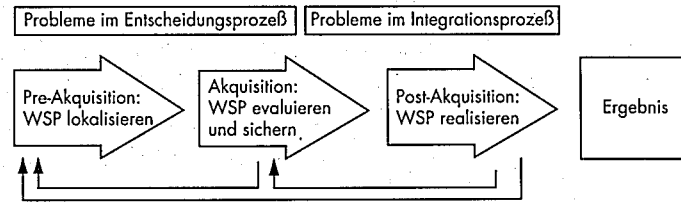


Merger & Acquisition: Transaktionsdurchführung

Durch die Beschleunigung des Veränderungsprozesses im Wirtschaftsleben hat sich auch der Druck auf die Unternehmen erhöht, mit diesem Wandel Schritt zu halten und ihn mitzugestalten, um sich langfristig eine erfolgversprechende Wettbewerbsposition zu sichern. Akquisitionen besitzen ein enormes Potential, ein Unternehmen zielgerichtet zu verändern, um sich in dem von den Entscheidungsträgern subjektiv wahrgenommenen Unternehmensumfeld optimal zu positionieren. Wird vom Management ein Anpassungs- bzw. Änderungsbedarf erkannt, stellt sich grundsätzlich die Frage, ob dieser durch internes Wachstum gedeckt werden kann, oder ob eine Akquisition vorzuziehen ist (analog steht man im Falle einer Kapazitätsreduktion oder dem Rückzug aus einem Geschäft vor der Entscheidung, ein Unternehmen bzw. einen Teil davon zu verkaufen oder (graduell) stillzulegen). Dabei besitzen Übernahmen den Vorteil, daß Firmen mit ihrer Hilfe Veränderungen mit einer Geschwindigkeit durchführen können, die durch internes Wachstum nicht erreicht werden kann. Auch Allianzen versprechen keine derart schnelle Realisierung einer strategischen Zielvorgabe, wie sie durch die Zusammenlegung von Betriebsvermögen und die gemeinsame Nutzung des zusätzlichen Potentials an Fähigkeiten möglich ist. Entscheidend ist häufig, daß die interne Lösung wie z. B. die Entwicklung von Know How oder der eigenständige Eintritt in ausländische Märkte, einen weiteren Verlust an Boden gegenüber der Konkurrenz nach sich zieht. Allerdings zeigt die Vergangenheit, daß auch auf dem Weg der Akquisition viele Hindernisse zu überwinden sind, die in einer Vielzahl von Fällen zu einem Scheitern oder zumindest zu einer suboptimalen Realisierung fernab der Zielvorgabe geführt haben.

1. Der Akquisitionsprozeß. Um einen grundlegenden Einblick in die mit einem Unternehmenskauf zusammenhängenden Fragestellungen und Aktivitäten zu gewinnen, bietet sich eine prozeßorientierte Betrachtung einer Transaktion an. Dabei hat sich in der Literatur eine Dreiteilung in eine Phase vor der Transaktion, die Durchführung der Transaktion per se und eine Post-Akquisitionsphase durchgesetzt. Da eine Akquisition auf die Steigerung des Unternehmenswertes abzielt, können diese Abschnitte auch hinsichtlich ihres Beitrages zur Erhöhung des Unternehmenswertes gesehen werden. Dabei kommt der Phase vor der Akquisition die Rolle der Identifikation von Wertsteigerungspotentialen (WSP) zu. Neben der Analyse des strategischen und organisatorischen Fits ist es hier ebenso wichtig, die zu erwartenden Schwierigkeiten des Wertschöpfungsprozesses zu erkennen. Durch die Transaktion selbst werden die evaluierten Wertschöpfungspotentiale gesichert. Wird aus Sicht des Käufers ein zu hoher Preis gezahlt, reduziert dies das Gesamtpotential der Wertschöpfung, während es durch den Kauf zu einem günstigen Preis vergrößert wird. Versteht man die Transaktion als Erwerb von Wertschöpfungspotentialen, so gilt es, diese im sich anschließenden Integrationsprozeß zu realisieren. Damit wird klar, daß nicht nur dem Entscheidungsprozeß, in dem die Basis für die Wertschöpfung gelegt wird, ein kritischer Stellenwert zukommt. Entscheidend für den Erfolg oder Mißerfolg einer Akquisition ist letztendlich die Umsetzung dessen, was in ihrem Vorfeld als Zielvorgabe definiert wurde. Dieser Zusammenhang wird noch einmal in Abb. 1 verdeutlicht.

Abb 1: Phasen im Akquisitionsprozeß



Die Durchführung einer Transaktion wird häufig aufgrund der Vielschichtigkeit der Anforderungen an das Management der involvierten Unternehmen und des hohen Komplexitätsgrads der Aktivitäten und Entscheidungen von spezialisierten Beratern begleitet. Außerdem ist der hier idealtypisch dargestellte Ablauf in der Praxis häufig durch Schleifen geprägt, d. h., die einzelnen Stationen werden aufgrund der sukzessiven Informationsgewinnung mehrmals durchlaufen. Man kann hier sogar so weit gehen, von einem Kreislauf des Akquisitionsprozesses zu sprechen.

2. Pre-Akquisitionsphase. Durch die Strategiefestlegung und die Suche nach einem geeigneten Zielunternehmen werden im Käuferunternehmen bereits vor der Durchführung der Transaktion die Weichen für den Erfolg der Akquisition gelegt. Damit läßt sich bereits in dieser Phase ein hoher Einsatz an Ressourcen rechtfertigen.

2.1. Motive für den Kauf. Ausgangspunkt jeder Akquisition ist ein innerhalb der Unternehmensstrategie verfolgtes Ziel. Dieses bezieht sich in erster Linie auf die Struktur der Geschäfts- bzw. Tätigkeitsfelder, wobei im Ergebnis die Fähigkeiten hinter den Geschäftsfeldern bzw. Domänen durch eine Akquisition beeinflusst werden. Die Fähigkeiten oder Capabilities wiederum erlauben es dem Unternehmen, sich erfolgreich im Wettbewerb zu positionieren. Haspeslagh, Jemison unterscheiden unter dem Begriff des Corporate Renewal drei Domänen-Strategien:

- Inhalt der Strategie kann eine Festigung der Domäne sein, d. h., es geht in erster Linie um einen Ausbau der bestehenden Geschäftsfelder. Hier schließen sich regelmäßig Unternehmen mit weitgehend identischen Produkt/Markt/Technologie-Kombinationen zusammen, was einerseits deren Wettbewerbsposition stärkt, andererseits aber auch zu Konzentrationstendenzen innerhalb der betroffenen Branche führt. Denkbar sind Akquisitionen rein horizontaler Natur, durch die Größen- oder Breitenvorteile (→Economies of Scale, →Economies of Scope) geschaffen werden sollen. Unter die Festigungsstrategie sind auch konzentrische Akquisitionen einzuordnen, bei denen die Firmen entweder dieselben Märkte bedienen, allerdings mit unterschiedlichen Produkten, oder ein vergleichbares Produktsortiment auf verschiedenen Märkten anbieten.
- Alternativ kann die Domäne in Hinblick auf Produkte, Märkte oder Kompetenzen erweitert werden, was durch den Erwerb einer Gesellschaft mit einer verwandten Produkt/Markt/Technologie-Kombination erreicht wird. Dabei können neue Fähigkeiten in bestehende Geschäftsfelder eingebracht werden, was

sich häufig in vertikalen Akquisitionen, bei denen der Käufer in der Wertschöpfungskette vor- oder nachgelagerte Aktivitäten zukauft, manifestiert. Andererseits können auch vorhandene Fähigkeiten auf neue Geschäftsfelder übertragen werden, wie z. B. Fähigkeiten im Design von Möbeln auf das von Umstands- und Babymoden (Habitat/Mothercare-Übernahme in Großbritannien).

- Schließlich können neue Geschäftsfelder erkundet werden, indem ein Unternehmen in neue Tätigkeitsbereiche vordringt, die außerdem neue Fähigkeiten erfordern. Diese konglomeraten Akquisitionen sind häufig durch den Gedanken der Diversifikation bzw. Risikominderung geprägt, was im Lichte der Finanztheorie massiver Kritik ausgesetzt ist, da der individuelle Anleger sein Portfolio billiger nach seinen persönlichen Risikopräferenzen zusammenstellen kann. Allerdings können konglomerate Akquisitionen auch der Wertschöpfung dienen. Denkbar ist hier der Erwerb neuer Fähigkeiten oder Geschäftsfelder, die im langfristigen Interesse des Kerngeschäftes liegen und zu einem späteren Zeitpunkt eingegliedert werden sollen.

2.2. Kandidatensuche. Ausgehend von der eigenen Strategie, muß der Käufer potentielle Objekte bezüglich ihrer Attraktivität beurteilen. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, daß es sich bei dieser Sondierung um keinen isolierten Prozeß handelt, der nur auf den Kandidaten ausgerichtet ist, sondern daß die permanente Selbstreflexion eine wichtige Komponente dieser Aktivität ist. Nur so kann gewährleistet werden, daß der Übernahmekandidat nicht lediglich die „Wunschliste“ der gesuchten Ressourcen und Fähigkeiten abdeckt, sondern auch eine erfolgreiche Integration ermöglicht. Daß diese nicht allein durch das Aufsetzen neuer Strukturen und Verantwortlichkeiten gewährleistet ist, hat die Vergangenheit oft gezeigt. Das Anforderungsprofil eines Übernahmekandidaten muß deshalb neben der gewünschten Produkt/Markt/Technologie-Kombination weitere Dimensionen beinhalten, die bei der Beurteilung der in Frage kommenden Objekte zu berücksichtigen sind.

- Es sollte eine weitgehende Übereinstimmung in Bezug auf die Zielsetzung bestehen, wodurch der Koordination strategischer Überlegungen ein hohes Gewicht zukommt.
- Neben der Spezifizierung der Vorteilsquellen, die sich z. B. durch mögliche Synergien ergeben, ist eine detaillierte Analyse der Risiko- und Problemzonen unerlässlich, auch wenn dies eine eventuelle Opposition gegen die Transaktion stärken könnte. Als Instrument bietet sich hier u. a. eine Sensitivitätsanalyse an, mit der ungünstige Entwicklungen simuliert werden können.
- Häufig steht die finanzielle Analyse eines Zielunternehmens im Vordergrund (vgl. unten). Ohne deren Wichtigkeit zu verkennen, muß jedoch auch die organisatorische Anschlußfähigkeit berücksichtigt werden, d. h. wie das Objekt integriert werden kann bzw. wie bei einer eigenständigen Fortführung die nötigen Schnittstellen eingerichtet werden können, um die angestrebten Synergien zu erzielen.

Die in der Suchphase ermittelten Unternehmen werden in der Bewertungsphase anhand verfeinerter Kriterien überprüft, wobei sowohl strategische als auch finanzielle Aspekte in die Bewertung einfließen.

3. Die Akquisitionsphase. Im Kern dieser Phase steht die technische Abwicklung einer Transaktion. Dabei geht es sowohl um die oben angesprochenen Aspekte der Unternehmensbewertung als Hilfsmittel zur Preisfindung als auch um die →Due Diligence, die Finanzierung oder die Verhandlung. Hierzu stehen verschiedene Verfahren und Methoden unterstützend zur Verfügung.

3.1. Unternehmensbewertung. Eine Vielzahl der im Rahmen einer Unternehmensbewertung notwendigen Fragen kann nicht aus der Distanz beantwortet werden, sondern erst, nachdem der Kontakt mit der Zielgesellschaft und entsprechende Verhandlungen aufgenommen wurden. Damit können die einzelnen während einer Transaktion durchgeführten Aktivitäten nicht als sequentiell und unabhängig voneinander angesehen werden. Statt dessen besitzen sie einen interdependenten Charakter, der noch durch die teilweise parallele Durchführung einzelner Tätigkeiten unterstrichen wird. So kann der oft graduelle Informationszuwachs während des Verhandlungsprozesses die ursprüngliche Strategie oder das Suchprofil des Käufers beeinflussen.

Auch der Bewertungsvorgang wird häufig mit zunehmender Kenntnis des Akquisitionskandidaten mehrfach durchgeführt. Nachdem ein Unternehmen aufgrund des extern verfügbaren Datenmaterials als dem Anforderungsprofil entsprechend eingestuft wurde, wird man Kontakt mit dem Management der Zielgesellschaft aufnehmen, um die für eine konkrete Unternehmensbewertung notwendigen Informationen zu erhalten. Nach Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklärung wird dem Interessenten in der Regel ein Unternehmensprofil zur Verfügung gestellt, das die wesentlichen Daten der Zielgesellschaft enthält. In einem weiteren Schritt wird die Zielgesellschaft vom Management in einer Präsentation vorgestellt, was zusätzliche Erkenntnisse ermöglicht. Die Seriosität seines Interesses hat der Bidder bis zu diesem Zeitpunkt in der Regel durch die Unterzeichnung eines →Letters of Intent, d. h. einer Absichtserklärung, demonstriert. Die letzte Phase des Informationsgewinnungsprozesses stellt die Durchführung einer Due Diligence dar. In diesem Prozeß wird das Objekt durch den Kaufinteressenten vor Ort unter die Lupe genommen. Wichtige Bestandteile dieses Vorgangs sind Gespräche mit verantwortlichen Mitarbeitern und Managern, Betriebsbesichtigungen und die Einsicht in weitere Unterlagen. Durch die →Due Diligence wird in der Regel ein hoher Informationszuwachs erreicht, durch den es möglich ist, die Risiken einer Akquisition sowie mögliche Synergieeffekte genauer zu untersuchen.

3.1.1. Strategische Bewertung des Akquisitionskandidaten. Im Rahmen der strategischen Bewertung des Übernahmekandidaten werden Annahmen für die nachfolgende finanzielle Bewertung getroffen. Zugleich müssen Aspekte der gewählten Integrationsmethode Berücksichtigung finden, um die strategische Bewertung realistisch durchführen zu können. Zwar können die hier zu beantwortenden Fragen häufig aufgrund der Komplexität der Akquisitionsproblematik nicht abschließend und mit Sicherheit geklärt werden, sie stellen jedoch ein wertvolles Kommunikationsmittel dar, das den Erkenntnisgewinnungsprozeß beim Käuferunternehmen fördert.

Den Ausgangspunkt sollte eine Bewertung der Attraktivität der Branche und gegebenenfalls des Landes

bilden, womit die Einordnung der Zielgesellschaft in ihre Umwelt ermöglicht wird. Die Attraktivität einer Branche wird in erster Linie durch ihr Erfolgspotential beschrieben, das wiederum von der Marktstruktur und dem Verhalten der Marktteilnehmer beeinflusst wird. Die Marktstruktur beschreibt die Eigenschaften, die den Wettbewerb im Umfeld eines Unternehmens beeinflussen. Zu den wichtigsten strukturellen Determinanten eines Marktes zählen: die augenblickliche Marktgröße und die Wachstumsrate der Nachfrage, herrschende Kostenstrukturen, die Konzentration der Anbieter und Nachfrager, bestehende und zu erwartende Markteintritts- und -austrittsbarrieren, die Produktdifferenzierung und drohende Substitutionsmöglichkeiten sowie die Verhandlungsmacht der Lieferanten. Wichtig ist nun, wie die Wirtschaftssubjekte innerhalb des von der Marktstruktur gesteckten Rahmens agieren, was durch das Wettbewerbsverhalten ausgedrückt wird. Wichtige Elemente des Marktverhaltens sind die Preispolitik von Konkurrenz und Lieferanten, die Produktpolitik sowie die Strategien zur Verhinderung des Markteintritts neuer Wettbewerber und zur Disziplinierung der Konkurrenten. Ist eine Akquisition im Ausland beabsichtigt, kommt zusätzlich zu diesen Überlegungen den dort geltenden rechtlichen Vorschriften sowie sozialen, kulturellen und politischen Faktoren eine erhöhte Bedeutung zu.

Um die Wettbewerbsposition des Akquisitionskandidaten in dem jeweiligen Umfeld abschätzen zu können, muß eine Vielzahl unternehmensspezifischer Dimensionen beleuchtet werden. Neben allgemeinen Informationen zur Unternehmenshistorie, zur Größe und den Hauptaktivitäten sowie deren regionaler Verteilung gilt es, sich ein detailliertes Bild aller Unternehmensbereiche zu verschaffen. Ein Aspekt sind die Stärken und Schwächen der Produkte in den einzelnen Segmenten (Absatzzahlen, Rentabilität, Qualität, etc.) und deren Positionierung im Vergleich zur Konkurrenz, ausgedrückt durch den Marktanteil. Essentiell ist in diesem Zusammenhang auch, wie stark die Zielgesellschaft vom Erfolg einzelner Produkte abhängig ist, inwiefern dieser in Zukunft durch neue Konkurrenzprodukte bedroht ist und ob bereits neue erfolversprechende Produkte in der Entwicklung sind, d. h. ob die F & E-Aktivitäten des Unternehmens auf Sicht ein attraktives und erfolgreiches Produktportfolio versprechen. Die Kenntnis der Kunden und ihrer Wünsche sowie die Beziehung zu bzw. Abhängigkeit von ihnen muß ebenso betrachtet werden wie das Verhältnis des Akquisitionskandidaten zu seinen Lieferanten. Über die Kenntnis des formalen Organigramms hinaus gilt es, sich ein Bild von den Machtstrukturen innerhalb der Organisation und den vom Management verfolgten Motiven sowie dessen Stärken und Schwächen zu machen. Verbunden damit ist auch die Frage nach den Humanressourcen des Objekts. Hier interessieren insbesondere Punkte wie der Ausbildungsstand, die Altersstruktur und die Motivation der Belegschaft. Die Kenntnis der Vertragsstruktur (Lohnniveau, Sozialleistungen, Kündigungsfristen, Anteil und Ausgestaltung der Sonderarbeitsverträge) gibt darüber hinaus erste Anhaltspunkte für die mit einer eventuell beabsichtigten Anpassung der Mitarbeiterzahl verbundenen Kosten. Zusätzliche Aspekte sind die Beziehungen zu weiteren Stakeholdern wie z. B. den Aktionären, der Gewerkschaft und öffentlichen Stellen. Schließlich muß geklärt werden, ob dem Unternehmen Gefahren aus rechtlicher (z. B. schwebende Verfahren,

Produkthaftung, etc.) oder ökologischer (Bestehen von Altlasten; ökologische Vertretbarkeit und Sicherheit von Produktionsverfahren) Sicht drohen.

In einem weiteren Schritt der strategischen Unternehmensbewertung muß eruiert werden, in welchen Teilbereichen sich durch einen Zusammenschluß der beiden Gesellschaften eine Wertschöpfung erzielen läßt. Gleichzeitig muß auch darüber nachgedacht werden, wie das erkannte Wertschöpfungspotential ausgeschöpft werden soll. Neben den in Frage kommenden Realisierungsmethoden (sollen z. B. Ressourcen zusammengelegt werden oder soll technologisches bzw. Management-Know How ausgetauscht werden?) müssen auch die Geschwindigkeit und Reihenfolge der einzelnen Maßnahmen zur Wertschöpfung Teil der Überlegungen sein.

Zum Abschluß der strategischen Bewertung muß versucht werden, die wahrscheinlichen Folgen der Akquisition auf wichtige Beziehungen abzuschätzen. So lassen sich bei horizontalen Unternehmensübernahmen die Marktanteile von Käufer und Zielunternehmen nicht einfach addieren, weil häufig Abschmelzeffekte zu beobachten sind. In ähnlicher Weise führen Unternehmensübernahmen in vielen Fällen zu einer erhöhten Fluktuation des Managements und der Mitarbeiter beim übernommenen Unternehmen, was einen beträchtlichen Verlust an Know How auslösen kann. Schließlich darf nicht vergessen werden, daß ein Unternehmen durch eine Akquisition zwar neue Freiheitsgrade gewinnt, auf der anderen Seite aber auch Freiheitsgrade aufgibt. Deshalb muß auch berücksichtigt werden, welche Entwicklungsmöglichkeiten sich ein Unternehmen durch einen Zukauf verbaut, was noch einmal den grundsätzlichen Vergleich der beiden Alternativen Durchführung der Akquisition und Verzicht auf die Akquisition erzwingt.

Die in der strategischen Unternehmensbewertung gewonnenen Erkenntnisse dienen als Basis für die in der finanziellen Bewertung vorgenommenen Berechnungen, weshalb eine sorgfältige und möglichst umfangreiche Beantwortung der oben geschilderten Fragen essentiell ist und einen wichtigen Beitrag leistet, eine finanzielle Bewertung der Zielgesellschaft nach dem Prinzip „Garbage In – Garbage Out“ zu verhindern.

3.1.2. Finanzielle Bewertung des Akquisitionskandidaten. Das Problem der mangelnden Exaktheit der Aussagen gilt in erhöhtem Maße für die finanzielle Unternehmensbewertung. Dies liegt zum einen darin begründet, daß im Rahmen der strategischen Bewertung nicht alle Fragen beantwortet werden können, so daß das gewonnene Bild der Zielgesellschaft und ihrer Umwelt keineswegs exakt ist. Zum anderen trägt vor allem die mangelhafte Prognostizierbarkeit der zukünftigen Umweltzustände, die den Unternehmenswert in wesentlichem Maße beeinflussen, zu diesem Defizit bei. Aus diesem Grund ist in der Vergangenheit eine Vielzahl von Verfahren entwickelt worden, die eine zweckabhängige, funktionale Unternehmensbewertung erlauben. Die in der Praxis am häufigsten angewandten Methoden sollen hier in ihren Grundzügen dargestellt werden.

In nur wenigen Fällen kann auf einen Börsenwert zurückgegriffen werden, der allgemein als ein objektiver Bewertungsmaßstab gilt und auch dann angewandt werden kann, wenn ein mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbarer Wettbewerber an der Börse notiert ist. Da die Mehrzahl der Unternehmenskäufe in Deutschland mittelständische Unternehmen betrifft und

der Käufer eigenständige Ziele mit dem Objekt verfolgt, die es für ihn unerlässlich machen, eine subjektive Sichtweise einzunehmen, kann der Börsenkurs nur in Ausnahmefällen eine befriedigende Bewertungsgrundlage liefern.

Der Substanzwertmethode liegt die Fiktion zugrunde, daß die einzelnen Bestandteile des Unternehmens am Bewertungsstichtag zu ihrem Marktwert wiederbeschafft werden können. Ausgangsbasis zur Ermittlung der Einzelwerte bildet in der Praxis häufig die Bilanz, wobei die jeweiligen Buchwerte durch entsprechende Korrekturen an gegebenenfalls abweichende Marktwerte angepaßt werden, wodurch häufig stille Reserven aufgedeckt werden. Vorteil dieser Methode ist die relativ problemlose und einfach nachzuvollziehende Ermittlung des so definierten Unternehmenswertes, weshalb sie häufig als „objektiv“ bezeichnet wird. Das Bestreben, einen möglichst allgemein anerkannten Wertmaßstab anzuwenden, wird allerdings durch schwerwiegende Nachteile aufgewogen. Zum einen ist die Berücksichtigung immaterieller Vermögensgegenstände, soweit sie nicht aktiviert sind, äußerst problematisch und zum anderen fehlt der Substanzwertmethode aufgrund ihrer statischen Natur und ihrer Verwurzelung im Rechnungswesen eine Zukunftsorientierung, was ein entscheidendes Manko für die Ermittlung eines realistischen Unternehmenswertes darstellt. Der →Substanzwert war nach der deutschen Vereinigung bei Unternehmenskäufen in den neuen Bundesländern häufig die einzige verfügbare Größe und findet seine Anwendung auch bei aus Kostengründen motivierten Zusammenlegungen von Kapazitäten ertragsschwacher Partner. Naheliegender ist schließlich die Anwendung in Branchen, in denen die Unternehmen hohe Aktiva im Vergleich zu den laufenden Erträgen besitzen. Beispielhaft können hier Brauereunternehmen genannt werden, deren Wert nur unter starker Gewichtung solcher Vermögensgegenstände wie Grundstücke und Fuhrpark ermittelt werden kann.

Den Nachteil der Statik des Substanzwertverfahrens versucht die Ertragswertmethode zu schließen, indem sie den Unternehmenswert auf der Basis zukünftiger erwarteter Nettoentnahmen bzw. -ausschüttungen, die auf die Gegenwart abgezinst werden, ermittelt. Die diesem Ansatz zugrundeliegende Annahme liegt im →Going Concern, d. h. der Fortführung der Unternehmenstätigkeit, begründet. Zentrale Probleme dieses dynamischen Verfahrens, das bewußt von der Berücksichtigung des Vermögens abstrahiert, sind die Schwierigkeiten bei der Prognose der zukünftigen Einnahmen- oder Ertragsüberschüsse und die Wahl des risikoadäquaten Diskontierungszinssatzes. (Alternativ können die erwarteten →Sicherheitsäquivalente mit einem risikolosen Zinssatz diskontiert werden.) Damit kommt den im Rahmen der strategischen Unternehmensbewertung gewonnenen Erkenntnissen eine entscheidende Bedeutung zu. Zur Quantifizierung drohender Risiken wie z. B. fehlgeschlagener Investitionen oder einer ungünstigen Konjunkturentwicklung bietet sich die Verwendung von Szenariotechniken und die Durchführung von Sensitivitätsanalysen bzw. Monte-Carlo-Simulationen an, was zwar die Unsicherheit der Zukunft nicht reduziert, aber die Abschätzung der Gefahren ermöglicht.

Die insbesondere im angelsächsischen Raum angewandte Discounted Cash Flow-Methode basiert wie die Ertragswertmethode auf Überlegungen der dynamischen Investitionsrechnung. Hier werden grundsätzlich die Einnahmenüberschüsse aus der operativen Tätigkeit

vor Zinsen mit einem aus den von Eigen- und Fremdkapitalgebern geforderten Renditen gewogenen Kapitalkostensatz abdiskontiert. Neben Problemen bei der Bestimmung des Diskontierungsfaktors, die insbesondere bei nicht-börsennotierten Unternehmen auftreten, besteht auch hier die Ungewißheit bei der Prognose der zukünftigen Cash Flows.

Häufig werden Ertrags- und Substanzwert in einem Kombinationsverfahren, bei dem die Einzelwerte verschieden gewichtet werden können, angewandt. Diese Vorgehensweise ist zwar aus theoretischer Sicht nur schwer zu rechtfertigen, sie kann aber als zusätzlicher Ausgangspunkt für Vertragsverhandlungen dienen. Von besonderer praktischer Bedeutung ist in Deutschland das Stuttgarter Verfahren, das von der Finanzverwaltung zur Ermittlung des Wertes von nicht notierten Aktien und Unternehmensanteilen angewandt wird.

Schließlich werden in der Praxis Unternehmen häufig unter Zuhilfenahme von Multiplikatoren bewertet (→Buy Out: Finanzierung). Die dieser Vorgehensweise zugrundeliegende Annahme lautet, daß bei ähnlich strukturierten Transaktionen der Kaufpreis eines Objektes aufgrund der in der Vergangenheit bezahlten Preise abgeleitet werden kann. Dazu dienen branchenspezifisch berechnete Multiplikatoren, die sich auf Basisgrößen wie den Umsatz oder den Gewinn beziehen. Vorteil der Anwendung von Multiplikatoren ist sicherlich die extrem einfache Vorgehensweise. Da man jedoch selten weiß, aufgrund welcher Transaktionen sie berechnet wurden, bzw. welche Gründe bei den einzelnen Transaktionen zu den jeweiligen Kaufpreisen und damit den Multiplikatoren geführt haben, handelt es sich hier um keine individuelle Bewertung des Unternehmens, sondern um eine Projizierung historischer Kaufpreise auf den aktuellen Fall. Multiplikatoren können deshalb keine konkreten Unternehmenswerte liefern, sondern dienen häufig nur als Anhaltspunkte bzw. beschreiben eine Bandbreite der Preise, die zur Zeit in einer Branche erzielt werden können.

Im Rahmen der finanziellen Unternehmensbewertung ist es nicht zuletzt aus verhandlungstaktischen Gründen wichtig, den Unternehmenswert unter verschiedenen Annahmen zu berechnen. Den Ausgangspunkt sollte das Unternehmen in seiner augenblicklichen Verfassung, d. h. mit seinen Vermögensgegenständen und erwarteten Zahlungs- bzw. Gewinnströmen unter der Fiktion der unveränderten Unternehmensfortführung bilden. In einem zweiten Schritt müssen die erwarteten Synergieeffekte quantifiziert und in die Kalkulation mit einbezogen werden, womit der Käufer seine Preisobergrenze festlegt. Gleichzeitig sollte man sich ein Bild von den Optionen des Verkäufers schaffen, um in etwa dessen Verhandlungsspielraum einschätzen zu können. Diese verschiedenen Motive, aber auch die individuelle Kombination von Akquisitionsziel, -kandidat und dessen Situation, rechtfertigen die Anwendung mehrerer Bewertungsverfahren, um den jeweiligen Zweck bestmöglich zu erfüllen. Zudem läßt die oben skizzierte Kritik an den einzelnen Verfahren es nicht ratsam erscheinen, sich auf nur eine Methode zu stützen. Durch die parallele Anwendung mehrerer Verfahren kann versucht werden, die Unsicherheiten und Defizite der einzelnen Verfahren auszugleichen. So ist es nicht verwunderlich, daß in der Praxis fast ausnahmslos auf mehrere Bewertungsmethoden zurückgegriffen wird.

Häufig zu beobachtende Fehler und Mängel während der Unternehmensbewertung führen typischerweise zu

Überbewertungen und stellen einen wichtigen Grund für das Fehlschlagen von Akquisitionen dar. Besonders gravierende Überbewertungen ergeben sich dann, wenn die Entscheidung für eine Akquisition bereits vorab gefallen ist und der Wunschkandidat bereits feststeht. In ähnlicher Weise führt der Verzicht auf eine sorgfältige strategische Unternehmensbewertung oder die Beschränkung auf eine oberflächliche Analyse zu unrealistischen Annahmen über die Erfolgsfaktoren und die Wettbewerbsposition des Akquisitionskandidaten. Die unrealistische Einschätzung von Synergiepotentialen und die optimistische Vernachlässigung von Integrationsproblemen und -kosten bilden weitere ernstzunehmende Fehlerquellen. Schließlich werden durch methodologische Fehler bei der Prognose der relevanten Zahlungsströme und der Festlegung des risikoadäquaten Diskontierungsfaktors Akquisitionen zu optimistisch bewertet und damit zum Scheitern verurteilt.

3.2. Verhandlungsphase und Closing. Nachdem im Käuferunternehmen ein schlüssiges Konzept mit den Bedingungen für die Übernahme des Akquisitionskandidaten ausgearbeitet wurde, kann man in die konkrete Verhandlungsphase eintreten. Diese beginnt in der Regel nach der Unterzeichnung eines →Letters of Intent und führt über den Abschluß eines Vorvertrages bis zur endgültigen Einigung im Kaufvertrag. In diesem Prozeß sind neben der Festlegung des Kaufpreises und dem Zeitpunkt des Betriebsübergangs eine Reihe weiterer Modalitäten zu klären, auch wenn ersterer natürlich im Zentrum des Interesses steht. Aufgrund der →asymmetrischen Informationsverteilung – der Verkäufer kennt sein Unternehmen naturgemäß besser als der Käufer –, versucht sich der Bidder gegen hieraus resultierende Risiken zu schützen. Eine Möglichkeit besteht in der Durchsetzung von →Garantien im Kaufvertrag. Durch Bilanzgarantien soll sichergestellt werden, daß einzelne Aktiva nicht zu hoch bzw. Passiva nicht zu niedrig bewertet sind. Abweichungen, die bei der späteren Prüfung eines Abschlusses festgestellt werden, müssen dann vom Verkäufer ausgeglichen werden. In ähnlicher Weise kann sich der Käufer das Ergebnis der ersten Jahre nach der Akquisition garantieren lassen. Durch Earn Out-Modelle, die auch in Deutschland immer häufiger Anwendung finden, kann ein Teil des Kaufpreises an die Ergebnisse der nachfolgenden Jahre gekoppelt werden, wobei der Restbetrag sofort geleistet wird. Ferner gilt es, sich über die Zahlungsweise des Kaufpreises zu einigen. Hier gewinnt die Form des Aktientauschs zunehmend an Bedeutung, während früher bei den meisten Transaktionen eine Barzahlung vereinbart wurde. Daneben ist auch eine Kaufpreiszahlung mittels Schuldverschreibungen oder eine Kombination der genannten Formen denkbar.

Für den Käufer ist es erstrebenswert, die Schlüsselpositionen einnehmenden Mitarbeiter der Zielgesellschaft langfristig zu binden, was entsprechend im Kaufvertrag berücksichtigt werden kann. Zusätzliches Know How kann durch den Abschluß von Geschäftsführungs- oder Beraterverträgen mit den verkaufenden Eigentümern gesichert werden. Durch die Vereinbarung eines Wettbewerbsverbotes für den Verkäufer wird zugleich für einen gewissen Zeitraum dessen Auftreten als Konkurrent ausgeschlossen.

In der Verhandlungsphase darf die Wichtigkeit des menschlichen Faktors nicht unterschätzt werden. Erfolgversprechende Akquisitionsverhandlungen sind nicht

selten aufgrund eines fehlenden Vertrauens oder eines mangelhaften persönlichen Kontakts zwischen den beiden Seiten abgebrochen worden. Dafür entsteht für den Kaufinteressenten das Dilemma, dem Verkäufer ausreichende Informationen zu liefern, um das notwendige Vertrauen zu schaffen, auf der anderen Seite aber nicht zu viele Details preiszugeben, die in den Vertragsverhandlungen zum eigenen Nachteil verwendet werden können.

Am Ende der Verhandlungsphase steht der Vertragsabschluß und das Closing, d. h. die Umsetzung der wesentlichen im Vertrag festgelegten Bedingungen und der Übergang der Verfügungsmacht an den neuen Eigentümer.

3.3. Exkurs: Abwehrstrategien bei feindlichen Übernahmen. Zwar stellen feindliche Übernahmen (Hostile Takeovers) eher den Ausnahmefall in der deutschen M & A-Geschichte dar, dennoch genießen dieses Phänomen und mögliche Abwehrmaßnahmen, die das Management des Zielunternehmens vornehmen kann, traditionell ein hohes Interesse in Theorie und Praxis. Ein Übernahmeversuch kann aus der Perspektive des Managements aus persönlichen Gründen, wie drohenden Macht-, Lohn- oder Prestigeeinbußen, oder aus sachlichen Gründen als feindlich eingestuft werden. In letzterem Fall kann das Management der Meinung sein, das den Aktionären unterbreitete Übernahmeangebot sei zu niedrig oder durch den Zusammenschluß entstünden keine ausreichenden Synergieeffekte, die die Übernahme rechtfertigen würden. Insbesondere in den USA wurde eine Vielzahl von Vorgehensweisen entwickelt, die ein Hostile Takeover verhindern sollen. Dabei gibt es zwei generelle Strategien, die hier verfolgt werden können. Die erste Möglichkeit liegt darin, die Übernahme für den Bidder zu erschweren bzw. unmöglich zu machen, während die Alternative darin besteht, das eigene Unternehmen durch entsprechende Manöver für den potentiellen Käufer unattraktiv zu machen. Aufgrund des Gleichbehandlungsgebotes und der Treuepflicht der Unternehmensleitung ist jedoch die Mehrzahl der denkbaren Abwehrmanöver in Deutschland nicht zulässig. Grundsätzlich ist auch anzumerken, daß Abwehrstrategien feindliche Übernahmen meist nicht verhindern können, sondern lediglich deren Wahrscheinlichkeit reduzieren.

Vor der Abgabe eines feindlichen Übernahmeangebotes kann das Management präventive Maßnahmen ergreifen. Viele dieser Vorkehrungen sind an die Änderung der Satzung gebunden und werden als Shark Repellents bezeichnet. Denkbar sind in Deutschland u. a.:

- Durch den Aufkauf eigener Aktien sind für den Bidder weniger Anteile verfügbar, was für ihn die Übernahme der Kontrolle erschwert. In Deutschland ist das Halten eigener Anteile nur äußerst eingeschränkt zulässig, was jedoch durch ein „Parken“ von Anteilen bei Dritten umgangen werden kann.
- Durch eine Satzungsänderung können die Voraussetzungen für eine angeordnete Zwangseinziehung festgelegt werden, d. h. die davon betroffenen Anteile werden eingezogen und die Aktionäre abgefunden. Eine niedrig festgelegte Abfindungssumme kann einen potentiellen Bidder, soweit er nicht von vornherein eine 100%ige Beteiligung anstrebt, abschrecken, allerdings ist der Geltungsbereich nur auf Aktien begrenzt, die nach der Satzungsänderung emittiert wurden.

- Vinkulierte Namensaktien können durch einen entsprechenden Satzungsbeschluß nur mit Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden, womit die Fungibilität dieser Anteile entscheidend begrenzt ist. Allerdings ist eine nachträgliche Vinkulierung nur mit Zustimmung des jeweils betroffenen Aktionärs möglich, so daß diese Abwehrmaßnahme in erster Linie einen Präventivcharakter besitzt.
- Durch wechselseitige Verflechtungen kann der erwerbbare Anteil des Kapitals wirkungsvoll reduziert werden. Bei bilateralen inländischen Verflechtungen gilt allerdings eine Grenze von 25%, bis zu der Beteiligungsrechte geltend gemacht werden können, so daß hier Verflechtungen mit ausländischen Partnern wirkungsvoller sind. Bereits bei vier beteiligten Unternehmen sind Verflechtungen derart konstruierbar, daß keine der Gesellschaften gegen ihren Willen übernommen werden kann. Allerdings können hier kartellrechtliche Bedenken entstehen, und außerdem besteht die latente Gefahr, daß sich mehrere Gesellschaften arrangieren, um eine der so verbundenen Gesellschaften zu beherrschen. Denkbar ist auch die sogenannte Pac Man-Abwehr, nach der das Zielunternehmen seinerseits eine Übernahmeofferte für den Bidder abgibt.
- Außerdem sind in Deutschland in Ausnahmefällen Mehrfachstimmrechte, Stimmrechtsbeschränkungen und Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluß (Poison Pills) möglich.

Darüber hinaus haben sich in den USA zusätzliche präventive Abwehrformen entwickelt, die jedoch in Deutschland nicht zulässig sind:

- Durch Staggered Board Elections wird die Amtsdauer der Aufsichtsratsmitglieder dergestalt verteilt, daß jedes Jahr nur ein Teil zur Wiederwahl steht und die übernehmende Gesellschaft nicht sofort die Kontrolle übernehmen kann.
- Golden Parachutes legen hohe Abfindungen für das amtierende Management im Falle einer Übernahme fest (in den USA sehr verbreitet, in Deutschland aufgrund des Angemessenheitsgebotes unzulässig).

Neben der bereits erwähnten Pac Man-Strategie gibt es weitere Abwehrformen, die erst nach der Konfrontation mit einem Übernahmeangebot eingesetzt werden. Viele der oben genannten Abwehrmaßnahmen sind zwar generell auch zu diesem Zeitpunkt noch möglich, allerdings ist es für ihre Anwendung dann häufig bereits zu spät. In Deutschland sind folgende Varianten denkbar:

- Um sich für den Käufer „unverdaulich“ zu machen, kann ein Unternehmen selbst akquisitorisch tätig werden (Defensive Merger). Damit kann erreicht werden, daß die finanziellen Mittel des Bidders nicht ausreichen oder daß er aus kartellrechtlichen Gründen die Akquisition unterlassen muß.
- Durch die Veräußerung von Crown Jewels, d. h. für den Bidder besonders wertvolle und interessante Vermögensgegenstände, kann das Target seine Attraktivität verringern. Unzulässig ist diese Vorgehensweise in Deutschland i. d. R., wenn sie mit sogenannten Lock Ups – Optionsrechte für Dritte auf die betreffenden Vermögensgegenstände – verbunden ist. In extremen Fällen, besonders wenn Aktiva weit unter ihrem Wert verschleudert werden, spricht man von einer Strategie der verbrannten Erde (Scorched Earth Strategy).
- Wie im vorigen Punkt spricht man von einem White Knight, wenn ein Drittunternehmen nicht nur einzelne Vermögensgegenstände, sondern das ganze Un-

ternehmen übernimmt. Zwar konnte dann eine Übernahme nicht mehr verhindert werden, allerdings konnte man dann bessere Konditionen realisieren, als sie mit dem feindlichen Übernahmeangebot verbunden gewesen wären.

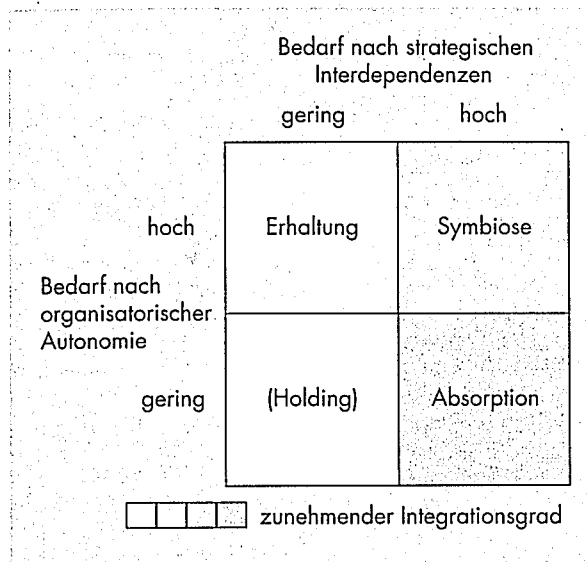
Grundsätzlich sind immer die erwarteten Folgewirkungen abzuschätzen, da im Einzelfall die Abwehr oder Abschreckung einer feindlichen Übernahme tiefgreifende negative Auswirkungen auf den Geschäftsbetrieb haben kann. So kann z. B. die Pac Man-Abwehr zu nicht entflechtbaren Verbindungen führen, so daß die beteiligten Unternehmen von einem Dritten übernommen werden müssen. Auch eine Scorched Earth Strategy oder eine Fat Man Strategy sind in vielen Fällen betriebswirtschaftlich nicht zu rechtfertigen, weshalb, falls sie realisiert werden, die Aktionäre die Leidtragenden solcher Aktionen sind.

4. Post-Akquisition: Integration und Erfolg. Obwohl die Transaktion per se mit dem Übergang der Verfügungsgewalt abgeschlossen ist, schließt sich mit der Post-Akquisitionsphase der entscheidende Abschnitt im Akquisitionsprozeß an, denn nach der erfolgten Übernahme gilt es, die Wertsteigerungspotentiale entsprechend der strategischen Vorgabe zu realisieren. Vor Aufnahme der konkreten Integrationsaktivitäten werden diese im allgemeinen in einer Vorbereitungsphase in die Wege geleitet. Wichtige Aktivitäten dieses Abschnittes sind u. a. die Organisation des Schnittstellen-Managements, die Diagnose der Unterschiede und Gemeinsamkeiten, der Aufbau von Vertrauen und gegenseitigem Verständnis und eine Anpassung der gemeinsamen Zielvorgaben. Diese Übergangsphase darf jedoch nicht zu lange dauern, um insbesondere bei den Mitarbeitern der übernommenen Gesellschaft die Unsicherheit nicht zu groß werden zu lassen und um die Phase der Unsicherheit für die Umsetzung der gewünschten Veränderungen zu nutzen, was zu einem späteren Zeitpunkt oft mit mehr Problemen verbunden ist.

Die Länge der Vorbereitungsphase und die sich anschließenden Integrationsmaßnahmen richten sich in erster Linie am zur Realisierung des Wertsteigerungspotentials angestrebten Integrationsgrad aus. Dieser wird nach Haspeslagh, Jemison vor allem durch die Ausprägung und das Verhältnis zweier Dimensionen ermöglicht. Auf der einen Seite handelt es sich um die Notwendigkeit von organisatorischer Autonomie bei Erwerber und Objekt, die damit zu begründen ist, daß beim Objekt gerade durch die organisatorische Eigenständigkeit in der Vergangenheit die vom Erwerber gesuchten Fähigkeiten entstanden sind und durch eine zu starke Bindung zerstört werden könnten. Auf der anderen Seite geht es um den Bedarf an gegenseitiger strategischer Abhängigkeit, die sich aus den Akquisitionszielen ableiten läßt, denn nur durch das Auflösen von Grenzen und Hindernissen zwischen den Partnern können Fähigkeiten übertragen werden und so zur Realisierung des Wertschöpfungspotentials beitragen. Durch die Kombination der beiden Faktoren erhält man die in Abb. 2 beschriebene Klassifikation von Integrationstypen.

- Von einer Holding-Akquisition wird dann gesprochen, wenn die operative Verknüpfung gering ist, d. h. sowohl der Bedarf an strategischer Abhängigkeit als auch an Autonomie gering ist. Diese Akquisitionen basieren mehrheitlich auf finanzwirtschaftlichen Überlegungen, und die geschaffenen Verknüpfungen

Abb. 2: Integrationstypen nach Haspeslagh, Jemison



beschränken sich auf Aktivitäten im Finanzbereich, wie einen Kapitaltransfer oder den Gedanken der Risikoverteilung. Der Gedanke der Wertschöpfung wird nur in einzelnen Fällen durch ein besseres allgemeines Management verfolgt, i. d. R. handelt es sich um wertmitnehmende Akquisitionen, die nicht von der Intention der anschließenden Integration begleitet sind.

- Wenn der erforderliche Autonomiegrad des Objektes gering, die notwendige strategische Interdependenz dagegen hoch ist, handelt es sich um eine Absorptionsakquisition. Die Grenzen zwischen Erwerber und Objekt werden im Verlauf der Integrationsphase aufgelöst, was zu einer gemeinsamen Nutzung der Ressourcen führt. Rationalisierungsmaßnahmen bieten sich hier insbesondere in den Bereichen der Wertkette an, die durch die Zusammenlegung mehrfach vorhanden sind.
- Im entgegengesetzten Fall der Erhaltungskquisition (hohes Maß an Autonomie, geringer Grad an strategischer Interdependenz) wird das Objekt weitgehend unverändert fortgeführt. Die Wertsteigerung wird hier durch bilaterale Lernprozesse und den Transfer von allgemeinen Management-Fähigkeiten anvisiert.
- In die letzte Kategorie der symbiotischen Akquisitionen fallen Übernahmen, bei denen sowohl ein hohes Bedürfnis an organisatorischer Selbständigkeit als auch an strategischer Abhängigkeit im Vordergrund stehen. Weil beide Aspekte bei diesem Typus große Wichtigkeit besitzen, stellt er für das Management eine besondere Herausforderung dar. Eigenständigkeit und Kultur der Gesellschaften werden gewahrt, aber gleichzeitig werden im Laufe der Zeit die bestehenden Grenzen durchlässig gemacht und die Wertsteigerung durch die Übertragung funktionaler Fähigkeiten erreicht.

Die hohe Komplexität, die mit dem Eingriff in soziale Systeme verbunden ist, wird dadurch unterstrichen, daß jedem der drei Integrationstypen eine zentrale Paradoxie zuzuordnen ist. Die Absorptionsakquisition führt zu einem Anpassungsparadox, weil gerade die zentralen Geschäftsbereiche aufgrund hoher Machtbasen und

Abb. 3: Ergebnisse empirischer Studien zum Akquisitionserfolg

Studie, Jahr, Land, Umfang, Betrachtungszeitraum	Erfolgsbeurteilung		
	Erfolg	unklar	Mißerfolg
Bamberger (1993), D, 397 Akquisitionen (1980-1991)	63%	17%	20%
Harbison, Silver (1984), EU, >200 Diversifikationen (1970-1984)	37%	45%	18%
Hunt et al. (1987), GB, 60 Akquisitionen (1980-1985)	55%	20%	25%
Kaufmann (1990), CH, 27 Akquisitionen (1987-1988)	67%	22%	11%
Kitching (1967), USA, 69 Akquisitionen (1960-1965)	68%	4%	28%
Kitching (1974), EU, 90 Akquisitionen (1965-1970)	53%	17%	30%
Möller (1983), D, 100 Akquisitionen (1970-1979)	36%	26%	38%
Porter (1988), USA, 3788 Diversifikationen (1950-1986)	47%		53%

Anpassungswiderstände nicht reibungslos und schnell genug angepaßt werden können. Im Fall der erhaltenen Akquisition ist ein Unabhängigkeitsparadox zu beobachten, denn gerade durch die Fokussierung auf Lernprozesse wird dem Objekt ein Teil seiner Autonomie entzogen, die die Basis seines bisherigen Erfolges dargestellt hat. Ein Handlungsparadox ergibt sich bei symbiotischen Akquisitionen, da die Partner gleichzeitig ein hohes Maß an Interaktion und einen hohen Autonomiegrad anstreben müssen. Schließlich wird durch die Möglichkeit, einzelne Unternehmensbereiche in unterschiedlicher Intensität zu integrieren, d. h. durch ein Nebeneinander der verschiedenen Integrationstypen, die Komplexität weiter gesteigert. So ist ohne weiteres eine parallele Weiterführung der F & E-Bereiche bei gleichzeitiger Zusammenlegung der Vertriebe denkbar. Im Einzelfall scheitern viele Akquisitionsversuche an der Lösung dieser Probleme, was dazu beiträgt, daß empirische Studien in der Vergangenheit überwiegend zu dem Schluß kommen, daß bei weitem nicht alle Akquisitionsversuche als Erfolg gewertet werden können (vgl. Abb. 3).

Zwar kann nicht beurteilt werden, wie sich die einzelnen Unternehmen bei einer Unterlassung der Akquisition entwickelt hätten, dennoch ist insgesamt eine offensichtliche Diskrepanz zwischen den mit einer Unternehmensübernahme verbundenen Zielen und de-

Abb. 4: Dimensionen der Realisierung des Wertsteigerungspotentials

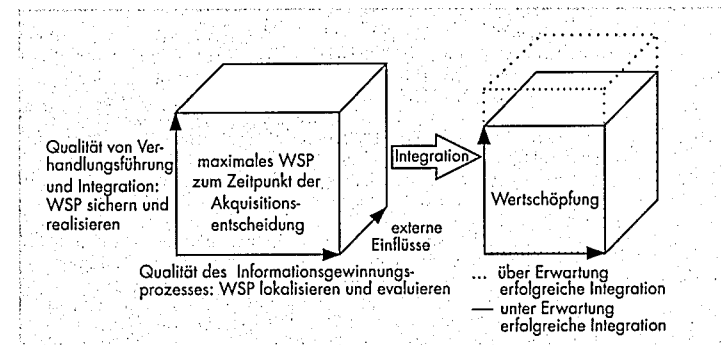
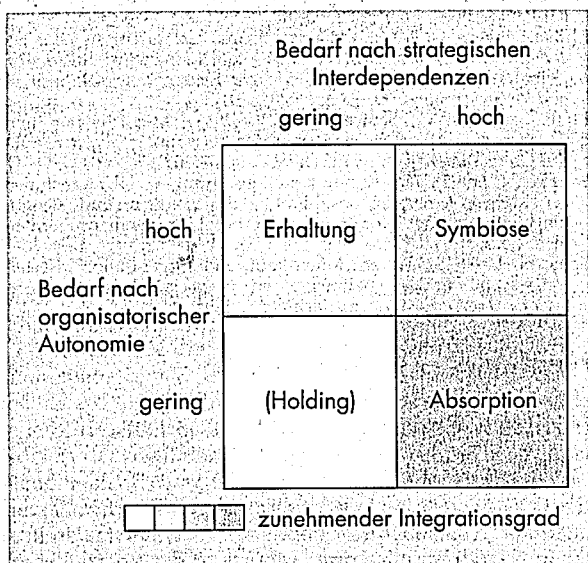


Abb. 2: Integrationstypen nach Haspeslagh, Jemison



beschränken sich auf Aktivitäten im Finanzbereich, wie einen Kapitaltransfer oder den Gedanken der Risikoverteilung. Der Gedanke der Wertschöpfung wird nur in einzelnen Fällen durch ein besseres allgemeines Management verfolgt, i. d. R. handelt es sich um wertmitnehmende Akquisitionen, die nicht von der Intention der anschließenden Integration begleitet sind.

- Wenn der erforderliche Autonomiegrad des Objektes gering, die notwendige strategische Interdependenz dagegen hoch ist, handelt es sich um eine Absorptionsakquisition. Die Grenzen zwischen Erwerber und Objekt werden im Verlauf der Integrationsphase aufgelöst, was zu einer gemeinsamen Nutzung der Ressourcen führt. Rationalisierungsmaßnahmen bieten sich hier insbesondere in den Bereichen der Wertkette an, die durch die Zusammenlegung mehrfach vorhanden sind.
- Im entgegengesetzten Fall der Erhaltungsakquisition (hohes Maß an Autonomie, geringer Grad an strategischer Interdependenz) wird das Objekt weitgehend unverändert fortgeführt. Die Wertsteigerung wird hier durch bilaterale Lernprozesse und den Transfer von allgemeinen Management-Fähigkeiten anvisiert.
- In die letzte Kategorie der symbiotischen Akquisitionen fallen Übernahmen, bei denen sowohl ein hohes Bedürfnis an organisatorischer Selbständigkeit als auch an strategischer Abhängigkeit im Vordergrund stehen. Weil beide Aspekte bei diesem Typus große Wichtigkeit besitzen, stellt er für das Management eine besondere Herausforderung dar. Eigenständigkeit und Kultur der Gesellschaften werden gewahrt, aber gleichzeitig werden im Laufe der Zeit die bestehenden Grenzen durchlässig gemacht und die Wertsteigerung durch die Übertragung funktionaler Fähigkeiten erreicht.

Die hohe Komplexität, die mit dem Eingriff in soziale Systeme verbunden ist, wird dadurch unterstrichen, daß jedem der drei Integrationstypen eine zentrale Paradoxie zuzuordnen ist. Die Absorptionsakquisition führt zu einem Anpassungsparadox, weil gerade die zentralen Geschäftsbereiche aufgrund hoher Machtbasen und

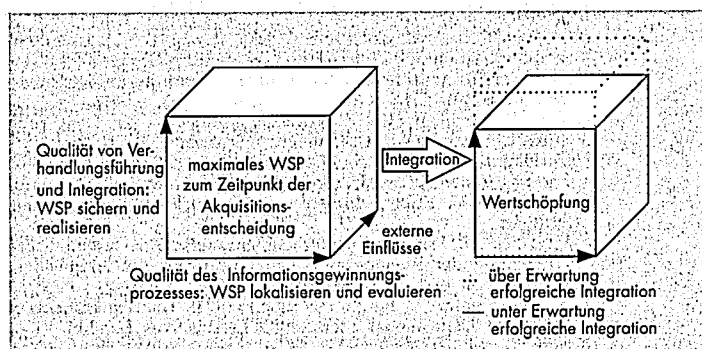
Abb. 3: Ergebnisse empirischer Studien zum Akquisitionserfolg

Studie, Jahr, Land, Umfang, Betrachtungszeitraum	Erfolgsbeurteilung		
	Erfolg	unklar	Mißerfolg
Bamberger (1993), D, 397 Akquisitionen (1980–1991)	63%	17%	20%
Harbison, Silver (1984), EU, >200 Diversifikationen (1970–1984)	37%	45%	18%
Hunt et al. (1987), GB, 60 Akquisitionen (1980–1985)	55%	20%	25%
Kaufmann (1990), CH, 27 Akquisitionen (1987–1988)	67%	22%	11%
Kitching (1967), USA, 69 Akquisitionen (1960–1965)	68%	4%	28%
Kitching (1974), EU, 90 Akquisitionen (1965–1970)	53%	17%	30%
Möller (1983), D, 100 Akquisitionen (1970–1979)	36%	26%	38%
Porter (1988), USA, 3788 Diversifikationen (1950–1986)	47%		53%

Anpassungswiderstände nicht reibungslos und schnell genug angepaßt werden können. Im Fall der erhaltenen Akquisition ist ein Unabhängigkeitsparadox zu beobachten, denn gerade durch die Fokussierung auf Lernprozesse wird dem Objekt ein Teil seiner Autonomie entzogen, die die Basis seines bisherigen Erfolges dargestellt hat. Ein Handlungsparadox ergibt sich bei symbiotischen Akquisitionen, da die Partner gleichzeitig ein hohes Maß an Interaktion und einen hohen Autonomiegrad anstreben müssen. Schließlich wird durch die Möglichkeit, einzelne Unternehmensbereiche in unterschiedlicher Intensität zu integrieren, d. h. durch ein Nebeneinander der verschiedenen Integrationstypen, die Komplexität weiter gesteigert. So ist ohne weiteres eine parallele Weiterführung der F & E-Bereiche bei gleichzeitiger Zusammenlegung der Vertriebe denkbar. Im Einzelfall scheitern viele Akquisitionsversuche an der Lösung dieser Probleme, was dazu beiträgt, daß empirische Studien in der Vergangenheit überwiegend zu dem Schluß kommen, daß bei weitem nicht alle Akquisitionsversuche als Erfolg gewertet werden können (vgl. Abb. 3).

Zwar kann nicht beurteilt werden, wie sich die einzelnen Unternehmen bei einer Unterlassung der Akquisition entwickelt hätten, dennoch ist insgesamt eine offensichtliche Diskrepanz zwischen den mit einer Unternehmensübernahme verbundenen Zielen und de-

Abb. 4: Dimensionen der Realisierung des Wertsteigerungspotentials



ren Erreichungsgrad festzustellen. Dies kann partiell durch Veränderungen in der Umwelt erklärt werden, liegt jedoch mehrheitlich in einem suboptimalen Management der Wertschöpfungspotentiale begründet. Dieser Zusammenhang ist in Abb. 4 zusammengefaßt.

Bereits durch das Festlegen eines Anforderungsprofils und die Auswahl der in Frage kommenden Unternehmen wird das realisierbare WSP durch den Ausschluß anderer Möglichkeiten eingeschränkt. Ist die Entscheidung zur Akquisition eines Unternehmens getroffen, besitzt das Management eine Vorstellung über das maximal auszuschöpfende Wertschöpfungspotential, das bei einem optimalen Verlauf der Vertragsverhandlungen und einem wunschgemäßen Verlauf der Integration der Gesellschaft realisierbar ist. Der Unterschied zu der realisierten Wertschöpfung entsteht sowohl durch die während des Akquisitionsprozesses durchgeführten Maßnahmen als auch durch Veränderungen der Unternehmensumwelt. Das subjektiv erkannte WSP wird sich während der Bewertungsphase und der Integrationsphase aufgrund des Informationszuwachses verändern, d. h. im Idealfall vergrößern. Durch die Konditionen des Kaufvertrages und insbesondere die Höhe des Kaufpreises wird der Erfolg der Akquisition direkt beeinflusst. In der sich anschließenden Integrationsphase wird aufgrund von Problemen nur ein Teil der lokalisierten und gesicherten Wertschöpfungspotentiale umgesetzt werden. Zeitliche Verzögerungen, das Ausscheiden wichtiger Mitarbeiter oder die Vernachlässigung der kulturellen Komponente können hier beispielhaft genannt werden. Letztendlich wird die Höhe des WSP auch durch Veränderungen des Marktes beeinflusst werden. Der Neueintritt oder das Ausscheiden von Konkurrenten kann aufgrund der zu erwartenden Auswirkungen auf die Margen und die Absatzmenge den Erfolg der Akquisition entscheidend beeinflussen.

Der hier dargestellte Zusammenhang unterstreicht noch einmal die Wichtigkeit, eine Akquisition als einen ganzheitlichen Prozeß zu verstehen. In diesem Prozeß gilt es, sich des jeweiligen Beitrags zum Management des Wertsteigerungspotentials bewußt zu sein, was zur Konsequenz hat, daß keine Phase vernachlässigt werden darf und danach gestrebt werden sollte, sie insgesamt optimal zu gestalten.

Günter Müller-Stewens, Michael Schäfer

Ergänzende Stichwörter

Buy Out: Erscheinungsformen • Due Diligence • Kapitalmarkt: Grundlagen • Merger & Acquisition: Grundlagen • Merger & Acquisition: Transaktionsberatung • Steuern in besonderen Anlässen • Unternehmensrestrukturierung

Literatur

- Busse von Colbe, W., Coenenberg, A. G. (Hrsg.) (1992), Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, Stuttgart.
 Funk, J. (1995), Aspekte der Unternehmensbewertung in der Praxis, in: ZfbF, S. 491–514.
 Gomez, P., Weber, B. (1989), Akquisitionsstrategie – Wertsteigerung durch Übernahme von Unternehmen, Stuttgart, Zürich.
 Haspeslagh, P. C., Jemison, D. B. (1991), Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal, New York.
 Jung, H. (1993), Erfolgsfaktoren von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart.
 Jung, W. (1993), Praxis des Unternehmenskaufs: Eine systematische Darstellung der Planung und Durchführung einer Akquisition, 2., überarb. u. erw. Aufl., Stuttgart.
 Krogh, G., Sinatra, A., Singh, H. (Hrsg.) (1994), The Management of Corporate Acquisitions: International Perspectives, London.
 Krüger, W., Müller-Stewens, G. (1994), Matching Acquisition Policy

- and Integration Style, in: Krogh, G., Sinatra, A., Singh, H. (Hrsg.): The Management of Corporate Acquisitions: International Perspectives, London, S. 50–87.
 Müller-Stewens, G. (1992), Organisationspsychologische Aspekte bei der Integration von Unternehmensakquisitionen, in: Busse von Colbe, W., Coenenberg, A. G. (Hrsg.): Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, Stuttgart.
 Pfaffenberger, W. C., Schwegmann, V. (1991), Möglichkeiten und Grenzen von Abwehrmaßnahmen der Verwaltung gegen feindliche Übernahmeangebote, in: DBW, S. 561–580.
 Salecker, J. (1995), Der Kommunikationsauftrag von Unternehmen bei Mergers & Acquisitions. Problemdimensionen und Gestaltungsoptionen der Kommunikation bei Unternehmensübernahmen, Bern.
 Spickers, J. (1995), Unternehmenskauf und Organisation: Gestaltungs- und Erklärungsdimensionen eines ganzheitlich-systemorientierten Akquisitionsmanagements, Bern.

Metallismus s. Geldlehre: Geschichte

Mevissen, Gustav von. * 20. 5. 1815 Dülken/Rheinland, † 13. 8. 1899 Godesberg, 1884 nobilitiert.

Der Fabrikantensohn, Industrielle und Bankier betätigte sich, wie so viele seiner damaligen Berufskollegen, auch als (rechtsliberaler) Politiker. Als Unterstaatssekretär im Handelsministerium gehörte er der (kurzlebigen) Paulskirchen-Regierung an und war einer der Gründer der legendären Rheinischen Zeitung, an der auch Karl Marx mitwirkte. Erich Achterberg fragte 1963 zu Recht: War er Politiker, Sozialphilosoph, Industrieller oder gar Bankier? Seine Versuche, eine kölnische Bank sowie eine Rheinische Hypothekenbank am Niederrhein zu errichten, waren nicht von Erfolg gekrönt, so daß er die berufliche Erfüllung in der Sparte Kreditwirtschaft bei der Sanierung des Schaaffhausenschen Bankvereins fand, dessen Direktion er (auf Wunsch der preußischen Regierung) von 1848 bis 1875 angehörte. Schaaffhausen wurde die erste (und bis 1870 einzige) Aktienbank in Preußen. Außerdem war Mevissen erster Verwaltungsratspräsident der Bank für Handel und Industrie sowie ihres Schwesterinstitutes, der (Noten-)Bank für Süddeutschland, beide in Darmstadt, seit 1853.

Wenige Jahre später betreibt er daneben, wiederum gemeinsam mit →Abraham Oppenheim die Gründung der Kölnischen Privatbank sowie der Internationalen Bank in Luxemburg, beides kombinierte Geschäfts- und Notenbanken. Von seiner gestaltenden Kraft künden zahlreiche Industrie- und Versicherungsmandate. Auch initiierte er die Kölner Handelshochschule, der er ein generöser Finanzier war. Ein Jahr nach seiner Nobilitierung, also 1885, ehrt ihn die Bonner Universität mit dem juristischen Dr. h. c.

Literatur

- Achterberg, E. (1963), Gustav von Mevissen, in: Lebensbilder deutscher Bankiers, Frankfurt a. M.
 Hansen, J. (1906), Gustav von Mevissen, Berlin.

Mezzanine-Kapital. Nachrangiges, größtenteils unbesichertes Fremdkapital mit entsprechend höherer Risikoverzinsung für Management-, präziser für Leveraged Buy Outs. Der Begriff [Mezzanine: frz./it. Zwischengeschloß, Puffer] deutet auf die Zwischenstellung des Kapitals zwischen besichertem Fremdkapital und unbesichertem Eigenkapital hin. Dieses nachrangige Kapital wird bei größeren Transaktionsvolumina nochmals in Senior- und Junior Subordinated Debt mit abgestufter Besicherung unterteilt. Beispiele für Mezzanine-Kapital sind Gesellschafterdarlehen von Anteilseignern der Käufer- oder aufzukaufenden Gesellschaft sowie stille Betei-