

Carsten Hinne

Mergers & Acquisitions Management

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Carsten Hinne

Mergers & Acquisitions Management

Bedeutung und Erfolgsbeitrag
unternehmensinterner M&A-Dienstleister

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Harald Hungenberg

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

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

Dissertation Universität Erlangen-Nürnberg, 2007

1. Auflage 2008

Alle Rechte vorbehalten

© Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2008

Lektorat: Frauke Schindler / Sabine Schöller

Der Gabler Verlag ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media.

www.gabler.de



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

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-0893-3

Geleitwort

Mergers & Acquisitions (M&A) stellt ein bedeutendes Instrument der strategischen Unternehmensführung dar und ist ein sowohl in der Theorie als auch in der Praxis unverändert aktuelles Thema. Wenngleich ständig von neuen, scheinbar immer größer werdenden M&A-Transaktionen berichtet wird, so führt doch ein großer Anteil der M&A-Projekte häufig nicht zu dem gewünschten Erfolg. Das Gelingen eines solchen Projektes hängt dabei von vielen unterschiedlichen Faktoren ab. Hinter allem steht letztlich jedoch die Qualität, mit der ein M&A-Projekt über seine unterschiedlichen Phasen hinweg geführt wird. Genau hier setzt der Autor mit seiner Forschung an.

Carsten Hinne untersucht das M&A-Management in einem den Gesamtprozess umfassenden Rahmen. Er analysiert die unterschiedlichen Aufgaben aus einer Prozessperspektive, entwickelt konzeptionelle Überlegungen zum Aufbau einer unternehmensspezifischen M&A-Kompetenz und diskutiert unterschiedliche Möglichkeiten, die Erfolgswahrscheinlichkeit von M&A-Projekten durch ein institutionalisiertes M&A-Management zu erhöhen. Auf der Grundlage einer umfassenden empirischen Untersuchung überprüft er die Bedeutung unterschiedlicher Gestaltungsformen des M&A-Managements in der unternehmerischen Praxis.

Das Buch sei allen Lesern empfohlen, die sich mit dem Management von M&A-Projekten beschäftigen. Dies gilt für Entscheidungsträger in Unternehmen, für Unternehmensberater bzw. Investmentbanken sowie für Wissenschaftler und Studenten, die ein besseres Verständnis im Umfeld des M&A-Managements anstreben.

Prof. Dr. Harald Hungenberg

Vorwort des Autors

Die Idee der vorliegenden Arbeit entstand im Frühjahr 2004. Auch wenn ich versichert habe, diese Arbeit in den vergangenen drei Jahren ohne fremde Hilfe verfasst zu haben, so möchte ich doch die Gelegenheit wahrnehmen, mich auf diesem Wege bei all denen zu bedanken, die einen entscheidenden Beitrag zu dem Gelingen dieser Arbeit geleistet haben.

So gilt mein Dank meinem Doktorvater Prof. Dr. Harald Hungenberg, der mir stets mit hilfreichen und pragmatischen Ratschlägen zur Seite stand und mich in meinem Handeln jederzeit unterstützt hat. Herrn Prof. Dr. Klaus Henselmann danke ich für die spontane Übernahme des Koreferats.

Der Deutschen Bahn AG möchte ich für die Unterstützung im Rahmen der Erstellung dieser Arbeit danken. Hervorheben möchte ich hier meine ehemaligen Vorgesetzten Herrn Mathias Reichel und Herrn Falk Holtz, die von Beginn an sowohl an mein Vorhaben als auch an meine Willenskraft geglaubt und mir damit die Möglichkeit eingeräumt haben, mein Promotionsvorhaben berufsbegleitend umzusetzen. Herrn Dr. Alexander Hedderich und Herrn Axel Marschall danke ich dafür, dass sie mir mit der Gewährung meines „Sabbaticals“ ermöglicht haben, die Arbeit in der dafür angedachten Zeit fertigzustellen.

Mein ganz besonderer Dank gilt meinen Eltern, die mich während meines gesamten Studiums unterstützt haben und mir damit die Grundlage dessen gaben, was diese Arbeit vervollständigt. Meinem Bruder Andreas danke ich für die vielen guten Gespräche und die Aufmunterung rund um diese Arbeit. Meinem Freund Timo Diegmüller möchte ich für den anregenden Gedankenaustausch danken.

Für das Korrekturlesen des Manuskripts sowie die Unterstützung bei der graphischen Umsetzung danke ich Dr. Dieter Kahling und Jan Wehking.

Widmen möchte ich das vorliegende Buch meiner Frau Katrin und meiner Tochter Helene. Sie sind es, die mit ihrem Verzicht und ihrer Rücksicht den wahren Preis dieser Arbeit zu bewerten wissen und mich dennoch mit ihrer unvergleichbaren Liebe und Freude jeden Tag auf's Neue ermutigt haben, sie zu Ende zu führen. Ihnen beiden gebührt neben meinem Dank die wahre Anerkennung für diese Arbeit.

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-------------|
| Verzeichnis der Abbildungen..... | XIII |
| Verzeichnis der Tabellen..... | XV |
| Abkürzungsverzeichnis..... | XVII |
| 1 Problemstellung und Zielsetzung | 1 |
| 2 Hintergründe des Phänomens „Mergers & Acquisitions“ | 5 |
| 2.1 Der Markt für M&A..... | 5 |
| 2.1.1 Begriffsdefinitionen..... | 5 |
| 2.1.2 Marktteilnehmer..... | 10 |
| 2.1.2.1 Käufer..... | 10 |
| 2.1.2.2 Verkäufer..... | 15 |
| 2.1.2.3 M&A-Dienstleister..... | 17 |
| 2.1.2.4 M&A und die Interessengruppen („stakeholder“) eines Unternehmens..... | 19 |
| 2.1.3 Entwicklung des Marktes für Mergers & Acquisitions im Zeitablauf..... | 23 |
| 2.1.3.1 M&A als zyklisches Phänomen..... | 23 |
| 2.1.3.2 Aktuelle quantitative Übersicht des Marktes für Mergers & Acquisitions..... | 29 |
| 2.1.3.3 Zukünftige Entwicklung des Marktes für M&A..... | 30 |
| 2.1.4 Betrachtung von M&A aus volkswirtschaftlicher Perspektive | 31 |
| 2.2 Strategische Hintergründe von M&A..... | 34 |
| 2.2.1 M&A als Instrument der strategischen Geschäftfeld-Planung | 34 |
| 2.2.2 Motive für M&A-Aktivitäten | 38 |
| 2.2.2.1 Fixkostendegressionen..... | 40 |
| 2.2.2.2 Skaleneffekte..... | 40 |
| 2.2.2.3 Economies of Scope..... | 42 |
| 2.2.2.4 Transaktionskosten | 42 |
| 2.2.2.5 Zeitvorteil | 43 |
| 2.2.2.6 Zugang zu Kompetenzen und Ressourcen..... | 43 |
| 2.2.2.7 Eintritt in bestehende Netzwerke | 45 |
| 2.2.2.8 Weitere Motive..... | 46 |
| 2.2.2.9 Fazit..... | 48 |
| 2.3 Der M&A-Prozess als Gegenstand des M&A-Managements..... | 49 |
| 2.3.1 Vorbemerkungen zur Prozessorganisation..... | 49 |
| 2.3.2 Der Ablauf eines M&A-Prozesses | 50 |
| 2.3.2.1 Die Teilprozesse eines M&A-Projektes | 54 |
| 2.3.2.2 Die drei Phasen eines M&A-Prozesses..... | 62 |
| 2.4 Erfolg- bzw. Misserfolg von M&A..... | 84 |
| 2.4.1 Definition des Erfolgsbegriffes..... | 84 |

| | | |
|----------|--|-----------|
| 2.4.2 | Ausgewählte Verfahren der Erfolgsmessung von Mergers & Acquisitions | 85 |
| 2.4.3 | Ausgewählte empirische Ergebnisse der Erfolgsmessung von M&A..... | 88 |
| 3 | Management von M&A-Projekten | 92 |
| 3.1 | Charakterisierung und Entwicklung des M&A-Managements | 92 |
| 3.2 | Kategorisierung der Formen und Gestaltungsalternativen des Managements von M&A-Projekten | 95 |
| 3.2.1 | Unternehmensinternes Management von M&A-Projekten..... | 96 |
| 3.2.1.1 | M&A-Management durch die Unternehmensleitung | 97 |
| 3.2.1.2 | M&A-Management durch verschiedene Fachabteilungen | 98 |
| 3.2.1.3 | M&A-Management durch operative Bereiche | 100 |
| 3.2.1.4 | M&A-Management durch eine eigenständige M&A-Abteilung ... | 102 |
| 3.2.2 | Management von M&A-Projekten durch externe Dienstleister | 105 |
| 3.2.2.1 | M&A-Berater im engeren Sinne („Full-Service-Berater“) | 106 |
| 3.2.2.2 | M&A-Berater im weiteren Sinne | 109 |
| 3.2.2.3 | Kritische Würdigung des Einsatzes von „Full-Service-Beratern“ bei Unternehmenstransaktionen..... | 115 |
| 3.2.3 | Management von M&A-Projekten in der Mischform: Die Festlegung der Leistungstiefe für das M&A-Management | 119 |
| 3.2.3.1 | M&A-Management als make or buy-Entscheidung..... | 120 |
| 3.2.3.2 | Festlegung der Leistungstiefe für das Management von M&A-Projekten | 123 |
| 3.2.3.3 | Kritische Würdigung der Mischform des M&A-Managements..... | 130 |
| 3.3 | M&A-Kompetenz als Erfolgsfaktor für das Management von Mergers & Acquisitions | 132 |
| 3.3.1 | M&A-Kompetenz | 132 |
| 3.3.2 | Aufbau und Institutionalisierung einer M&A-Kompetenz..... | 136 |
| 3.3.3 | Zentralisierung vs. Dezentralisierung der M&A-Kompetenz | 143 |
| 3.3.4 | Empirische Studien zur Erfolgsrelevanz von M&A-Erfahrung..... | 149 |
| 3.4 | Aufbau eines Untersuchungsmodells zum Management von M&A-Projekten..... | 151 |
| 3.4.1 | Elemente des Untersuchungsmodells | 153 |
| 3.4.1.1 | Das M&A-Management und dessen Gestaltungsformen..... | 153 |
| 3.4.1.2 | Unternehmensspezifische Einflussfaktoren der Gestaltung des M&A-Managements | 153 |
| 3.4.1.3 | Transaktionsspezifische Einflussfaktoren der Gestaltung des M&A-Managements | 155 |
| 3.4.1.4 | Sonstige Determinanten der Gestaltung des M&A-Managements | 157 |
| 3.4.1.5 | Sekundäre Elemente des Untersuchungsmodells | 161 |
| 3.4.2 | Ableitung der Hypothesen zur Bedeutung und Ausgestaltung des M&A-Managements | 163 |

| | | |
|----------|---|------------|
| 4 | Empirische Untersuchung | 166 |
| 4.1 | Methodische Grundlagen der empirischen Untersuchung | 166 |
| 4.2 | Forschungsdesign | 168 |
| 4.2.1 | Theoretischer Bezugsrahmen als Basis der Untersuchung..... | 168 |
| 4.2.2 | Zielgruppe und Auswahl der Stichprobe..... | 169 |
| 4.2.3 | Aufbau des Fragebogens | 170 |
| 4.2.4 | Durchführung der Fragebogenaktion..... | 172 |
| 4.3 | Ausgewählte Untersuchungsergebnisse..... | 174 |
| 4.3.1 | Grundsätzlicher Überblick | 174 |
| 4.3.2 | Ergebnisse zu der Ausgestaltung des M&A-Managements und deren Bedeutung in der unternehmerischen Praxis..... | 184 |
| 4.3.3 | Ausgewählte Ergebnisse zu den Einflussfaktoren der Gestaltung des M&A-Managements..... | 191 |
| 4.3.3.1 | Ergebnisse zu der Variable „Umsatz“ | 192 |
| 4.3.3.2 | Ergebnisse zu der Variable „Anzahl der Mitarbeiter“ | 193 |
| 4.3.3.3 | Ergebnisse zu der Variable „Börsennotierung“ | 194 |
| 4.3.3.4 | Ergebnisse zu der Variable „Anzahl M&A-Projekte“ | 195 |
| 4.3.3.5 | Ergebnisse zu der Variable „Bedeutung des Instruments M&A“ | 196 |
| 4.3.3.6 | Ergebnisse zu der Variable „Bedeutung des Aufbaus eigener M&A-Kompetenz“ | 197 |
| 4.3.3.7 | Interpretation der Ergebnisse | 198 |
| 5 | Schlussbetrachtung | 199 |
| 5.1 | Zusammenfassung | 199 |
| 5.2 | Implikationen für die Praxis..... | 205 |
| 5.3 | Ansatzpunkte für die Forschung | 207 |
| | Literaturverzeichnis..... | 209 |

Verzeichnis der Abbildungen

| | | |
|---------------|--|-----|
| Abbildung 1: | Beteiligungsstufen bei Akquisitionen..... | 6 |
| Abbildung 2: | Strategische Transaktionsrichtungen..... | 8 |
| Abbildung 3: | Käufergruppen auf dem Markt für Unternehmenstransaktionen..... | 10 |
| Abbildung 4: | Die fünf M&A-Wellen in den USA..... | 24 |
| Abbildung 5: | M&A-Volumen in Deutschland 1974 bis 2006..... | 30 |
| Abbildung 6: | Phasenkonzepte des M&A-Prozesses..... | 51 |
| Abbildung 7: | Die Teilprozesse eines M&A-Projektes..... | 52 |
| Abbildung 8: | Prozess-Modell von Lucks und Meckl..... | 53 |
| Abbildung 9: | Verfahren zur Bestimmung des Unternehmenswertes..... | 59 |
| Abbildung 10: | Preisbildung bei M&A-Transaktionen..... | 60 |
| Abbildung 11: | Ziele der Vertragsparteien bei der Verhandlung von Unternehmenskaufverträgen..... | 74 |
| Abbildung 12: | Grundformen des Managements von M&A-Projekten..... | 95 |
| Abbildung 13: | Organisatorische Gestaltungen des internen M&A- Managements..... | 105 |
| Abbildung 14: | Bestandteile der Transaktionskosten nach Williamson..... | 125 |
| Abbildung 15: | Make or buy-Portfolio für das Management von M&A- Projekten..... | 126 |
| Abbildung 16: | Lernmechanismen zum Aufbau dynamischer Kompetenzen..... | 138 |
| Abbildung 17: | Know-how im Rahmen des Managements von M&A- Projekten..... | 148 |
| Abbildung 18: | Das empirische Untersuchungsmodell..... | 152 |
| Abbildung 19: | Verteilung der Unternehmen in der Stichprobe nach Branche..... | 174 |
| Abbildung 20: | Verteilung der Unternehmen in der Stichprobe nach Umsatz (in Euro)..... | 175 |
| Abbildung 21: | Bedeutung des Instruments M&A im Rahmen der Umsetzung der Unternehmensstrategie..... | 177 |
| Abbildung 22: | Bedeutung der Motive von M&A-Aktivitäten..... | 178 |
| Abbildung 23: | Ziele im Rahmen von M&A-Prozessen..... | 179 |
| Abbildung 24: | Bedeutung des Aufbaus eigener Kompetenzen in Zusammenhang mit dem Management von M&A-Projekten..... | 180 |
| Abbildung 25: | Vorhandensein eigener Kompetenzen zur Durchführung von M&A-Vorhaben ohne M&A-Berater..... | 181 |
| Abbildung 26: | Gründe für die Beauftragung externer Berater im Zusammenhang mit dem Management von M&A-Projekten..... | 182 |

| | | |
|---------------|--|-----|
| Abbildung 27: | Ausgestaltung der Formen des M&A-Managements..... | 184 |
| Abbildung 28: | Bedeutung der Ausgestaltung des M&A-Managements in Form einer eigenen M&A-Abteilung | 186 |
| Abbildung 29: | Organisatorische Ausgestaltung der M&A-Abteilungen | 187 |
| Abbildung 30: | Gründe für den Aufbau einer eigenen M&A-Abteilung | 188 |
| Abbildung 31: | Subjektiv wahrgenommener Erfolgsbeitrag unternehmensinterner M&A-Abteilungen | 189 |

Verzeichnis der Tabellen

| | | |
|-------------|---|-----|
| Tabelle 1: | Private-Equity-finanzierte Buy-outs in Deutschland 2006..... | 12 |
| Tabelle 2: | Arten der Due Diligence | 70 |
| Tabelle 3: | Die fünf häufigsten Ursachen für das Scheitern von M&A..... | 90 |
| Tabelle 4: | Die größten Investmentberater in Europa 2006..... | 108 |
| Tabelle 5: | Die führenden M&A-Anwaltskanzleien in Europa 2006 | 112 |
| Tabelle 6: | M&A-Dienstleister, Aufgaben, Honorare und wichtige Anbieter | 114 |
| Tabelle 7: | Umsatz- Mitarbeiter- und Transaktionsstatistik der Untersuchung..... | 175 |
| Tabelle 8: | Zusammenhang zwischen dem Umsatz und der Gestaltungsform des M&A-Managements (Kontingenzanalyse)..... | 192 |
| Tabelle 9: | Einfluss des Umsatzes auf die Ausgestaltung des M&A-Managements (logistische Regression)..... | 192 |
| Tabelle 10: | Zusammenhang zwischen der Anzahl der Mitarbeiter und der Gestaltungsform des M&A-Managements (Kontingenzanalyse)..... | 193 |
| Tabelle 11: | Einfluss der Anzahl der Mitarbeiter auf die Ausgestaltung des M&A-Managements (logistische Regression)..... | 193 |
| Tabelle 12: | Zusammenhang zwischen der Börsennotierung eines Unternehmens und der Gestaltungsform des M&A- Managements (Kontingenzanalyse) | 194 |
| Tabelle 13: | Einfluss der Börsennotierung eines Unternehmens auf die Ausgestaltung des M&A-Managements (logistische Regression) | 194 |
| Tabelle 14: | Zusammenhang zwischen der Anzahl der durchgeführten M&A- Transaktionen eines Unternehmens und der Gestaltungsform des M&A-Managements (Kontingenzanalyse) | 195 |
| Tabelle 15: | Einfluss der Anzahl der durchgeführten M&A-Transaktionen auf die Ausgestaltung des M&A-Managements (logistische Regression) | 195 |
| Tabelle 16: | Zusammenhang zwischen der Bedeutung des Instruments M&A und der Gestaltungsform des M&A-Managements (Kontingenzanalyse)..... | 196 |
| Tabelle 17: | Einfluss der Bedeutung des Instruments M&A auf die Ausgestaltung des M&A-Managements | 196 |
| Tabelle 18: | Zusammenhang zwischen der Bedeutung des Aufbaus eigener M&A-Kompetenz und der Gestaltungsform des M&A-Managements (Kontingenzanalyse) | 197 |
| Tabelle 19: | Einfluss der Bedeutung des Aufbaus eigener M&A- Kompetenz auf die Ausgestaltung des M&A-Managements (logistische Regression) | 197 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|--------|--|
| Abb. | Abbildung |
| AG | Aktiengesellschaft |
| BFuP | Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis |
| Bsp. | Beispiel |
| bspw. | beispielsweise |
| bzgl. | bezüglich |
| bzw. | beziehungsweise |
| ca. | circa |
| DBW | Die Betriebswirtschaft |
| DAX | Deutscher Aktienindex |
| d.h. | das heißt |
| dt. | Deutsch |
| EBIT | Earnings before interests and taxes |
| EBITDA | Earnings before interests, taxes and deprecations and amortization |
| et al. | et alii/et alibi |
| etc. | et cetera |
| EU | Europäische Union |
| EuGH | Europäischer Gerichtshof |
| EUR | EURO |
| ext. | extern/externe/externer |
| FAZ | Frankfurter Allgemeine Zeitung |
| f. | folgende |
| ff. | fortfolgende |
| ggf. | gegebenenfalls |
| GM | General Motors |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| HBR | Harvard Business Review |
| HBM | Harvard Business Manager |
| Hrsg. | Herausgeber |
| i.d.R. | in der Regel |
| i.e.S. | im engeren Sinne |
| MBO | Management buy out |

| | |
|------|--|
| M&A | Mergers & Acquisitions |
| Mio. | Millionen |
| Mrd. | Milliarden |
| No. | Number |
| Nr. | Nummer |
| o.V. | ohne Verfasser |
| PE | Private Equity |
| Sp. | Spalte |
| Tab. | Tabelle |
| u.a. | und andere/unter anderem |
| USD | US Dollar |
| usw. | und so weiter |
| u.U. | unter Umständen |
| vgl. | vergleiche |
| VC | Venture Capital |
| Vol. | Volume |
| vs. | versus |
| WiSt | Wirtschaftswissenschaftliches Studium |
| WISU | Das Wirtschaftsstudium |
| WiWo | Wirtschaftswoche |
| WWW | World Wide Web |
| z.B. | zum Beispiel |
| z.T. | zum Teil |
| ZfB | Zeitschrift für Betriebswirtschaft |
| ZfBf | Zeitschrift für betriebswirtschaftliche For- schung |
| ZfO | Zeitschrift Führung und Organisation |

1 Problemstellung und Zielsetzung

Wenn ein Blick auf die Historie des internationalen Wirtschaftslebens eines lehrt, dann ist es der Umstand, dass zu unterschiedlichen Zeitpunkten verschiedenen Theorien, Begriffen und Entwicklungen eine überragende Aufmerksamkeit beigemessen wird. Der Blick in die aktuelle internationale Wirtschaftspresse zeigt, dass der Terminus „Mergers and Acquisitions (M&A)“ gegenwärtig einen hohen Stellenwert besitzt.

Bereits seit vielen Jahren verzeichnen die in diesem Forschungsbereich relevanten Statistiken eine stetige Zunahme sowohl bei der Anzahl als auch beim Volumen von veröffentlichten M&A-Transaktionen. Vor dem Hintergrund verkürzter Produktlebenszyklen, zunehmender Innovationsgeschwindigkeit sowie der fortschreitenden Globalisierung gewinnt der Faktor „Zeit“ bei der Umsetzung strategischer Planungen zunehmend an Bedeutung, so dass viele Unternehmen anstelle des eigenen, generischen Aufbaus von Märkten und Kompetenzen vermehrt auf Akquisitionen setzen. Darüber hinaus wächst insbesondere bei vielen großen Konzernen die Einsicht in die Notwendigkeit, sich von Randaktivitäten zu trennen, um sich erfolgreich auf Kernkompetenzen konzentrieren zu können.

Insbesondere in letzter Zeit wird dem Bereich der Mergers & Acquisitions (M&A) aufgrund der aktuellen Praxisrelevanz ein erhöhtes Interesse beigemessen. Die verstärkte Aufmerksamkeit für M&A-Transaktionen resultiert zum einen aus den ehrgeizigen strategischen und finanziellen Zielen, die die beteiligten Unternehmen mit der Realisierung einer solchen Transaktion verbinden, zum anderen aus der hohen Misserfolgsquote von M&A-Projekten, die vielen empirischen Studien nach bei ca. 50% liegt.¹ Die Erfolge von M&A sind leider oft geringer als zuvor versprochen, da sich die erhofften Synergieeffekte nicht einstellen oder durch Koordinationskosten überkompensiert werden.²

¹ Vgl. dazu Oleownik / Bußmann (2002), Akquisitionsstrategien börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland. Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: M&A-Review 05/02, S. 244 sowie KPMG-Studie: Transactions in Germany – Success or failure? Frankfurt a. M. 2002. Zu Einzelheiten weiterer Studien über Erfolg bzw. Misserfolg von M&A-Projekten vgl. Kapitel 2.4.

² Vgl. o.V. (2006), S. 17.

Der Erfolg eines M&A-Projektes hängt dabei von vielen unterschiedlichen Faktoren ab. Hinter allem steht letztlich die Qualität, mit der ein M&A-Projekt über seine unterschiedlichen Phasen hinweg geführt wird. Ein ganzheitliches Management von M&A-Projekten wird so zu einem zentralen Erfolgsfaktor.³

Die Führung und Betreuung von M&A-Projekten in Unternehmen hat sich im Zeitablauf erheblich verändert und sich an die gestiegenen Anforderungen an M&A-Prozesse angepasst. Während ein Großteil von Projekten in früheren Jahren primär durch Absprachen zwischen den Geschäftsführungen der beteiligten Unternehmen („president to president“) zustande kamen, ging man Ende der 80er Jahre im Zuge der wachsenden Bedeutung großer Investmenthäuser und Unternehmensberatungen dazu über, die Abwicklung der gesamten Transaktion ausschließlich durch externe Berater durchführen zu lassen.⁴ Von den beiden Extrempositionen einer *ausschließlich* internen bzw. externen Betreuung von M&A-Transaktionen unabhängig hat sich mittlerweile insbesondere in Großkonzernen die Meinung durchgesetzt, dass die Führung und Koordination von M&A-Projekten durch einen eigenständigen, institutionalisierten Abteilung innerhalb der Konzernzentrale („Corporate M&A“) wahrgenommen werden sollte. Die Kompetenz, die Führung in den wichtigen Transaktionen zu übernehmen, wird dabei als Element des eigenen finanziellen Führungsanspruchs gesehen. Die Interessen und Erwartungen der Konzernzentrale an Professionalität sollen bei M&A-Aktivitäten, wo eine einzelne Transaktion über den Erfolg oder Misserfolg eines ganzen Konzerns entscheiden kann, sichergestellt werden.⁵

Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass der Bereich „Corporate M&A“ in einem Großkonzern oft eine Vielzahl von M&A-Projekten mit zum Teil hohen finanziellen Volumina gleichzeitig plant, steuert und koordiniert, ist die Annahme nahe liegend, dass die Qualität der Arbeit dieser Abteilung performance- und damit wertrelevant für das Unternehmen ist. Die Fähigkeit, die aus der Vielzahl der Projekte gewonnenen Erfahrungen zu nutzen und in Routinen und Standards zu überführen und dennoch offen dafür zu bleiben, die fallspezifischen Probleme einzelner Transaktionen zu erkennen, gezielt Lösungen zu entwickeln und umzusetzen, ist von besonderer Bedeutung für den Erfolg dieser Abteilungen. Wenn diese Aufgabe nicht nur „gut“ gemacht wird, sondern der Bereich „Corporate M&A“ dazu in der Lage ist, den betroffenen Konzern-Unternehmen weitgehend konstant die bessere

³ Vgl. Lucks, K./Meckl, R. (2002a), S. 494 ff.

⁴ Vgl. dazu Thommen, J.P./Saueremann, S., 1999, S. 318

⁵ Vgl. Müller-Stewens, G. (2003), S. III. Siehe dazu auch Deiß C. (1997b), S. 543.

Unterstützung im Rahmen von M&A-Vorhaben zukommen zu lassen, dann kann dies den betrachteten Unternehmen helfen, im Wettbewerb erfolgreicher zu sein.⁶

Genau dieser Frage soll im Rahmen der vorliegenden Dissertation nachgegangen werden. Im Einzelnen sollen die Forschungsfragen untersucht werden,

- welche Bedeutung dem M&A-Management in Form institutionalisierter M&A-Abteilungen in der Praxis beigemessen wird,
- welche Einflussfaktoren die organisatorische Gestaltung des M&A-Managements bestimmen und
- wie der Erfolgsbeitrag institutionalisierter M&A-Abteilungen subjektiv wahrgenommen wird.

Das Ziel der Arbeit besteht darin, das Management von M&A-Projekten in einem Gesamtzusammenhang zu analysieren, die möglichen Gestaltungsformen des M&A-Managements anhand theoretischer Überlegungen zu kategorisieren und auf der Basis einer explorativen Untersuchung Aussagen über die Bedeutung und den Erfolgsbeitrag institutionalisierter M&A-Abteilungen in der Praxis zu treffen.

Der Bereich der Mergers & Acquisitions ist Gegenstand intensiver Forschung in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur. Das Anliegen früherer Studien und Forschungsarbeiten bestand dabei primär in der Erforschung der wohlfahrtsökonomischen Auswirkungen des Phänomens „M&A“, wobei dabei implizit unterstellt wurde, dass ein hoher Grad an Vergleichbarkeit zwischen einzelnen M&A-Transaktionen vorherrsche. Die jüngere Literatur konzentriert sich indes überwiegend auf die Untersuchung der Gründe für M&A, stellt auf einzelne Phasen eines M&A-Prozesses (Planung, Durchführung und Integration) ab oder untersucht die Erfolgswirkungen von M&A-Transaktionen („Performance-Studien“).

Die hohe Misserfolgsquote von M&A-Transaktionen wird dabei in der Literatur im Wesentlichen auf Faktoren wie strategische Fehleinschätzungen, überhöhte Bewertungen des Zielunternehmens aufgrund überschätzter Synergien sowie Mängel innerhalb der Integrationskonzepte zurückgeführt.⁷ In der betriebswirtschaftlichen Literatur bislang weitgehend unberücksichtigt ist jedoch der Umstand, dass die Qualität der Entscheidungen innerhalb

⁶ Vgl. Müller-Stewens, G. (2003), S. III.

der einzelnen Phasen erheblich durch die Strukturierung und generell die Führung eines M&A-Projektes über den Gesamtprozess hinweg beeinflusst wird: durch das Management eines M&A-Projektes an sich.

Trotz der steigenden Bedeutung von M&A ist in der wissenschaftlichen Literatur bislang kaum untersucht worden, wie sich das Management von M&A-Projekten in der betriebswirtschaftlichen Praxis gestaltet. Auch wenn einzelne wissenschaftliche Arbeiten die Bedeutung des M&A-Managements herausstellen, so mangelt es bislang an Ansätzen, die das Management von M&A-Projekten und dessen Formen in einem Gesamtzusammenhang untersuchen. Aus diesem Mangel leitet sich die Zielstellung der vorliegenden Arbeit ab.

Die vorliegende Arbeit soll die oben dargestellten Forschungsfragen beantworten, indem sie sich in die folgenden vier Teile gliedert:

- a) einen ersten Teil (Kapitel 2), der die theoretischen Hintergründe des Phänomens „M&A“ näher beleuchtet, den M&A-Prozess mit seinen unterschiedlichen Phasen darstellt und die besondere Bedeutung des Instruments M&A herausstellen soll,
- b) einen zweiten Teil (Kapitel 3), in dem auf Basis eines theoretischen Bezugsrahmens eine Kategorisierung der möglichen Formen des M&A-Managements erfolgt, aus der ein Untersuchungsmodell zur empirischen Analyse der Forschungsfragen abgeleitet wird,
- c) einen dritten Teil (Kapitel 4), in dem das theoretische Modell im Rahmen einer empirischen Untersuchung überprüft wird und die Ergebnisse der empirischen Untersuchung analysiert und zusammengefasst dargestellt werden sowie
- d) einen vierten und abschließenden Teil (Kapitel 5), in dem eine Zusammenfassung der vorliegenden Arbeit erfolgt und konkrete Handlungsempfehlungen für die Praxis gegeben werden.

2 Hintergründe des Phänomens „Mergers & Acquisitions“

2.1 Der Markt für M&A

2.1.1 Begriffsdefinitionen

Der angelsächsische Begriff „**Mergers and Acquisitions**“ hat sich bereits seit geraumer Zeit fest in den deutschen Sprachgebrauch integriert, was nicht zuletzt in dem Umstand begründet liegt, dass sich für dieses Begriffspaar bislang kein deutsches Pendant etabliert hat. Unter dem Begriff werden sämtliche Vorgänge verstanden, die mit dem Erwerb oder der Veräußerung von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen zusammenhängen. Dabei wird die Änderung von Eigentumsverhältnissen am Eigenkapital eines Unternehmens als konstituierendes Merkmal einer M&A-Transaktion herausgestellt, da der unternehmerische Hintergrund von M&A-Transaktionen durch den Übergang von Weisungs- und Kontrollbefugnissen an Unternehmen gekennzeichnet ist.⁸

Der Begriff „mergers“ wird dabei mit dem Zusammenschluss von Unternehmen, der Vereinigung bzw. Verschmelzung im Sinne einer Fusion übersetzt.⁹ Eine Fusion ist ein Zusammenschluss zweier oder mehrerer bis dahin rechtlich und wirtschaftlich unabhängiger Unternehmen, wobei mindestens eines der beteiligten Unternehmen seine rechtliche Selbstständigkeit aufgibt.¹⁰ Das Umwandlungsgesetz unterscheidet dabei zwei Arten der Fusion: die Fusion durch Aufnahme sowie die Fusion durch Neugründung.¹¹

Der Terminus „acquisitions“ hingegen bezeichnet den Erwerb von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen und beinhaltet grundsätzlich jegliche Formen von Beteiligungen eines Unternehmens an einem anderen, wobei der Beteiligungsgrad von knapp über null Prozent bis 100 Prozent variieren kann.¹² Mit steigender Kapitalbeteiligung des Käuferunter-

⁸ Vgl. Achleitner, A.K./Wirtz, B.W./Wecker, R.M. (2004), S. 478; Lucks, K./Meckl, R. (2002), S. 23 f.

Das Begriffspaar M&A wird in der angelsächsischen Literatur tendenziell breiter definiert. COPELAND und WESTON erläutern: „The traditional subject of M&A has been expanded to include takeovers and related issues of corporate restructuring, corporate control and changes in the ownership structure of firms.“ Copeland, T./Weston, J. (1988), S. 676.

⁹ Vgl. Bressmer et. al. (1989), S. 5; Jansen, S. A. (2000), S. 35 ff.; Macharzina, K. (1999), S. 530.

¹⁰ Vgl. dazu Coenenberg, A./Jacoby, S. (2000), S.177.

¹¹ Vgl. §§ 4-35 (Aufnahme) bzw. §§ 36-38 (Neugründung) des Umwandlungsgesetzes (UmwG). Zu einer detaillierten Erläuterung siehe die Ausführungen von Vogel, D. (2002), S. 6 f.

¹² Zum Akquisitionsbegriff siehe Craven, J. A. (1995), Sp. 1444; Jung, W. (1993), S. 421; Hagemann, S. (1996), S. 57 sowie Macharzina, K. (1999), S. 530.

nehmens nimmt dessen Einfluss auf die Kontrolle des Zielunternehmens zu, wobei erst eine Mehrheitsbeteiligung (>50%) dem Käuferunternehmen einen beherrschenden Einfluss auf das Akquisitionsobjekt gewährt und damit eine Akquisition im engeren Sinne darstellt.¹³ Abbildung 1 stellt die unterschiedlichen Beteiligungsstufen bei Akquisitionen dar:

| Die Bedeutung der Kapitalbeteiligung | | |
|--|---------------------|---|
| <u>Die wichtigsten Beteiligungsstufen bei einer Kapitalgesellschaft</u> | | |
| 1. | Anteil unter 25% | Noch keine „Beteiligung“ |
| 2. | Anteil = 25% | Einfache Minderheitsbeteiligung |
| 3. | Anteil 25,1 – 50% | Qualifizierte Minderheitsbeteiligung, d.h. Sperminorität bei wichtigen Beschlüssen gegeben |
| 4. | Anteil 50,1 – 74,9% | Einfache Mehrheitsbeteiligung; ermöglicht die Beherrschung einer AG, da die Beschlüsse in der HV i.d.R. eine Mehrheit der abgegebenen Stimmen bzw. Kapitalanteile erfordern |
| 5. | Anteil 75 – 100% | Qualifizierte Mehrheitsbeteiligung; diese ermöglicht auch Beschlüsse, bei denen eine ¾-Mehrheit vorgeschrieben ist, z.B. bei Satzungsänderungen |
| 6. | Anteil über 95% | Ermöglicht Beschlüsse besonderer Tragweite, z.B. die „Eingliederung“ eines Unternehmens |

Abbildung 1: Beteiligungsstufen bei Akquisitionen

Quelle: Eigene Erstellung

Der Vorgang einer Akquisition wird rechtlich entweder durch die Übertragung von Gesellschaftsanteilen (sog. „share deal“) oder durch die Übertragung sämtlicher bzw. bestimmter Wirtschaftsgüter und Verbindlichkeiten eines Unternehmens bzw. Unternehmensteils (sog. „asset deal“) vollzogen. Während beim „asset deal“ ein *Sachkauf* i.S. des § 433 Abs. 1 Satz 1 BGB vorliegt, bei dem nicht nur der vollständige Besitz, sondern auch das komplette Eigentum an den entsprechenden Vermögensgegenständen und Schulden des Verkäufers erlangt wird, liegt beim „share deal“ ein *Rechtskauf* nach § 433 Abs. 1 Satz 2 BGB vor. In diesem Fall werden nicht die entsprechenden Vermögensgegenstände und Schulden selbst, sondern die Rechte daran erworben werden.

¹³ Macharzina, K. (1999), S. 530.

Hinsichtlich des leistungswirtschaftlichen Zusammenhangs, der in der Literatur häufig als Differenzierungs- und Charakterisierungskriterium für M&A-Transaktionen herangeführt wird¹⁴, können horizontale, vertikale und konglomerate Unternehmenszusammenschlüsse unterschieden werden.

Unter einem **horizontalen Zusammenschluss** von Unternehmen wird eine Verbindung von Unternehmen derselben Branche auf gleicher Produktionsstufe verstanden¹⁵. In den Tätigkeitsberichten des Bundeskartellamtes werden horizontale Unternehmenszusammenschlüsse *mit* bzw. *ohne Produktausweitung* unterschieden. Ein horizontaler Unternehmenszusammenschluss *mit Produktausweitung* liegt demnach dann vor, wenn die Unternehmen bei gleicher Produktionstechnologie auf benachbarten Marktsegmenten des gleichen Wirtschaftsbereichs tätig sind. Ein horizontaler Zusammenschluss *ohne Produktausweitung* bedeutet indessen, dass nach dem Zusammenschluss der Unternehmen die Produktionsbreite bzw. das Produktprogramm nicht erweitert wird. Motive von horizontalen M&A-Transaktionen sind zumeist das Erlangen einer höheren Marktmacht und die Erzielung von Synergieeffekten.¹⁶

¹⁴ Siehe dazu insbesondere Hungenberg, H. (2004), S. 476; Pausenberger, E. (1989), S. 622 i.V.m. Gerpott, T.J. (1993), S. 42. Vgl. auch Schallenberg, D. (1995), S. 17ff.

¹⁵ Vgl. dazu Achleitner, A.K./Wirtz, Bernd W./Wecker, Roman M. (2004), S. 481.

¹⁶ Motive sollen hier lediglich für das bessere Verständnis der unterschiedlichen Zusammenschluss-Typen angeführt werden. Zu einer grundsätzlichen Diskussion der vielfältigen Motive von M&A-Transaktionen siehe Kapitel 2.2.2.

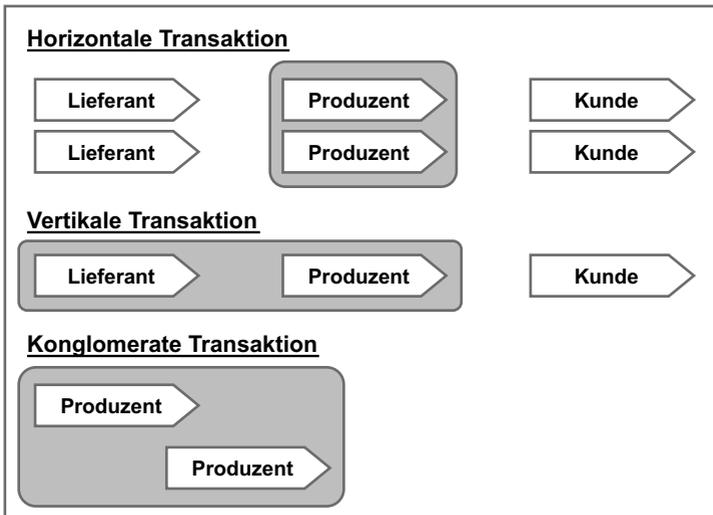


Abbildung 2: Strategische Transaktionsrichtungen

Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an Hungenberg, H., (2004), S.478.

Zusammenschlüsse von Unternehmen unterschiedlicher Produktionsstufen werden als **vertikale Unternehmenszusammenschlüsse** bezeichnet. Ein vertikaler Zusammenschluss liegt dann vor, wenn sich ein Unternehmen mit einem anderen Unternehmen auf einer vor- bzw. nachgelagerten Produktions- bzw. Wertschöpfungsstufe zusammenschließt. Hier handelt es sich in der Regel um den Erwerb von Abnehmern (auch Vorwärtsintegration bzw. „downstream-M&A“) bzw. Lieferanten (auch Rückwärtsintegration bzw. „upstream-M&A“) eines die Transaktion durchführenden Unternehmens. Motive sind hier insbesondere Kosten- und Planungsvorteile einer Verbundproduktion bzw. die Sicherung einer planmäßigen Belieferung benötigter Güter durch den Zulieferer.

Ein **konglomerater Unternehmenszusammenschluss** liegt hingegen dann vor, wenn der Zusammenschluss eines Unternehmens mit einem anderen zu einer neuen Produkt-Markt-Kombination führt, d.h. kein leistungswirtschaftlicher Zusammenhang im engeren Sinne besteht. Motive für konglomerate Unternehmenszusammenschlüsse sind primär Expansions- und Diversifikationsstrategien.

Bei einem Vergleich der in der Literatur vorherrschenden Definitionsansätze zum **M&A-Management** fällt eine nahezu durchgängige Übereinstimmung einiger zentraler Charak-

teristika auf. Nahezu alle Definitionen sehen das Management von M&A-Prozessen als einen zentralen Bestandteil an, der in dem Ergebnis bzw. Ziel eines M&A-Prozesses, dem Übergang von Leitungs- und Kontrollbefugnissen mündet.¹⁷ Die meisten Definitionen räumen der strategischen Ausrichtung über den gesamten M&A-Prozess hinweg einen besonderen Stellenwert ein. Während einige weitere Auslegungen des Begriffes M&A-Management sämtliche Dienstleistungsaktivitäten im Zusammenhang mit M&A-Prozessen subsumieren und damit die Banken- und Beraterperspektive mit einschließen, stellen andere Definitionen primär auf die Unternehmensperspektive, d.h. das Management von M&A-Prozessen aus Käufer- bzw. Verkäufersicht ab.

Unter Berücksichtigung dieser Erkenntnisse soll unter dem Begriff **M&A-Management** im Rahmen dieser Arbeit die Gesamtheit der Planungs-, Durchführungs- sowie Steuerungs- und Kontrollaufgaben im Rahmen eines ganzheitlichen M&A-Prozesses verstanden werden.

Der gedankliche **Ort des Geschehens von M&A-Transaktionen** und damit der Ort, an dem Unternehmen gehandelt werden, ist der **Markt für Unternehmenskontrolle** („market for corporate control“), der von JENSEN und RUBACK als „*arena in which managerial teams compete for the rights to manage corporate resources*“¹⁸ begriffen wird. Sie definieren den Begriff der Unternehmenskontrolle als das Recht, über das Management der Ressourcen eines Unternehmens zu bestimmen, welches beinhaltet, das Management dieses Unternehmens einzusetzen, seine Vergütung festzulegen und dieses Management zu entlassen.¹⁹

¹⁷ Vgl. dazu Vogel, D.H. (2002), Lucks, K./Meckl, R. (2002), Müller-Stewens, G./Spickers, J./Deiß, C. (1999), Picot, G. (2002).

¹⁸ Jensen, M.C./Ruback, R.S. (1983), S. 5.

¹⁹ Vgl. ebenda; siehe dazu auch Müller-Stewens, G. (2000), S. 12.

2.1.2 Marktteilnehmer

Im Folgenden soll der Schwerpunkt auf die Marktteilnehmer des M&A-Marktes gelegt werden, um den Markt und seine einzelnen Bestandteile darzustellen. Dies sind Käufer, Verkäufer und M&A-Dienstleister, die im Anschluss näher dargestellt werden.²⁰

2.1.2.1 Käufer

Auf dem Markt für Unternehmenstransaktionen treten sehr unterschiedliche Käufergruppen auf. Praktisch relevant ist die Unterscheidung in *industrielle Käufer* (sog. „strategische Investoren“) und *Finanzinvestoren*.



Abbildung 3: Käufergruppen auf dem Markt für Unternehmenstransaktionen

Quelle: Eigene Erstellung

Strategische Investoren erwerben Unternehmen ihrer bzw. einer anderen Branche, um ihren eigenen Geschäftsbetrieb durch Expansion in bestehenden Geschäftsfeldern bzw. Diversifikation in neue Geschäftsfelder weiterzuentwickeln.²¹ (Klassische) Finanzinvestoren hingegen betrachten das Zielunternehmen als ein Anlageobjekt, dass unter spezifischen Rendite-/Risikoerwartungen mit dem Ziel einer späteren Weiterveräußerung („exit“) erworben wird und dessen Geschäftstätigkeit nicht in Zusammenhang mit der des Finanzinvestors steht. Der „exit“ dient dem Finanzinvestor, seinen Wertzuwachs zu realisieren und damit seine Rendite auf sein eingesetztes Kapital zu erwirtschaften.²² In der Literatur zu exit-Strategien von Finanzinvestoren werden dabei zumeist der Börsengang („IPO“ bzw. „secondary IPO“, d.h. erneuter Börsengang nach zwischenzeitlichem Rückzug von der Börse), der Verkauf an einen (industriellen) Wettbewerber („trade sale“) bzw. der Ver-

²⁰ Für eine ausführliche Darstellung der innerhalb eines Unternehmens beteiligten Abteilungen, Gruppen und Personen sowie deren Funktion im Rahmen eines M&A-Projektes wird auf Kapitel 3 verwiesen.

²¹ Vgl. Balz, U./Arlinghaus, O. (2003), S. 13. Für eine detaillierte Analyse der Motive von M&A bei strategischen Investoren wird auf die Ausführungen in Kapitel 2.2.2 verwiesen.

²² Vgl. Ehren, T./Ecker, M. (2004), S. B6.

kauf an das Management („Management Buy-out“) genannt. In letzter Zeit lässt sich als „exit“-Alternative jedoch zunehmend der sogenannte „Secondary Buy-out“, der Verkauf eines Portfolio-Unternehmens seitens eines Finanzinvestors an einen weiteren Finanzinvestor beobachten. Eine aktuelle Studie zeigt, dass derzeit etwa jeder dritte „exit“ eines Finanzinvestors durch den Weiterverkauf an einen Finanzinvestor erfolgt.²³

Finanzinvestoren, die zumeist in der Form sogenannter „Private Equity Fonds“²⁴ investieren, prägen den globalen M&A-Markt seit mehr als drei Jahrzehnten und stellen damit einen starken und entscheidenden Marktteilnehmer dar, von dem insbesondere in jüngster Zeit immense Wachstumsimpulse ausgehen. „ (...) *the sector led a revolution in value creation and corporate restructuring that continues to reenergize economies in the developed and, increasingly, the developing world*“.²⁵ Insbesondere nach Abflauen der 5. sog. „M&A-Welle“ im Jahre 2000/2001²⁶ wurde die globale M&A-Aktivität relativ stark von Finanzinvestoren geprägt, während sich strategische Investoren aus verschiedensten Gründen stark zurückhielten. Waren so z.B. im Jahre 2002 Finanzinvestoren als Käufer für etwa 10 Prozent des gesamten Transaktionsvolumens in Deutschland verantwortlich, so betrug deren Anteil für das erste Halbjahr 2004 bereits über 40 Prozent.²⁷ Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über Private-Equity finanzierte Unternehmenskäufe in Deutschland zwischen dem 01. Januar und dem 10. November 2006 (Transaktionsvolumen zwischen 50 und 250 Mio. Euro; sog. „small & mid-Cap-Bereich“):

²³ Vgl. ebenda.

²⁴ Der Begriff „Private Equity“ kann wohl am besten mit dem Begriff „privates Beteiligungskapital“ übersetzt werden und bezeichnet Kapital, das außerhalb der Börse bei privaten sowie institutionellen Investoren (z.B. Pensionskassen, Stiftungen und Versicherungen) eingesammelt (in der Branche als sog. „Fundraising“ bezeichnet) und in einem Fonds gebunden wird.

²⁵ Vgl. Harper, N./Schneider, A. (2004), <http://www.mckinseyquarterly.com> (30.6.2005).

²⁶ Zu der historischen Entwicklung des M&A-Marktes vgl. die Ausführungen in 2.1.3.1.

²⁷ Vgl. dazu Drill, M. (2004), S. B1.