

M&A in der Wissenschaft: Theoretische Perspektiven und Einblicke in die Forschung

Erwin Hettich, Universität St. Gallen (HSG)

1. Einleitung

► Fusionen und Übernahmen genießen eine anhaltend hohe Aufmerksamkeit in der Praxis und Wissenschaft. Dies überrascht nicht vor dem Hintergrund, dass im Verlauf der Jahre 2008 bis 2013 weltweit rund 40.000 Transaktionen im Umfang von über 2 Billionen EUR jährlich durchgeführt wurden.¹

M&A-Forschung existiert seit über 30 Jahren und wird multidisziplinär im Finanzwesen, Recht, strategischen Management, in der Organisationstheorie, sowie in soziokulturellen Fachrichtungen erforscht. Wissenschaftliche Arbeiten werden bis heute von management- und finanzorientierten Studien dominiert, die vorwiegend auf den Wertbeitrag von Transaktionen² und die betriebswirtschaftlichen Implikationen zur erfolgreichen Auswahl, Timing, Prozess und Management zielen.

Dabei sind die produzierten Erkenntnisse weit von einem konsistenten Bild entfernt. So sehen einige Forscher M&A als wertgenerierenden Prozess infolge konzentrierter Marktmacht, steigender Effizienz durch Synergien und Reallokation von Ressourcen sowie als Marktdisziplinierung von schlechtem Management. Andere Studien nehmen eine kritische Haltung ein und deuten auf einen wertvernichtenden Prozess hin, bedingt durch ein opportunistisches Kalkül des Managements, das nach höherer Kompensation, Selbstwertsteigerung (CEO-Hybris) und Eigeninteressen strebt.³ Jüngste Studien gehen einen anderen Weg und widmen sich zunehmend psychologischen Aspekten, basierend auf kognitions-theoretischen Ansätzen. Hierbei wird beispielsweise der Einfluss von Erfahrung, die Reaktionen von Mitarbeitern, die Bedeutung von mentalen Modellen und Lernprozessen in M&A-Deals untersucht.⁴

Die beobachtbare Ergebnisvarianz sowie die zunehmende Ausdifferenzierung des M&A-Forschungsfelds können insbesondere auf die diversen theoretischen Perspektiven zurückgeführt werden, die herangezogen

werden, um M&A-Aktivitäten zu verstehen. Dieser Artikel hat zum Ziel, die Vielschichtigkeit der theoretischen Landschaft aufzuzeigen und einen Überblick dominierender Ansätze zu geben.

Im Folgenden wird im ersten Schritt das begriffliche Verständnis der „Theorie“ geschärft. Anschließend werden dominierende theoretische Perspektiven der M&A-Forschung vorgestellt, die sowohl Entstehung als auch Wirkungszusammenhänge von M&A-Aktivitäten aus unterschiedlichen Blickrichtungen erklären.

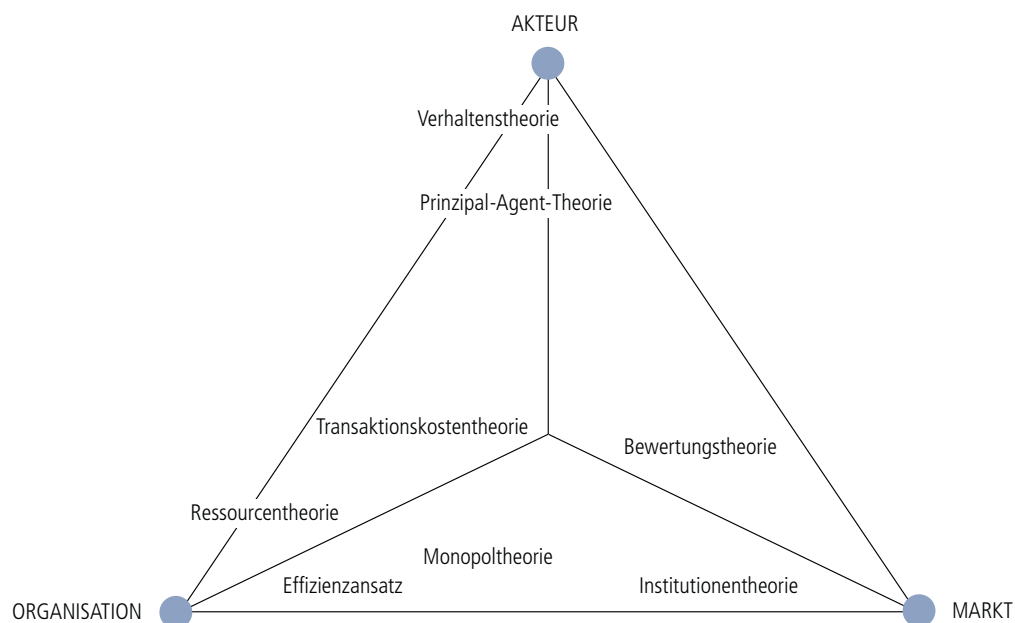
2. Konzeptualisierung des Theoriebegriffs

Zur Definition des Begriffs „Theorie“ wird oftmals auf die Interpretation des Organisationsforschers Samuel Bacharach verwiesen. Bacharach versteht Theorien als ein sprachliches Mittel, um die komplexen Zusammenhänge der empirischen Welt zu organisieren⁵. Sie bestehen aus Annahmen beziehungsweise Hypothesen, die allgemeine Aussagen über die kausalen Beziehungen zwischen nicht beobachtbaren Konstrukten herstellen. Eine Theorie ist somit die Summe von Annahmen, die übergeordnete Mechanismen erklärt. Sie zielt auf die Formulierung kausaler Zusammenhänge, die begründen *warum*, *wie* und *wann* bestimmte Ereignisse eintreten oder nicht eintreten und weniger auf die häufig missverstandene Beschreibung, *worum* es sich eigentlich handelt.

1 Statista (2013): Volume of worldwide mergers and acquisitions from 1995 to 2012. Online unter www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide.
2 Malatesta: The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 1983, S.155–181.
3 Vgl. Halebian/Devers/McNamara/Carpenter/Davison: Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management* 35(3), 2009, S.469–502.
4 Cartwright/Schoenberg: Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management* 17(S1), 2006, S.1.
5 Bacharach: Organizational Theories: Some Criteria for Evaluation. *The Academy of Management Review* 14(4), 1989, S.496–515.

Abb. 1 • Analyse-Level theoretischer Perspektiven im Überblick

Quelle: Eigene Darstellung



3. Theoretische Perspektiven von M&A

Mechanismen und Prozesse im M&A-Bereich sind komplex und für die Praxis sowie die Wissenschaft nicht immer nachvollziehbar. Theorien helfen dieser Komplexität zu begegnen, indem Gesetzmäßigkeiten und Abstraktionen entwickelt werden, die wie ein „Scheinwerfer“ auf das Wesentliche projizieren. Wie die nachfolgenden Ausführungen zeigen, bietet jede Theorie ihre ureigene Sicht auf die Thematik. Die Kenntnis und die Anwendung differenzierter theoretischer Blickwinkel können auch in der Praxis außerordentlich nützlich sein – insbe-

sondere dann, wenn Wirkungszusammenhänge im M&A-Bereich nicht nur erkannt, sondern auch interpretiert werden müssen. Aber auch dann, wenn Manager und Eigentümer verstehen müssen, welche Faktoren M&A-Entscheidungen treiben und prozessual beeinflussen.

Im Folgenden werden acht theoretische Konzeptionen vorgestellt, die in der M&A-Forschung vermehrt Einsatz finden. Dabei lassen sich die Theorien nach Analyse-Level in akteursbasierte, organisationale und markt-orientierte Ansätze unterteilen (siehe Abb. 1).



4. Akteurslevel

4.1 Verhaltenstheorie der Organisation

Menschliches Verhalten ist begrenzt rational. Diese zentrale Prämisse der organisationalen Verhaltenstheorie basiert darauf, dass der Mensch nur begrenzten Kapazitäten der Informationsverarbeitung – und weniger wie in Annahmen der Prinzipal-Agent-Theorie (s. Kap. 4.2) Informationsdefiziten unterliegt. Grundlegend ist auch die Erkenntnis verhaltenstheoretischer Forschung, dass nicht zwingend optimale Lösungen angestrebt werden, sondern vielmehr zufriedenstellende.⁶ Dies manifestiert sich auch darin, dass Entscheidungen häufig auf vereinfachenden Heuristiken beruhen statt auf rein ökonomischen Kriterien. Die Suche nach Optionen, Bewertungen und Entscheidungen im Rahmen von M&A-Transaktionen bleibt damit weitestgehend in einer nicht einsehbaren „Black Box“.

Auch verhaltenstheoretische Prozessmodelle der Strategieforschung bieten interessante Einsichten in die Abläufe von M&A. Frühe Studien haben gezeigt, dass strategische Entscheidungen nicht unbedingt geplant oder vom Top-Management initiiert werden müssen. Überraschenderweise wird ein beachtlicher Teil der M&A-Aktivitäten durch ein operativ involviertes Management angestoßen und über sogenanntes „championing“ durch das mittlere Management in die obersten Führungsriege getragen, wo es schließlich ratifiziert wird.⁷ Ferner legen Ergebnisse aus der Strategieprozessforschung nahe, dass M&A-Aktivitäten nicht immer einem detailliert ausgearbeiteten Plan entspringen, sondern sich aus der Opportunität heraus, „emergent“ ergeben können.⁸

4.2 Prinzipal-Agent-Theorie

Die 1976 von Jensen und Meckling begründete Prinzipal-Agent-Theorie geht im Kern davon aus, dass unvollständige Informationsverteilung zwischen dem Management (Agent) und den Eigentümern (Prinzipal) von Unternehmen zu opportunistischem Handeln motiviert. Da die Zielvorstellungen der beiden Akteure unterschiedlich sind, kann es zu Konflikten kommen. Beispielsweise zeigen Gorton, Kahl und Rosen in ihrer Forschung, dass das Management die ungleiche Informationsverteilung innerhalb eines Unternehmens systematisch ausnutzt, um den eigenen Vorteil gegenüber dem Wohl des Unternehmens zu priorisieren.⁹ Die Prinzipal-Agent-Theorie trägt damit wesentlich dazu bei zu erklären, warum Unternehmen oftmals über das optimale Maß hinaus wachsen oder im schädlichen Abwehrverhalten verharren.

Ein weiterer wichtiger Beitrag der Theorie ist die Erkenntnis, dass die Eigentumsverhältnisse der Manager eines Unternehmens maßgeblich auf den Integrationserfolg im Falle einer Übernahme wirken. Beispielsweise haben

M&A-Forscher bereits in den 80ern nachgewiesen, dass eine Ausrichtung der Ziele auf gemeinsame Interessen des Managements und der Shareholder den Erfolg oder Misserfolg bei Akquisitionsaktivitäten erheblich prägen kann.¹⁰

Auf die Prinzipal-Agent-Theorie kann auch zurückgegriffen werden, um das weithin bekannte Phänomen des „Empire Buildings“ zu erklären. Hierbei maximieren Manager über M&A-Aktivitäten den persönlichen Nutzen, indem sie Gehälter, persönlichen Status und Macht steigern. Dieses Verhalten kann zu gravierenden Fehleinschätzungen bei Akquisitionen führen, das Wert vernichtet und dem Interesse von Unternehmenseigentümern zuwiderläuft. Als mahnendes Beispiel dient bis heute die Fusion von Daimler und Chrysler unter der Ägide des Daimler-CEOs Jürgen Schrempp und seiner Vision der Welt AG. Nach Ablauf seiner Amtszeit war die Daimler AG mit 60 Mrd. Dollar Börsenwert weniger bewertet.¹¹

5. Organisationslevel

5.1 Effizienzansatz

Der Effizienzansatz stellt die klassische Erklärung für die Initiierung von M&A-Prozessen dar. M&A-Transaktionen werden hierbei als ein synergetisches Mittel zur Generierung von Effizienzvorteilen gesehen. Synergien entstehen, wenn eine Kombination aus zwei oder mehr Unternehmen zu mehr Gewinn beziehungsweise weniger Kosten führt, als die Unternehmen individuell erzielen können. Übertragen auf die akquisitorische Logik bei zwei Unternehmen bedeutet dies:

$$\text{Barkapitalwert (Unternehmen A + Unternehmen B)} > \text{Barkapitalwert (Unternehmen A)} + \text{Barkapitalwert (Unternehmen B)}$$

Generell können drei Synergietypen unterschieden werden, die auf Basis von Skaleneffekten (Vorteile durch wachsende Ausbringungsmenge) oder Verbundeffekten (Vorteile durch Produktinterdependenz) erzielt werden können:¹²

- (1) Finanzielle Synergien
- (2) Operative Synergien
- (3) Management-Synergien

6 Cyert: A behavioral theory of the firm. Prentice-Hall: Englewood Cliffs, N.J., 1963.

7 Burgelman: A Process Modell of internal Corporate Venturing in the diversified Major Firm. Administrative Science Quarterly 28 (2), 1983, S.223–244.

8 Mintzberg/Waters: Of Strategies, Deliberate and Emergent. Strategic Management Journal 6(3), 1985, S.257–272.

9 Gorton/Kahl/Rosen: Eat or Be Eaten A Theory of Mergers and Merger Waves. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research, 2005.

10 Lewellen/Loderer/Rosenfeld: Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms. Journal of Accounting and Economics 7, (1-3), 1985, S.209-231.

11 Taylor: The nine Lives of Jurgen Schrempp. Fortune Magazine 151(1), 01/2005.

12 Vgl. Lubatkin: Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. The Academy of Management Review 8(2), 1983, S.218–225.

- (1) Finanzielle Synergien resultieren aus Übernahmen, die zu geringeren Kapitalkosten führen. Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn eine M&A-Transaktion das unsystematische Risiko des Käufers durch geschickte Portfoliodiversifikation reduziert oder Zugang zu günstigem Kapital durch die Unternehmensgröße ermöglicht. Gleichfalls kann die interne Reallokation von Mitteln (z.B. Cash-Pooling) zu Finanzsynergien führen.
- (2) Operative Synergien können dann erschlossen werden, wenn durch Wissenstransfer oder die Zusammenführung von Produktionsaktivitäten akquirierter Unternehmen, zum Beispiel in Forschung und Entwicklung oder Vertriebsaktivitäten, Produktionsprozesse beschleunigt oder verbessert werden können.
- (3) Management-Synergien sind das Ergebnis überlegener Managementfähigkeiten oder von Führungssystemen, die sich durch Übernahmen in anderen Unternehmen entfalten und Wert stiften können. Aus Sicht des Effizienzansatzes sind Übernahmen auch als marktbasierte Disziplinierungsmaßnahmen und Kontrollfunktionen für Unternehmen zu verstehen. Demnach kommen Übernahmen durch die im Wettbewerb stehenden Managementteams einer externen Kontrolle gleich, die unzureichende interne Kontrollmechanismen kompensiert und ineffiziente Aktivitäten im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes verhindert.¹³
- (2) Des Weiteren bieten Übernahmen und Allianzen Zugang zu Ressourcen, um ein Produkt beziehungsweise eine Leistung zu komplementieren. Es ist somit weniger das Defizit an kritischen Ressourcen, dass ein Unternehmen zu M&A-Aktivitäten bewegt, als vielmehr der Wunsch, ein bestehendes Produkt beziehungsweise eine Leistung in seiner Funktion zu erweitern.
- (3) Ein anderer Erklärungsansatz der Ressourcentheorie betrachtet M&A-Aktivitäten als einen Versuch, die bestehende Ressourcenbasis einer Unternehmung zu stärken. Hierbei wird vorwiegend auf Kosten- und Zeitaspekte projiziert. Demzufolge liegen die Ursachen für Unternehmensübernahmen und Verkäufe vorwiegend in einer Verringerung von Produktionskosten (z.B. Gehaltsstrukturen, Vertriebskosten etc.) oder der Beschleunigung von Produktentwicklungsarbeiten (z.B. Wissensträger, Patente, Technologien etc.).

5.2 Ressourcentheorie

Die Ressourcentheorie sieht den Besitz beziehungsweise die Nutzung von Ressourcen und Fähigkeiten als elementaren Wettbewerbsfaktor (Barney, 1991) an. Eines der elementaren Konzepte der Ressourcentheorie ist der von Prahalad begründete Kernkompetenzansatz.¹⁴ Dieser rät Unternehmen stets dazu, auf die wettbewerbsentscheidenden und unikalen Kompetenzen fokussiert zu bleiben, die auch über mehrere Produktgruppen und Unternehmensbereiche skaliert werden können. Zieht man die Ressourcentheorie heran, um das Akquisitionsverhalten von Unternehmen zu verstehen, so bieten sich die folgenden Erklärungsansätze:

- (1) Übernahmen dienen dazu, Wettbewerbsvorteile zu erlangen. Der Zukauf von Ressourcen zielt somit darauf ab, interne Ressourcenlücken zu schließen. Dieses Kalkül unterstellt zum einen, dass nicht alle Ressourcen imitierbar sind und somit auch nicht auf unternehmensinterner beziehungsweise organischer Basis entwickelt werden können. Denn Imitationen von Ressourcen sind sehr kostspielig und komplex, weil sie historisch und unternehmensspezifisch eingebettet sind, rechtlich durch Patente geschützt werden, und einer schwer nachvollziehbaren Mehrdeutigkeit (Ambiguität) unterliegen.

5.3 Transaktionskostentheorie

Die Transaktionskostentheorie findet breite Anwendungen in der M&A-Forschung. Sie erklärt, warum einige Transaktionen innerhalb von Organisationen und andere außerhalb stattfinden. Die Transaktionskostenlogik nimmt Rückgriff auf ähnliche Rationale wie die Ressourcentheorie und den Effizienzansatz, weil auch hier der effiziente Einsatz knapper Unternehmensressourcen die vordergründige Zielgröße darstellt. Im Unterschied zu anderen Theorien stehen bei der Transaktionskostentheorie hauptsächlich Kontrollkosten und institutionelle Arrangements im Mittelpunkt der Untersuchung. Das Unternehmen wird hierbei als ein Bündel von Verträgen verstanden, wobei Manager wiederkehrend vor der „Buy-or-Make“-Entscheidungen stehen. Transaktionen können über den Markt (Buy), über Partnerschaften (Hybrid), oder durch eine M&A-Internalisierung (Make) abgewickelt werden. Die Entscheidung zugunsten einer der möglichen Transaktionsformen wird hierbei maßgeblich von drei Kriterien bestimmt:

- (1) Faktorspezifität: Potenzielle Abhängigkeiten von Unternehmen führen dazu, dass Transaktionen mit hoher Spezifität primär in Hierarchieform (intern), solche mit niedriger Spezifität hingegen über den Markt organisiert werden. Wilson liefert in seiner Studie über das Expansionsverhalten multinationaler Unternehmen den empirischen Beweis. Seine Ergebnisse zeigen, dass breiter diversifizierte – und somit weniger spezifisch investierte – Unternehmen eine verstärkte Neigung zu M&A-Aktivitäten aufweisen.¹⁵

¹³ Jensen: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. The American Economic Review 76(2), 1986, S.323–329.

¹⁴ Prahalad: The Role of Core Competencies in the Corporation. Research Technology Management 36(6), 1993, S.40.

¹⁵ Wilson: The Propensity of Multinational Companies to Expand through Acquisitions. Journal of International Business Studies 11(1), 1980, S.59–65.

Abb. 2 • Theoretische Konzeptionen und akquisitorische Logiken im Überblick

Quelle: Eigene Darstellung

Theoretischer Ansatz	Level	Fokus	Akquisitorische Logik
Org. Verhaltenstheorie	Akteur	Verhalten	Kognitive Grenzen der Akteure und irrationales Verhalten
Prinzipal-Agent-Theorie	Akteur	Informationsasymmetrie	Opportunistische Nutzenmaximierung - Gehalt, Status, Macht
Effizienzansatz	Organisation	Unternehmenseffizienz	Finanzielle, operative und führungs-basierte Synergien
Ressourcentheorie	Organisation	Ressourcen und Fähigkeiten	Zugang zu Ressourcen und Fähigkeiten als Wettbewerbsvorteil
Transaktionskostentheorie	Organisation	Kosten	Kosten bzw. Art der Transaktion bestimmt Organisationsform
Monopoltheorie	Organisation	Marktmacht	Konzentration von Marktmacht
Institutionentheorie	Markt	Legitimität	Imitation und Anpassung an übergeordnete Marktlogik
Bewertungstheorie	Markt	Marktineffizienz/Information	Ausnutzung ungleicher Informationsverteilung im Markt

(2) Unsicherheit über das Verhalten der Gegenpartei: Stopford und Wells argumentieren, dass bei Investitionen in entfernten Märkten der Eintritt über M&A sowie über „Greenfield“-Investitionen gegenüber Joint Ventures bevorzugt wird.¹⁶ Dies ist intuitiv naheliegend, da Joint Ventures unkontrollierbare Risiken und Unsicherheiten bergen, die sich mit zunehmender kultureller und geographischer Distanz vom Heimatmarkt zusätzlich verstärken.

(3) Häufigkeit der Transaktion: Eine zunehmende Anzahl identischer Transaktionen führt dazu, dass Effizienzvorteile, wie zuvor beschrieben, realisiert werden können, wenn die beteiligten Unternehmen verschmelzen. Auch in der Praxis lässt sich regelmäßig beobachten, dass häufige Transaktionen bei gleichzeitig hohen Koordinationskosten die Neigung zu Übernahmen (Vorwärts- und Rückwärtsintegrationen von Zulieferern oder Vertrieb) oder Überkreuzinvestitionen steigern.

Unternehmenseinheiten zu unterstützen. Ein Beispiel hierfür sind die bisher noch weitgehend unprofitablen Aktivitäten von Technologiekonzernen wie Bosch oder Siemens im Bereich regenerativer Energien, die bis zur Marktreife von finanzkräftigen Unternehmenssparten mitgetragen werden. Zum anderen entsteht ein weiterer Vorteil, wenn sich Rivalen auf mehreren Märkten begegnen. In dieser Patt-Situation sind Konkurrenten eher dazu geneigt, miteinander zu kolludieren als zu konkurrieren (sog. Mutual-Forbearance-Hypothese).

Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass Monopoltheorien die Motivation von M&A-Aktivitäten nur bedingt erklären können.¹⁸ Denn aus Sicht der Monopoltheorie müssten bereits Ankündigungen ebenso wie das Scheitern von Übernahmen einen positiven respektive negativen Effekt auf Aktienkurse haben. Dass dies nicht der Fall ist, lässt sich empirisch häufig beobachten. Effizienztheoretisch wird gegen Konglomerate argumentiert, da sie keine Synergien schaffen – in der Praxis ein Zustand, der durch Konglomeratsabschläge sanktioniert wird.

5.4 Monopoltheorie

Die Monopoltheorie stützt auf der Annahme, dass M&A-Aktivitäten auf den Ausbau der Marktmacht zielen. Im Unterschied zum effizienztheoretischen Kalkül, welches eine firmeninterne Optimierung postuliert, sind monopoltheoretische Überlegungen unternehmensextern orientiert und zielen auf die Verbesserung der Marktposition gegenüber der Konkurrenz.¹⁷ Um Vorteile aus monopolistischen Strukturen zu realisieren, können durch den gezielten Aufbau von Konglomeraten Wettbewerbsvorteile akquiriert werden. Zum einen besteht in Konglomeraten die Möglichkeit der Quersubvention von Marktaktivitäten, um den Aufbau unausgereifter

6. Marktlevel

6.1 Institutionentheorie

Die Konzeptualisierung der Institutionentheorie beruht auf dem Grundsatz, dass Unternehmen sich den sozialen

¹⁶ Stopford/Wells: Managing the multinational enterprise: Organization of the firm and ownership of the subsidiaries. Basic Books: New York, 1972.

¹⁷ Porter: Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance. Free Press; Collier Macmillan: New York; London, 1985.

¹⁸ Trautwein: Merger Motives and Merger Prescriptions. Strategic Management Journal 11(4), 1990, S.283–295.

Gegebenheiten (Normen, Regeln, Routinen und Strukturen) ihrer Umwelt anpassen müssen. Erst durch diesen Anpassungsprozess der Institutionalisierung (sog. Isomorphismus) gewinnen Unternehmen die notwendige Legitimität und erhöhen ihre Wahrscheinlichkeit zum Überleben.¹⁹ Somit werden Strukturen von Unternehmen und das Verhalten der Unternehmensakteure entscheidend durch extern generierten, institutionellen Anpassungsdruck beeinflusst.

Die Institutionentheorie wirft somit insbesondere ein Licht auf die Integrationsprozesse, die sich Übernahmen anschließen und auf die damit verbundene Notwendigkeit der Anpassung an veränderte Umweltbedingungen. Wissenschaftliche Arbeiten zeigen, wie eine Akquisition von Unternehmen aus einem kulturell entfernten Kontext internen Druck zur Anpassung an die Muttergesellschaft erzeugen kann. So können Markteintrittsstrategien über gemeinschaftliche Unternehmen wie Joint Ventures oder Lizenzierungen externe Anpassungen an die Gegebenheiten im Zielland erfordern.²⁰

Institutionentheoretische Ansätze bieten zudem Erklärungen im Hinblick auf industrieweite M&A-Muster. So werden wiederkehrende Übernahmewellen auf das Imitationsverhalten zurückgeführt und auf die Tatsache, dass Unternehmen bei Übernahmen dem Verhalten von Rivalen folgen (Herdenverhalten), um nicht zurückzufallen und weniger auf eine rational fundierte Logik (Banerjee, 1992).

6.2 Bewertungstheorie

Die Bewertungstheorie gründet auf der Annahme, dass im Markt Arbitragemöglichkeiten in Form von unterbewerteten Zielunternehmen bestehen. Demzufolge sind Märkte ineffizient und Marktpreise spiegeln nicht unbedingt den tatsächlichen Wert von Unternehmen wider. Die M&A-Forschung bedient sich dieser Theorie, um zu erklären, was Unternehmen zu Transaktionen motiviert. Demnach sind Unternehmen stets bestrebt, Bewertungslücken zu identifizieren und sie zu ihren Gunsten zu schließen. Ähnlich wie die Prinzipal-Agententheorie (s. Kap. 4.2) geht die Bewertungstheorie somit von einer ungleichen Informationsverteilung aus. Wesentlicher Unterschied besteht jedoch darin, dass Informationsvorsprünge des Managements aus Sicht der Bewertungstheorie nicht zu Lasten eigener Shareholder, sondern zu deren Vorteil und in Konkurrenz zu externen Marktakteuren genutzt werden.

Nicht selten dient die Bewertungstheorie auch als argumentative Basis zur Rechtfertigung von Übernahmen gegenüber Eigentümern und Analysten. Häufig werden dann Transaktionen damit begründet, dass der „Zeitpunkt gerade günstig ist“, „man viel Potenzial sieht“, oder das Investmentziel als „unterbewertet“ eingestuft wird. Abbildung 2 stellt die vorgestellten Theorien samt zugrunde liegender Logik im Überblick gegenüber.

7. Fazit

Die Vielfalt möglicher theoretischer Herangehensweisen zur Erklärung der Motivation und Prozesse von M&A zeigt, dass diese Aktivitäten vielschichtig sind und einzelne Sichtweisen lediglich partielle Erkenntnisse liefern können. Es ist insofern wenig verwunderlich, dass die bisher erzielten Ergebnisse inkonsistent sind und zunehmend multiple theoretische Perspektiven eingenommen werden, um Aktivitäten und Verhalten in M&As umfänglich abzubilden (vgl. Shimizu *et al.*, 2004). Dies ist schon deshalb erforderlich, weil langfristige Akquisitionsmuster nicht linear verlaufen, sondern sich dem kontinuierlichen Wandel des internen (z.B. Managementwechsel) und externen (z.B. Gesetzgebung, Wettbewerbsverhalten) Kontextes anpassen.

Das Potenzial, durch einen Perspektivenwechsel weitere wichtige Einblicke in die Mechanismen und Prozesse in der M&A-Forschung zu gewinnen ist groß. Viele weitere Theorien wurden bisher noch nicht beziehungsweise nur unzureichend mit der M&A-Thematik in Berührung gebracht. Theorien helfen, die übergeordneten Muster und unschweligen Mechanismen komplexer Phänomene nachzuvollziehen. Ein theoretisches Verständnis der Abläufe ermöglicht es Managern somit, M&A-Aktivitäten aus unterschiedlichen Sichtweisen zu bewerten, um fundierte Entscheidungen für ihr Unternehmen treffen zu können. Ein beachtlicher Teil des M&A-Wissens wurde durch Heranziehung von Theorien generiert, ein mindestens ebenso großer Teil wartet darauf, theoretisch erschlossen zu werden. ■



Erwin Hettich ist Research Associate am Lehrstuhl für Strategie & Management der Universität St. Gallen (HSG). Schwerpunkt seiner Forschung sind interorganisationale Strategieprozesse. Zuvor absolvierte er ein Trainee-Programm im Bereich Strategische Projekte in einem multinationalen Konzern und arbeitete in der Unternehmensentwicklung mit Schwerpunkt Akquisitionen und Corporate Venturing in zahlreichen internationalen Projekten. erwin.hettich@unisg.ch

16 Stopford/Wells: Managing the multinational enterprise: Organization of the firm and ownership of the subsidiaries. Basic Books: New York, 1972.

17 Porter: Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance. Free Press; Collier Macmillan: New York; London, 1985.

18 Trautwein: Merger Motives and Merger Prescriptions. Strategic Management Journal 11(4), 1990, S.283–295.