
Gerhard Picot (Hrsg.)

Handbuch Mergers & Acquisitions

Planung, Durchführung, Integration

Verfasst von

Bernd Bätzner (Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft)
Dr. Eric Bartels (Syngenta International AG)
Dr. Helmut Bergmann (Freshfields Bruckhaus Deringer)
Christian Bindl (Siemens AG)
Dr. Clemens Brugger (Blue Corporate Finance AG)
Dr. Stephan Bühler (Siemens AG)
Dr. Sabine Cosack (LANXESS Deutschland GmbH)
Prof. Dr. Stephan Eilers, LL.M. (Tax) (Freshfields Bruckhaus Deringer)
Prof. Dr.-Ing. Jürgen Gausemeier (Heinz Nixdorf Institut, Universität Paderborn)
Dr. Gunnar Grass (Department of Finance, HEC Montréal)
Prof. Ulrich Hommel, PhD. (EBS Universität für Wirtschaft und Recht)
Prof. Dr. Stephan A. Jansen (Zeppelin University)
Prof. Dr. Günter Müller-Stewens (University of St. Gallen)
Dr. Rahild Neuburger (Ludwig-Maximilians-Universität)
Dipl.-Wirt.-Ing. Tomas Pfänder (UNITY AG)
Prof. Dr. Dres. h.c. Arnold Picot (Ludwig-Maximilians-Universität)
Prof. Dr. Gerhard Picot (PICOT Rechtsanwaltsgesellschaft mbH)
Moritz A. Picot (Ernst & Young Corporate Finance Beratung GmbH)
Tobias Prokesch, MSc. (EBS Universität für Wirtschaft und Recht)
Dr. Alexander Schwahn, LL.M. (Freshfields Bruckhaus Deringer)
Dr. Christian Timmreck (Ernst & Young Corporate Finance Beratung GmbH)
Dr. Gerd Wirtz (face to face GmbH)

5., überarbeitete und erweiterte Auflage

2012

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Inhaltsübersicht

Vorwort	
<i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i>	V
Verzeichnis der ergänzenden Unterlagen zum Download	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXVIII

A. Planung der Mergers & Acquisitions

I.	Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions	
	<i>Prof. Dr. Gerhard Picot, Moritz A. Picot</i>	2
II.	M&A-Wellen: Ursachen und Verlauf	
	<i>Prof. Dr. Günter Müller-Stewens</i>	48
III.	Bevor die Entscheidung für M&A fällt: Netzwerke und Kooperationen als Alternativen?	
	<i>Prof. Dr. Dres. h.c. Arnold Picot, Dr. Rahild Neuburger</i>	86
IV.	Mergers & Acquisitions als strategisches Instrument im Rahmen der Branchenkonsolidierung	
	<i>Dr. Christian Timmreck, Bernd Bätzner</i>	105
V.	Zukunftsorientierte Unternehmensgestaltung auf Mergers & Acquisitions anwenden	
	<i>Prof. Dr.-Ing. Jürgen Gausemeier, Dipl.-Wirt.-Ing. Tomas Pfänder</i>	132
VI.	Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes im M&A-Prozess	
	<i>Prof. Ulrich Hommel, Dr. Gunnar Grass, Tobias Prokesch</i>	151

B. Durchführung der Mergers & Acquisitions

VII.	Praktische Hinweise zur Organisation von Transaktionen in Konzernunternehmen	
	<i>Dr. Stephan Bühler, Christian Bindl</i>	178
VIII.	Steuerliche Strukturierung der Transaktionen	
	<i>Prof. Dr. Stephan Eilers, LL.M. (Tax), Dr. Alexander Schwahn</i>	202

IX.	Das vorvertragliche Verhandlungsstadium bei der Durchführung von Mergers & Acquisitions <i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i>	246
X.	Der Unternehmenskaufvertrag – vertragliche Gestaltung und Abschluss <i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i>	297
XI.	Vertragliche Gestaltung besonderer Erscheinungsformen der Mergers & Acquisitions <i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i>	368
XII.	Zusammenschlusskontrolle <i>Dr. Helmut Bergmann</i>	484

C. Integration bzw. Implementierung der Mergers & Acquisitions

XIII.	Integrationsmanagement <i>Dr. Eric Bartels, Dr. Sabine Cosack</i>	534
XIV.	Rechtliche Parameter der Integrations- bzw. Implementierungs-Maßnahmen, insbesondere der Restrukturierungsmaßnahmen <i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i>	558
XV.	Personelle und kulturelle Integration <i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i>	586
XVI.	Interne und externe Unternehmens-Kommunikation <i>Dr. Gerd Wirtz</i>	
XVII.	Integrationsmanagement bei Unternehmenszusammenschlüssen <i>Prof. Dr. Stephan A. Jansen, Dr. Clemens Brugger</i>	624
	Stichwortverzeichnis	697
	Autoren	709

II. M&A-Wellen: Ursachen und Verlauf¹

Das Phänomen von Unternehmenszusammenschlüssen bzw. -übernahmen (Mergers & Acquisitions) hat seit dem ersten Auftreten Ende des 19. Jahrhunderts eine enorme Bedeutungszunahme erfahren. M&A-Transaktionen finden auf dem sogenannten Markt für Unternehmenskontrolle statt. Dieser Markt wird im engen Sinne als die Arena bezeichnet, in der Manager um die Kontrollrechte für Unternehmensressourcen konkurrieren.² Im weiten Sinne schließt er jedoch eine Vielzahl weiterer Transaktionen wie strategische Allianzen (z.B. in Form wechselseitiger Beteiligungen) mit ein. In diesem Markt kann neben den in die Transaktionen involvierten Unternehmen ein Vielzahl weiterer Akteure angetroffen werden: So etwa Beratungen, Wirtschaftsprüfer und Anwaltssozialitäten, die diverse Dienstleistungen erbringen, aber auch Private-Equity-Investoren und Staatsfonds zählen zu den Akteuren auf dem M&A-Markt.

Doch was verursacht das Phänomen M&A als Ganzes? Zwar ist relativ viel zu den Motiven, die hinter den einzelnen Transaktionen stehen, bekannt – Motive wie etwa Effizienzsteigerung oder Zugewinn an Marktmacht.³ Bislang gibt es aber nur wenige Ansatzpunkte für eine allgemeine Erklärung des kollektiven Phänomens: Warum kommt es immer wieder zu neuen Booms im Markt für Unternehmenskontrolle? Da M&A heute zu einem sehr wichtigen Instrument der Unternehmensentwicklung geworden ist, wäre es wichtig, dass die Entscheidungsträger in den Unternehmen dieses Phänomen umfassender verstehen. Ihr Anrollen signalisiert große Wertsteigerungspotenziale im Billionen Dollar Bereich, die man frühzeitig nutzen sollte.⁴ Ihr Brechen bringt dagegen die Vernichtung in ähnlichen Dimensionen mit sich, die man vermeiden sollte.

In diesem Beitrag wollen wir nach Erklärungsansätzen für diese immer wieder auftretenden M&A-Wellen suchen, um damit auch Hilfestellung für einen Blick in die Zukunft des Marktes für Unternehmenskontrolle zu leisten. Zuerst soll jedoch ein Blick auf die historische Evidenz des Phänomens geworfen werden.

1. Historische Betrachtung der US-amerikanischen Entwicklung

Die Vereinigten Staaten von Amerika können als Wiege des Phänomens M&A betrachtet werden. Es liegt damit nahe, die dortige Entwicklung für eine empirische Analyse heranzuziehen. Bereits seit Ende des 19. Jahrhunderts lassen sich dort immer wieder Episoden erkennen, in denen es mit einer gewissen Regelmäßigkeit zu einem signifikanten Auf- und

1 Dieser Beitrag wurde bereits einmal in ähnlicher Form veröffentlicht. Vgl. Müller-Stewens (2010). Der Beitrag wurde aber insbesondere durch die Überlegungen in Abschnitt 2 wesentlich erweitert.

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

3 Vgl. Jensen (1988) und Trautwein (1990).

4 Vgl. Moeller/Schlingemann/Stulz (2005), McNamara/Haleblain/Dykes (2008).

Abschwung der M&A-Aktivitäten kommt. Und auch zu Anfang des neuen Jahrtausends ist der US-amerikanische Markt für Unternehmenskontrolle immer noch der Leitmarkt für das weltweite M&A-Geschehen.⁵

Betrachtet man nun in Abbildung 1 die Entwicklung der US-Transaktionszahlen, so lässt sich direkt vermuten, dass M&A ein zyklisches Phänomen ist. In bestimmten Phasen der wirtschaftlichen Entwicklung schwingt sich dieser Markt in Form einer mehrjährigen Welle bis zu einem Höhepunkt auf, um dann wieder bis zu einem Tiefpunkt einzubrechen. Ein solcher Zyklus scheint sich mit einer gewissen Regelmäßigkeit zu wiederholen. Das Ausmaß an Regelmäßigkeit ist allerdings ziemlich begrenzt, was Vorhersagen stark erschwert. So unterscheiden sich diese Zyklen offensichtlich in ihren Periodenlängen, den Abständen zwischen den Perioden oder den Hoch und Tiefs. Doch trotzdem würde es schon erheblich weiterhelfen, wenn man ein einigermaßen gesichertes Wissen darüber hätte, was denn solche Aufschwünge verursacht bzw. welche Bedingungen bestehen müssen, dass es zu diesen Aufschwüngen kommt. Gehen diese Bedingungen verloren, dann könnte dies den Wendepunkt zu einem Abschwung einleiten.

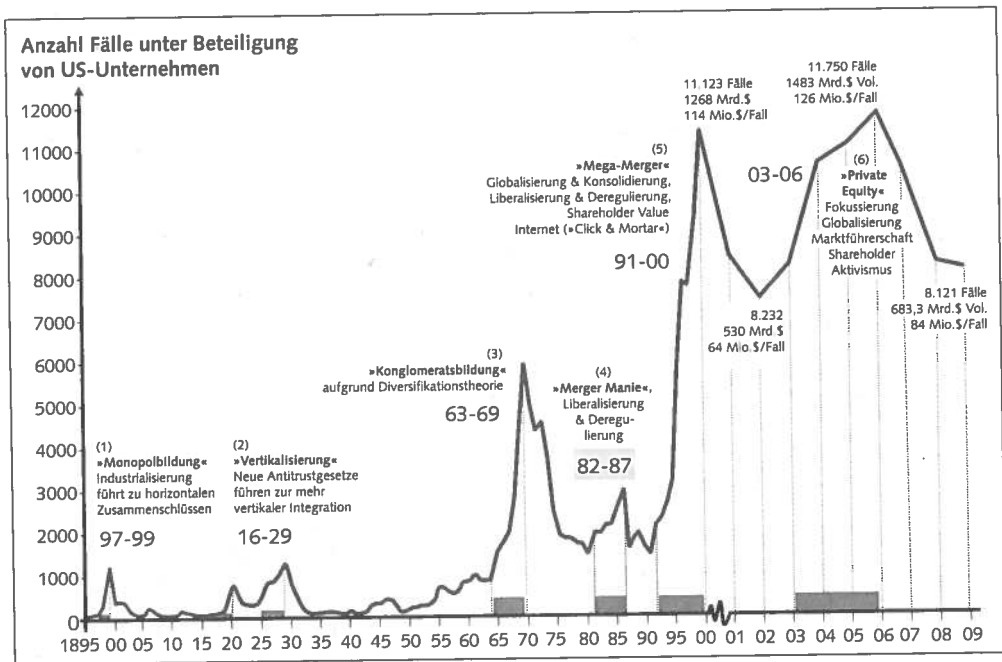


Abb. 1: Die US-Merger-Wellen: Anzahl Transaktionen von 1895 bis 2009 (Quellen: 1895–1920: Nelson (1959); 1921–1939: Thorp/Crowder (1941), 1940–1962: FTC (1971, 1972), 1963–heute: MergerStat Review; eigene Analyse)

5 Vgl. hierzu auch Gaughan (2007) und Mettcher/Ledolter/D'Antonio (1983).

a) Sechs M&A-Wellen über ein Jahrhundert

Mittlerweile lassen sich – wie in Abbildung 1 dargestellt – bezogen auf die USA sechs große Merger-Wellen über den Zeitraum 1897–2009 erkennen. Mit leichter Verzögerung schwappen diese Wellen i.d.R. auch auf den Rest der Welt über, jedoch haben natürlich auch lokale Ereignisse und Gegebenheiten einen Einfluss auf Stärke und Ausprägung der jeweiligen Merger-Welle. So war bspw. Anfang der 1990er-Jahre weltweit ein Abflauen der M&A-Aktivitäten zu beobachten, während in Deutschland die Wiedervereinigung – und speziell die Treuhandverkäufe – zu einem weiteren Anstieg der Transaktionszahlen führten.

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

Zu neuen, vorher unvorstellbaren Höhen schwang sich der Markt in den 1990er-Jahren auf: Im Jahr 1991 wurden 1.877 Transaktionen unter Beteiligung eines US-Unternehmens

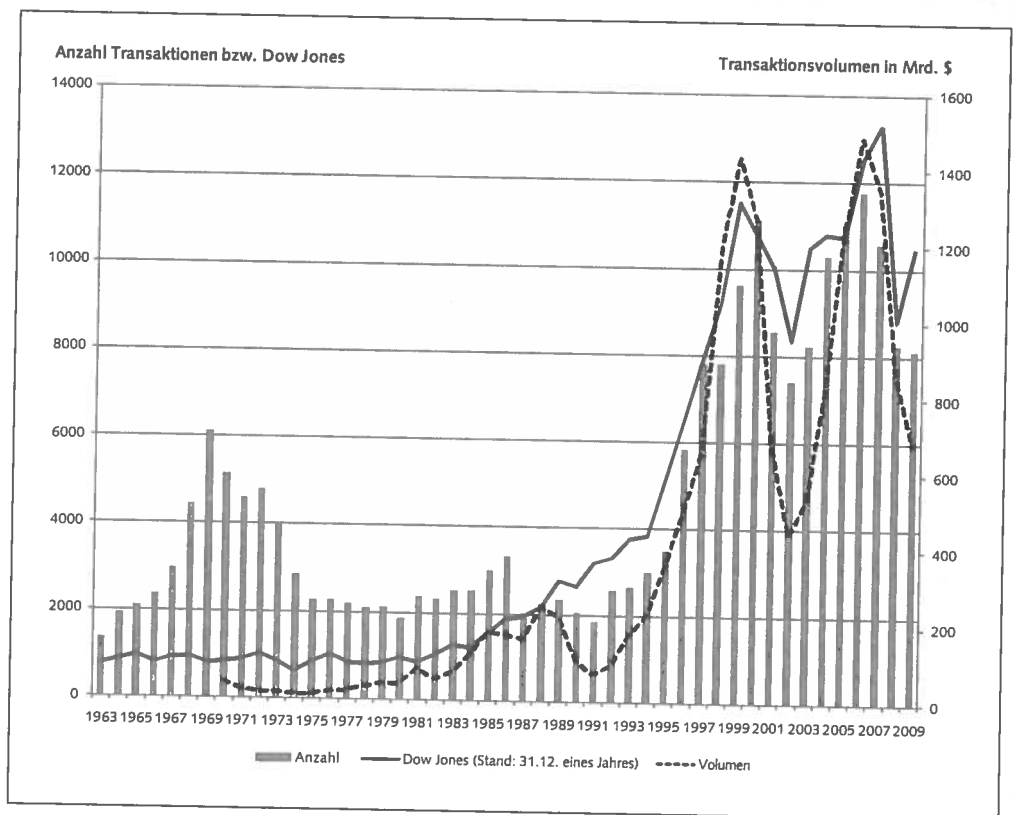


Abb. 2: Die US-Merger-Wellen 1963–2009: Entwicklung der Transaktionsanzahl und -volumen sowie des Dow Jones Index (Quellen, MergerStat Review, Dow Jones, eigene Analyse)

bei einem Gesamtvolumen von 71 Mrd. US-\$ registriert.⁶ Anschließend stiegen die Zahlen bis zum Jahr 2000, in dem 11.123 Transaktionen mit einem Wert von 1.268 Mrd. US-\$ gezählt wurden, kontinuierlich an. Ende der 1990er-Jahre waren die Marktteilnehmer durch eine Euphorie – ähnlich der in den »Goldenen Zwanzigern« – getrieben, die nahezu jeder Rationalität entbehrte; dann kam es zum Platzen der Dotcom-Blase.

Die sechste Welle lief ähnlich ab. Sie schwang sich zwar etwas schneller zu einem Allzeithoch des gesamten Transaktionsvolumens von etwa 1.500 Mrd. US-\$ auf (von 2002 bis 2006), stürzte dann aber im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise ebenso dramatisch ab. Allein 2008 halbierte sich bereits die Kapitalisierung des globalen Aktienmarktes von etwa 50.000 auf 25.000 Mrd. US-\$. Analog war im Jahr 2009 auch nur noch etwas weniger als die Hälfte (46%) des Transaktionsvolumens aus dem Jahr 2006 zu verzeichnen. Abbildung 2 stellt die Transaktionsvolumina und die Anzahl an Akquisitionen der Entwicklung des Dow Jones Aktienindex – als Ausdruck der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung – für den Zeitraum von 1963 bis 2009 gegenüber. In den Jahren 2010 und 2011 hat sich der Markt wieder leicht erholt, ist aber noch weit von seinem Allzeithoch entfernt. Trotz sehr hoher Cash-Flow-Bestände wird angesichts der vielen Unsicherheiten an den globalen Finanzmärkten nur sehr zurückhaltend investiert.

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

b) Die beiden ersten Merger-Wellen zwischen 1897 und 1929

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

aa) Industrialisierung als Auslöser von Monopolbildungen

Als Folge des Übergangs von der Manufaktur zum Industriebetrieb kam es seit etwa 1870 zur Bildung von Kartellen. In den USA kam es bereits Ende des 19. Jahrhunderts zur Entwicklung eines Kartellrechts, das diese Form unternehmerischer Zusammenarbeit grundsätzlich zur Herstellung einer markt-beherrschenden Position verbot.⁷ So wurde im Jahr 1890 der *Sherman Antitrust Act* erlassen. Zum einen untersagte das Gesetz jegliche Form horizontaler und vertikaler Absprachen. Zum anderen beinhaltete das Gesetz aber auch ein generelles Monopolisierungsverbot, um durch den Schutz von Wettbewerb der Gefahr einer überhöhten Preisbildung entgegenzutreten.

Die Industrialisierung war Auslöser einer ersten Merger-Welle in den USA, die auf den Zeitraum 1897 bis 1899 datiert werden kann. Sie fiel mit einer Periode ökonomischen Wachstums zusammen, hatte ihren wesentlichen ersten Einbruch bereits im Jahre 1899 und lief dann aber mit der im Jahr 1903 beginnenden Rezession aus. Prägend in dieser

⁶ Quelle: MergerStatReview.

⁷ Außerhalb der USA waren Kartelle bis in die 1950er-Jahre erlaubt. Missbrauchsfälle konnten jedoch geahndet werden. Danach setzte sich im Prinzip weltweit die US-amerikanische Form der Kartellgesetzgebung durch.

Zeit waren neue Produktionstechnologien, die Wirtschaftlichkeitseffekte bei der Herstellung größerer Stückzahlen ermöglichten. Hinzu kam die Möglichkeit der Nutzung von Elektrizität. Auch verbesserte sich die verkehrstechnische Infrastruktur in den USA (transkontinentale Eisenbahn), was das Entstehen einer nationalen Wirtschaft begünstigte.⁸ Es kam in dieser Phase zu einer Vielzahl horizontaler Akquisitionen insbesondere in der Öl- und Tabakindustrie, mittels deren die Unternehmen versuchten, ihre Marktmacht zu vergrößern, nachdem Absprachen nicht mehr möglich waren (erster Aspekt des Sherman Antitrust Act).

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

Diese erste M&A-Welle fiel in ein seit dem »Industrial Black Friday« im Jahr 1893 (und dem darauf folgenden Silbercrash) wirtschaftlich freundliches Umfeld. Ab 1904 war der US-Aktienmarkt jedoch durch große Unsicherheiten und panikartige Zustände geprägt.⁹ 1907 kam es auch zu dem katastrophalen Erdbeben in San Francisco. Erst 1914/15 begannen sich die Märkte wieder wahrnehmbar zu erholen.

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

bb) Wirtschaftsboom durch Kriegsgewinne

Kurz nachdem am 29.06.1914 der österreichische Kronprinz Franz Ferdinand und seine Gattin durch serbische Nationalisten in Sarajevo ermordet wurden, brach überraschend der Erste Weltkrieg aus, in dessen kriegerischen Auseinandersetzungen bis 1919 insgesamt 38 Staaten aktiv involviert waren. Der spätere Eintritt der USA in diesen Krieg erwies sich für das Land als wirtschaftlich äußerst günstig. Nach einer kurzen Depression bei Kriegsbeginn in Europa im Jahr 1914 profitierte die amerikanische Wirtschaft ganz erheblich

8 Vgl. Weston/Chung/Hoag (1990).

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

von den massiven Einkäufen aus den alliierten Staaten, in denen es kaum noch etwas zu kaufen gab. Bis zum Friedensvertrag von Versailles im Jahr 1919 waren die USA zur größten Handelsnation der Welt geworden. Die USA waren von einer Schuldnation zum größten Gläubiger der Welt geworden. Neben London war die Wallstreet in New York zum wichtigsten Finanzzentrum aufgestiegen.

Diese veränderten Rahmenbedingungen prägten natürlich auch den Verlauf der M&A-Aktivitäten in den USA. So formierte sich von 1916 bis 1929 eine zweite, M-förmige M&A-Welle, die sich wesentlich aus den günstigen wirtschaftlichen Auswirkungen des Ersten Weltkrieges auf die USA nährte. Der erste Teil dieser zweiten M&A-Welle hatte ihren Aufschwung zwischen 1916 und 1920 (Welle 2a). Obgleich die Verschärfung der Antitrustgesetzgebung den Zusammenschluss von Unternehmen erschwerte, erfuhr der M&A-Markt im Zuge der wieder seit 1914 prosperierenden Aktienmärkte ein Wiederbelebungs. Dabei stand das Streben nach marktbeherrschenden Positionen im Mittelpunkt der Übernahmeaktivitäten. Aufgrund der Unterbindung von marktbeherrschenden Positionen durch die Kartellgesetzgebung fanden jedoch weniger horizontale Diversifizierungsaktivitäten statt, vielmehr wurden zunehmend vor- und nachgelagerte Unternehmen erworben, was zu einer *höheren Anzahl an vertikalen Integrationen* führte.

cc) »Goldene Zwanziger« und Weltwirtschaftskrise

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

Dieser Wirtschaftsboom spiegelte sich auch auf dem Markt für Unternehmenskontrolle in den Jahren 1921 bis 1929 wider (Welle 2b). Entwicklungen im Transportwesen, wie die Erhöhung der individuellen Reichweite aufgrund der Verbreitung des Automobils und eines wachsenden Straßennetzes, und verbesserte Kommunikationsmöglichkeiten (z.B. Werbung für nationale Marken über das Radio) waren wichtige Treiber dieses Booms.¹⁰

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

10 Vgl. Markham (1955).

c) Dritte und vierte M&A-Welle: Wiedererwachen und Kommerzialisierung von M&A

Erst am 23.11.1954, ein Vierteljahrhundert nach dem Beginn der Weltwirtschaftskrise und nach einem weiteren desaströsen Weltkrieg, erreichte der Dow Jones Index wieder sein Allzeithoch von 381 Punkten vom 03.09.1929. Danach kam es bis zu den 1960er-Jahren auch zu keinen signifikanten M&A-Aktivitäten mehr. Erst angetrieben durch neue theoretische Überlegungen kam es etwa ab 1963 zu einer neuen, der dritten M&A-Welle.

aa) »Conglomerate Era« der 1960er-Jahre

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

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

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

Erst mit dem Sinken der Aktienkurse Ende der 1960er-Jahre ging auch die Zahl der Übernahmen wieder zurück. Damit war aber vorerst kein Crash verbunden, sondern lediglich eine wirtschaftliche Abkühlung. Dramatischer wurde es, als im Jahr 1973 das Bretton-Woods-System fester Wechselkurse nach jahrelangen »Reparaturversuchen« endgültig zusammenbrach, was zu starken Abwertungen des US-\$ gegenüber verschiedenen starken Währungen führte sowie zur Ölkrise. Der Ölpreis verzeichnete in dieser Zeit nahezu eine Verdreifachung, was erhebliche Auswirkungen auf die Weltwirtschaft hatte.¹¹ Der stark einsetzende wirtschaftliche Abschwung wurde zu einer Stagflation: stagnierendes Wirtschaftswachstum bei gleichzeitig hoher Inflation und steigenden Preisen.

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

bb) »Merger Mania« der 1980er-Jahre

Ende der 1970er-Jahre begann die bis dato spektakulärste Übernahmbewegung in den USA. Damals befanden sich die alten Industriebranchen in den USA in einer tiefen Strukturkrise, die ihre Ursachen noch in der Ölkrise hatte. Aufgrund des technischen Wandels, Marktveränderungen oder zu kleiner Marktanteile mussten ganze Branchen feststellen, dass ihre Wettbewerbsposition erodiert war. Die Liberalisierungs- und Deregulierungspolitik der Regierung Reagan bewirkte tiefgreifende strukturelle Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld der Unternehmen.

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

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

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

LBO-Klassiker – KKR übernimmt Beatrice Cos.

Das klassische Beispiel für einen LBO war die Übernahme von Beatrice Cos., Inc. durch das Investmenthaus Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR) für 6,3 Mrd. US-\$ im Jahr 1986. Anschließend wurde die stark diversifizierte Gesellschaft durch massive Verkäufe einzelner Unternehmensteile auf wenige Lebensmittelmarken zurückgestutzt. Allein die Veräußerung der Nebentätigkeiten von Beatrice brachte 7 Mrd. US-\$ ein, insgesamt wurden mehr als 20 Mrd. US-\$ Erlöst. Nach diesem Muster wurden unzählige Konzerne von Finanzgesellschaften und sog. »Corporate Raiders« aufgekauft und in Einzelteilen gewinnbringend weiterverkauft.

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

LBO-Transaktion – KKR übernimmt RJR Nabisco

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

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

Im Laufe der Jahre wurden aufgrund der Euphorie immer waghalsigere LBO-Finanzierungen durchgeführt, was zu einem rapiden Qualitätsverfall auf dem Junk-Bonds-Markt führte. Viele Unternehmen waren derart verschuldet, dass die Zinslast die laufenden Erträge überstieg. Darüber hinaus stiegen die Kaufpreise der übernommenen Unternehmen aufgrund der Konkurrenz der Corporate Raider in teilweise phantastische Dimensionen. Als dann vor dem Hintergrund einer ersten Ernüchterung immer mehr Investoren ausstei-

gen wollten, zeigte sich, dass der Junk-Bonds-Markt in vielen Teilbereichen illiquide war. Dem steigenden Angebot standen keine Käufer gegenüber, und in kurzer Zeit brachen die Kurse massiv ein.

Dieser *Crash auf dem Junk-Bonds-Markt* hatte einschneidende Folgen. Zum einen wurden die Vorschriften zur Kreditfinanzierung von Unternehmensübernahmen durch die US-amerikanische Notenbank (Fed) verschärft. Dies geschah mit der Intention, die Qualität des Fremdkapitals zu verbessern. Größere Auswirkungen ergaben sich auch für den Markt für Unternehmenskontrolle. Zwar nahm die Anzahl der Unternehmenskäufe im Folgejahr des Crashes sogar zu, allerdings verschoben viele große Unternehmen ihre Akquisitionspläne auf einen späteren Zeitpunkt, so dass nur wenige bedeutende Übernahmen durchgeführt wurden. Vor allem sank die Anzahl der LBO-finanzierten Unternehmensübernahmen ebenso drastisch ab wie die von Tender Offers.

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

d) Fünfte M&A-Welle: Aufstieg in ungeahnte Höhen und rasanter Fall

Mit dem Auslaufen der vierten M&A-Welle kam der strategischen Bewertung eines Unternehmens wieder ein größerer Stellenwert zu. Dadurch gingen auch die hohen Übernahmeprämien, die sich am »Break-up-Value« eines Übernahmekandidaten orientierten, zurück. So kam es zu einem vorübergehenden, insbesondere wertbezogenen Rückgang der Akquisitionstätigkeiten bis Anfang der 1990er-Jahre. Doch schon kurz danach kam der amerikanische Markt für Unternehmenskontrolle wieder in Stimmung. Bereits im Jahr 1992 konnten wieder größere Transaktionen registriert werden. Etwa ab 1998 kam es zu teilweise massiven Überbewertungen und damit nachgelagert zu dramatischen Wertvernichtungen in Höhe von etwa 240 Mrd. US-\$ bei den akquirierenden Unternehmen – was auch bei weitem nicht durch die Wertsteigerungen bei den Zielunternehmen aufgehoben wurde.¹²

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

¹² Vgl. Moeller et al. (2005).

aa) Ausgeprägte M&A-Kultur und zunehmende Professionalisierung

Trotz vorübergehender Rückschläge verblieben die Vereinigten Staaten das mit Abstand aktivste und innovativste Land im M&A-Bereich. In den USA herrschte seinerzeit verglichen mit Kontinentaleuropa und Deutschland bereits eine ausgeprägte M&A-Kultur, die sich aus der Kombination verschiedener Faktoren ergab. Grundsätzlich war in der US-amerikanischen Wirtschaft eine stärkere Orientierung an finanziellen Kennzahlen festzustellen. Der negative Touch, den Übernahmen in Europa lange Zeit besaßen (Stichwort: »Barbarei«) – insbesondere wenn kleine Unternehmen von großen Konzernen erworben wurden –, ist dort nicht einmal bei unfreundlichen Übernahmen vorhanden. Die – wenn auch oft kurzfristig ausgerichteten – finanzwirtschaftlichen Interessen der Investoren stehen im Vordergrund. Diese werden durch eine hohe Transparenz der Unternehmensverhältnisse unterstützt. Eine offene Informationskultur der Unternehmen gewährt den Kaufinteressenten durch die in periodischen Abständen nach dem Prinzip des »True & Fair-View« erstellten Abschlüsse bzw. Zwischenberichte einen detaillierten Einblick in die Unternehmensdaten. Ein weiterer wichtiger Grund für die exponierte Stellung der USA im M&A-Bereich lag in der hohen Börsenkapitalisierung. Schließlich bildeten die mit dem Ziel der Wettbewerbsförderung geschaffenen umfangreichen rechtlichen Rahmenbedingungen in den USA eine weitere entscheidende Voraussetzung.

Nicht unerwähnt bleiben soll auch der hohe Professionalisierungsgrad der im M&A-Geschäft tätigen Akteure: Der Markt für Unternehmenskontrolle wurde in dieser Phase auch durch eine immer größer werdende Anzahl an Beratungsunternehmen stimuliert. Allen voran waren es die großen US-amerikanischen Investmentbanken, die die Professionalisierung dieser Beratungsdienstleistungen vorantrieben, wichtige Aufgaben bei der Anbahnung und Durchführung von M&A-Transaktionen übernahmen und vor allem den Markt aktiv entwickelten.¹³ Zu erwähnen sind auch die – aufgrund der oft komplexen steuerlichen und juristischen Sachverhalte – auf M&A spezialisierten Anwaltskanzleien, die aber eher reaktiv auftraten. Auch in den großen diversifizierten Konzernen wurde M&A mehr und mehr zum Alltagsgeschäft. So lag es nahe, dass eigene Kompetenzbereiche (z.B. in Form einer Abteilung »Corporate M&A«) aufgebaut wurden. Dies führte zu einer gewissen Standardisierung der M&A-Prozesse und machte die Unternehmen auch unabhängiger von den Beratungshäusern. Zudem beabsichtigten die Unternehmen, durch das systematische Sammeln und Standardisieren von Transaktions-Know-how die sehr hohen Fehlerraten zu reduzieren.

bb) Fünf wesentliche Treiber

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

Globalisierung der Weltwirtschaft und Konsolidierung von Branchen: In einer ganzen Reihe von Branchen wie z.B. in der Automobil- oder Pharmaindustrie kam es zur *Globalisierung* der Märkte. Es wurde vielerorts angenommen, dass nur die größten Unternehmen

¹³ Vgl. Beitel/Schiereck (2004).

in diesen Geschäften überlebensfähig seien. Während dieser Phase erfolgte eine Vielzahl aufsehenerregender *Mega-Merger*, oft titulierte als »Merger of Equals«, also eine Fusion zweier gleichberechtigter Partner.¹⁴ Angesichts der Größe der involvierten Unternehmen wurde oft mit eigenen Aktien als Währung bezahlt.

»Hochzeit im Himmel« – Zusammenschluss von Daimler und Chrysler

Jürgen Schrempp, CEO von Daimler-Benz, formulierte in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre seine Vision der »Welt AG«. Einen wichtigen Schritt dazu sah er im Zusammenschluss mit Chrysler im Mai 1998. Jürgen Schrempp schwärmte bei dieser Fusion unter Gleichen (*Merger of Equals*) zur *DaimlerChrysler AG* von einer »Hochzeit im Himmel«. Der Zusammenschluss wurde mit knapp 85 Mrd. Euro bewertet und gilt damit als der größte Industriezusammenschluss der Geschichte. Der Wertanteil von Chrysler am neuen Unternehmen betrug in etwa ein Drittel. Die Fusion erfolgte durch einen Aktientausch in Aktien des neuen Unternehmens, der DaimlerChrysler AG. Daimler-Benz-Aktionäre erhielten pro Aktie 1,005 DaimlerChrysler-Aktien, eine Chrysler-Aktie wurde in 0,6235 DaimlerChrysler-Aktien getauscht. Nach vielen vergeblichen Sanierungsversuchen gab der Nachfolger von Jürgen Schrempp, Dieter Zetsche (CEO seit 2006), im Mai 2007 den mehrheitlichen Verkauf von Chrysler an das Private-Equity-Unternehmen Cerberus bekannt. Auf der Hauptversammlung im Oktober 2007 wurde die Umbenennung des Unternehmens in *Daimler AG* beschlossen. Die Wertvernichtung durch die Transaktion liegt etwa im Bereich des ursprünglichen Werts von Chrysler.

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

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

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

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

Shareholder Value als Führungsinstrument: Die zunehmende Verbreitung des *Shareholder-Value-Ansatzes* führte in den Unternehmen zu einem zunehmend aktiveren Portfolio-Management (M&A und Desinvestitionen), wobei sich die Portfolio-Entwicklung im-

14 Allerdings gehen nur im Ausnahmefall beide Partner zu gleichen Teilen in die Eröffnungsbilanz ein.

mer mehr an finanziellen Kenngrößen und insbesondere dem Börsenwert ausrichtete. Da Wachstum und Effizienz in diesem Konzept ganz wesentliche Werttreiber sind, suchten Unternehmen verstärkt nach entsprechenden Wachstums- und Kosten-Mergern.

Internet als Grundlage neuer Geschäftsmodelle: Mitte der 1990er-Jahre begann auch der *Internetboom*. Unmengen von neuen Unternehmen wurden gegründet, bei denen die Nutzung des Internets im Zentrum des Geschäftsmodells stand. Es wurde davon ausgegangen, dass es zu einer Konvergenz der Medien-, Telekom- und Computerbranche kommen würde. So zeigten z.B. Telekommunikationsunternehmen Interesse an Medienunternehmen, da sie nicht nur Bandbreiten liefern, sondern auch von margenträchtigeren Geschäften mit Inhalten profitieren wollten. Ergebnis waren branchenübergreifende Transaktionen wie z.B. die sog. »Click & Mortar-Deals«.

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

Noch kurz vor dem Platzen der Dotcom-Blase kam es auf dem Höhepunkt des Hypes im Januar 2000 zu einer der spektakulärsten »Click & Mortar«-Transaktionen: AOL, ein junger Anbieter von Internetzugängen mit 12.100 Mitarbeitern, erwarb das im Mediengeschäft tätige Traditionsunternehmen Time Warner mit 67.500 Mitarbeitern für 182 Mrd. US-\$. Dies war möglich, da AOL vor dem Zusammenschluss völlig überbewertet war: Es hatte einen etwa doppelt so hohen Börsenwert wie Time Warner. Steve Case, AOL's damaliger Chairman und CEO, kommentierte den Deal seinerzeit wie folgt: *»I don't think it is too much to say this really is a historic merger; a time when we've transformed the landscape of media and the Internet.«* Die Transaktion war wahrhaft historisch, denn sie vernichtete einen dreistelligen Milliardenbetrag. Der damalige CEO von Time Warner, Gerald Levin, entschuldigte sich Anfang 2010 öffentlich für seinen Entscheid von damals und nannte die Transaktion den »schlechtesten Deal des Jahrhunderts«. 2003 wurde AOL aus dem Namen von Time Warner gestrichen; Ende 2009 wurde die Internetsparte unter dem Namen AOL als eigenständiges Unternehmen an die Börse gebracht. Der heutige Börsenwert liegt etwa bei 2,6 Mrd. US-\$ – vor der Übernahme waren es über 200 Mrd. US-\$.

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

Die Internetunternehmen zeigten auch einen vielfach nicht vergleichbares Herangehen an das Thema M&A im Hinblick auf die Due Diligence, die Bewertung und vor allem auch des Post Merger Managements. Unternehmen wie Adobe, Bay Networks, Cisco, Intel, Microsoft oder Yahoo entwickelten sich – angetrieben durch die steigenden Börsenwerte und hohen Wachstumserwartungen – zu wahren Akquisitionsmaschinen mit zum Teil Dutzenden von Transaktionen im Jahr.

cc) Platzen der Dotcom-Blase

Angesichts der schwindelerregenden Höhen, die der Markt Ende der 1990er-Jahre erreicht hatte, war es klar, dass ein Platzen der Internetblase nicht mehr in weiter Ferne war. Im Jahr 2000 war es schließlich soweit. Das Platzen der »Dotcom-Bubble« schickte die Aktienmärkte Anfang des neuen Jahrtausends auf eine rasante Talfahrt und setzte damit

der fünften M&A-Welle ein Ende. In dieser Boomphase von 1991 bis 2000 wurden knapp 56.000 Fälle mit einem Gesamtwert von etwa 6.000 Mrd. US-\$ registriert. Entsprechend dramatisch fiel dann auch der Abschwung aus, als die Dotcom-Blase platzte.

Bereits vor dem Absturz der 5. M&A-Welle kriselte es in der Weltwirtschaft. So breitete sich die *Asienkrise* von 1997/98 mehr und mehr aus und die Welt war schon damals wohl am Rande einer neuen Weltwirtschaftskrise. Doch die Anleger auf dem heimischen US-Markt schienen sich davon vorerst nicht stören zu lassen, schließlich legten die Internetwerte noch weiter zu. Neben den Zweifeln an der Werthaltigkeit der Börsenentwicklung machten sich in den USA auch zunehmend Konjunktursorgen breit, was schon im Vorfeld der dramatischen Ereignisse um den 11.09.2001 zu Kursverlusten führte. Nach diesem terroristischen Anschlag mit seinerzeit unvorstellbarer Brutalität gegen die USA auf deren Heimterritorium war die Welt wie gelähmt. Die Uhren liefen in der Folge nicht nur in den USA anders. Zudem wurden die Börsen von den im Zuge des Abschwungs vorgenommenen riesigen Bilanzfälschungen, die im Jahr 2002 zum Zusammenbruch von Großkonzernen wie Enron oder WorldCom führten, belastet. Im Jahr 2003 kam dann noch der sich anbahnende Irak-Krieg hinzu, der die Kurse nochmals weiter nach unten drückte.

e) Sechste M&A-Welle: Schnelle Erholung und neue Höchststände

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

In dieser Zeit war insbesondere das Umfeld für die Finanzierung von Akquisitionen günstig. Erstens waren bei wachsenden Aktienmärkten die *Aktien tendenziell hoch bewertet*, ohne überbewertet zu sein. Zweitens verfügten die Unternehmen aus ihren Restrukturierungsprogrammen über *umfassende Barreserven und hohe Cashflows*. Die Unternehmen hatten nach dem Platzen der New-Economy-Blase im Jahr 2000 weitgehend ihre Bilanzen saniert. Und drittens war das Umfeld für Verschuldungen äußerst günstig, da es ein *Überangebot an sehr günstigem Fremdkapital* gab.

aa) Wesentliche Charakteristika

Wie schon die fünfte M&A-Welle, lässt sich auch die sechste Welle anhand einer Vielzahl von Treibern kennzeichnen. Zum einen wirkten Treiber aus der 5. M&A-Welle wie etwa

die Globalisierung oder das Anstreben von führenden Marktpositionen in den Kernmärkten der Unternehmen weiter. Zum anderen kam aber auch ein ganz wesentlicher neuer Treiber hinzu: Es war die unaufhaltsame Bedeutungszunahme der *Private Equity (PE)-Unternehmen* als Investoren.¹⁵

Bedeutungszunahme von Private-Equity-Investoren: Als Akteure waren die PE-Unternehmen in der Öffentlichkeit bis dato noch weitgehend unbekannt, weshalb ihnen auch viel Skepsis entgegenschlug.¹⁶ Ihren Einfluss gewannen sie aufgrund des Bedarfs von Versicherungen, Pensionskassen etc. nach einer Diversifikation ihrer Anlagen. Hinzu kam das Bedürfnis einiger junger Finanzleute, außerhalb dieser institutionellen Strukturen als Finanzdienstleister zu arbeiten. Sie wollten Pools von privatem Kapital gegen eine Gebühr und Beteiligung am Wertzuwachs durch Investitionen in Unternehmen managen. Viele M&A-Berater sind nach dem Crash im Jahr 2000 zu PE-Unternehmen gewechselt oder haben ein eigenes PE-Unternehmen gegründet, da sich trotz der Wertvernichtung noch immer sehr viel Kapital im Markt befand und die Investoren nach alternativen attraktiven Anlagen zu den Aktien suchten.

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

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

Als Sungard Datasystems Anfang 2005 für 11 Mrd. US-\$ an ein Konsortium von PE-Unternehmen verkauft wurde, verging kaum ein Tag, an dem nicht neue Gerüchte die Aktienkurse und den Herdentrieb an der Wall Street stimulierten – und bei den Banken führten schon die Aktientransaktionen auf Basis der bloßen Gerüchte zu respektablen Kommissionseinnahmen. Es folgten die Verkäufe von Unternehmen wie Nieman Marcus (für 6 Mrd. US-\$) oder Hertz (für 15 Mrd. US-\$). Doch manchen Investor kosteten seine Spekulationen sehr viel Geld, nämlich dann, wenn die generell sehr vorsichtigen PE-

15 Vgl. zur Rolle der PE-Unternehmen ausführlicher Lichtner (2010).

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

Unternehmen bei zu hohen Aktienkursen (aufgrund des hohen Verschuldungsgrades bei ihren Transaktionen) von ihrer Kaufabsicht wieder Abstand nahmen (z.B. im Falle des Warenhauses Saks).

DaimlerChrysler verkauft Chrysler an PE-Unternehmen

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

Aufgrund der wachsenden Anzahl der am Markt tätigen PE-Unternehmen war der Kampf um attraktive Zielunternehmen deutlich gewachsen, was auch die Preise nach oben trieb. Und nicht selten wurden Beteiligungen von einem PE-Unternehmen zum nächsten weitergereicht. Daraus erwuchs die Herausforderungen noch weitere Quellen für Wertsteigerungen zu identifizieren, denn beim ersten Eigentümer der Beteiligung dürften zur Realisierung eines finanziell attraktiven Ausstiegs bereits die meisten der klassischen Werttreiber zur Anwendung gelangt sein.

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

Mit einem etwas »neidvollen Blick« schauten einige strategische Käufer auf die Erfolge der PE-Unternehmen, die teilweise in kurzer Zeit erstaunliche Wertsteigerungen bei ihren Anlageobjekten erzielen konnten. So konnte z.B. bei den Verkäufen von Dex Media und Texas Genco innerhalb einer Jahresfrist der Einstiegspreis beim Ausstieg um ein Vielfaches übertroffen werden. Die Ersten begannen sich zu fragen, ob die PE-Unternehmen die »Konglomerate der Zukunft« sein würden.¹⁷

Umbau der Wirtschaft und zunehmender »Shareholder Activism«: In dieser Phase waren es nicht nur ein paar wenige Branchen, die die Entwicklung vorantrieben, sondern der

¹⁷ Vgl. Financial Times vom 31.10.2006: »Shades of old conglomerates in private equity trend«.

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

Wetten auf die Zukunft in der Finanzwirtschaft und Telekommunikationsbranche

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

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

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

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

Generell war ein zunehmender »Shareholder Activism« zu beobachten.¹⁸ Auch Hedgefonds übten Druck auf die Konzernleitungen aus, mehr M&A-Transaktionen durchzuführen, da dies Volatilität in die Aktien bringt. General Electric ist z.B. ein Unternehmen, das diesem Druck ausgesetzt war, obgleich das Unternehmen eher auf organisches Wachstum setzt. Seitens bestimmter Investorengruppen wurde zudem auf die Geschäftsleitungen innerhalb der Kerngeschäfte Druck ausgeübt zu wachsen. Dies erfolgte häufig mittels einer »Divest to Grow«-Strategie: Geschäfte außerhalb des Kerns wurden divestiert, um mit den frei gewordenen Mitteln das Wachstum im Kern zu finanzieren.

bb) Finanz- und Wirtschaftskrise ab Mitte 2007

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

2008 war eines der schwärzesten Jahre der Börsengeschichte. Anfang März mehrten sich an der Wall Street die Gerüchte, dass Bear Stearns erheblich im stark angeschlagenen US-Hypothekenmarkt engagiert sei. Dem traditionsreichen Bankhaus drohte die Insolvenz, die eine Übernahme durch J.P. Morgan Chase gerade noch verhinderte, wobei allerdings die erforderliche Finanzierungslinie in Höhe von 29 Mrd. US-\$ von der US-Notenbank garantiert wurde. Erstmals seit der Weltwirtschaftskrise hatte der Staat wieder den Zusammenbruch einer Bank verhindert. Wegen der hohen Ausfälle bei den Hypothekarkrediten (»Subprime-Krise«) mussten auch die staatliche Hypothekenban-

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

ken Fannie Mae und Freddie Mac mit 400 Mrd. US-\$ vor dem Ruin gerettet werden. Die Steuerzahler mussten für krasse Fehlentscheidungen und Hybris im Bankmanagement eintreten. Wem nicht mehr geholfen wurde, das war die traditionsreiche Investmentbank Lehman Brothers, die am 15.09.2008 ihre Insolvenz anmeldete. Ca. 28.000 Mitarbeiter verloren ihre Arbeit.

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

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

Die Wertvernichtungen der sechsten Welle übertrafen die der fünften Welle. Allein die Abschreibungen der Banken werden sich auf mindestens 1.500 Mrd. US-\$ belaufen. Doch so sicher wie es zum Abschwung der sechsten M&A-Welle kam, so sicher wird es wieder einen Aufschwung zu einer siebten M&A-Welle geben. Auch diese wird wieder ihre historisch ganz spezifischen Treiber, ihr eigenes Corporate-Strategy-Paradigma haben.

In Turnaround-Situationen werden *die* Unternehmen die Nase vorne haben, die Cash-flow-stark sind und sich nicht dem Druck zu einem möglichst weitgehenden »Leveraging« ihrer Bilanz gebeugt haben.¹⁹ Sie können sich ergebende Opportunitäten wahrnehmen. Sie können aber auch zur Absicherung ihrer Geschäfte den eigenen Lieferanten und Kunden helfen, finanziell kritische Situationen zu überstehen. Doch spannender ist die Frage: Was werden danach die inhaltlichen Treiber einer siebten M&A-Welle sein? Auch wenn das Tal nach der sechsten Welle durchschritten sein dürfte, so ist eine siebte Welle derzeit nicht erkennbar. In den Jahren 2010 und 2011 zog der Markt für M&A-Transaktionen zwar wieder etwas an. Von einem neuen Boom konnte hier allerdings noch nicht gesprochen werden. Angesichts der vielen offenen weltwirtschaftlichen Fragen verhielten sich viele Investoren zurückhaltend und unterhalb ihrer finanziellen Möglichkeiten. Treiber

¹⁹ Ende 2007 hatte Goldman Sachs mit einem Eigenkapital von 43 Mrd. US-\$ Wertpapiere in Höhe von 1.000 Mrd. US-\$ erworben.

der leichten Wiederbelebung waren die inzwischen wieder hohen Liquiditätsbestände der Unternehmen sowie das nach wie vor sehr niedrige Zinsniveau. Auch wollte man mit der Globalisierung der Weltwirtschaft – insbesondere in den BRIC-Staaten – Schritt halten. Große Transaktionen traf man auch dort an, wo es in einer Branche Kämpfe um die Vorherrschaft gab.

Google kauft sich Patent-Portfolio von Motorola

Ein Schauplatz solcher Kämpfe um die Vormacht ist die Mobiltelefonie. So erwarb im August 2011 Google für 12,5 Mrd. US-\$ den Handy-Hersteller Motorola Mobility, was einem stolzen Premium von 63 % auf den Schlusskurs der Motorola-Aktie entspricht. Dies ist die größte Transaktion die Google je tätigte. Dabei dürfte es Google allerdings nicht primär um den Einstieg in die Hardware des Handy-Geschäfts gegangen sein, sondern vielmehr um den Zugriff auf die 17.000 Patente des Unternehmens. Google's Betriebssystem Android beherrscht zwar inzwischen etwa 50 % des Marktes für Smartphones; doch gleichzeitig sieht man sich mit einer wachsenden Zahl von Patentklagen konfrontiert.

Was bleibt von der sechsten Welle?

1. M&A ist zum Standardrepertoire bei der aktiven Portfolio-Entwicklung in Unternehmensgruppen geworden. Vor diesem Hintergrund ist anzunehmen, dass das untere Niveau, das nach der fünften Welle erreicht war, in Zukunft kaum unterschritten werden dürfte.
2. Viele Unternehmen haben gelernt, auf der Unternehmensebene Know-how zum Management von M&A aufzubauen, was die Fehlerrate bei Akquisitionen verringern dürfte. Dies gilt auch für das Management von Akquisitionsserien zur Umsetzung neuer Unternehmensstrategien.
3. Unternehmen gehen an das Thema M&A »nüchterner« und damit wohl auch realistischer heran (teilweise nach dem Vorbild der PE-Unternehmen).
4. PE-Unternehmen (und auch die Hedgefonds) konnten sich auf dem Markt erfolgreich als wichtige Investorengruppe etablieren. Auch wenn am Ende der sechsten M&A-Welle eine ganze Reihe von ihnen aus dem Markt gehen musste und die Rolle der PE-Unternehmen als Investoren seit Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 stark abgenommen hat, so werden sie als Käufertyp im Markt bleiben. Auch wenn ihr Handeln vermutlich durch neue gesetzliche Vorschriften genauer geregelt werden wird (Transparenz etc.), so haben ihre Managementprinzipien auch außerhalb der eigenen Branche Beachtung gefunden. Auch das Potenzial, welches sich durch den Einsatz der durch PE-Unternehmen etablierten Wertsteigerungshebel ergibt, ist sicher noch nicht ausgeschöpft.

f) Vergleichende Betrachtung

Betrachtet man nun einmal die in Abbildung 1 dargestellte Entwicklung der M&A-Transaktionen in den USA, so lässt sich fragen, was hier ganz allgemein auffällt. Man vergleiche dazu Abbildung 3.

Zunächst fällt auf, dass es sich bei M&A über den betrachteten Zeitraum offensichtlich um ein *tendenziell zunehmendes Phänomen* handelt – dies gilt auch noch, wenn man die

	1 Monopol- bildung	2 Vertikali- sierung	3 Konglome- ratsbildung	4 Merger Manie	5 Mega- Merger	6 Private Equity
Dauer und Verlauf	1897–1899 - Dauert nur 3 Jahre	1916–1929 - M-förmiger Verlauf: 1916–1920 und 1921–1929	1963–1969 - Dauert 6 Jahre - Schneller und steiler Anstieg	1982–1987 - Eher niedrig verlaufend und schnell abtörend	1991–2000 - Extrem steiler Anstieg über neun Jahre	2003–2006 - Schnelle Erholung und Aufstieg zum Allzeithoch
Aufschwung	Industrialisierung der Wirtschaft führt teilweise zur Monopolbildung durch horizontale M&A	- Vertikale M&A dominieren 1916–20: Kriegsgewinne lassen die USA zur größten Handelsnation werden. 1921–29: »Goldene Zwanziger« führen zu Börsenboom	- Celler-Kefauver Act von 1950 schränkt nun auch vertikale Akquisitionen ein. - Ausweichen auf unverbundene M&A (Diversifikationstheorie). - Abhängigkeit von Zyklen reduzieren	- Liberalisierung von Monopol- und Steuergesetzgebung - Deregulierung von Märkten - Erhöhung des Fokus auf das Kerngeschäft, aber auch Eintritt in neue Geschäfte	- Vielzahl von Treibern: Globalisierung & Konsolidierung, Liberalisierung & Deregulierung, Shareholder Value und Internet - Mega-Merger, Merger of Equals, Aktie als Währung	- Private Equity-Unternehmen etablieren sich als dritte Kraft im Kapitalmarkt - Zunehmender Shareholder-Aktivismus - Umbau der westlichen Wirtschaft
Abschwung	Shermann Act von 1890 wird ab 1901 unter Roosevelt auch zur Anwendung gebracht: untersagt Absprachen und Monopolbildung	1920/21: Rezession folgt auf Nachfragerückgang nach Kriegsende 1929: Beginn der lange anhaltenden Weltwirtschaftskrise	1970: Schneller Rückfall der Transaktionen auf Niveau wie zu Beginn der Welle wegen Stagflation, Dollarabwertungen, stark steigendem Ölpreis etc.	1987: Crash der Aktienmärkte - Verstärkt wurde dies durch den neuen automatisierten Handel über Computer - Auch der Markt für die neuen Junk Bonds bricht ein.	2000: »Plätzen des Dotcom-Bubbles«: Zweifel an Werthaltigkeit - Firmenzusammenbrüche aufgrund von Bilanzfälschungen (z.B. Enron, WorldCom)	2007: Die beginnende »Subprime-Krise« löst eine gewaltige Finanzkrise aus, die sich zu einer globalen Wirtschaftskrise ausweitete. »Distressed M&A«
Dominante Wertsteige- rungslogik	Vorteile aus Marktberschung	Vorteile aus Beherrschung der Wertkette	Vorteile aus Diversifikation und Risikostreuung	Vorteile aus Unterbewertung	Vorteile aus globalen Skaleneffekten	Vorteile aus Finanzoptimierung
Ereignisse	1907: Erdbeben von San Francisco	1914–1919: Erster Weltkrieg	1973: Ende von Bretton Woods 1973: Ölkrise	1990: Japan-Krise 1990/91: Golfkrieg »Desert Storm«	- September 09/2011 1993: Irak-Krieg 97/98: Asienkrise	2008: Insolvenz von Lehmann

Abb. 3: Sechs US-amerikanische M&A-Wellen im Vergleich

Wellen im Verhältnis zur größer gewordenen Wirtschaft der USA sieht.²⁰ Wie bereits angesprochen, scheint diese Entwicklung *zyklisch* in Wellen stattzufinden: Perioden geringer und hoher M&A-Aktivität wechseln sich regelmäßig ab. Über den betrachteten Zeitraum ließen sich die sechs M&A-Wellen, die in Kapitel a) beschrieben wurden und in Abbildung 3 zusammenfassend dargestellt sind, beobachten.²¹

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

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

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

2. Erklärungsansätze zum empirischen Phänomen

Man kennt die M&A-Wellen nun seit über hundert Jahren, und immer noch sind sie ein gewisses Mysterium für Wissenschaft und Praxis.²² Es ist jedoch wichtig, ihr Kommen und Gehen zu erfassen und zu verstehen. Bezogen auf die in Abschnitt 1 für die USA beschriebenen und in Abschnitt a)–f) deskriptiv ausgewerteten M&A-Wellen stellt sich eine ganze Reihe von Fragen: Was sind die *Gründe*, dass es überhaupt zu diesen Wellen kommt? Warum entwickeln manche ein enormes Potenzial, andere nicht? Welches sind die *Treiber* dieser Wellen? Was bestimmt die *Höhe ihrer Ausschläge* und was ihre *Dauer*? Warum verlieren diese Wellen wieder an Kraft? Was löst die *Richtungswechsel* beim oberen und unteren Wendepunkt der Wellen aus? An was lässt sich frühzeitig erkennen, dass es zu einem solchen Richtungswechsel kommt? Etc.

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

20 Das Bruttoinlandsprodukt der USA hat sich von 1980 bis 2009 etwa verfünffacht.

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

22 Vgl. Brealey/Myers (2002).

einer Welle zu verkaufen (falls man an Verkauf denkt), da es sich dann zumeist um einen Verkäufermarkt handelt und sehr hohe Preise bezahlt werden; oder z.B. auf dem Tiefpunkt einer Welle in neue Engagements einsteigen, wenn viele Unternehmen stark unterbewertet sind. Wer diese Form des antizyklischen Verhaltens beherrscht, kann erhebliche Vorteile daraus generieren.

Warren Buffet und Berkshire Hathaway

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

Wenngleich M&A-Wellen somit in erster Linie ein makroökonomisches Phänomen sind, so haben sie doch erhebliche Auswirkungen auf den individuellen M&A-Erfolg. Im Aufschwung geht es um verpasste Opportunitäten. Und da dem Aufschwung auch immer ein Abschwung folgt, birgt schlechtes Timing, vor allem im Überschwang der Märkte, die Gefahren zu hoher Preisprämien und der Verschuldung.²³

a) Bestehende Erklärungsansätze

Aufgrund der Bedeutung des Phänomens M&A gibt es natürlich auch eine ganze Reihe von Prozessklärungen für das Entstehen, Brechen und Auslaufen von M&A-Welle. Im Kern lassen sich vier Arten von Erklärungsansätzen unterscheiden: (1) Makroökonomische Theorien, (2) Verhaltenstheorien, (3) Soziologische Theorien und (4) Power-Law-Theorien.²⁴

aa) Makroökonomische Theorien

Kapitalmarktthese: Nach dieser Theorie wird angenommen, dass makroökonomische Variablen die M&A-Aktivitäten antreiben.²⁵ Es wird argumentiert, dass *M&A als Antwort auf Veränderungen in den ökonomischen Rahmenbedingungen* verstanden und erklärt werden kann.²⁶ Bezogen auf den Zustand der Wirtschaft (Boom oder Rezession) würde es sich also um ein *prozyklisches Phänomen* handeln, d.h. es wäre somit vermehrt in Zeiten eines wirtschaftlichen Booms anzutreffen hingegen eher weniger in rezessiven Phasen der

23 Vgl. Song/Walking (2000).

24 Vgl. zu dieser Übersicht auch Park/Madhavan (2010) und Park/Morel/Madhavan (2010).

25 Vgl. Nelson (1959).

26 Vgl. Lambrecht (2004).

Wirtschaft.²⁷ M&A-Wellen gingen damit auch mit prosperierenden Aktienmärkten einher, da letztere der Akquisitionswährung Aktie Auftrieb gewähren und generell von höherer Marktliquidität geprägt sind. Entsprechend wirke auch ein rückläufiger Aktienmarkt auf Transaktionszahl und -volumen: So waren mehr oder minder ausgeprägte Rückgänge bzw. Crashes am Ende aller Wellen zu verzeichnen: Welle eins im Jahr 1900, Welle zwei a und zwei b in den Jahren 1920 und 1929/30, Welle drei im Jahr 1970, Welle vier im Jahr 1987, Welle fünf im Jahr 2000 sowie Welle sechs im Jahr 2007. In der sechsten M&A-Welle liefen die Entwicklungen von Transaktionsanzahl und -volumen sogar dem Dow Jones Index voraus und hätten somit eine Frühwarnfunktion übernehmen können. Was diese Theorie allerdings nicht erklärt ist, warum nach ihrem Aufschwngen eine Welle bricht.

Schockthese (*»Economic Disturbance Theory«*): Einige neoklassische Ökonomen argumentieren, dass derartige M&A-Wellen durch gesamtwirtschaftliche Störungen (technologische, regulatorische etc. Schocks) ausgelöst werden.²⁸ Diese Störungen würden Veränderungen in den Erwartungen der Entscheidungsträger verursachen und deren empfundene Unsicherheit erhöhen. Manche Nichteigentümer bestimmter Vermögenswerte betrachten diese auf einmal als wertvoller als ihre Eigentümer, wodurch eine Bereitschaft entstände, ein Premium zu bezahlen, und damit Eigentümerwechsel ausgelöst würden. Aktionäre haben zu einem bestimmten Zeitpunkt also unterschiedliche Meinungen über den Wert einer Aktie aufgrund individuell unterschiedlicher Informationen und Einschätzungen. Diese Differenzen sind besonders groß in Zeiten starker Veränderungen. Dabei käme es zu einem Aufschaukeln der Welle durch die Kombination einzelner Branchen-M&A-Wellen zu einer aggregierten Welle.²⁹

Was dieser Erklärung fehlt, ist ein Blick hinter diese Störphänomene z.B. auf die institutionellen Rahmenbedingungen (z.B. Gesetzgebung). Und sind die Bewertungsdifferenzen nicht ebenso groß im Auf- wie im Abschwung? Vermutlich wohl ja. Warum führen diese Differenzen aber dann nicht auch im Tal einer Welle zu ebenso viele Transaktionen wie im Boom?³⁰

Differenzbewertungsthese: Hier wird davon ausgegangen, dass in Phasen boomender Aktienmärkte Manager stark überbewerteter Aktien ihre eigenen Aktien zum Kauf von aus ihrer Sicht nicht so stark überbewertete Aktien nutzen.³¹ Dadurch wird die Überbewertung der eigenen Aktie abgeschwächt. Umgekehrt erfahren dadurch die Zielunternehmen eine plötzliche Wertzunahme aufgrund dessen, dass in sie investiert wurde.

bb) Verhaltenstheorien

Die obigen Erklärungsansätze basieren auf der Annahme effizienter Märkte und rational handelnder Manager. Doch handeln Manager wirklich so rational im Sinne des Unter-

²⁷ Vgl. Ravenscraft/Scherer (1987).

²⁸ Vgl. Gort (1969) und Mitchell/Mulherin (1996).

²⁹ Vgl. Harford (2005).

³⁰ Vgl. Brealey/Meyers (2002).

³¹ Vgl. Shleifer/Vishny (2003).

nehmens, wie wir es gerne hätten?³² Werden nicht auch oft einfache, erfahrungsbasierte Faustregeln zur Anwendung gebracht oder auch stark im Eigeninteresse gehandelt? Und sind diese Märkte wirklich so effizient wie unterstellt?³³ Man erinnere sich nur an das Internet-Bubble Ende der 1990er-Jahre oder an die Finanz- und Wirtschaftskrise in 2006.

Wenn alle Akteure gleich rational handeln würden, dann müssten doch auch bei allen die M&A-Aktivitäten gleich intensiv sein. Realistischer ist wohl, dass sie nur begrenzt rational handeln aufgrund beschränkter kognitiver Kapazitäten. Auch geben sie sich meist mit realistischen Zielen zufrieden und maximieren nicht unbedingt unentwegt. Daraus resultierende Ineffizienzen führen entweder zu organisatorischen Slack (z.B. ungenutzte Ressourcen) oder zu einer Performance unterhalb der Erwartungen des Managements, worauf man wiederum mit einer Suche nach neuen Akquisitionen reagiert.³⁴

Zudem lässt jede M&A-Transaktion in einem ineffizienten Markt die Erwartung der anderen Akteure wachsen, dass es hier etwas Lukratives zu holen gibt (hohe Synergien), was wiederum weitere M&A-Aktivitäten antreibt.³⁵ Man kann die M&A-Wellen dann auch als *Modeerscheinung* interpretieren.³⁶ Man kauft in einer dieser M&A-Wellen Unternehmen, weil gerade alle anderen auch Unternehmen auf Basis einer ähnlichen Logik kaufen, und umgekehrt (Herdenverhalten). Jedoch mit jeder zusätzlichen Transaktion reduzieren sich die Erwartungen noch erzielbarer Synergien (auch angesichts der gestiegenen Preise), bis der Punkt gefunden ist, wo man weiß wie viele Synergien wirklich genutzt werden können. Der M&A-Markt bricht dann ein, wenn dieser Wert unter dem liegt, der bislang in das bezahlte Premium eingeflossen ist.³⁷ Nun wird man auch wieder mit Cash bezahlen. D.h., dass das Arbitrieren von Käufer- und Ziel-Aktien einen ineffizienten Markt zu Transaktionen und dann zum Kollaps treibt.

cc) Soziologische Theorien

Hier wird im Kern argumentiert, dass es aufgrund personeller Verflechtungen zwischen Boards zu Imitationen hinsichtlich der M&A-Aktivitäten kommt. Eine soziale Bewegung wird hier entfacht (Ansteckungsmodell). Vorausgehende begünstigende Bedingungen (freizügiges regulatorisches Umfeld) ermöglichen, dass innovative M&A-Strategien einzelner Akteure aufgrund von Board-Verknüpfungen auf die Adaptionen und die Gesamtheit der Akteure in Form von Nachahmung überspringen.³⁸ Doch damit kommt es zu keiner Identifikation der Treiber dieser Diffusionsmechanismen, noch zu einer Erklärung, warum immer wieder solche Randakteure und Innovationen aufkommen.

32 Vgl. Kahnemann/Tversky (1979).

33 Vgl. Shleifer (2000).

34 Vgl. Iyer/Miller (2008).

35 Vgl. Rhodes-Kropf/Viswanathan (2004).

36 Vgl. Macharzina/Wolf (2005), S. 705.

37 Vgl. Bruner (2004).

38 Vgl. Haunschild (1993) und Strang/Soule (1998). Stearns/Allan (1996) zu der Annahme, dass M&A-Wellen immer (1) ein freizügiges, tolerantes regulatorisches Umfeld vorangeht, (2) neue Akteure als Herausforderer vom Rand ins Feld kommen (»challenger«), (3) diese Herausforderer besseren Zugang zu Kapital haben, und (4) es auch zu einer Innovation kam, die M&A stimuliert und die die Herausforderer nutzen.

dd) Power-Law-Theorien

Betrachtet man die bisher dargelegten Erklärungsansätze, dann geben sie alle nur Teilhinweise auf das zu erklärende Phänomen der M&A-Wellen. Als handelnder Akteur erlauben sie einem aber nicht, sich ein allgemein taugliches Gesamtbild zum Entstehen und Vergehen von M&A-Wellen zu machen. Eine Hilfestellung für eine mehr integrierende Sichtweise kann hier aus der Komplexitätstheorie mit den sogenannten »Power Laws« kommen.³⁹

In den obigen Theorien wird dem Verlauf der Wellen eine gewisse Linearität unterstellt, nach der die Transaktionsvolumen in einer Welle dem Verlauf einer Glockenkurve folgen würden. Doch türmen sich diese Wellen nicht eher nach und nach auf und brechen dann relativ abrupt in sich zusammen?⁴⁰ Verfolgt man diesen Gedanken, dann gelangt man zu einer anderen Beschreibung des Ablaufs einer M&A-Welle. Nach ihr konstituieren sich M&A-Wellen aus einer selbstorganisierenden Eigendynamik: Aus einer Summe von Mikro-Ereignissen wird ein Makro-Phänomen.

In einer Ökologie von Unternehmen konkurrieren Unternehmen um knappe Ressourcen. Dieser Wettbewerb erzeugt immer wieder Druck und Spannungen in der Ökologie, die das System als Teil einer evolutionären Dynamik in eine gewisse Instabilität bringt. Bildhaft gesprochen staut sich etwas auf im System. Neue Hypothesen zu neuen Wertschöpfungsmöglichkeiten entstehen, die zu Bewertungsunterschieden führen. Man beobachtet sich und der Einzelne fragt sich, ob er schon handeln soll. So schaukelt sich ein Systemzustand auf, der nach Überschreiten eines kritischen Punktes Aktivitäten auslöst, über die das System wieder zu einem gewissen Ausgleich zu kommen versucht. Das Aufgestaute löst sich dann über einen Ausgleichsmechanismus. M&A ist ein solcher Mechanismus, über den dies stattfinden kann. Das Entstehen einer M&A-Welle ist dann ein Makroebenen-Boom-Muster, das aus einem Mikroebenen-Ressourcenwettbewerb herrührt.

Nun türmt sich die Welle weiter auf. Die Welle überschreitet dann auch den Punkt wo der – rückwärts betrachtet – »wahre« Wert liegt, d.h. der Markt wird nun immer ineffizienter. Doch nun tauchen auch erste Bedenken auf. Nach und nach geht der Glaube an die Werthaltigkeit der letzten Transaktion verloren. Der Abstieg beginnt, wenn die Unternehmen nicht mehr in der Lage sind, die Dividenden für eine überkapitalisierte Aktie zu bezahlen. Nun bricht die Welle. An den Börsen brechen die Kurse ein.

Nun wissen wir etwas zur Verteilung der Welle, aber immer noch nichts dazu, *warum* es dazu kam. Lässt sich ein robustes Prozessmuster entdecken, das uns zu erklären vermag, was die Voraussetzungen dafür sind, dass es zu einer solchen M&A-Welle kommt? Oft wird ein zentraler Treiber unterstellt, der eine Welle verursacht. Doch sind diese Wellen nicht eher Ergebnis eines spezifischen Zusammenwirkens mehrerer Faktoren seitens einer Vielzahl von Akteuren? Dieser Gedanke soll im Folgenden aufgegriffen werden.

b) Ein Phasenmodell für M&A-Wellen

Ziel dieses Abschnitts ist es, eine Art Mechanik aufzuzeigen, die den Ablauf einer M&A-Welle zu erklären vermag. Die Frage ist, ob es ein einigermaßen robustes Prozessmuster

39 Vgl. Bak (1996) und zu den folgenden Ausführungen insbesondere Park/Morel/Madhavan (2010).

40 Vgl. Lovejoy (1927) und Andriani/McKelvey (2007).

ist, das über alle M&A-Wellen hinweg eine gewisse Gültigkeit besitzt. Dabei bauen wir auf den Forschungen von Park/Morel/Madhavan (2010) auf.

Der Prozessablauf lässt sich in vier Phasen untergliedern: (1) Die Initialzündung, (2) Die Emergenz der Voraussetzungen, (3) Das Erlangen von Momentum, (4) Überhitzung und Abbruch. In Abbildung 4 wird dies veranschaulicht.

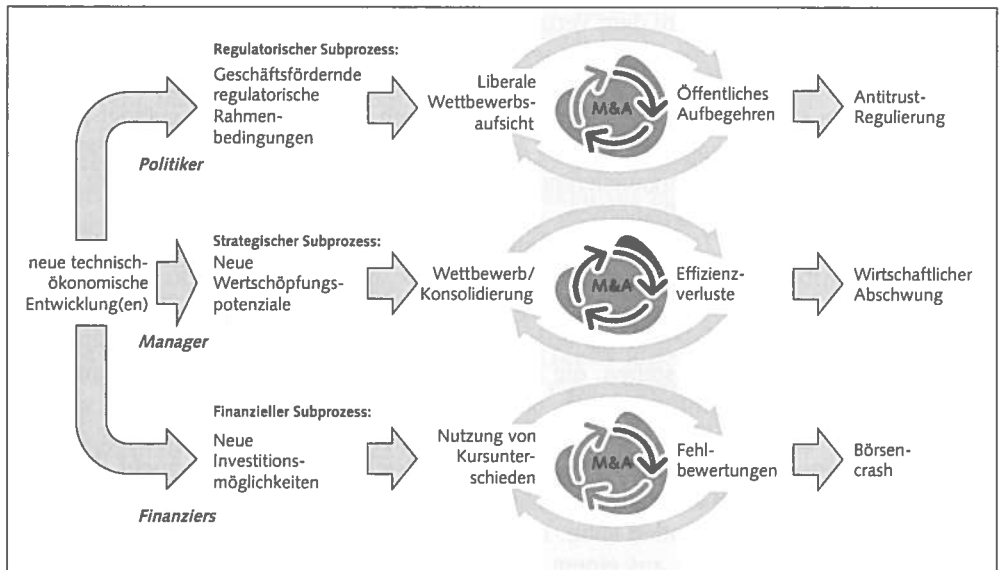


Abb. 4: Das Prozessmodell einer M&A-Welle (Quelle: In Anlehnung an Park/Madhavan 2010)

aa) Die Initialzündung

Am Anfang emergiert im System auf der Mikroebene eine Spannung zwischen den im Ressourcenwettbewerb zueinander stehenden Akteuren aufgrund einer Entwicklung, die ein neues Wertschöpfungspotenzial für die Unternehmen mit sich bringen könnte. Eine graduell reifende technisch-ökonomische Entwicklung, die als disruptiver Schock auf das System wirkt, löst unterschiedliche Interpretationen ihrer Bedeutung aus, was zu Bewertungsdifferenzen seitens der ökonomischen Akteure führt.

Bei der ersten große M&A-Welle von 1898 bis 1903 war dies das Entstehen eines Netzwerks von Eisenbahnlinien in den USA über das Güter über lange Distanzen transportiert werden konnten. Aufgebaut wurde dieses Netzwerk zu militärischen Zwecken, um im Bürgerkrieg Truppentransporte auf große Entfernungen durchführen zu können. Doch später wurde es privatisiert, was den Unternehmen Wachstumschancen bot. Die Eisenbahngesellschaften wurden dabei zu den Pionieren eines modernen Managements.⁴¹

⁴¹ Vgl. Chandler (1965).

Eine M&A-Welle hat damit ihren Ausgangspunkt am *unteren Wendepunkt*. Es handelt sich meist um das Ende einer rezessiven Phase, die von mehr oder minder großen Wertvernichtungen begleitet war. Viele Unternehmen sind angeschlagen, und ihre Cashflows sind dürftig. Doch einige der überlebenden Unternehmen gehen gestärkt aus der Krise hervor: Sie haben zügig ihre Organisation verschlankt, die Kostenstrukturen verbessert, sich von nicht passenden Randgeschäften getrennt etc. Geld aus der erfolgreichen Bewältigung der vorangegangenen Rezession wartet auf Anlage. Sobald die Volatilität der Märkte wieder auf ein Normalniveau zurückgekehrt ist und die Nachfrage wieder etwas wächst, suchen sie nach neuen Wachstumsimpulsen. Dazu zählt auch der frühe Einstieg bei Unternehmen, die nun noch günstig bewertet sind. Dieser Umschwung wird vielfach noch durch ein niedriges Zinsniveau begünstigt.

bb) Die Emergenz der Voraussetzungen

Damit es zur Entfaltung einer M&A-Welle kommen kann, müssen drei Subprozesse im System emergieren, wovon jeder zur Dynamik des Systems einen eigenen und gesamthaft erforderlichen Beitrag leistet. Mit jedem dieser drei Subprozesse ist eine für M&A zentrale Akteursgruppe verbunden, die ein jeweils für sie typisches Verhalten an den Tag legt: (1) Die *strategisch-ökonomischen Akteure (Manager)* konkurrieren und fusionieren zur Erschließung neuer Wertschöpfungspotenziale, (2) die *politischen Akteure (Politiker)* schaffen geschäftsfördernde Rahmenbedingungen und (3) die *finanziellen Akteure (Investoren)* sehen für sich neue Investitionsmöglichkeiten und promoten und organisieren die Transaktionen.

Der strategische Subprozess: Die Manager in den Unternehmen beginnen in der Initialzündung für sich eine Chance zur Erschließung eines neuen Wertschöpfungspotenzials (z.B. in Form der Ausweitung ihrer Märkte) zu sehen. Eine neue Logik zur Wertsteigerung zeichnet sich ab, die zunehmend die mentalen Strukturen der Entscheidungsträger zu prägen beginnt. Langsam entstehen erste Annahmen und Experimente zu zukünftig erschließbarem Wachstum.

Betrachtet man die fünfte Welle, so war dort der Initialzündler die Emergenz des Internets. Nach und nach erkannten die Manager die Chancen auf globale Skaleneffekte, die das Internet zu ermöglichen vermag, sowie die verschiedenen Funktionen, die es übernehmen kann.

Ihren Ausgang hat eine solche neue Logik oft in den genannten Verwerfungen und Schocks aus dem sozio-ökonomischen Umfeld. Dies können technologische Durchbrüche sein, geostrategische Veränderungen, neuartige Kundenbedürfnisse etc. Da Unternehmen aufgrund damit verbundener Prognoseunsicherheiten auf derartige Verwerfungen unterschiedlich schnell reagieren, entsteht eine breite Streuung der Zukunftserwartungen auf den Unternehmensebenen, was sich z.B. in breiteren Spannen an Bewertungen und Preisvorstellungen bei M&A-Verhandlungen niederschlägt. Doch es kommt zu einer ersten Häufung, zumindest individuell rationaler M&A-Transaktionen. M&A wird hier als Reaktion und Instrument zur Erschließung der neuen, zukünftigen Wertsteigerungspotenziale

betrachtet. Dies kann z.B. dann der Fall sein, wenn die dominante Logik zur optimalen Wertschöpfungstiefe von Unternehmen in einer Branche zu kippen beginnt.

Paradigmenwechsel oder Sonderfälle?

Andrew S. Grove, Mitbegründer der Firma Intel, hatte in seinem 1996 erschienenen Buch mit dem Titel »Only the Paranoid Survive« für die Computerbranche eindrucksvoll beschrieben, wie sich in einer Branche die dominante Logik grundsätzlich verändern kann. Im Jahr 2009 gab es Signale, dass eine solche Veränderung in der Informations-, und Kommunikationstechnologiebranche erneut stattfinden könnte.

In den 1980er-Jahren war die Computerbranche vertikal organisiert. Wettbewerber wie IBM oder DEC (Digital Equipment) versuchten, die gesamte Wertschöpfungskette von der Chipherstellung bis zum Vertrieb zu beherrschen. Mit zunehmender Reife des Geschäfts bildeten sich allerdings Spezialisten heraus, die auf den einzelnen Wertschöpfungsstufen den Pionieren der Branche überlegen waren. Die Logik des Geschäfts kippte von einer vertikalen in eine horizontale Struktur. Die etablierten Unternehmen hatten dies jedoch lange nicht wahrnehmen wollen. Diese »Trägheit« führte das Blue Chip-Unternehmen IBM 1991 in seine schwerste Krise. Für viele andere führende Unternehmen wie Sperry Univac, Wang und DEC wurde der Paradigmenwechsel ganz zum Verhängnis.

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

- (1) *Apple kauft den Mikrochiphersteller PA Semi:* Etwa seit 2007 ist erkennbar, dass Apple sich anstellte, wieder eigene Chips zu produzieren, trotz der damit verbundenen hohen Entwicklungskosten. Im Kern geht es dabei um die Faktoren Innovation und Intellectual Property. Über den Chip können Elemente wie Handschrifterkennung, Energieeffizienz oder Videoqualität in mobilen Endgeräten wesentlich beeinflusst werden. Lässt Apple die Chips durch Unternehmen wie z.B. Samsung herstellen, besteht die Gefahr, dass damit auch der Konkurrenz Know-how zugänglich wird. Stellt Apple die Chips selbst her, sind die Innovationen unter eigener Kontrolle und sie werden im Allgemeinen auch beschleunigt. Um diese neue Strategie umzusetzen, hatte Apple bis Mitte 2009 bereits eine ganze Reihe hochrangiger Experten auf diesem Gebiet von der Konkurrenz abgeworben.
- (2) *Oracle übernimmt Sun:* »I am very surprised. I have to think about it.« – so soll die spontane Reaktion von Steve Ballmer, CEO von Microsoft, gewesen sein, als er am 20.04.2009 davon hörte, dass Oracle für 7,4 Mrd. US-\$ Sun übernehmen werde. Der Preis wurde mit 9,50 US-\$ pro Aktie beziffert, was in etwa einem 8-fachen EBIT-Multiple entspricht. Oracle ist im Kern ein Softwareunternehmen (Datenbanken und Unternehmenssoftware). Seit 2005 hat Oracle ca. 30 Mrd. US-\$ in den Kauf von etwa 50 Unternehmen wie People-Soft, Siebel oder BEA investiert. Sun ist dagegen im Kern nicht nur ein Hardwareunternehmen (Server und Speichergeräte/-einheiten). Die Speicherhardware musste immer mit der passenden Software zu einem Speichersystem gekoppelt werden. Das Unternehmen hatte sich nie so richtig vom Platzen der Dot.com-Blase erholt, und es war kein Geheimnis, dass es auf der Suche nach einem passenden Käufer war. Im Portfolio von Sun gab es zwei Perlen, die für Oracle interessant waren. Die eine war die Programmiersprache Java, mittels derer viele Unternehmenssoftwarepakete und auch die Software von Mobiltelefonen betrieben werden. Die andere war Solaris, ein Betriebssystem auf dem viele Oracle-Datenbanken laufen. Über beides verfügen zu können, würde Oracle verschiedene Optimierungsmöglichkeiten

bieten. Auch verfügte Sun über eine große Anzahl von Open Source-Software und -Unternehmen. Sun erwarb diese Software in der Hoffnung, dass deren Nutzer dann die teuren Sun-Geräte kaufen würden. War diese Akquisition damit eine Transaktion, die primär auf die Software-Assets von Sun abzielte, und würde Oracle deshalb die Hardware bald wieder abstoßen?

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

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

Rückwirkend angewendet auf die einzelnen M&A-Wellen stellt sich das wie folgt dar (vgl. auch Abbildung 3):

- Zur Zeit der *ersten M&A-Welle* war die Annahme, dass sich *Vorteile aus einer Marktbeherrschung* in Form von »Economies of Scale« erwirtschaften lassen. Je größer der eigene Marktanteil ist, desto größer sind auch diese Wirtschaftlichkeitseffekte aufgrund günstigerer Kostenstrukturen.
- Der *zweiten M&A-Welle* lag die Logik zugrunde, dass sich *Vorteile aus einer möglichst weitgehenden Beherrschung der Wertschöpfungskette eines Geschäfts* ergeben. In der Art kontrollierten Unternehmen den gesamten »Profit Pool« dieses Geschäfts und sahen sich resistent gegenüber Verschiebungen des Profitanfalls innerhalb der Wertkette.
- Bei der *dritten M&A-Welle* wurde angenommen, dass Konglomerate langfristige *Vorteile aufgrund ihrer Diversifikation und Risikostreuung* zu erzielen vermögen.
- Zur Zeit der *vierten M&A-Welle* wurden Investoren mit neuen Finanzierungsinstrumenten (LBO) in die Lage versetzt, auch ohne viel Eigenkapital große Unternehmen bestehend aus mehreren Geschäftsfeldern zu übernehmen. Die *Vorteile lagen in deren Unterbewertung*. Die Konglomerate wurden aufgebrochen und in Einzelteilen verkauft. Annahme war, dass das Ganze weniger wert ist als die Summe seiner Teile.
- In der Phase der *fünften M&A-Welle* dachten die Käuferunternehmen, sie könnten *Vorteile aufgrund erst neuerdings global erschließbarer Skaleneffekte* erlangen. Diese ergaben sich einerseits aus der Deregulierung und Liberalisierung von Ländermärkten, andererseits aber auch aus der Nutzung des Internets; diese Technologie ermöglichte es, innerhalb von nur wenigen Wochen Kundenstämme aufzubauen, für deren Aufbau zuvor vielleicht Jahrzehnte vonnöten waren.

- Die Phase der *sechsten M&A-Welle* war sehr stark geprägt von den *Vorteilen durch finanzielle Optimierung in einer Unternehmensgruppe*. Dies geschah zu einem wesentlichen Teil durch die neue Konkurrenz der PE-Unternehmen als Bieter auf dem Markt für Unternehmenskontrolle; sie bedienten sich tendenziell anderer Wertsteigerungshebel als die klassischen Konzerne, was wiederum dazu führte, dass auch bei diesen Unternehmen die Bereitschaft zu einem aktiven Portfolio-Management wuchs.

Der regulatorische Subprozess: Weiter werden M&A-Wellen begünstigt durch einen freizügigen regulatorischen Rahmen, damit sich eine M&A-Strategie auch wirklich umfassend durchsetzen kann.⁴²

So autorisierte in der fünften Welle die Clinton-Administration das Internet für kommerzielle Zwecke. Ein republikanischer Kongress sorgte weiter für eine freizügige Auslegung der Kartellgesetze und einige Schlüsselbranchen wurden zur Steigerung des Wettbewerbs dereguliert.

Der finanzielle Subprozess: Für die Finanziers der Wirtschaft entstehen nun neue Investitionsmöglichkeiten. Damit werden die Voraussetzungen geschaffen, dass die Wirtschaft die Erschließung ihrer Wachstumspotenziale auch finanzieren kann. Starke Kapitalmärkte treiben den M&A Markt. Nicht selten führt diese auch zur Entwicklung kreativer Finanzierungsmethoden.

So wurden in der fünften Welle viele Transaktionen über Venture Capital und Private Equity, das als dritte Kraft im Kapitalmarkt gerade entstand, finanziert. Über die Organisation sogenannter Club Deals konnten die Private Equity-Unternehmen über die Zeit auch große Transaktionen finanziell meistern.

cc) Das Erlangen von Momentum

Sind die Voraussetzungen aller drei Subprozesse gegeben, so kann die Welle nun an Fahrt gewinnen.

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

Der Wettbewerb nimmt nun zu. Mehr und mehr Akteure machen sich nun von der Sache ein detailliertes Bild, um eventuell auch zu investieren. Angelockt durch die Erfolge der Pioniere und frühen Nachahmer schwenken nach und nach immer mehr Unterneh-

⁴² Stearns/Allen (1996).

men auf den gleichen Kurs ein. Schlüsseltreiber sind hier der Wettbewerb und die Suche nach neuen Profiten.

Topmanager haben es immer schwerer sich zu legitimieren, wenn sie nicht in ähnlicher Art und Weise agieren. Mimetisches Verhalten (»Herdentrieb«) setzt ein. Es kommt zu eigendynamischen und selbstverstärkenden Effekten, z.B. wenn – teilweise bereits rational nicht mehr nachvollziehbare – Kurssteigerungen wieder zu neuen Investitionsmöglichkeiten (»Aktie als Währung«) verhelfen. Es wird eine Welle neuer Akquisitionen ausgelöst, wenn sich Käufer mit sog. »Me too Acquisitions« der Modeerscheinung anschließen. Da die Banken im Allgemeinen davon profitieren, entwickeln sie oft auch Bewertungsmodelle, die die Werthaltigkeit derartiger Investitionen »nachweisen«. So entstehen wechselseitige Verstärkungsmechanismen, und in der Spitze eines Booms besteht ein wahrer »Run« auf Zielunternehmen, verbunden mit entsprechenden Preissteigerungen. Unternehmensleitungen, die nicht »auf Einkaufstour gehen«, kommen oft unter Legitimationsdruck bezüglich der Frage, warum sie diese »Jahrhundertchance« nicht wahrnehmen. Dieser Druck zum Akquirieren gilt besonders auch dann, wenn man sich in den Stammgeschäften mit einer fallenden Performance konfrontiert sieht. Sie verleitet zu Akquisitionen, um die Lücke zu schließen.⁴³ Dies alles führt zu Preiskämpfen und einem Kampf um Marktanteile. Dieser mündet dann nicht selten in einer Konsolidierung und Monopolisierung.

Der regulatorische Subprozess: Die führenden Politiker lassen sich nun zur Förderung der Wirtschaft auf eine Laissez-faire Ordnungspolitik ein.

Der finanzielle Subprozess: Die Finanziers beginnen nun zu arbitrieren. Sie investieren in die noch wenig bekannten, etwas riskanteren, aber auch lukrativeren Aktien. Sie erkennen das Potenzial der neuen Wertsteigerungslogik. Kursunterschiede werden genutzt, um schnelle Papiergewinne zu realisieren. Doch auch die Preise für die Transaktionen steigen mit dem Anwachsen der Welle.

dd) Überhitzung und Abbruch

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

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

1. Viele Käufer sind bereit, deutlich größere Risiken einzugehen. So gab es Fälle, in denen Unternehmen in solchen Situationen versuchten, drei Unternehmen gleichzeitig in eines zu fusionieren.

⁴³ Iyer/Miller (2008).

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

Während es also zu Anfang einer M&A-Welle zu einer Art Wette auf die neue Wertsteigerungslogik kam, muss über die Zeit immerwieder neu bewiesen werden, ob diese Wette auch der Wirklichkeit (noch) stand hält. Sobald bei den Investoren die Vermutung wächst, dass bei den letzten Transaktionen zu hoch gewettet wurde, bricht die Welle in sich zusammen.

Finanzieller Subprozess: Im Boom ist es zu einer Überkapitalisierung der Unternehmen gekommen. Diese Lücke wird nun durch mehr und mehr Marktteilnehmer wahrgenommen und auf einmal geht der Glaube an die Werthaltigkeit der letzten getätigten Transaktion verloren. Ein *Börsencrash* bzw. eine *Wirtschaftskrise* sind die Folge. Nun kommt es zu einer Abwertung der Aktienmärkte abgewertet, bis der wahre Wert der Deal Synergien einigermaßen erreicht ist.

Der DotCom-Bubble platzte im Jahr 2000, was gigantische Kursverluste an den Börsen auslöste. »The historic M&A wave of 1995 to 2000 totaled more than \$12 trillion. By an extremely conservative estimate, these deals annihilated at least \$1 trillion of share-owner

wealth. ...For respective, consider the whole dot-com bubble probably cost investors \$1 trillion at most. That's right: Stupid takeovers did more damage to investors than did all the dot-coms combined. The situation is remarkable when you think about it. Many of these failed mergers are done by the world's biggest, most successful companies, advised by highly educated Wall Street investment bankers who do this for a living.«⁴⁴

Regulatorischer Subprozess: Aufgrund der hohen Wertverluste, die im Allgemeinen auch die Gesellschaft stark treffen, kommt es zu einem *öffentlichen Aufbegehren* gegenüber der Rolle des Staates in der Wirtschaft. Es werden strengere Auflagen und Gesetze seitens des Staats gefordert, um derartige Fehlentwicklungen zukünftig zu vermeiden.

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

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

Mit dem Abschwung verbunden ist häufig eine Verschlechterung der ökonomischen Rahmenbedingungen: Die verfolgten Wachstumsstrategien werden nun auf den Prüfstand gestellt. Das Potenzial der verfolgten Wertsteigerungslogik muss neu bewertet werden. Die Strategien sind entsprechend anzupassen. Kam es aufgrund der laxen Ordnungspolitik und einer damit verbundenen Konsolidierung zu quasi-monopolisierten Industriestrukturen, so muss sich die Wirtschaft nun mit der Ineffizienz ihrer Kartelle auseinandersetzen. Konsequenz der Entwicklung ist ein wirtschaftlicher Abschwung und prozyklisch auch ein starker Abschwung der M&A-Aktivitäten. Eine rezessive Phase der Wirtschaft nimmt nun ihren Lauf, nicht selten verbunden mit einem Crash der Kapitalmärkte. Die Bewer-

44 Selden/Colvin (2003).

tungsziffern der Unternehmen sind eher negativ belegt. Die Kapazitätsauslastung der Industrie ist rückläufig.

Natürlich gibt es in einem Abschwung auch gegenzyklische M&A-Aktivitäten einzelner Akteure.⁴⁵ Diese Akquisitionen sind jedoch meist eines anderen Typs als die im Aufschwung getätigten Transaktionen. Die Käufer nutzen die fallenden Preise und die oft aus Notlagen heraus geborenen Kaufgelegenheiten. Solche Transaktionen werden demnach oft von Desinvestitionen ausgelöst. Meist sind sie nicht expansiv angelegt, sondern eher auf eine Konsolidierung ausgerichtet.⁴⁶

c) Den vollen Zyklus im Visier

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

- *Wachstum:* Es ist hinlänglich bekannt, dass das Wachstum ein wesentlicher Wertreiber des Unternehmenswertes ist. Im Aufschwung, auf Basis einer guten Börsenbewertung und bei Verfügbarkeit von billigem Geld, wird deshalb das Thema Wachstum forciert. Doch im Abschwung, wenn die Kunden bei sinkender Nachfrage wählerischer werden, zeigt sich häufig, dass ein Teil dieses Wachstums noch ohne Substanz ist. Dann müssen teure Rückzugsgefechte geführt werden. Zum Beispiel müssen neue Aktivitäten unter ihrem Einkaufspreis wieder veräußert werden.
- *Opportunistentes Verhalten:* In Boomphasen neigen Unternehmen dazu, Geschäfte aufzugreifen, in denen gerade gutes und schnelles Geld verdient wird. Doch was heißt dies, wenn diese neuen Tätigkeitsfelder nicht zum Geschäftsmodell passen oder das Unternehmen von ihnen nicht genug versteht. Dann entpuppen sie sich häufig als Fehlinvestitionen, weil das Unternehmen unüberschaubare Risiken eingegangen ist. Dazu zählen bspw. die Ausflüge der dem »One Bank«-Ansatz folgenden Banken in die Bereiche des Investmentbankings jenseits des für das integrierte Geschäftsmodell erforderlichen Beratungsgeschäfts.
- *Kapitaldecke:* Im Aufschwung werden Unternehmen von den Analysten häufig gescholten, wenn sie ihr Eigenkapital nicht besser »leveragen«. Durch solche Maßnahmen lässt sich relativ leichtfüßig die Eigenkapitalrentabilität verbessern, und zudem lassen sich Fremdkapitalzinsen auch steuerwirksam abziehen. Mit Blick auf den vollen Zyklus kann ein zu starkes Ausreizen dieser Logik im Abschwung verhängnisvoll werden: »Cash is King!« – wie es dann heißt. Dies kann z.B. zu Problemen bei der Refinanzierung fälliger Kredite führen. Oder es können günstige Gelegenheiten z.B. zum Kauf angebotener Unternehmen im Sinne antizyklischer Investitionen nicht wahrgenommen werden.

45 Maksimovic/Philips (2001).

46 Lambrecht/Meyers (2004).

- *Schuldenlast*: Eine Aufschwungphase wird meist durch billig aufzunehmendes Geld begünstigt. Das heißt, dass sich auch Akquisitionen leicht finanzieren lassen. Damit kumulieren sich aber auch auf der Passivseite der Bilanz die Schulden. Müssen diese im Abschwung dann refinanziert werden, sehen sich Unternehmen plötzlich aufgrund gestiegener Risikoprämien deutlich höheren Belastungen gegenüber.
- *Goodwill*: Auf der Aktivseite der Bilanz haben die Akquisitionen aus der Phase des Aufschwungs häufig die Kumulation einer hohen Goodwill-Position (als Folge der bei der Akquisition gezahlten Prämie auf die erworbenen Vermögenswerte) zur Konsequenz. In der Abschwungphase kann dies zu erheblichen Wertberichtigungen Anlass geben, die das Eigenkapital belasten. In einem völlig veränderten wirtschaftlichen Umfeld wird man sich ein neues Bild von der Werthaltigkeit des bilanzierten Goodwills machen müssen.

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

Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass, wenn die ersten leichten Anzeichen eines Abschwungs bereits die Jahresziele gefährden, teilweise noch immer prozyklisch besonders große unternehmerische Risiken eingegangen werden, z.B. um den an das Erreichen des Jahresziels gebundenen Bonus noch zu retten. Damit wird jedoch der Turbo auf der Fahrt in die Krise eingeschaltet. Ein Unternehmen *verantwortungsvoll* zu führen heißt jedoch, neben all den Kurzfristanforderungen, die es zu bedienen gilt, bei den Entscheidungen zumindest einen vollen Zyklus im Visier zu haben.

Literatur

- Bak, P. (1996): *How nature works: The science of self-organized criticality*, New York.
- Beitel, D./Schierack, D. (2004): Investmentbanken in M&A-Transaktionen: Stand der empirischen Forschung., in: *Die Unternehmung*, 58. Jg., Nr. 6, S. 435–455.
- Brealey, R. A./Myers, S. (2002): *Principles of corporate finance*, 7. Aufl., Boston, MA.
- Bruner, R. F. (2004): *Applied mergers and acquisitions*, Hoboken, NJ.
- Chandler, A. D., Jr. (1965): The railroads: pioneers in modern corporate management, in: *The Business History Review*, Vol. 39, Nr. 1, S. 16–40.
- Gaughan, P. A. (2007): *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. 4. Aufl., Hoboken, NJ.
- Gort, M. (1969): An economic disturbance theory of mergers, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, Nr. 4, S. 624–642.
- Harford, J. (2005): What drives merger waves?, in: *Journal of Financial Economics*. 77. Jg., Nr. 3, S. 529–560.
- Haunschild, P. R. (1993): Interorganizational imitation: The impact of interlocks on corporate acquisition activity, in: *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38, Nr. 4, S. 564–592.

- Iyer, D. N./Miller, K. D. (2008): Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 51, Nr. 4, S. 808–822.
- Jensen, M. C. (1988): Takeovers: Their causes and consequences, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, Nr. 1, S. 21–48.
- Jensen, M. C./Ruback, R. (1983): The market for corporate control. The scientific evidence, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, Nr. 1–4, S. 5–50.
- Kahnemann, D.A./Tversky, A. (1979): Prospect theory: An analysis of decision under risk, in: *Econometrica*, Vol. 47, Nr. 2, S. 263–291.
- Lambrecht, B. M. (2004): The timing and terms of mergers motivated by economics of scale, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, Nr. 1, S. 41–62.
- Lambrecht, B. M./Myers, S. C. (2004): A theory of takeovers and disinvestment,, Lancaster.
- Lichtner, K. (2010): Private Equity – Eine interessante Asset-Klasse, in: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): *Mergers & Acquisitions. Analysen, Trends und Best Practices*, Stuttgart, S. 133–149.
- Macharzina, K./Wolf, J. (2005): *Unternehmensführung – Das internationale Managementwissen – Konzepte, Methoden, Praxis*. 6. Aufl., Wiesbaden.
- Maksimovic, V./Philips, G. (2001): The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?, in: *Journal of Finance*, Vol. 56, Nr. 6, S. 2019–2065.
- Markham, J. W. (1955): *Survey of evidence and findings on mergers in business concentration and price policy*, Princeton, New Jersey.
- McNamara, G. M./Haleblain, J./Dykes, B. J. (2008): The performance implication of participating in an acquisition wave: Early movers advantages, bandwagon effects, and the moderating influence of industry characteristics and acquirer tactics, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 51, Nr. 1, S. 113–130.
- Mettcher, R. W./Ledolter, J./D'Antonio, L. J. (1983): A time series analysis of aggregate merger activity, in: *Review of Economics and Statistics*, Vol. 65, Nr. 3, S. 423–430.
- Mitchell, M. L./Mulherin, H. (1996): The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, Nr. 2, S. 193–229.
- Moeller, S. B./Schlingemann, F. P./Stulz, R. M. (2005): Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave, in: *Journal of Finance*, Vol. 60, Nr. 2, S. 757–782.
- Müller-Stewens, G. (2010): M&A als Wellen-Phänomen: Analyse und Erklärungsansatz, in: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): *Mergers & Acquisitions. Analysen, Trends und Best Practices*, Stuttgart, S. 14–44.
- Nelson, R. (1959): *Merger Movements in American Industry: 1895–1956*, Princeton, NJ.
- Park, J./Madhavan, R. (2010): Surf's up: Robust processes in merger and acquisition waves: Working paper.
- Park, J./Morel, B./Madhavan, R. (2010): Big surf: Self-organized criticality in merger and acquisition waves: Working paper.
- Ravenscraft, D. J./Scherer, F. (1987): *Mergers, sell-offs, and economic efficiency*, Washington. D.C.
- Rhodes-Kropf, M./Viswanathan, S. (2004): Market valuation and merger waves, in: *Journal of Finance*, Vol. 59, Nr. 6, S. 2685–2718.
- Selden, L./Colvin, G. (2003): M&A needn't be a losers game, in: *Harvard Business Review*, Vol. 81, Nr. 6, S. 70–79.
- Shleifer, A. (2000): *Inefficient markets*, New York.
- Shleifer, A./Vishny, R. W. (2003): Stock market driven acquisitions, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, Nr. 3, S. 295–311.
- Song, M./Walkling, R. (2000): Abnormal returns to rivals of acquisition targets: A test of the 'acquisition probability hypothesis', in: *Journal of Finance*, Vol. 55, S. 143–171.

-
- Stearns, L. B./Allan, K. D.* (1996): Economic behavior in institutional environments: The corporate merger wave of the 1980s, in: *American Sociological Review*, Vol. 61, Nr. 4, S. 699–718.
- Thorp, W./Crowder, W.* (1941). *The structure of industry*, Washington D.C.
- Town, R. J.* (1992): Merger waves and the structure of merger and acquisitions time-series, in: *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 7, S. 83–100.
- Trautwein, F.* (1990): Merger motives and merger prescriptions, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 11, Nr. 4, S. 283–295.
- Weston, J. F./Chung, K. S./Hoag, S. E.* (1990): *Mergers, restructuring, and corporate control*, Englewood Cliffs, NJ.