternehmens, der Internationalität der Eigentumsverteilung und der Organisationsstruktur (Anand et al., 2005, S.194ff.).

Beteiligungsumfang

Aus Gründen des Umfangs der möglichen Einflussnahme wird der M&A-Begriff auch anhand des Beteiligungsumfanges unterschieden. M&A im weiteren Sinne umfasst sowohl Minderheitsbeteiligungen mit unter 50%, Mehrheitsbeteiligungen mit über 50% und schließt den paritätischen (=50%) sowie den vollständigen Anteilserwerb (>95%) nicht aus (Lucks und Meckl, 2002, S. 26).

Die Art der Beteiligung spielt eine wichtige Rolle für die Einflussnahme des Käufers bei wichtigen Beschlüssen und strategischen Entscheidungen des Zielunternehmens. Mit zunehmendem Anteilserwerb steigen auch der Einfluss und die Kontrolle über das übernommene Unternehmen (Hinne, 2008, S. 5f.). Einige Autoren sprechen von einer Akquisition im engeren Sinn erst ab einer Mehrheitsbeteiligung (>50%). Diese ermöglicht dem Käuferunternehmen einen beherrschenden Einfluss auf das Akquisitionsobjekt (Macharzina, 1999, S. 530).

Grad der Freundlichkeit

Ein weiteres Kriterium zur Differenzierung von M&A-Maßnahmen stellt der Grad der Freundlichkeit einer Übernahme dar. Es wird dabei zwischen einer freundlichen (friendly) und feindlichen (hostile) Transaktion unterschieden. Eine freundliche Übernahme zeichnet sich durch eine positive Haltung des Managements des Zielunternehmens gegenüber dem Übernahmeangebot aus (Sudarsanam, 1995, S. 224f). Ein weiteres Erkennungsmerkmal einer freundlichen Transaktion ist, dass vor Bekanntgabe der Übernahmeabsicht konstruktive Verhandlungen geführt werden, bei denen der Bieter umfangreiche Informationen zum Zielunternehmen erhält (Wirtz, 2003, S. 21f.).

Bei einer feindlichen Übernahme wird der Übernahmeprozess ohne Zustimmung des Zielunternehmens eingeleitet. Dieses wiederum versucht, die Übernahme zu verhindern. Die feindliche Übernahme kann direkt über den Erwerb von Aktien oder einem öffentlichen Angebot an alle Aktionäre (tender offer) erfolgen (Gaughan, 2011, S. 206f.). Eine weitere Möglichkeit für die feindliche Übernahme bietet der sogenannten *proxy fight*. Dabei versucht der Bieter, eine Mehrheit von Anteilseignern davon zu überzeugen, das derzeitige Management durch ein anderes, der Transaktion zustimmendes, zu ersetzen (Manne, 1965, S. 114f).

Grundsätzlich unterscheidet sich das Wertschöpfungspotenzial der beiden Übernahmearten nicht (Beitel, 2002, S. 11). Zu bedenken ist jedoch bei der feindlichen Übernahme die höhere Unsicherheit für das Käuferunternehmen aufgrund fehlender firmeninterner Informationen. Darüber hinaus ist eine feindliche Akquisition meistens teurer, da den Aktionären eine höhere Prämie bezahlt werden muss, um sie zum Verkauf zu animieren (Fleischer und Mundheim, 1967, S. 316).

Zahlungsmodus

Die Art der Bezahlung stellt einen weiteren Ansatz zur Unterteilung von M&A-Transaktionen dar. Als Zahlungsmittel für die Übernahme eines Unternehmens kommen für den Käufer Barmittel, Aktien (soweit öffentlich gehandelt) oder eine Kombination von beiden in Frage. In einem perfekten Markt mit symmetrischer Informationsverteilung zwischen Käufer und Verkäufer hat die Wahl des Zahlungsmittels keine wirtschaftlichen Effekte (Fishman, 1989, S. 41). Bei Vorliegen von Informationsasymmetrien stellt die Wahl des Zahlungsmittels ein Instrument zur Risikoteilung dar (Fuller et al., 2002, S. 1769).

Hansen (1987) zeigt in einem modelltheoretischen Ansatz, dass die Bezahlung mit Aktien einen *contingent-pricing-effect* (S. 76), also eine Bepreisung eventueller ex post Änderungen, ermöglicht. Stellt der Akquisiteur nach dem Kauf einen niedrigeren Unternehmenswert fest, spiegelt sich dies in einem niedrigeren Aktienkurs des Käuferunternehmens wider. Der daraus resultierende Verlust wird zum Teil auch vom Anteilseigner des Verkäuferunternehmens getragen. Im Fall einer Barzahlung trägt hingegen der Käufer das gesamte Risiko einer überbewerteten Akquisition, da dieses Zahlungsmittel in der nachträglichen Betrachtung unabhängig vom wahren Wert des Zielunternehmens ist (Eckbo et al., 1990, S. 653).

Die Mischform aus Barmitteln und Aktien stellt eine weitere Alternative als Zahlungsmittel dar. Eckbo et al. (1990) zeigen aus spieltheoretischer Sicht, dass ein optimales Verhältnis zwischen Barmitteln und Aktien existiert und dieses die Informationsasymmetrien mindert.

2.3 Gründe und Motive für M&A

Im Falle eines funktionierenden Marktmechanismus können aus gesamtwirtschaftlicher Sicht der Kauf und Verkauf von Unternehmen mit der Verbesserung der Allokationseffizienz von Kapital begründet werden. Die wesentlichen Motive für M&A sind jedoch im einzelwirtschaftlichen Bereich zu vermuten (Lucks und Meckl, 2002, S. 5f.). Hierbei sind Unternehmensakquisitionen nicht als Selbstzweck zu verstehen, sondern als ein Instrument, um bestimmte Unternehmensziele zu erreichen (Zoern, 1994, S. 4). Als Akquisitionsmotive werden dabei alle „*Antriebskräfte, die das Handeln der Entscheidungsträger auf das Akquisitionsziel ausrichten*“ verstanden (Bamberger, 1994, S. 59).

Die wissenschaftliche Literatur listet zahlreiche Erklärungsvarianten für Unternehmenszusammenschlüsse auf.[5] Eine einheitliche Systematisierung der M&A-Motive existiert bislang nicht (Lenhard, 2009, S. 21). Abbildung 2.2 gibt einen Überblick über die bestehenden Systematisierungsansätze.

Der mitunter gängigste Unterteilungsparameter von M&A-Motiven stellt die Wertsteigerungsabsicht des Unternehmenswertes durch die Übernahme dar. Die Steigerung des Unternehmenswertes bezieht sich dabei auf das Konzept des *Shareholder Value* von Rappaport (1986), bei dem der Aktienwert des Unternehmens erhöht werden soll (siehe auch Abschnitt 4.5.1 dieser Arbeit). Die Unterteilung erfolgt in diesen Fällen nach wertschaffenden oder wertneutralen bzw. wertvernichtenden Absichten. Die erste Gruppe umfasst Motive, wie zum Beispiel Synergie- und Effizienzeffekte oder Steigerung der Marktmacht, die im Allgemeinen dem wirtschaftlichen Interesse des Unternehmens bzw. der Anteilseigner zugerechnet werden. In der zweiten Gruppe werden alle M&A-Motive zusammengefasst, bei denen davon ausgegangen wird, dass diese im persönlichen Interesse des Managements liegen. Hierzu zählen die Steigerung des eigenen Einkommens oder die Sicherung des Arbeitsplatzes durch die Erhöhung der Unternehmensgröße oder die Glättung von Unternehmensumsätzen (Gerpott, 1993, S.64). Eine häufig vertretene Annahme dabei ist, dass aufgrund von Agency-Problemen[6] das Management in der Lage ist,

[5] Siehe unter anderem Wübben (2007b, S. 19ff.), Weston und Weaver (2001, S. 85ff.), Kerler (2000, S. 33ff.), Huemer (1991, S. 15ff.) oder Trautwein (1990).

[6] Siehe hierzu Abschnitt 2.3.3 dieser Arbeit.

Akquisitionsentscheidungen zu treffen, die der eigenen Bereicherung dienen und keine wertschaffenden Absichten für das Unternehmen verfolgen (Roll, 1986; Jensen und Meckling, 1976; Ross, 1973). Auch wenn eine solche Agency-Problematik bei M&A-Entscheidungen nicht von der Hand zu weisen ist, üben Shleifer und Vishny (1989, S. 137) Kritik an einer solchen Systematisierung der M&A-Motive. Eventuelle persönliche Motive des Managements für Übernahmen müssen nicht notwendigerweise für den Wert des Unternehmens wertvernichtend sein, sondern können mit den Interessen der Anteilseigner zusammenfallen (Roediger, 2011, S. 104).

Abbildung 2.2: Systematisierungsansätze von M&A-Motiven

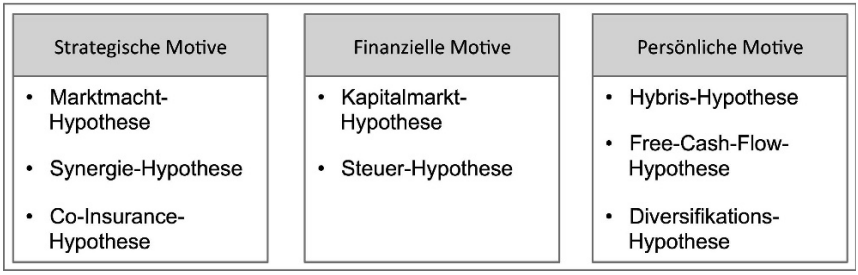
Quelle	Systematisierungsansatz		
Zwei Motivgruppen			
Kerler (2000, S. 36-62), Berger et al. (1999, S. 144-148), Hawawini und Swary (1990, S. 23-36)	wertmaximierende	nicht- wertmaximierende	
Eisenbarth (2013, S. 85-113), Roediger (2011, S. 97-108), Trautwein (1990)	rationale	irrationale	
Glaum und Hutzschenreuter (2010, S. 53-88), Wübben (2007, S. 19-26)	Eigentümer	Management	
Vogel (2002, S. 32-41)	ökonomische	persönliche	
Drei Motivgruppen			
Jansen (2004, S. 82-104), Bühner (1990, S. 5-21), Hughes et al. (1980, S. 29-39)	reale	spekulative	Management
Wirtz (2003, S. 67-71), Achleitner (1999, S. 138-141)	strategische	finanzielle	persönliche
Karenfort (2011, S. 7-10), Tröger (2003, S. 163-228)	ökonomisch	finanzielle/ spekulative	Management

Quelle: Eigene Darstellung

Eine Alternative bieten Systematisierungsansätze mit drei Kategorien, wie zum Beispiel von Bühner (1990, S. 5): reale-, spekulative Motive und Managementmotive oder von Wirtz (2003, S. 7): strategische, finanzielle und persönliche Motive. Zwei der drei Motivgruppen zeichnen sich weiterhin durch einen ökonomischen Charakter aus und unterscheiden sich jeweils in der zeitlichen Komponente möglicher Wertsteigerungen. Strategisch orientierten M&A-Motiven, wie zum Beispiel Gewinnung von Marktmacht, liegen langfristigere Überlegungen zu Grunde als kapitalmarktbedingten Motiven, wie zum Beispiel der Unterbewertung von Verkäuferunternehmen oder der Steueroptimierung (Zoern, 1994, S. 5f.). Das übergeordnete Motiv beider Gruppen stellt jedoch weiterhin die Steigerung des Unternehmenswertes dar (Wirtz, 2003, S. 65). Die dritte Gruppe an M&A-Motiven umfasst auch in dieser Variante mögliche persönliche Motive des Managements. Hierbei werden jedoch psychologische Anreize in den Vordergrund gestellt und es wird nicht notwendigerweise von wertvernichtenden Absichten ausgegangen.

Die in dieser Arbeit gewählte Klassifikation orientiert sich an der zweiten Systematisierungsvariante. In Anlehnung an Wirtz (2003, S. 57ff.) werden zunächst strategische und finanzielle M&A-Motive vorgestellt. Es folgt eine Darstellung möglicher persönlicher Motive des Managements für Akquisitionsentscheidungen. Abbildung 2.3 stellt die Auswahl der M&A-Motive dar, auf die im Folgenden eingegangen wird.

Abbildung 2.3: Systematisierung der M&A-Motive



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Wirtz (2003, S. 58)

2.3.1 Strategische Motive

Strategisch orientierte M&A-Motive zeichnen sich durch die Absicht einer langfristigen Absicherung oder Steigerung von Unternehmensgewinnen aus (Zwahlen, 1994, S. 37f.). Mit Unternehmenszusammenschlüssen sollen bestimmte Wertschöpfungsstrukturen oder Marktpositionierungen erreicht werden, die die Erzielung von strategiebedingte Renten ermöglichen (Achleitner, 1999, S. 138ff.). In diesem Zusammenhang häufig genannte Motive sind die Erreichung einer marktbeherrschenden Stellung, die Erlangung von Größenvorteilen und die Absicherung der Unternehmensgewinne durch die Diversifikation von Geschäftsbereichen.

2.3.1.1 Marktmacht-Hypothese

Das Marktmachtargument entstammt der industrieökonomischen Theorie, die sich unter anderem mit der Frage beschäftigt, ob und in welcher Art Unternehmensübernahmen innerhalb einer Branche zu monopolistischen Strukturen führen können. Die Marktmacht beschreibt einen Zustand, in dem ein oder eine Gruppe von Unternehmen eine überragende Marktstellung einnimmt. Seth (1990, S. 101) definiert Marktmacht als „*the ability of a market participant or group of participants to control the price, the quantity or the nature of the products sold, thereby generating extra-normal profits.*“

Die Erlangung der Marktmacht oder einer marktbeherrschenden Stellung wird insbesondere mit horizontalen Akquisitionen in Verbindung gebracht (Jansen, 2008, S. 133). Mit der Übernahme von Branchenwettbewerbern kann das Käuferunternehmen seinen Marktanteil soweit erhöhen, dass es die Möglichkeit erhält, Preissteigerungen durchzusetzen (Tirole, 1994, S. 374). Im Vergleich zum vollkommenen Wettbewerb, bei dem kein Unternehmen eine marktbeherrschende Stellung einnimmt, sind die Wettbewerbsparameter, wie zum Beispiel der Marktpreis exogen vorgegeben und können nicht von einzelnen Unternehmen bestimmt werden (Varian, 2007, S. 455). Durch die Ausnutzung der Marktmacht kann das Käuferunternehmen über diese Wettbewerbsparameter bestimmen und dadurch überdurchschnittliche positive Gewinne erzielen (Scherer, 1970; Stigler, 1950, S. 130).

Die Marktmachtkonstellation kann unterschiedliche Formen annehmen, wobei aus

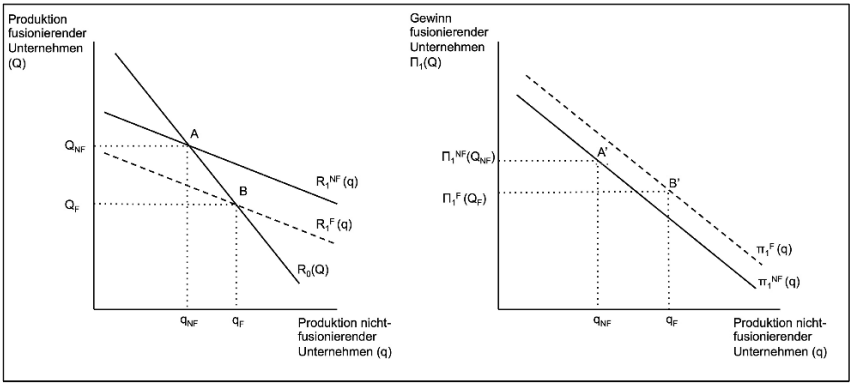
theoretischer Sicht die Höhe der zusätzlichen Erträge des Unternehmens mit der Stärke der Marktkonzentrierung zunimmt. Die niedrigste Marktkonzentration entspricht dem Zustand einer vollkommenen Konkurrenz mit einer theoretisch unendlichen Anzahl an Anbietern. In dieser Situation produziert jedes Unternehmen die Menge an Gütern, bei der die Kosten einer weiteren Outputeinheit dem vorgegebenen Marktpreis entsprechen. Langfristig beträgt der Unternehmensgewinn einen Wert von Null (Varian, 2007, S. 308f).

Die Marktkonzentration steigt, wenn die Anzahl der Anbieter im Markt, zum Beispiel durch Unternehmensübernahmen, sinkt. In einer oligopolistischen Marktstruktur teilen sich einige wenige Unternehmen die gesamte Nachfrage. Die Marktmacht verteilt sich in solch einem Fall auf eine Gruppe von Unternehmen. Die Extremform der Marktkonzentration stellt das Monopol dar. Dabei konzentriert sich die gesamte Marktmacht auf ein einzelnes Unternehmen. In beiden Fällen haben Unternehmen nun die Möglichkeit, den Marktpreis zu ihren Gunsten anzupassen (Heine und Herr, 1999, S. 105). Im Vergleich zum vollkommenen Wettbewerb werden Unternehmen bei einer erhöhten Marktkonzentration eine geringere Gütermenge für einen höheren Preis anbieten und damit ihren Gewinn steigern können (Hughes et al., 1980, S. 40f.). Die Erzielung zusätzlicher Gewinne aus der marktbeherrschenden Stellung stellen somit ein Motiv für Unternehmensübernahmen dar (Stigler, 1950).

Die gewinnsteigernde Wirkung von horizontalen Akquisitionen wird jedoch nicht von allen Industrieökonomen vertreten. Der Grund dafür liegt in der gegenseitigen Abhängigkeit, der an der Akquisition beteiligten und nicht beteiligten Unternehmen. Salant et al. (1983) und Szidarovszky und Yakowitz (1982) zeigen im Rahmen eines Cournot-Modells, dass das fusionierte Unternehmen sich durch den Zusammenschluss schlechter stellen kann. Ausgangspunkt der Überlegung ist, dass zwei Gruppen von Unternehmen existieren. Die erste Gruppe umfasst alle an der Fusion beteiligten Unternehmen und die zweite Gruppe alle an der Übernahme nicht beteiligten Unternehmen. Die Produktionsmenge beider Unternehmensgruppen hängt von der Produktion der jeweils anderen Gruppe ab. Die linke Grafik in Abbildung 2.4 verdeutlicht diesen Zusammenhang. Vor der Fusion (NF) produziert die Gruppe der an der Akquisition beteiligten Unternehmen die Menge Q_{NF} und an

der Übernahme nicht beteiligten Unternehmen q_{NF}. Das Produktionsgleichgewicht in der Branche stellt die Schnittstelle der beiden Reaktionsfunktionen im Punkt A dar.

Abbildung 2.4: Möglicher Gewinneffekt einer Übernahme innerhalb der Branche



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Salant et al. (1983, S. 188f.)

Nach der Fusion (F) wird das zusammengeschlossene Unternehmen einen Anreiz haben, seine Produktionsmenge zu senken und damit im Rahmen des Cournot-Wettbewerbs den Marktpreis zu erhöhen (Salant et al., 1983, S. 188f.). Die Reaktionsfunktion und die Produktionsmenge des fusionierten Unternehmens verschieben sich aus diesem Grund nach unten. Da es für die an der Akquisition nicht beteiligten Unternehmen irrelevant ist, ob das aggregierte Angebot von einem oder mehreren Unternehmen hergestellt wird, verändert sich die Reaktionsfunktion dieser Gruppe nicht (Salant et al., 1983, S. 189). Die Reduktion der Produktionsmenge des fusionierten Unternehmens und damit einhergehender steigender Marktpreis, führt zu einer Steigerung der Herstellungsmenge der Gruppe der unabhängigen Unternehmen. Schrittweise passt sich das neue Marktgleichgewicht dem Punkt B an. Dabei produzieren das zusammengeschlossene Unternehmen mit Q_F weniger und die Gruppe der eigenständigen Unternehmen mit q_F mehr als vor der Fusion.

Die Produktionsverschiebung hat Auswirkungen auf den Gewinn beider Unterneh-

mensgruppen. In der rechten Grafik der Abbildung 2.4 wird der mögliche Gewinneffekt für das fusionierte Unternehmen dargestellt. Der Graph $\pi_1^{NF}(q)$ verbindet die Summen aller möglichen Gewinne der an der Fusion beteiligten Unternehmen in Abhängigkeit von der gesamten Produktionsmenge der Gruppe der eigenständigen Unternehmen. Im Marktgleichgewicht vor der Fusion (NF) erwirtschaften die Unternehmen der ersten Gruppe mit der Produktionsmenge Q_{NF} einen Gesamtgewinn von $\Pi_1^{NF}(Q_{NF})$. Aufgrund der Reduktion der Produktionsmenge nach der Fusion erhöht sich der Marktpreis, so dass die Gewinnlinie des fusionierten Unternehmens sich nach oben verschiebt. Bei gleichbleibender Produktionsmenge der nicht fusionierten Unternehmen wäre der Gewinn des zusammengeschlossenen Unternehmens angestiegen. Da jedoch in der Gleichgewichtsanpassung die Gruppe der unabhängigen Unternehmen ihre Herstellungsmenge erhöht, sinkt im neuen Gleichgewicht B der Gewinn des fusionierten Unternehmens auf $\Pi_1^F(Q_F)$. Damit kann der Preisanpassungseffekt den Gewinn des fusionierten Unternehmens reduzieren und den Gewinn von Unternehmen erhöhen die an der Übernahme nicht beteiligt sind.

Salant et al. (1983) und Szidarovszky und Yakowitz (1982) sprechen in diesem Zusammenhang vom sogenannten *free-riders*-Effekt (dt. Trittbrettfahrereffekt). Die an der Akquisition nicht beteiligten Unternehmen (free-riders) nutzen die Produktionssenkung des fusionierten Unternehmens für sich aus. Durch den gestiegenen Angebotspreis und die höhere Herstellungsmenge können die unabhängigen Unternehmen ihren Gewinn auf Kosten des fusionierten Unternehmens erhöhen. Aus diesem Grund schlussfolgern die Autoren, dass eine horizontale Akquisition im Rahmen der von ihnen betrachteten oligopolistischen Marktstruktur keine gewinnsteigernde Wirkung nach sich zieht. Die einzige Ausnahme bildet dabei die Fusion zweier Duopolisten zu einem Monopol.

2.3.1.2 Synergie-Hypothese

Die Realisierung von Synergien ist das am häufigsten offiziell genannte Motiv für Unternehmensübernahmen (Eisenbarth, 2013, S. 88; Roediger, 2011, S. 101). Trotzdem existiert keine einheitliche Definition für den Begriff Synergie. In der Praxis und in der wissenschaftlichen Literatur werden sowohl kosteneinsparende sowie ertragssteigernde als auch finanzielle und markttheoretische Überlegungen im Zu-

sammenhang mit dem Synergie-Begriff herangeführt (Brealey et al., 2008, S. 943ff.; Wübben, 2007b, S. 20f.).

Ansoff (1966, S. 97) fasst den Synergieeffekt als „2+2=5-Effekt“ zusammen. Als mögliche Interpretation im Zusammenhang mit M&A führt Bamberger (1994, S. 62) auf, „*da[ss] der Wert des Unternehmens nach der Akquisition größer ist als die Summe der Werte der einzelnen, voneinander unabhängigen Unternehmen vor dem Zusammenschluss.*“ Der Grund hierfür liegt in der Annahme eines effizienteren Ressourceneinsatzes. Durch die gemeinsame Nutzung von Ressourcen und Fähigkeiten wird das zusammengeschlossene Unternehmen in die Lage versetzt, kostengünstiger zu produzieren oder ceteris paribus eine höhere Produktionsmenge zu erbringen, wodurch insgesamt der Zusammenschluss ökonomisch sinnvoll erscheint (Jensen und Ruback, 1983, S. 23; Panzar und Willig, 1981, S. 268).

Als Quelle von Synergieeffekten bei Unternehmenszusammenschlüssen werden insbesondere die Economies of Scale und Economies of Scope genannt (Jansen, 2008, S. 135f.). Beim Economies-of-Scale-Ansatz geht man von einer Beziehung zwischen der Größenordnung und der Wirtschaftlichkeit der Produktion aus. Der Leitgedanke dabei ist, dass mit steigender Produktionsmenge sich die Fixkosten auf eine höhere Stückzahl verteilen. Mit einer Akquisition besteht somit die Möglichkeit auf die Senkung der Durchschnittskosten und damit den gesamten Produktionskosten (Brealey et al., 2008, S. 943). Neben der Kostendegression kann eine zunehmende Betriebsgröße auch mit anderen Vorteilen verbunden sein. Bei einem Zusammenschluss von Unternehmen mit ähnlichen Produkten können die bestehenden Produktionskapazitäten besser ausgenutzt werden, so dass Leerlaufzeiten von Produktionsanlagen verringert werden. Bei vertikaler oder lateraler Akquisition können Neben- oder Abfallprodukte weiter verwertet werden (Wirtz, 2003, S. 62f.). Mögliche Effekte einer Betriebsgrößenzunahme durch eine Akquisition sind dabei nicht auf einzelne Unternehmensbereiche begrenzt, sondern können in Bereichen wie zum Beispiel Einkauf, Produktion, Vertrieb, F&E etc. auftreten (Jansen, 2008, S. 135).

Beim Economies-of-Scope-Ansatz handelt es sich ebenfalls in erster Linie um einen Mechanismus der Kostensenkung. Jedoch werden dabei die Gesamtkosten anstatt der Relativkosten betrachtet (Panzar und Willig, 1981, S. 268). Man spricht von

der Erlangung von Economies of Scope, wenn durch eine Unternehmensübernahme die Gesamtkosten, zum Beispiel aufgrund von existierenden Redundanzen, niedriger ausfallen als die Summe der Kosten der einzelnen Unternehmen (Beitel, 2002, S. 19). Die Effekte eines solchen Verbundvorteils sind nicht auf eine bestimme Akquisitionsart beschränkt. Für deren Realisierung müssen die an der Akquisition beteiligten Unternehmen bestimmte Faktoren im Produktionsprozess nutzen, die „*once procured for the production of one output, would be also available (either wholly or in part) to aid in the production of other outputs.*“ (Panzar und Willig, 1981, S. 269). Die gemeinsame Nutzung bestimmter Ressourcen, die durch die zusätzliche Nutzung keine oder geringere Kosten verursachen, führen zu einer Reduktion der Gesamtkosten des Unternehmenszusammenschlusses.

Einige Autoren üben Kritik an den Synergie-Hypothesen im M&A-Zusammenhang. Dabei werden vorrangig nicht die kosteneinsparenden Effekte angezweifelt, sondern, dass sich diese nur durch einen Zusammenschluss von Unternehmen erreichen lassen. Teece (1982, S. 39f.) führt an, dass die Firmen zur Erlangung von Betriebsgrößen- oder Verbundvorteilen keine Unternehmenseinheit bilden müssen. Durch die gemeinsame Nutzung von Produktionsanlagen lassen sich diese Effekte auch ohne einen Zusammenschluss erzielen. Auch Williamson (1988, S. 59f.) stellt die kosteneinsparende Wirkung von zunehmender Betriebsgröße nicht grundsätzlich in Frage. Mit dem Begriff *Diseconomies of Bureaucracy* führt er jedoch an, dass der finanzielle Aufwand für die organisatorische Integration des neu erworbenen Unternehmens in bestimmten Branchen höher sein kann als die Einsparungseffekte der Übernahme.

2.3.1.3 Co-Insurance- und Risikoreduktionshypothese

Einige insbesondere in den 1970er Jahren häufig genannte M&A-Motive lassen sich unter dem von Lewellen (1971) und Higgins und Schall (1975) geprägten Begriff „Co-Insurance“ zusammenfassen. Die Akquisitonspartner verfolgen dabei das Ziel, die Konkurswahrscheinlichkeit des Unternehmens durch eine Minderung der Ertragsvolatilität zu minimieren und die daraus entstehenden ökonomischen Vorteile den Share- oder Stakeholdern zu Gute kommen zu lassen. Der Zusammenschluss erfolgt dabei zwischen Unternehmen mit möglichst gering korrelierenden Ertrags-

strömen. Da innerhalb einer Branche ähnliche zeitliche Verläufe der Erträge angenommen werden können, sind „*hypotheses concerning the potential reductions in risk through diversification [...] most, if not solely, relevant for conglomerate mergers*“ (Hughes et al., 1980, S.45).

Eine mit M&A in Verbindung gebrachte Diversifikationsstrategie basiert im Kern auf der von Markowitz (1952) postulierten Portfoliotheorie. Die Grundannahme besteht dabei in der Überlegung, dass mit der Zusammenlegung von Firmen aus nicht produktverwandten Branchen bzw. mit nicht perfekt korrelierenden Ertragsströmen ein Unternehmen mit einer höheren Kontinuität und Stabilität in der Gesamtertragssituation entstehen kann (Tröger, 2003, S. 170; Reed und Luffman, 1986; Levy und Sarnat, 1970). Aus diesem Effekt leiten zahlreiche Autoren verschiedene wirtschaftliche Vorteile für die Unternehmensteilhaber und Eigentümer ab.

Aus finanztheoretischer Sicht führt eine niedrigere Volatilität der Ertragsströme und damit verbunden einer geringeren Insolvenzwahrscheinlichkeit zu einer höheren Verschuldungskapazität des zusammengeschlossenen Unternehmens. Mit der Ausnutzung der zusätzlichen Kapazität kann das Unternehmen den Verschuldungsgrad erhöhen, indem es das vorhandene Eigenkapital durch neues Fremdkapital ersetzt. Die niedrigeren Eigenkapitalkosten und die Möglichkeit der steuerlichen Absetzung der Zinskosten für Fremdkapital führen zu einem Anstieg des Unternehmenswertes (Kerler, 2000, S. 50f.; Seth, 1990, S. 104).

Im Bereich der langfristigen Risikoabsicherung wird als M&A-Motiv für branchenübergreifende Unternehmenszusammenschlüsse die Reduktion von saisonalen, konjunkturellen und strukturellen Nachfrageschwankungen genannt (Settnik, 2006, S. 95). Mit einer produkterweiternden Akquisition löst sich das Käuferunternehmen von der Abhängigkeit der Konsumentennachfrage eines bestimmten Marktes. Das Überleben des Unternehmens kann so in Zeiten einer stagnierenden wirtschaftlichen Entwicklung in der einen Branche durch Erlöse aus der anderen Branche gesichert werden (Wirtz, 2003, S. 64f.).

M&A-Motive mit dem Ziel der Risikodiversifikation werden in der Literatur immer wieder kritisiert (Brealey et al., 2008, S. 888; Markides, 1992, S. 400). Bereits frühe Studien konnten zeigen, dass außer den Vorteilen aus der Stabilisierung der

Ertragsströme „*in a perfect market an economic advantage cannot be achieved by a purely conglomerate merger*“ (Levy und Sarnat, 1970, S. 795)[7]. Der Grund hierfür liegt in der Annahme, dass in einem perfekten Kapitalmarkt die Investoren eine solche Risikodiversifikation durch Portfolioumstrukturierung bereits erreicht haben (Hoskisson und Hitt, 1990, S. 463; Teece, 1982, S. 40f.). Auch bei Vorliegen von Kapitalmarktrestriktionen, wie zum Beispiel Transaktionskosten, sind die Vorteile der Diversifikationsstrategie mit physischen Anlagenwerten umstritten. Als hauptsächlicher Grund dafür wird die Möglichkeit der Anleger zur Portfoliodiversifikation auf dem Kapitalmarkt zu deutlich niedrigeren Kosten als durch die M&A angeführt (Amihud und Lev, 1981, S. 606).

Weitere Kritikpunkte betreffen die zunehmenden Kosten im Zusammenhang mit der physischen Diversifikationstrategie. Keren und Levhari (1983) und Calvo und Wellisz (1978) erwähnen noch mögliche Kontroll- und Motivationsverluste sowie steigende Koordinationskosten bei einer Ausweitung des Diversifikationsgrades des Unternehmens. Prahalad und Bettis (1986, S. 497) sprechen von „*hidden costs associated with diversifying into nonfamiliar businesses*.“ Diese entstehen, weil Manager, auch in strategisch nicht-verwandten Branchen, an bestimmten Ansätzen *dominant logic* festhalten, obwohl alternative Herangehensweisen eventuell besser geeignet wären.

2.3.2 Finanzielle Motive

Finanziell bedingte M&A-Motive werden zumeist losgelöst von den Wertschöpfungsaktivitäten eines Unternehmens betrachtet und können deshalb nicht einer bestimmten Akquisitionsrichtung (horizontal, vertikal oder lateral) zugeordnet werden (Achleitner, 1999, S. 140). Der Hauptzweck eines finanziell begründeten Unternehmenszusammenschlusses ist die „*Steigerung der Rentabilität durch Erzielung kurz- bis mittelfristiger Gewinne*“ (Wirtz, 2003, S. 65). In diesem Zusammenhang häufig genannte Motive sind ein verbesserter Zugang zum Kapitalmarkt und steuerliche Vorteile durch eine Unternehmensübernahme.

[7] Siehe auch Alberts (1966, S. 271f.).

2.3.2.1 Kapitalmarkt-Hypothese

Kapitalmarktbedingte Motive für Unternehmensübernahmen zielen darauf ab, die Finanzierungsposition des Unternehmens zu verbessern (Wirtz, 2003, S. 65). Bei dieser Motivart wird die Annahme vertreten, dass mit dem Zusammenschluss der Unternehmen eine größere Menge an Eigen- und Fremdkapitalgebern angesprochen, der Zugang zu Kapitalmärkten erleichtert und die Kapitalkosten insgesamt gesenkt werden können. Der davon ausgehende positive Effekt auf den Unternehmenswert lässt einen auf diese Weise motivierten Zusammenschluss als wirtschaftlich sinnvoll erscheinen (Trautwein, 1990, S. 284).

Die wissenschaftliche Literatur begründet die Möglichkeit zur Verbesserung der Finanzierungsposition durch M&A mit einem erleichterten bzw. überhaupt erst ermöglichten Zugang zum externen Kapitalmarkt und dem Aufbau eines internen Kapitalmarktes. Der erleichterte Zugang zum externen Kapitalmarkt wird überwiegend auf die zunehmende Unternehmensgröße zurückgeführt. Für die Eigen- oder Fremdmittelbeschaffung, wie zum Beispiel die Herausgabe von Unternehmensanleihen oder -aktien, kann in bestimmten Fällen erst die M&A-Transaktion einen direkten Zugang zum Kapitalmarkt ermöglichen. Der Grund hierfür liegt im Mindesthandelsvolumen, ab dem eine solche Emission wirtschaftlich sinnvoll ist (Wöginger, 2004, S. 135). Der Eintritt in den Kapitalmarkt und die damit verbundene Publikumsöffnung führen zu einer Ausweitung des Investorenkreises und der Kapitalbasis (Wirtz, 2003, S. 65f.). Darüber hinaus sind die relativen Planungs- und Organisationskosten einer Emission umso niedriger, je höher der Emissionsbetrag ist (Settnik, 2006, S. 93). Damit ermöglicht eine vor Emission stattfindende Firmenübernahme einen günstigeren Kapitalzugang.

Der Aufbau eines internen Kapitalmarktes durch Unternehmenszusammenschlüsse erhöht die Flexibilität des Unternehmensverbundes bei der Auswahl von Finanzierungsmitteln (Mathews und Robinson, 2008, S. 2704). Die Unternehmensleitung transferiert dabei liquide Finanzmittel innerhalb des Unternehmens. Vertreter der Theorie der interner Kapitalmärkte, unter anderem Stein (1997), Williamson (1975) oder Alchian (1969), argumentieren, dass durch die Schaffung eines internen Kapitalmarktes die Allokationseffizienz von Kapital gegenüber dem externen Kapitalmarkt erhöht wird. Als Gründe dafür führen Williamson (1975, S. 158f.) den bes-

seren Informationsstand und detailliertere Bewertungsmöglichkeiten des unternehmensinternen Managements an. Gertner et al. (1994, S. 1212) behaupten, dass bei einem internen Kapitalmarkt das Management aufgrund der Vergütungsstruktur einen höheren Anreiz zur Überprüfung bzw. Monitoring des Investitionsprojektes hat. Als weitere Gründe für den Effizienzgewinn eines internen Kapitalmarktes werden außerdem die Reduktion von Agency-Kosten und die Aufhebung möglicher Liquiditätsbeschränkungen genannt (Fluck und Lynch, 1999, S. 320; Stein, 1997, S. 113).

Anhänger der neoklassischen Theorie bezweifeln den positiven Effekt der internen Kapitalmärkte auf den Unternehmenswert (Hayashi, 1982; Hubbard, 1998). Unter den strengen Modellprämissen eines vollkommenen Marktes kann der interne Kapitalmarkt zu keinen Effizienzgewinnen führen (Settnik, 2006, S. 92). Auch bei vorliegenden Finanzmarktrestriktionen muss der interne Kapitalmarkt nicht notwendigerweise zu besseren Allokationsentscheidungen führen als der externe Kapitalmarkt. Die Existenz eines internen Kapitalmarktes gibt der Unternehmensleitung die Möglichkeit, Mittel aus einem profitablen Geschäftsbereich in einen weniger erfolgreichen Bereich zu transferieren. Diese Art der Quersubventionierung „*tend to be 'socialist' in nature—that is, strong divisions typically wind up subsidizing weak ones*“ (Scharfstein und Stein, 2000, S. 2538). Die Quersubventionierung von nicht rentablen Geschäftsbereichen kann zu einem Liquiditätsmangel und damit Effizienzverlusten in anderen Geschäftsbereichen führen (Stulz, 1990). Nicht zuletzt kann ein interner Kapitalmarkt falsche Anreize für Geschäftsbereichsmanager setzen (Gugler et al., 2013, S. 59). Diese könnten versucht sein, mit Hilfe von Informationsmanipulationen die Ressourcenzuteilung für ihren Geschäftsbereich zu maximieren. Die individuelle *internal rent seeking*-Absicht muss dabei nicht im gewinnmaximierenden Interesse des Gesamtunternehmens liegen (Meyer et al., 1992, S. 11).

2.3.2.2 Steuer-Hypothese

Ein weiteres in der Finanzliteratur häufig genanntes M&A-Motiv ist die Realisierung von Steuervorteilen. Die Zusammenlegung von Unternehmen kann in bestimmten Fällen die steuerliche Belastung reduzieren und damit einen positiven

Effekt auf den Unternehmenswert haben (Jarrell et al., 1988, S. 56). Nach Auerbach und Reishus (1986, S. 1) hat die Verringerung der Steuerlast nicht nur Vorteile auf der Kostenseite, sondern „*combining firms may also facilitate more efficient behavior*“, indem frei gewordene Mittel für Investitionen verwendet werden können.

Die Möglichkeit der Realisierung von Steuervorteilen aus der M&A-Transaktion lässt sich auf drei Effekte zurückführen. Zum einen können unter bestimmten Umständen die Gewinne des einen Unternehmens mit Verlusten des anderen Unternehmens verrechnet werden. Das fusionierte Unternehmen würde dementsprechend einen niedrigeren Jahresüberschuss ausweisen und dadurch die Steuerlast reduzieren (Auerbach und Reishus, 1988, S. 159f.). Die zweite Möglichkeit der Steuerreduktion ergibt sich aus der Finanzierungsform der Übernahme. Ein höherer Anteil an Fremdkapital in der M&A-Finanzierung erhöht den steuerlich abzugsfähigen Zinsaufwand des zusammengeschlossenen Unternehmens (Wirtz, 2003, S. 68). Schließlich kann durch den Zusammenschluss von Unternehmen der Verschuldungsgrad erhöht werden. Dies führt zu höheren abzugsfähigen Betriebskosten und wirkt damit steuermindernd (Kaplan, 1989a, S. 611f.).

Die Relevanz von steuerlichen Motiven bei Übernahmeentscheidungen wird von einigen Autoren angezweifelt. Glaum und Hutzschenreuter (2010, S. 80) und Steindel (1986) weisen darauf hin, dass der steuermindernde Effekt aus der Verrechnung von Gewinnen mit Verlusten gesetzlichen Schranken unterliegt. Die Ausnutzung der Vorteile einer steuerlichen Einheit oder von Verlustvorträgen ist an spezielle Bedingungen geknüpft und nur in begrenztem Ausmaß möglich. Darüber hinaus müssen eventuell entstehende steuerliche Vorteile mit den Kosten der M&A, wie zum Beispiel Notar- und Beratungsgebühren oder Integrationskosten, verglichen werden. Kaplan (1989b, S. 97) folgert auf Basis der Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, dass „*[i]n total, the tax benefits were sizable, but probably not as large as the premium paid to public shareholders. Taxes cannot be the whole story.*“

2.3.3 Persönliche Motive

Neben strategischen und finanziellen Motiven werden in der Managementliteratur auch psychologisch bedingte Gründe für M&A genannt. Das Hauptaugenmerk dieser Motivgruppe richtet sich nicht auf den Markt oder die Marktteilnehmer, sondern auf die Manager der Käuferunternehmen (Kerler, 2000, S. 52). Die M&A-Aktivität zielt dabei nicht in erster Linie auf das ökonomische Interesse des Unternehmens (Achleitner, 1999, S. 141). Es muss dabei aber auch nicht notwendigerweise von den Interessen der Anteilseigner abweichen (Shleifer und Vishny, 1989, S. 137)

Theoretische Grundlage der persönlichen M&A-Motive bildet die Prinzipal-Agent-Theorie von Jensen und Meckling (1976). Ausgehend von einer asymmetrischen Informationsverteilung und einem mangelhaften oder teuren Kontrollmechanismus des Eigentümers (Prinzipal) gegenüber dem Manager (Agent) ergeben sich für die Manager gewisse Handlungsspielräume. Unter der weiteren Annahme, dass das Management eigene Interessen hat, wird es von der funktionalen Störung aufgrund der Trennung von Eigentum und Unternehmensleitung Gebrauch machen und den Handlungsspielraum nutzen, um eigene Interessen zu verfolgen.

Die eigenen Interessen des Managements können sich in monetären Elementen, wie zum Beispiel Einkommen und Bonuszahlungen, oder in nicht monetären Elementen, wie Macht und Prestige, widerspiegeln (Monsen und Downs, 1965, S. 227). Die in diesem Zusammenhang häufig genannten M&A-Motive sind Selbstüberschätzung des Managements, Förderung des Unternehmenswachstums durch Reinvestition von freien Mitteln und die Sicherung des eigenen Arbeitsplatzes durch eine Stabilisierung der Ertragsströme.

2.3.3.1 Hybris-Hypothese

Ein im Zusammenhang mit persönlichen Interessen häufig genanntes Motiv für M&A geht aus der Hybris-Hypothese von Roll (1986) hervor. Demnach sind Unternehmenszukäufe das Resultat von sich selbst überschätzenden und überoptimistischen Managern der Käuferunternehmen. Diese sind von ihren Führungsqualitäten so überzeugt, dass sie die Ansicht vertreten, aus dem Übernahmeobjekt ein effizi-

enteres und profitableres Unternehmen als das derzeitige Management machen zu können. Der berühmte Investor Warren Buffet führt in diesem Zusammenhang auf, dass „*[m]any managements apparently were overexposed in impressionable childhood years to the story in which the imprisoned handsome prince is released from a toad's body by a kiss from a beautiful princess. Consequently, they are certain their managerial kiss will do wonders for the profitability of Company T(arget)*“ (zitiert nach Miles (2002, S. 13)).

Der Erklärungsansatz der Hybris-Hypothese unterliegt der Theorie effizienter Märkte (Roll, 1986, S. 200). Es werden drei Formen der Kapitalmarkteffizienz unterschieden, wobei die nächsthöhere Stufe die Informationen der vorherigen umfasst. In der schwachen Form der Kapitalmarkteffizienz wird angenommen, dass der aktuelle Kurs sämtliche in historischen Kursen enthaltene Informationen wiedergibt. In der halb-strengen Form werden zusätzlich bewertungsrelevante und öffentlich zugängliche Informationen im aktuellen Kurs vorausgesetzt. In der strengen Form der Kapitalmarkteffizienz werden außerdem auch nicht öffentlich zugängliche und bewertungsrelevante Informationen in dem aktuellen Kurs eines Unternehmens angenommen (Fama, 1970).

Die Hybris-Hypothese baut auf der Annahme der strengen Form der Kapitalmarkteffizienz auf (Roll, 1986, S. 200). Das bedeutet, dass der Marktpreis des Übernahmeobjektes bereits alle historischen, öffentlich und nicht öffentlich zugänglichen Informationen enthält. Bei fehlenden Synergieeffekten oder anderen ökonomischen Vorteilen einer Übernahme lässt sich die Zahlung eines Kaufpreises, der über dem Marktwert des Zielobjektes liegt, nur mit der Selbstüberschätzung des Managements begründen (Hayward und Hambrick, 1997, S. 106f.). „*If there really are no gains in takeovers, hubris is necessary to explain why managers do not abandon these bids also since reflection would suggest that such bids are likely to represent positive errors in valuation*“ (Roll, 1986, S. 212).

Eine kritische Hinterfragung erfährt die Hybris-Hypothese unter anderem wegen der Annahme der strengen Form der Kapitalmarkteffizienz (Oehlrich, 1999, S. 29). Zahlreiche Autoren bezweifeln deren Existenz (Shiller, 1993; Rosenberg et al., 1985). Die halb-strenge oder die schwache Form der Kapitalmarkteffizienz finden hingegen mehr Unterstützung (Chan et al., 1997; Umstead, 1977). Damit ist die

Argumentation der Hybris-Hypothese als kritisch anzusehen. Die Prämienzahlung könnte nun aus nicht öffentlich zugänglichen Informationen, die das Käuferunternehmen zum Beispiel in den Verhandlungen erhält, resultieren. Ein weiterer Kritikpunkt ergibt sich aus der Konzeption der Akquisitionsentscheidung durch eine Person, wie zum Beispiel dem CEO. In der Praxis zeigt sich jedoch, dass an der Entscheidung einer Firmenübernahme eine ganze Reihe weiterer Personen des Top-Managements sowie unterschiedlicher Beratungsgremien mitwirken (Lucks und Meckl, 2002, S. 29ff.; Haspeslagh und Jemison, 1991, S. 82f.).

2.3.3.2 Free-Cash-Flow-Hypothese

Die Free-Cash-Flow-Hypothese von Jensen (1986) beschäftigt sich mit dem Interessenkonflikt zwischen Eigentümern und Managern in der Verwendung von erwirtschafteten Einnahmeüberschüssen (Free-Cash-Flow). Jensen (1986, S. 323) definiert Free-Cash-Flow als „*cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital.*“ Im Rahmen dieses Erklärungsansatzes wird angenommen, dass die Manager dazu tendieren, freie Mittel für den Erwerb von Unternehmen zu verwenden und damit ihren Einflussbereich auszuweiten, anstatt die Überschüsse an die Anteilseigner auszuzahlen (Bamberger, 1994, S. 67).

Unter der Annahme einer höheren Allokationseffizienz des Kapitalmarktes im Vergleich zum Manager wäre die Auszahlung der Überschüsse an die Anteilseigner zu bevorzugen (Wirtz, 2003, S. 71). Das Management hat hingegen eigene Interessen an der Einbehaltung und Reinvestition der Mittel. Zum einen reduziert sich durch die Auszahlung der Überschüsse die Menge an kontrollierten Ressourcen. Je weniger eigene Mittel der Unternehmensleitung für Investitionen zur Verfügung stehen, desto stärker ist sie auf die Einwerbung von Fremd- und Eigenkapital angewiesen und unterliegt damit umso mehr der Kontrolle durch den Kapitalmarkt. Mit der Einbehaltung der Mittel entzieht sich das Management dieser Kontrolle und kann freier über die Mittel verfügen (Tröger, 2003, S. 223; Easterbrook, 1984, S. 653).

Weitere Argumente für die Einbehaltung der Mittel liefern nicht monetäre, wie z. B. psychologische, und monetäre Anreize. Das Wachstum eines Unternehmens

steht im positiven Zusammenhang mit Macht, Prestige und Reputation der Unternehmensleitung (Khorana und Zenner, 1998; Monsen und Downs, 1965). Dabei werden vorrangig die Größe des Unternehmens und nicht der Gewinn oder andere betriebswirtschaftliche Faktoren als ausschlaggebender Faktor für die Erlangung der nicht monetären Elemente gesehen (Avery et al., 1998; Mueller, 1969). Ein ähnliches Bild zeigt sich auch bei der Vergütung des Managements. Hierbei sind „*measures of size, in contrast, for example to measures of profitability, explain a lion's share of the interfirm variance of executive compensation rates*" (Marris, 1963, S. 187)[8]. M&A bildet ein passendes Instrument für das Management für schnelles Unternehmenswachstum. Die Free-Cash-Flow-Hypothese erklärt auf der Basis der Agency-Theorie wie das Management eine Unternehmensakquisition ohne Kontrolle durch den Kapitalmarkt durchführt.

Kritik an der Free-Cash-Flow-Hypothese ergibt sich zum einen aus der Implikation dieses Ansatzes. Demnach sind alle Akquisitionen, die zumindest teilweise über den Kapitalmarkt finanziert wurden, wirtschaftlich überlegen gegenüber solchen, die mit eigenen Mitteln finanziert wurden. Ein Disziplinierungseffekt des Kapitalmarktes ist sicherlich nicht von der Hand zu weisen, dennoch widersprechen zahlreiche empirische Studien einer solchen Implikation (Chang et al., 2007; Gregory, 2005). Ein weiterer Kritikpunkt ergibt sich aus der Annahme einer schwachen Unternehmenskontrolle durch den Aufsichtsrat oder die Anteilseigner. Wenn diese Annahme zutrifft, dann stellt sich die Frage, warum das Management zur Erhöhung der eigenen Vergütung den komplizierten Weg einer Firmenübernahme wählt, anstatt „*simply induce the board's compensation committee to raise their salaries*" (Flannery, 1999, S. 217).

2.3.3.3 Diversifikationshypothese

Wie im Rahmen der Co-Insurance-Hypothese in Abschnitt 2.3.1.3 bereits erläutert, basiert auch die Diversifikationshypothese im Kern auf der von Markowitz (1952) aufgestellten Portfoliotheorie. Die Akquisition eines Unternehmens mit möglichst nicht korrelierenden Ertragsströmen dient der Reduktion der Ertragsvolatilität und des Konkursrisikos. Der Unterschied der beiden Erklärungsvarianten besteht darin, dass der in diesem Abschnitt beschriebene Diversifikationsansatz vordergründig im

[8] Siehe auch Khorana und Zenner (1998) und Schmidt und Fowler (1990).

persönlichen Interesse der Managements liegt und nicht aus dem ökonomischen Interesse des Unternehmens motiviert ist.

Die Grundüberlegung dieses Ansatzes ist, dass das Management an ein Unternehmen gebunden ist. Damit hat es nicht die Möglichkeit, sein Humankapital zu diversifizieren. Aus diesem Grund ergibt sich eine Abhängigkeitsbeziehung zwischen dem Einkommen des Managements und den Unternehmenserträgen. Unter der Annahme der Risikoaversion kann nun die Vermutung aufgestellt werden, dass die Unternehmensleitung ihr Möglichstes versuchen wird, den Diversifikationsgrad des Unternehmens zu erhöhen und damit die Erträge des Unternehmens und somit auch das eigene Einkommen zu stabilisieren (Amihud und Lev, 1981, S. 606f.). Eine weitere in diesem Zusammenhang erwähnte Begründung ist unter dem Begriff der Reduktion des Beschäftigungsrisikos bekannt. Die im Rahmen der Diversifikation erreichte Senkung der Konkurswahrscheinlichkeit erhöht die Jobsicherheit des Managements und stellt daher einen persönlichen Motiv für M&A dar (Amit und Wernerfelt, 1990, S. 522).

Kritik an der Diversifikationshypothese bezieht sich zumeist nicht auf das Argument der Reduktion der Ertragsströme oder der Konkurswahrscheinlichkeit, sondern auf die Annahme, dass dieses M&A-Motiv nur im persönlichen Interesse des Managements liegt (Lane et al., 1998; Dalton et al., 2003). Coffee (1986, S. 66ff.) argumentiert, dass Großaktionäre ähnlich wie Manager mit ihrem Kapital zumindest kurzfristig an das Unternehmen gebunden sind. Damit wäre die Diversifikationsstrategie auch für diese Gruppe der Anteilseigner wirtschaftlich sinnvoll. Lane et al. (1998, S. 558) sprechen von indirekten Vorteilen für die Anteilseigner aus der Reduktion des Konkursrisikos: „*reducing the risk of default, managers are more able to encourage stakeholders to make large personal and professional commitments to the firm.*“ Dies stellt wiederum die Basis für einen Wettbewerbsvorteil dar und dient damit auch dem wirtschaftlichen Interesse der Anteilseigner (Barney, 1991; Shleifer und Summers, 1988).

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass in der wissenschaftlichen Literatur zahlreiche und vielschichtige M&A-Motive diskutiert werden. Je nach strategischer Zielsetzung des Unternehmens bzw. des Managements lassen sich unterschiedliche Beweggründe für einen Unternehmenszusammenschluss herleiten. Wie gezeigt,

existiert für jeden theoretischen Erklärungsansatz auch eine gegensätzliche Meinung, die die angenommene Wirkung aus der Unternehmensübernahme in Frage stellt. Aus praktischer Sicht ist jedoch davon auszugehen, dass im Regelfall kein einzelnes Motiv sondern eine Kombination aus wirtschaftlichen und eventuell persönlichen Gründen eine M&A-Transaktion auslösen.

Weiterhin ist anzumerken, dass aus der zeitlichen Perspektive die Beweggründe für M&A einem dynamischen Wandel unterliegen (Eisenbarth, 2013, S. 88). Während zu Beginn der 20. Jahrhunderts überwiegend industrieökonomische Motive, wie zum Beispiel die Gewinnung von Marktmacht, angeführt wurden, waren in den 1960er und 1970er Jahren Diversifikationsmotive deutlich verbreiteter (Shleifer und Vishny, 1991). Die Globalisierung und der ansteigende Wettbewerbsdruck in den 1990er Jahren führten zu verstärkter Branchenkonsolidierung und ließen strategisch orientierte M&A-Motive in der Vordergrund rücken (Martynova und Renneboog, 2008, S. 2152).

Eine weitere, bisher kaum beachtete Motivgruppe stellen externe Faktoren dar. Wirtschaftliche, technologische oder andere Schocks sowie Interdependenzen zwischen Akquisitionsentscheidungen können Unternehmen zu Reaktionen in Form von Unternehmenszusammenschlüssen veranlassen (Harford, 2005; Nilssen und Sorgard, 1998; Gort, 1969). Diese sind Gegenstand der theoretischen Erklärung von Konsolidierungs- und M&A-Wellen, auf die im nachfolgenden Kapitel eingegangen wird.

http://www.springer.com/978-3-658-14581-1

Konsolidierungswellen und Prognoseverhalten von Finanzanalysten

Eine empirische Untersuchung der M&A-Aktivität von US-amerikanischen Unternehmen

Schmal, S.

2016, XVIII, 314 S. 20 Abb., Softcover
ISBN: 978-3-658-14581-1