

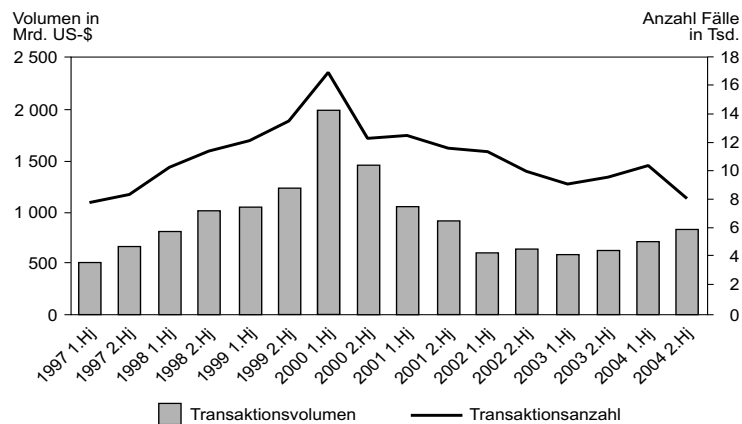
## 15 Fusionen und Übernahmen (M&A) im internationalen Kontext: Grundlagen und Beispiele aus der Finanzdienstleistungsbranche

Mit tiefgreifenden innerbetrieblichen Restrukturierungsmaßnahmen einhergehend haben Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen teils erheblichen Einfluss auf globale Produktionsnetze und regionale Wirtschaftssysteme. Nach einem einleitenden Rückblick über historische Entwicklung und jüngere Trends bei Fusionen und Übernahmen legt das Kapitel verschiedene Formen, Motive und Auswirkungen dieser Marktbearbeitungs- bzw. -eintrittsstrategien offen. Anschließend geht es auf Problemfelder und Erfolgsfaktoren im internationalen und interkulturellen Fusionsmanagement ein. Die Ausführungen schließen mit illustrierenden Fallbeispielen – vornehmlich Bankenfusionen – aus der Finanzdienstleistungsbranche.

### 15.1 M&A im internationalen Kontext

Im Rahmen der betrieblichen Restrukturierung, Neuorganisation und Internationalisierung von Unternehmen haben **Fusionen und Übernahmen** (engl. „**Mergers & Acquisitions**“, kurz M&A) in den letzten Jahren besondere Bedeutung erlangt. Sog. Megafusionen, wie der Zusammenschluss der Automobilhersteller Daimler-Benz und Chrysler im Jahr 1998 oder die Übernahme des Telekommunikationsunternehmens Mannesmann durch seinen britischen Wettbewerber Vodafone AirTouch zu Beginn des Jahres 2000, erregen in der Öffentlichkeit großes Interesse und Aufsehen, da sie oftmals ausgeprägte Reaktionen auf den Finanzmärkten hervorrufen und weitreichende Folgen für Mitarbeiter, Zulieferer und Partnerunternehmen nach sich ziehen. Vor allem die 1990er Jahre verzeichneten eine auffällige Zunahme von internationalen Unternehmenszusammenschlüssen und -übernahmen; neben einer Verdreifachung der Zahl der Transaktionen war der erhebliche Anstieg der Transaktionsvolumina hier wesentliches Merkmal (vgl. UNCTAD 2000, S. 5ff.). Am Ende des Jahrzehnts wurden mehr als vier Fünftel aller ausländischen Direktinvestitionen in Form von M&A getätigt (vgl. KANG/JOHANSSON 2000, S. 3). Grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen stellen damit sowohl ein Symptom für die vermehrt internationale Verflechtung der Wirtschaft als auch eine zentrale Ursache für diese Entwicklung dar (vgl. CHAPMAN/EDMOND 2000, S. 753).

Vorübergehenden Einhalt gebot dem starken Zuwachs des M&A-Geschäfts die vom Zusammenbruch der New Economy ausgelöste Depression. Während 2000 noch ein Rekordvolumen in Höhe von weltweit insgesamt 3,4 Bio. US-\$ zu erzeichnen war, fielen die Transaktionswerte der international angekündigten Fusionen und Übernahmen im Jahr 2001 um fast die Hälfte auf 1,74 Bio. US-\$ ab.

**Abb. 15.1: M&A-Transaktionen weltweit (1997-2004)**

Quelle: KPMG 2004.

In Deutschland sank die Transaktionsanzahl im gleichen Zeitraum von 2 537 auf 1 630 Zusammenschlüsse. Seit 2004 häufen sich jedoch wiederum Meldungen über spektakuläre Firmenkäufe, z.B. die Akquisition der Swiss durch die Lufthansa oder die Aventis-Übernahme des französischen Pharmakonzerns Sanofi-Synthelabo, und die Anzahl der bei der European Merger Control gemeldeten Transaktionen nimmt erstmalig seit 2000 wieder zu (Europäische Kommission 2005; vgl. auch Abb. 15.1). Die jüngsten Ereignisse belegen somit eine deutliche Trendwende und den Beginn einer weiteren, sechsten M&A-Welle im langfristigen Verlauf der nationalen und internationalen Fusionen und Übernahmen. Denn wenngleich das Ausmaß von M&A in den 1990er Jahren ungekannte Höhen erreicht hat, so ist das Phänomen an sich nicht neu, sondern ließ sich in der Vergangenheit als zyklische Erscheinung begreifen. Auffällig, wenn auch nicht monokausal nachzuweisen, ist in diesem Zusammenhang, dass jeder Fusionswelle eine volkswirtschaftliche Rezession folgte (vgl. JANSEN 2002, S. 506). Deutlich wird dies bei einer Betrachtung der in Abb. 15.2 wiedergegebenen Entwicklung über die letzten hundert Jahre<sup>1</sup>, in denen sich nunmehr mindestens fünf abgeschlossene Fusionswellen identifizieren lassen, die alle strategisch sehr unterschiedlich motiviert waren (vgl. KLEINERT/KLODT 2001, S. 523f.; NUHN 2001, S. 17; PICOT 2002a, S. 8ff.; kritisch aber auch GÄRTNER/HALBHEER 2004):

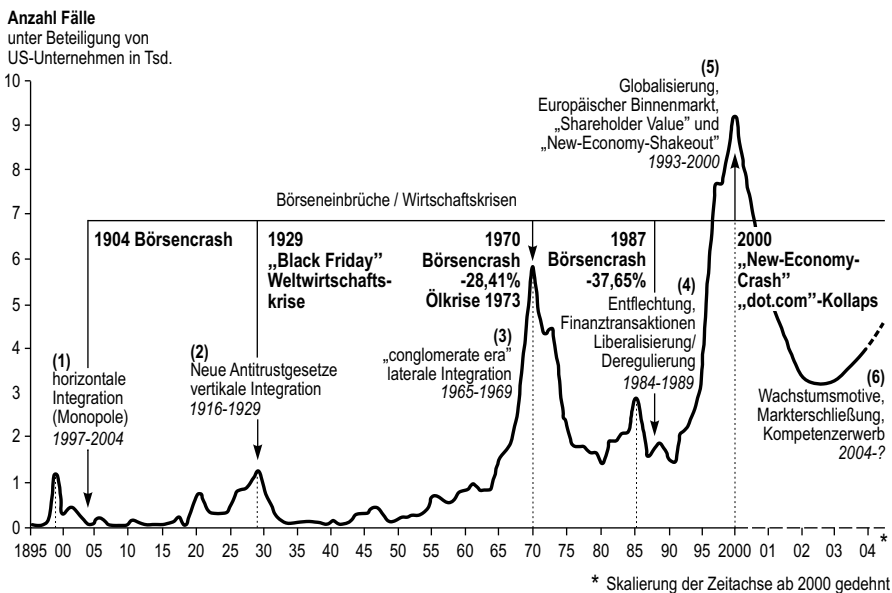
- Schon um 1900 war eine *erste Fusionswelle* zu beobachten, die sich vor dem Hintergrund neuer Formen der Massenproduktion vorwiegend durch **horizon-**

<sup>1</sup> Insbesondere für die USA liegen aufgrund der hier bereits vor Beginn des 19. Jh. eingeführten Wettbewerbskontrolle und der draus resultierenden guten Datenlage detaillierte Untersuchungen vor (z.B. RAVENSCHRAFT/SCHERER 1987; GOLBE/WHITE 1988; SCHERER/ROSS 1990).

**horizontale Zusammenschlüsse** von Wettbewerbern derselben Branchen mit dem Streben nach monopolistischer Marktbeherrschung kennzeichnen lässt (vgl. auch Kap. 8 und unten Kap. 15.2). Mit Spitzen in den Jahren 1899 und 1902 löste diese Welle bald Misstrauen gegenüber den entstandenen Kartellen (engl. „Trusts“) aus und führte zur Verschärfung der staatlichen Wettbewerbsaufsicht. In den Folgejahren blieb die Hoffnung vieler Kapitalanleger auf Monopolgewinne und höhere Effizienz weitgehend unerfüllt, da sich viele der Großunternehmen als wirtschaftlich nicht erfolgreich entpuppten und wieder zerfielen; ein Drittel der Zusammenschlüsse scheiterte innerhalb nur eines Jahrzehnts.

- Mit bis zu ihrem Höhepunkt im Jahr 1929 steigender Anzahl von M&A-Transaktionen begann die *zweite Fusionswelle* im Rahmen des Wirtschaftsaufschwungs nach dem Ersten Weltkrieg und fand durch die Weltwirtschaftskrise ihren Abschluss. Zum einen wurden in dieser Phase ebenfalls horizontale Zusammenschlüsse getätigt, die angesichts der 1914 in den USA verschärften Wettbewerbskontrollen nun aber keine Monopolgefahr mehr darstellten. Zum anderen erlangten durch die neu geschaffenen Antitrustgesetze jetzt besonders auch **vertikale Integrationen**, bei denen die wesentliche strategische Zielsetzung in der Kontrolle des gesamten Produktionszyklus liegt, vorherrschenden Rang.

**Abb. 15.2: Fusionswellen und Wirtschaftskrisen (1895-2004)**



Quelle: JANSEN/MÜLLER-STEWENS 2000, verändert.

- Im Anschluss kam es erst gegen Mitte der 1960er Jahre wieder zu einem deutlichen Anstieg von Zusammenschlüssen, der durch den Ölpreisschock und die anschließende Wirtschaftskrise ein abruptes Ende nahm. Mittels **lateralen Integration** wurde die Entwicklung dieser *dritten Fusionswelle* vor allem durch die Entstehung von Konglomeraten getragen. Zunehmender Wettbewerbsdruck auf traditionellen Märkten führte hier zu Übernahmen von Unternehmen aus vor- und nachgelagerten Produktionsstufen und zur Risikomindernden Diversifizierung der eigenen Geschäftstätigkeit in benachbarten Branchen.
- Die *vierte Fusionswelle*, die für die USA auf die Jahre 1981 bis 1986 datiert wird und in Europa etwas zeitverzögert auftrat, begründet sich zunächst in der wiedererlangten Innovationskraft der US-Wirtschaft nach Überwindung der 1970er-Rezession. Besonders trugen dabei **Desinvestitionen**, die im Rahmen einer verstärkten Konzentration auf das Kerngeschäft und den daraus resultierenden Konsolidierungs- oder Entflechtungsbemühungen standen, zu einer Belebung des Unternehmensmarktes bei. Kennzeichnend für diese Phase ist auch, dass Zusammenschlüsse nicht mehr ausschließlich unter längerfristigen Überlegungen vollzogen wurden. Vielmehr standen vorrangig finanzielle Motivationen wie die Realisierung kurzfristiger Gewinne durch Aufspaltung und Verkauf von Unternehmensanteilen im Vordergrund, die zum Teil zur völligen Umstrukturierung bzw. Zerschlagung der erworbenen Objekte führte. Immer öfter erregten sog. feindliche Übernahmen und die hiermit verbundenen Abwehrkämpfe Aufmerksamkeit. Angesichts der Ausweitung der Märkte – wie z.B. der bevorstehenden Vollendung des europäischen Binnenmarkts – und den einhergehenden Neustrukturierungen vieler Unternehmen war diese Welle in Europa stärker ausgeprägt als in den USA. Zudem wirkte sich der beginnende Paradigmenwechsel in der Wirtschaftspolitik hin zu einem verstärkt neoliberalen Regulationsregime („Thatcherism“; vgl. z.B. ZELLER 2003, S. 135) verstärkend aus.
- Als die entscheidenden Triebfedern der von den frühen 1990er Jahren bis zum Jahr 2000 andauernden *fünften Fusionswelle* lassen sich die beiden eng miteinander verknüpften und einander bedingenden Schlagworte Globalisierung und Deregulierung anführen. In Netzwerkindustrien wie der Telekommunikationsindustrie, der Energiewirtschaft oder dem Transportsektor hatte der Staat durch rechtliche Regelungen lange Zeit einen Strukturwandel unterbunden. Erst mit der Neubewertung der ökonomischen Effizienz staatlich regulierter Bereiche wurden in den USA und der EU umfassende Deregulierungsbemühungen eingeleitet und umgesetzt. Dadurch entstanden neue, attraktive Märkte, für die eine hohe Dynamik typisch ist und die eine entsprechende Welle von meist horizontalen M&A nach sich zogen. Ehemals staatliche Unternehmen konnten ihrerseits als große Wettbewerber auf Auslandsmärkten expandieren. Begleitet von der Liberalisierung des weltweiten Austauschs von Kapital, Gütern und Dienstleistungen durch internationale

Abkommen erstreckten sich Fusionen und Übernahmen dabei nicht nur auf die klassischen internationalisierten Branchen wie die chemische Industrie, den Fahrzeug- und Maschinenbau oder die Elektrotechnik, sondern umfassten zunehmend auch Dienstleistungsbereiche wie Handel, Banken und unternehmensnahe Dienstleistungen. Ihren deutlichsten Ausdruck fand die Weltmarktöffnung im wachsenden Anteil grenzüberschreitender Fusionen, der am Ende des Jahrzehnts bei knapp einem Drittel des gesamten Transaktionsvolumens lag, während er noch Mitte der 1980er weniger als 10% betrug (vgl. KLEINERT 2000, S. 175). Daneben waren Shareholder Value, sich ständig verkürzende Innovationszyklen und nicht zuletzt die Marktbereinigung der New Economy wesentliche Fusionstreiber.

Die derzeit abzusehende *sechste Fusionswelle* weist voraussichtlich wiederum andere Charakteristika und Motivationen auf. So zeichnet sich z.B. ab, dass die bedeutendsten Ziele zukünftiger M&A-Transaktionen Wachstumsmotive bilden, wie die Erhöhung von Marktanteilen, die Erschließung neuer Märkte und der Erwerb von Kompetenzen. Ferner scheint sich das M&A-Geschäft in Zukunft weitgehend unabhängig von der Unternehmensgröße zu vollziehen; neben großen Unternehmen entdeckt vor allem der Mittelstand die Bedeutung von Fusionen und Übernahmen. Folgende weitere Trends lassen sich gemäß ersten Studien festhalten (vgl. IMA 2004):

- Kosten- und konglomerale Merger sowie durch die Kapitalmärkte getriebene Motive haben sich als wenig zielführend herausgestellt. Die Maximierung des Shareholder Value wird als explizites Ziel von M&A-Transaktionen seltener als in der Vergangenheit angeführt.
- Finanzmotive werden bei der Identifikation von Akquisitionskandidaten eine mehr und mehr untergeordnete Rolle spielen. Demnach ist auch die geringe Wahrnehmung der Chancen und Gefahren feindlicher Übernahmen verständlich, zumal freundliche Übernahmen empirisch mit höheren Erfolgsquoten einhergehen.
- Der geographische Fokus künftiger M&A-Aktivitäten unter deutscher Beteiligung wird auf innereuropäischen Transaktionen liegen.

## 15.2 M&A als Markteintritts- und Marktbearbeitungsstrategie

Für Transaktionen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle hat der Begriff M&A inzwischen vermehrt auch in den deutschen Sprachgebrauch Eingang gefunden. Weder findet er jedoch einheitlich Verwendung, noch wird zwischen „Merger“ und „Acquisition“ immer eindeutig unterschieden. Wie nachfolgend aufgezeigt, können M&A-Transaktionen anhand zahlreicher Kriterien differenziert werden. Einige kurze Ausführungen über die Motive und Erwartungen sowie die Auswirkungen von Fusionen und Übernahmen schließen sich an.

### 15.2.1 Abgrenzung und Systematisierung des M&A-Begriffs

Häufig erfolgt die Unterscheidung zwischen Fusionen und Akquisitionen mit Hilfe der rechtlichen Selbständigkeit der beteiligten Akteure (vgl. JANSEN 2001, S. 44; PICOT 2002a, S. 19). Demgemäß liegen **Unternehmensübernahmen** (bzw. -akquisitionen oder -käufe) dann vor, wenn das durch den Erwerber (auch Käuferunternehmen oder Akquisitionssubjekt genannt) vollständig oder zumindest mehrheitlich<sup>2</sup> akquirierte Unternehmen (Zielunternehmen, Kauf- oder Akquisitionsobjekt) seine wirtschaftliche Selbständigkeit aufgibt, ohne dass es damit seine Rechtspersönlichkeit verlieren muss. Die übernehmende Gesellschaft erhält dadurch die Möglichkeit, eine beherrschende Einflussnahme auf die Geschäftsführung des übernommenen Unternehmens auszuüben.

Bei **Fusionen** (Unternehmenszusammenschlüssen oder -verschmelzungen) hingegen schließen sich zwei oder mehrere vormals wirtschaftlich und rechtlich selbständige Unternehmen unter einem Dach zusammen und vereinen ihr jeweiliges Betriebsvermögen<sup>3</sup>. In Bezug auf den Vermögensverbleib lassen sich zwei verschiedene Verschmelzungsformen voneinander abgrenzen: Wird eine der beiden Unternehmungen (übertragende Gesellschaft) vollständig in das andere Unternehmen (übernehmende Gesellschaft) integriert, indem es sein Vermögen als Ganzes auf das fortzuführende Unternehmen überträgt, so spricht man von **Fusionen durch Aufnahme** („merger by absorption“). Alternativ dazu verlieren bei **Fusionen durch Neugründung** („merger by establishment“) beide beteiligten Unternehmungen ihre ursprüngliche rechtliche Identität und gründen eine neue Gesellschaft, wobei das Vermögen jeder der fusionierenden Unternehmen als Ganzes auf dieses neu gegründete Unternehmen übergeht (z.B. die Fusion von Bayerischer Hypotheken- und Wechselbank und Bayerischer Vereinsbank zur HypoVereinsbank). Beiden Fusionsarten ist gemeinsam, dass nach Abschluss des Fusionsvertrages nur noch ein wirtschaftlich und rechtlich selbständiges Unternehmen verbleibt.

In der Realität gestaltet sich die Abgrenzung zwischen Fusionen und Akquisitionen allerdings schwierig, die Grenzen sind fließend. Nicht zuletzt deshalb und angesichts ihrer in vielerlei Hinsicht ähnlichen Auswirkungen erfahren sie die Zusammenführung unter dem Begriff M&A (vgl. KUTSCHKER/SCHMID 2005, S. 896). Als Beispiel sei hier der Fall DaimlerChrysler genannt, der zu Beginn als „merger of equals“ – also einer Fusion durch Neugründung, bei denen die neue Unternehmung aus hierarchisch (weitgehend) gleichgestellten Unternehmen ent-

<sup>2</sup> D.h. mit mehr als 50% seiner Stimmrechts- oder Kapitalanteile. Im internationalen Kontext wird der Erwerb von zehn bis 49% der Anteile als Minderheitsbeteiligung, der von weniger als 10% als Portfolioinvestition bezeichnet (vgl. auch Kap. 8.1.1).

<sup>3</sup> Das Transaktionssubjekt ist somit im Fall von Fusionen immer ein Unternehmen, während es sich bei Akquisitionen auch um Investoren (z.B. Beteiligungs-/Venture-Capital-Gesellschaften) oder Personen (z.B. Management Buyouts) handeln kann.

steht – kommuniziert wurde, sich im Nachhinein aber vielmehr als Übernahme Chryslers durch Daimler-Benz erwies (vgl. auch Kap. 27.1.2).

Faktisch sind Fusionen sehr viel seltener als Akquisitionen: Im World Investment Report 2000 beispielsweise wurden weniger als 3% aller aufgeführten grenzüberschreitenden M&A-Transaktionen – und von diesen wiederum viele nur dem Namen nach – offiziell als Fusion ausgewiesen (vgl. UNCTAD 2000, S. 10). Gerade im internationalen M&A-Geschäft ist dies auf länderspezifisch unterschiedliche Gesetzgebungen und die sich hieraus ergebenden komplexen juristischen Anforderungen zurückzuführen (vgl. weiterführend z.B. PICOT 2001; KLEES 2005).

**Tab. 15.1: Ausprägungsmöglichkeiten von M&A-Transaktionen**

Klassifizierungsmerkmal	Ausprägungsform
Integrationsrichtung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ horizontale Integration</li> <li>▪ vertikale Integration</li> <li>▪ Konglomerate / vertikale bzw. diagonale Integration</li> </ul>
Rechtliche Selbständigkeit und Vermögensverbleib	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Fusion durch Neubildung</li> <li>▪ Fusion durch Aufnahme</li> <li>▪ Akquisition</li> <li>▪ (Minderheitsbeteiligung)</li> </ul>
Transaktionsvolumen bzw. -größe	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ mittelständisch</li> <li>▪ Groß-/ Megatransaktionen</li> </ul>
Transaktionsabwicklung und Entrichtung des Kaufpreises	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Barzahlung</li> <li>▪ Aktientausch</li> <li>▪ Mischform</li> </ul>
Transaktionsendziel	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ „building“</li> <li>▪ „raiding“</li> </ul>
Machtverhältnis	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ungleichberechtigte Partner (Akquisition)</li> <li>▪ gleichberechtigte Partner („merger of equals“)</li> </ul>
Zustimmungsgrad	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ freiwillig, freundlich („friendly“)</li> <li>▪ erzwungen, feindlich („hostile“)</li> </ul>
Geographischer Konnex	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ national</li> <li>▪ grenzüberschreitend („cross-border“)</li> </ul>
Transaktionssubjekt	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Unternehmen</li> <li>▪ Investor / Person</li> </ul>
Ausmaß der Unternehmensverbindung (Reichweite)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Teilbereiche / alle Unternehmensbereiche</li> <li>▪ (teil-)funktionsbezogen / unternehmensweit</li> </ul>
Dauer	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ vorübergehend, befristet</li> <li>▪ dauerhaft, unbefristet</li> </ul>
Zahl der Interessenten	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ kompetitiv</li> <li>▪ nicht-kompetitiv</li> </ul>
Finanzierungsinstrument, Übernahmetechnik und Erwerbsweg	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigenkapital vs. Fremdkapitalfinanzierung</li> <li>▪ Finanz- (z.B. LBO) vs. personenbezogen (MBO/MBI)</li> <li>▪ Auktionsverfahren vs. Exklusivverhandlung</li> <li>▪ Verkäufer vs. Käuferinitiative u.a.</li> </ul>
Auswirkung auf den Wettbewerb	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ be-/ einschränkend</li> <li>▪ neutral</li> <li>▪ förderlich</li> </ul>

Quelle: Eigene Zusammenstellung, u.a. nach PAUSENBERGER 1989, S. 625; GRÜTER 1991, S. 28 und 31; GERPOTT 1993, S. 38 und 42; JANSEN 2001, S. 46 und 163; KUTSCHKER/SCHMID 2005, S. 886ff.

Zusammenfassend kann M&A als Überbegriff für jede Form von Unternehmensverbindung verwendet werden, bei der mindestens eine Transaktionsseite ihre wirtschaftliche Selbständigkeit aufgibt und die beteiligten Unternehmen als Gesamtheit von einer einheitlichen Leistungsinstanz geführt werden (vgl. auch GRÜTER 1991, S. 31; CLEVER 1993, S. 8; GERPOTT 1993, S. 37)<sup>4</sup>. Vor diesem Hintergrund lassen sich die Verbindungsformen neben der bereits im einführenden Abschnitt erfolgten Differenzierung anhand der Integrations- oder Akquisitionsrichtung (horizontal, vertikal und lateral/diagonal) sowie der soeben erfolgten Abgrenzungen gemäß rechtlicher Selbständigkeit und Vermögensverbleib nach mehreren Gesichtspunkten klassifizieren. Im Folgenden werden die einzelnen Ausprägungsformen hinsichtlich der Merkmale Transaktionsgröße, Entrichtung des Kaufpreises, Transaktionsendziel, Machtverhältnis, Zustimmungsgrad und geographischem Konnex kurz erläutert. Darüber hinaus existieren weitere, hier nicht vertiefte Ordnungskategorien (vgl. jedoch auch Tab. 15.1).

- Ein erstes Klassifizierungsmerkmal für Fusionen und Übernahme ist deren *Größe*. Angesichts der in der Berichterstattung der Medien dominierenden Meldungen über milliardenschwere Megafusionen wird häufig übersehen, dass die große Mehrheit aller Unternehmensübernahmen einen relativ geringen Transaktionswert aufweist; 89% der weltweit im Jahr 2004 durchgeführten M&A-Transaktionen hatten einen Wert zwischen 10 und 250 Mio. Euro (vgl. PWC 2005). Zur Abgrenzung unterschiedlicher Größenklassen erscheint der Umsatz der beteiligten Unternehmen als die gegenüber der Beschäftigtenzahl besser geeignete Bemessungsgrundlage. Als mittelständische Transaktionen können Fusionen und Übernahmen bezeichnet werden, bei denen keines der beteiligten Unternehmen die Umsatzschwelle von 500 Mio. Euro erreicht. Kartellrechtlich sind Fusionen in Deutschland bis zu dieser Größe, genauso wie sog. Anschlussfusionen von Kleinst- bzw. Bagatellunternehmen, von vornherein freigegeben<sup>5</sup>. **Mittelständische Transaktionen** finden nochmals häufiger als bei Großunternehmen in Form von Übernahmen statt. Dies zeigt die signifikant niedrigere Integrationstiefe von mittelständischen Unternehmen: Nur 60% gegenüber 85% bei den großen Unternehmen wählen die vollständige Eingliederung als Integrationsansatz (vgl. JANSEN/KÖRNER 2000).

<sup>4</sup> Diese Abgrenzung stellt ein recht enges Verständnis des M&A-Begriffs dar. Vielfach wird er wesentlich breiter gefasst und bezieht sich dann nicht nur auf ein größeres Spektrum von Änderungen der Kapitalstruktur (einschließlich Ausgliederungen, Gründungen und Unternehmenskooperationen wie Joint Ventures und Strategische Allianzen), sondern nicht zuletzt z.B. auch auf Dienstleistungsangebote, wie sie von Banken und Beratungsfirmen im Rahmen von Unternehmenstransaktionen angeboten werden (ausführlicher diskutiert z.B. bei BRESSMER et al. 1989, S. 6f.; GRÜTER 1991, S. 38f.; GERPOTT 1993, S. 19f.; JANSEN 2001, Kap. 2.1; vgl. auch LO 2003).

<sup>5</sup> Die Vorschriften über die Zusammenschlusskontrolle des Bundeskartellamts finden Anwendung, wenn die beteiligten Unternehmen im letzten Geschäftsjahr vor der Fusion insgesamt weltweit Umsatzerlöse von mehr als 500 Mio. Euro und mindestens ein beteiligtes Unternehmen im Inland Umsatzerlöse von mehr als 25 Mio. Euro erzielt haben (vgl. §35 des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen GWB). Ausnahmen bestehen bei der Pressefusionskontrolle.

Der europäischen Zusammenschlusskontrolle durch die EU-Kommission unterliegen Fusionen dann, wenn der weltweite Gesamtumsatz der neu entstehenden Unternehmung 5 Mrd. Euro übersteigt und ein gemeinschaftsweiter Umsatz von mindestens zwei beteiligten Unternehmen von jeweils mehr als 250 Mio. Euro erzielt wird<sup>6</sup>. Spätestens ab dieser Größenordnung ist von **Megafusionen** oder **-akquisitionen** zu sprechen, alternativ wird diese Bezeichnung auch für Transaktionen mit einem Wert von mehr als 1 Mrd. Euro oder US-\$ verwendet (z.B. KPMG 2004; PWC 2005; vgl. ferner KLEINERT/KLODT 2000, S. 11; KOCH 2000, S. 83; NUHN 2001 u.a.m.).

- Die *Entrichtung des Kaufpreises* kann entweder bar oder unbar in Form von Aktien erfolgen. Im Fall der **Barzahlung** entrichtet das Transaktionssubjekt einen bestimmten Geldbetrag an den Eigentümer des Zielunternehmens. Bei der Bezahlung durch **Aktientausch** erhalten die Aktionäre des Objekts entweder Anteilspapiere des erwerbenden Unternehmens oder – bei Fusionen durch Neubildung – der neuen Gemeinschaftsunternehmung. In der Praxis sind häufig Mischformen aus beiden Varianten vorzufinden.
- Das *Endziel einer Transaktion* stellt für die übernehmende Unternehmung in der Regel die Einbindung des Transaktionsobjekts in den bisher existierenden Unternehmensverbund dar, um eine Vielzahl von Zielen (z.B. Synergie- oder Skaleneffekte; vgl. auch Kap. 15.2.2) zu erreichen. In solchen Fällen kann von „**Builder**“-**Transaktionen** gesprochen werden, da etwas 'aufgebaut' bzw. 'neu geschaffen' werden soll (vgl. KUTSCHKER/SCHMID 2005, S. 887). Bei „**Raider**“-**Akquisitionen** wird eine Unternehmung vor allem gekauft, um sie im Anschluss in ihre Teile zu zerlegen und schließlich wieder teilweise oder vollkommen zu veräußern.
- Die Frage des *Machtverhältnisses* zwischen den beteiligten Unternehmen bzw. deren rangmäßiger Beziehung zueinander spielt aus betriebswirtschaftlicher Sicht und im Hinblick auf den Integrationsprozess eine wichtige Rolle. Gegenüber der sehr seltenen Realisierung von Fusionen durch Neugründung, bei der keiner der beiden Unternehmungen ex ante eine Führungsrolle im Zusammenführungsprozess zukommt (**Gleichordnung**), sind sowohl Akquisitionen als auch Fusionen durch Aufnahme von einem grundsätzlich vorhandenen hierarchischen **Über- oder Unterordnungsverhältnis** zwischen Transaktionssubjekt und -objekt gekennzeichnet. Dabei hat das erwerbende Unternehmen vom Prinzip her größere Einflussmöglichkeiten auf die Gestaltung der Integration als das 'kontrollierte' Zielunternehmen (vgl. GERPOTT 1993,

<sup>6</sup> Auf europäischer Ebene ist die Zusammenschlusskontrolle durch die zum 1. Mai 2004 in Kraft getretene Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates vom 20. Januar 2004 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen („EG-Fusionskontrollverordnung“) geregelt (zuvor Verordnung (EWG) Nr. 4064/89 des Rates vom 21. Dezember 1989). Wie das Bundeskartellamt auf der nationalen Ebene hat die Kommission dann einzugreifen, wenn Fusionen eine marktbeherrschende Stellung begründen oder verstärken und somit ein wirksamer Wettbewerb im gemeinsamen Markt oder einem wesentlichen Teil davon erheblich behindert wird.

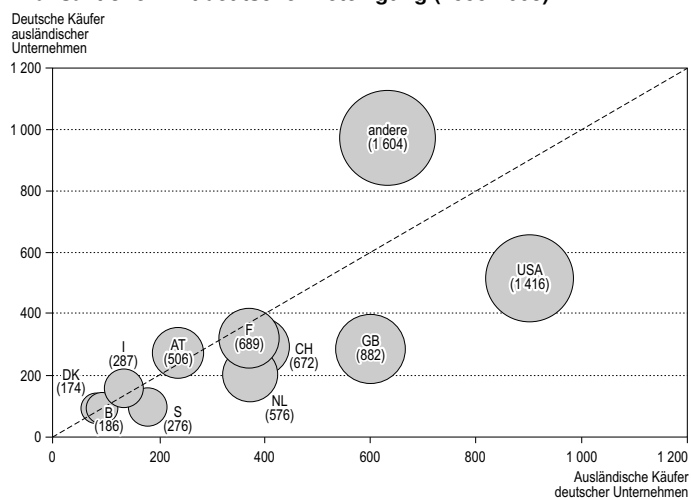
S. 33). Erkenntnisse zur Gestaltung der Integration von Akquisitionen oder Fusionen durch Aufnahme lassen sich daher nur sehr begrenzt auf Fusionen durch Neugründung weitgehend gleichberechtigter Partner übertragen.

- In ähnlichem Zusammenhang wird bezüglich des *Zustimmungsgrads* der übernommenen Unternehmung zwischen freundlichen („**friendly takeover**“) und feindlichen („**unfriendly/hostile takeover**“) Übernahmen unterschieden (vgl. z.B. MORCK et al. 1988). Im wesentlich häufigeren Fall von freundlichen Übernahmen haben das Management und die Aktionäre des übernommenen Unternehmens ausdrückliches Interesse am Kauf durch die andere Unternehmung, was gewöhnlich auch die Integration des Akquisitionsobjekts in das Käuferunternehmen erleichtert. Bei feindlichen bzw. unfreundlichen Übernahmen kommt es ohne Zustimmung des im Anschluss meist ausgewechselten Managements zu einer Akquisition. Gemessen an ihrem Volumen fallen lediglich 5%, an der Anzahl sogar weniger als 0,2% aller Transaktionen in den 1990er Jahren in diese Kategorie (vgl. UNCTAD 2000).

#### Exkurs 15.1: Käufer- und Zielländer bei cross-border M&A

Bei transnationalen Fusionen und Übernahmen lassen sich in der räumlichen Betrachtung bezeichnende Verteilungsmuster feststellen. Augenfällig ist dabei nicht zuletzt die Vormachtstellung von Nachbarstaaten. So waren bei den grenzüberschreitenden Unternehmensübernahmen mit deutscher Beteiligung zwischen 1999 und 2003 die direkten Anrainer Frankreich, Schweiz, Niederlande, Österreich, Dänemark und Belgien sowie Luxemburg, Polen und Tschechien (letztere sind in Abb. 15.3 unter „andere Länder“ aufgeführt) besonders wichtige Käufer- und Zielländer; sie allein kamen zusammengekommen für knapp die Hälfte aller internationalen Transaktionen auf. Auch bei M&A fließen demnach die transaktionskostensenkenden Vorteile räumlicher Nähe in den Entscheidungsprozess mit ein (vgl. ZADEMACH 2004, S. 56).

**Abb.15.3: Die wichtigsten Käufer- und Zielländer der grenzüberschreitenden Transaktionen mit deutscher Beteiligung (1999-2003)**



- Schließlich können M&A-Transaktionen nach ihrem geographischem Konnex differenziert werden. Liegen die Hauptsitze der beteiligten Unternehmen innerhalb derselben Landesgrenzen, so spricht man von inländischen oder **(intra)nationalen** Fusionen oder Übernahmen. Stammen die übertragende und die übernehmende Gesellschaft aus verschiedenen Ländern, handelt es sich um **inter- bzw. transnationale** oder grenzüberschreitende („**cross-border**“) Transaktionen (vgl. auch Exkurs 15.1). Im Fall von internationalen Fusionen durch Neubildung können die entstehenden Gesellschaften ihren juristischen Sitz entweder im Stammland einer der beiden fusionierten Unternehmungen oder in einem Drittland haben.

### 15.2.2 Ziele, Erwartungen und Motive

Nochmals vielfältiger und eng mit den verschiedenen Ausprägungsformen von M&A-Transaktionen verknüpft sind die Motive, die Fusionen und Übernahmen zugrunde liegen. Fusions- und Übernahmeziele beschreiben, was mit einem Zusammenschluss oder dem Erwerb eines Unternehmens erreicht werden soll, und erklären im Umkehrschluss, warum eine Transaktion vollzogen wurde. Sie unterscheiden sich zunächst nicht grundsätzlich von den in Kap. 8.2 genannten Motiven von Direktinvestitionen und beziehen sich ebenfalls vor allem auf die Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und Stärkung der eigenen Marktposition durch die Nutzung von Standort- und Größenvorteilen sowie Kostensenkungs- und Risikominderungspotenzialen. Für grenzüberschreitende Transaktionen können, neben der höheren Geschwindigkeit von Markteintritt und -durchdringung („*economies of speed*“), die folgenden von einer Fusion oder Übernahme erwarteten Vorteile als zentrale Motive zusammengefasst werden (KOCH 2000, S. 82ff.; vgl. ergänzend z.B. BÜHNER 1991; MÜLLER-STEWENS et al. 1997; UNCTAD 2000; KANG/JOHANSSON 2000):

- Die Entwicklung internationaler bzw. globaler Märkte und der intensivierte Wettbewerb zwingt Unternehmen zur weltweiten Präsenz in möglichst vielen aussichtsreichen Konkurrenzsituationen. In Form von **Verbundeffekten** („*economies of scope*“) erleichtern Fusionen und Übernahmen die Errichtung internationaler Beschaffungs-, Produktions- und Vertriebsstrukturen sowie die verstärkte Penetration der Märkte. Die Unternehmensprodukte können besser im internationalen Kontext positioniert, die eigenen Kernkompetenzen gestärkt und neue Märkte erschlossen werden. Gleichzeitig vermindern sich konjunkturelle und strukturelle Risiken, während sich steuerliche Vorteile durch verbesserte Möglichkeiten von Gewinnverlagerungen ergeben können. Ferner führt die steigende Marktmacht zu einer Verringerung von Bedrohungen aufgrund von Veränderungen im Wettbewerbsumfeld, wie nicht zuletzt der Übernahme des eigenen Unternehmens.
- Im Rahmen von Fusionen und Übernahmen entstehen sowohl im Beschaffungs- als auch im Absatzbereich erhebliche **Größenvorteile** („*economies of*

scale“) durch Kostensenkungs-, Rationalisierungs- und Synergieeffekte. Diese begründen sich insbesondere in höheren Stückzahlen, dem Abbau von Überkapazitäten, der Straffung, Zusammenlegung oder Bündelung von Funktionen, wie z.B. Einkauf, Vertrieb oder Forschung und Entwicklung (F&E), der Bereitstellung von Headquarter-Leistungen für eine größere Anzahl von Unternehmenseinheiten und der breiteren Nutzung von Markennamen und Imagepotenzialen. Neben dem Motiv der Markterschließung und -sicherung spielt der Zwang zur Realisierung immer kürzerer Entwicklungs- und Produktlebenszyklen eine bedeutende Rolle. Unsicherheiten aufgrund des höheren finanziellen Aufwands und geringerer Vermarktungszeiten zur Deckung der F&E-Kosten lassen sich durch Zusammenschlüsse reduzieren.

- Schließlich resultieren aus der Zusammenlegung von Organisationen **Know-how-Zuwächse** oder „Skill“-Effekte, welche die Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens stärken. Diese ergeben sich u.a. aus der Nutzung komplementärer F&E-Einheiten und -Ergebnisse, Patente, Innovationsvorhaben usw. oder zusätzlichen Markt- und Branchenkenntnissen. Besonders wichtig ist in diesem Zusammenhang der Erwerb von regionalem und kulturellem Know-how durch den direkten Zugang zu intern akkumuliertem, größtenteils an die Mitarbeiter gebundenem Wissen.

Werden im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen Ziele diskutiert, dann handelt es sich fast durchweg um die Motive (des Managements) der fusionierenden Unternehmen bzw. um die Motivationen des erwerbenden Unternehmens und/oder der Eigentümer des Kaufobjekts. Andere Interessensgruppen und „stakeholder“, wie etwa Arbeitnehmer, Gewerkschaften, Gläubiger, Lieferanten, Kunden oder Wettbewerber, die ebenfalls nachhaltig beeinflusst werden können, finden oftmals höchstens am Rande Erwähnung (vgl. GERPOTT 1993, S. 62). Dies erklärt sich daraus, dass die Entscheidung darüber, ob letztlich eine Fusion oder Übernahme zustande kommt oder nicht, weitgehend vom Management des Transaktionssubjekts – welches zugleich auch dessen Eigentümer sein kann, jedoch nicht muss – und vom Eigentümer des potenziellen Objekts abhängen. Entsprechend fasst Tab. 15.2 die in der Literatur häufig genannten Motive nochmals aus Sicht von Transaktionssubjekt und -objekt zusammen. Ergänzend hierzu gilt es aber auch zu unterscheiden, wer – also Eigentümer oder Management – die Vorteile aus einer Fusion oder Übernahme zieht. Die Eigentümer profitieren dann, wenn der Marktwert ihrer Unternehmung aufgrund der Transaktion zunimmt. Marktwertsteigerungen lassen sich z.B. durch eine Erhöhung der Marktmacht oder Effizienzgewinne nach einem Zusammenschluss erreichen. Oft werden wesentliche Entscheidungen in Unternehmen jedoch nicht von deren Eigentümern („shareholdern“) getroffen, sondern durch das von ihnen eingesetzte Management. Dabei müssen sich die Interessen von Eigentümern und Managern nicht immer völlig decken. So kann das Management auch ohne erkennbare Marktwertsteigerung einen Nutzen aus einer M&A-Transaktion ziehen, nämlich dann, wenn sie zu einer größeren Handlungsmacht, Einkommenssteigerungen, Prestigeerträgen oder Reduzierung des Entlassungsrisikos führt.

**Tab. 15.2: Mögliche Ziele von M&A-Transaktionen**

Motive des Transaktionssubjekts	Motive des Transaktionsobjekts
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sicherung / Erhöhung des Unternehmenswerts</li> <li>▪ Kostensenkung / Umsatzsteigerung durch Verbundvorteile („economies of scope“)</li> <li>▪ Kostensenkung / Umsatzsteigerung durch Größenvorteile („economies of scale“)</li> <li>▪ Verringern von Abhängigkeiten / Unsicherheiten im Hinblick auf vor- und nachgelagerte Wertschöpfungsstufen (Lieferanten, Kunden)</li> <li>▪ Anlage liquider Mittel</li> <li>▪ Vervollständigen der Produktlinien</li> <li>▪ Zugang zu neuen Technologien / Know-how</li> <li>▪ Vergrößern der Macht / des Ansehens der Unternehmensleitung, Sammeln von Akquisitionserfahrung als Kompetenzaufbau</li> <li>▪ Vergrößerung von Marktanteilen / Erhöhung von Marktmacht (Monopolmotive)</li> <li>▪ Erwerb eines Markennamens / Images</li> <li>▪ Verringern von Bedrohungen aufgrund von Veränderungen im Wettbewerbsumfeld</li> <li>▪ Sicherung / Erhöhung des Unternehmenswachstums</li> <li>▪ Erschließung neuer Absatzgebiete / Kundengruppen</li> <li>▪ Verbesserung der im Unternehmen verfügbaren Managementressourcen</li> <li>▪ Nachahmungseffekte und Kettenreaktionen (prozesstheoretische Erklärungen)</li> <li>▪ Spekulative Motive, wie z.B. Steuervorteile, Unterbewertung des Kaufobjekts, gewinnträchtige Veräußerung der Einzelteile</li> <li>▪ Geschwindigkeit von Markteintritt und -durchdringung („economies of speed“)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Lösung finanzieller Probleme (Sanierung)</li> <li>▪ Gewinnung neuer Expansionsmöglichkeiten durch Anlehnung an starken Partner</li> <li>▪ Beseitigung von Unstimmigkeiten im Gesellschafterkreis</li> <li>▪ Umwandlung des im Unternehmen gebundenen Vermögens in persönlich verfügbare Mittel („Cash out“)</li> <li>▪ Verbesserte Managementleistung</li> <li>▪ Beschaffung von Investitionsmitteln</li> <li>▪ Lösung von Nachfolgeproblemen</li> <li>▪ Einleitung einer Unternehmensumstrukturierung</li> </ul>

Quelle: in Anlehnung an GERPOTT 1993, S. 63, ergänzt u.a. nach PORTER 1988, S. 436ff.; KOCH 2000, S. 82ff.; JANSEN 2001, S. 174; KUTSCHKER/SCHMID 2005, S. 890ff.

Den Interessenkonflikt zwischen Eigentümer und Management thematisiert die Principal-Agent-Literatur. Managern wird hier unterstellt, aufgrund eingeschränkter Rationalität Fusionen zu tätigen und aus Opportunismus primär das Wachstums anstelle des Gewinnziels zu verfolgen, um z.B. Insiderinformationen zu nutzen oder Firmenimperien aufzubauen („empire building“). Nicht zuletzt ist eine solche Unterscheidung zwischen marktwertsteigernden („financial and value-maximizing“) und opportunistischen Motiven („political and personal reasons“) im Hinblick auf die Auswirkungen bzw. Wohlfahrtseffekte von M&A bedeutsam.

### 15.2.3 Auswirkungen von Fusionen und Übernahmen

Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht umfassen die vielschichtigen Auswirkungen von M&A ein großes Spektrum unterschiedlicher Teilgebiete<sup>7</sup>. Schwerpunkte liegen einzelwirtschaftlich in den Bereichen Finanzwirtschaft und Kapitalmarkttheorie sowie Organisation und Strategisches Management, volkswirtschaftlich in

wettbewerbspolitischen und entwicklungsbezogenen Fragestellungen. In beider Hinsicht wird M&A ausgesprochen kontrovers diskutiert.

Aus rein *betriebswirtschaftlicher* Perspektive haben viele M&A-Transaktionen in der Vergangenheit nicht zu den erwarteten Ergebnissen geführt. Wie zahlreiche empirische Arbeiten aus der Finanz- und Managementliteratur belegen, war bei Fusionen nur ein Viertel bis maximal die Hälfte der untersuchten Fälle erfolgreich (vgl. bereits JENSEN/RUBACK 1983; für einen Überblick siehe z.B. GRÜTER 1991, S. 10f.; JANSEN 2001, S. 244). Gemessen am Vermögenswert des Transaktionssubjekts kam es anstelle der erhofften Wertsteigerung oftmals zu **Wertvernichtung** und **Rentabilitätseinbußen**. Schwierigkeiten oder die Nichterreichung der den Kaufpreis rechtfertigenden Ergebnisverbesserungen begründen sich vor allem in der mangelhaften Integration verschiedener Unternehmensstrukturen und -funktionen, aber auch durch systematische Überbewertung von Synergiepotenzialen. Die Verschmelzung von bestehenden Doppelstrukturen zu einer von allen getragenen Unternehmenskultur, einer angepassten Organisation und einer Führungs- und Informationsstruktur bereitet oftmals massive, zum Teil sogar unüberbrückbare Probleme (vgl. auch Kap. 15.3). Allerdings sind diese ernüchternden Erkenntnisse über den Erfolg von M&A mehrheitlich auf inländische Transaktionen bezogen; vielfach stützen sie sich auf Studien, deren Datengrundlage lediglich die USA oder Großbritannien umspannt. Für grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen existieren deutlich weniger empirische Arbeiten (vgl. CHAPMAN 2003, S. 309; MARKUSEN 2003, S. 396). Forschungsbedarf besteht besonders im Hinblick auf die Entwicklungsländer und Transformationsstaaten. Wichtig sind hier kontrafaktische Analysen, die mit in Erwägung ziehen, wie sich ein Unternehmen ohne die vorgenommene Übernahme oder Fusion entwickelt hätte, sowie die Verwendung angemessener Erfolgskriterien (vgl. z.B. HOPKINS 1999, S. 220).

Durchaus positive Auswirkungen von M&A sind festzustellen, wenn nicht die übernehmende Gesellschaft oder die hervorgehende Gesamtunternehmung betrachtet werden, sondern lediglich das Zielobjekt einer Transaktion. Zwar sind die Ergebnisse entsprechender Studien nicht völlig einheitlich, in der Tendenz weisen sie jedoch signifikant positive Produktivitätszuwächse und Wertsteigerungen aus (vgl. grundlegend LICHTENBERG 1992). Dieses für nationale und grenzüberschreitende Transaktionen gleichermaßen geltende Ergebnis ist nicht nur für Eigentümer der übernommenen Unternehmung relevant. Die höhere Produktivität begründet auch einen *gesamtwirtschaftlichen Nutzen*, der regionalökonomisch für die Standortregion eines Zielunternehmens, bei grenzüberschreitenden Transaktionen das Empfänger- oder Gastland („host economy“), bedeutsam ist.

---

<sup>7</sup> Das Thema M&A wirft aus Sicht vieler Disziplinen weitere Fragestellungen auf – von juristischen (kartell-/umweltrechtlichen) über politische, gesellschaftliche bis hin zu psychologischen –, die hier jedoch weitgehend unberücksichtigt bleiben.

Angelehnt an die Ausführungen zu den Wirkungen von Direktinvestitionen allgemein (vgl. Kap. 8.4) lassen sich die **Wohlfahrtseffekte** von M&A in Transfer-, Verflechtungs-, Beschäftigungs- und Struktureffekte abgrenzen. Insbesondere gegenüber Neugründungen („greenfield investments“) weisen sie beträchtliche Unterschiede auf und lösen mit Blick auf die Wirtschaftsentwicklung der Zielregion häufig Bedenken aus. Eine zentrale Besorgnis ist in diesem Zusammenhang – vor allem wenn in die Transaktion sehr große Unternehmen involviert und strategisch wichtige Bereiche betroffen sind –, dass M&A zum Zeitpunkt des Markteintritts nicht zu einer Ausweitung von Produktionskapazitäten beitragen, sondern lediglich inländische Anlagen, Vermögenswerte und Eigentumsrechte in die Kontrolle ausländischer Akteure überführen. Teilweise geht hiermit ein Rückgang von Produktion, F&E-Aktivitäten, Beschäftigung u.a.m. einher. Dies kann zu negativen Wettbewerbseffekten und einer Stärkung der Marktmacht ausländischer Mitbewerber gegenüber einheimischen klein- und mittelständischen Unternehmen führen. Auch können dadurch nationale Identitäten (z.B. bei Wasser- und Energieversorgung) und landesspezifische Kulturen (z.B. im Medien- und Entertainmentbereich) und somit letztlich staatliche Souveränität untergraben werden. Dem World Investment Report 2000 zufolge sind M&A-Transaktionen, zumindest zum Zeitpunkt des Markteintritts und kurzfristig danach, mit geringeren Wohlfahrtseffekten als Neugründungen verbunden (UNCTAD 2000, S. 16f.; vgl. ausführlicher auch UNCTAD 1999; MÜLLER 2001; LORENZEN/MAHNKE 2002):

- *Transferwirkungen:* Sowohl Neugründungen als auch M&A sind, vorausgesetzt die jeweilige Finanzierung erfolgt nicht mit lokal beschafftem Kapital, mit einem Transfer finanzieller Ressourcen in die Zielregion verbunden. Bei Neugründungen tragen die ausländischen Kapitalzuflüsse direkt zum Aufbau des örtlichen Kapitalstocks und Produktionskapazitätsausweitung bei. Dies ist bei Kapitalzuflüssen durch M&A nur dann gegeben, wenn unmittelbare Folgeinvestitionen getätigt werden oder der vormalige Eigentümer der übernommenen Unternehmung die frei gewordenen Mittel hier erneut einbringt. Im Fall einer aus Sicht des Empfängerlands ungünstigen Bewertung der Zielunternehmung („undervaluation“), die sich z.B. aus einer nationalen Wirtschafts- oder Finanzkrise ergeben kann, geht inländisches Volksvermögen in ausländische Hände über. Gleiches gilt für Raider-Akquisitionen, bei denen inländische Vermögenswerte zerschlagen werden. M&A haben in diesen Fällen nur dann wohlfahrtsförderliche Wirkung, wenn das Transaktionsobjekt ohne eine Übernahme in Konkurs geraten wäre oder die heimische Wirtschaft in Folge von Unternehmenszerschlagungen wichtige Anpassungsmaßnahmen zur Steigerung ihrer Wettbewerbsfähigkeit vollzieht. Hinsichtlich des Transfers von Technologien, Know-how und Managementsystemen oder des Aufbaus von Innovationskapazitäten können sich Neugründungen und M&A grundsätzlich ähnlich auswirken. Die jeweiligen Transferleistungen sind hierbei in erheblichem Maß kontextabhängig und werden von der lokalen Faktorausstattung, der Markt- und Branchenstruktur des Empfängerlands, der

Mitarbeiteranpassungsfähigkeit etc. bestimmt. Kurzfristig sind negative Transferbilanzen bei M&A, beispielsweise durch den Abzug bestimmter Unternehmensfunktionen wie F&E, wesentlich wahrscheinlicher als bei Neugründungen.

- *Verflechtungswirkungen:* Der Zugang zu bestehenden Kunden- und Vertrauensbeziehungen stellt ein zentrales Motiv für internationale Fusionen oder Übernahmen dar, die bei Neugründungen erst etabliert werden müssen. Folglich sind diesbezüglich zunächst keine direkten Auswirkungen auf vor- und nachgelagerte Unternehmen zu erwarten. In diesem Zusammenhang spielt jedoch die Akzeptanz der bisherigen Kunden und Lieferanten gegenüber dem neu in den heimischen Markt getretenen Wettbewerber eine große Rolle. Vor allem in vorleistungsintensiven Branchen können auch ausdrückliche Verlagerungen stattfinden und bestimmte Warenflüsse substituiert werden. Für die Tochter- oder erworbene Unternehmung erleichtern M&A-Transaktionen ähnlich wie Neugründungen den Zugang zu globalen Beschaffungs- oder Vertriebsnetzen des Mutterunternehmens. Für die einheimischen Unternehmen verbessern sich damit Möglichkeiten der internationalen Marktpenetration.
- *Beschäftigungswirkungen:* Während durch Neugründungen Arbeitsplätze unmittelbar geschaffen werden und die Nachfrage nach bestimmten Qualifikationen steigt, sie also direkt mit positiven Beschäftigungseffekten einhergehen, sind die Auswirkungen von M&A-Transaktionen weniger eindeutig. Oftmals werden hier nicht sofort neue Produktionskapazitäten geschaffen, sondern im Rahmen von Restrukturierungsmaßnahmen zunächst Mitarbeiter entlassen. Dabei besteht das Risiko, dass vor allem höher qualifizierte Arbeitskräfte und hochwertige Arbeitsplätze abgezogen werden. Üblicherweise ist dies jedoch nicht der Fall; vielmehr profitieren die übernommenen Unternehmen im Rahmen der Integration in den Mutterkonzern vom Zugang zu neuen Technologien und Managementsystemen. Mittel- bis langfristig können die sich aus der Restrukturierung ergebenden Produktivitätszuwächse wiederum zu positiver Beschäftigungswirkung und Wachstumspotenzialen führen. Daneben stehen die durch eine M&A-Transaktion freigesetzten finanziellen Mittel zur lokalen Wiederveranlagung zur Verfügung, was mit neuerlichem Beschäftigungsaufbau verbunden sein kann. Im Fall von Übernahmen ansonsten zahlungsunfähiger Objekte werden durch M&A Arbeitsplätze konserviert.
- *Marktstruktur- und Wettbewerbswirkungen:* Direktinvestitionen in Form von Neugründungen erhöhen besonders in oligopolistischen Marktstrukturen die Anzahl der Unternehmen im Empfängerland und führen so zu größerem Wettbewerb. Akquisitionen und Fusionen hingegen wirken sich per definitionem zunächst wettbewerbsbeschränkend aus, da die Anzahl der Unternehmen sinkt und der Grad der Unternehmenskonzentration steigt. Grenzüberschreitende M&A erhalten im Zielland entweder das gleiche Wettbewerbsniveau wie vor der Transaktion aufrecht oder reduzieren es (falls die übernehmende Gesell-

schaft hier bereits tätig war und einen Mitbewerber übernimmt). In offenen Märkten muss ein höherer Konzentrationsgrad jedoch nicht unbedingt mit geringerem Wettbewerb einhergehen; hier kann der Markteintritt ausländischer Unternehmen die einheimische Konkurrenz zur Neustrukturierung nötigen – nicht zuletzt durch erneute Zusammenschlüsse –, wodurch sich deren internationale Wettbewerbsfähigkeit wiederum verbessert. Steht der Erwerber global allerdings nur mit wenigen Unternehmen im Wettbewerb, kann sich der durch eine horizontale Übernahme geminderte Wettbewerb im Zielland und international negativ äußern.

Insgesamt ist somit festzuhalten, dass grenzüberschreitende M&A-Transaktionen nicht uneingeschränkt kritisch zu werten sind, sondern aus Sicht der Zielregion durchaus auch Vorteile generieren können. Wie am Beispiel der APEC-Staaten (vgl. Kap. 10) von CHEN/FINDLAY (2003) dargelegt, trifft dies vor allem für Entwicklungs- und Transformationsstaaten zu. Werden nicht lediglich die unmittelbaren und kurzfristigen Auswirkungen, sondern auch mögliche Langzeiteffekte berücksichtigt, lassen sich Neugründungen und M&A hinsichtlich ihres Einflusses – mit der erdenklichen Ausnahme der eher persistenten Markt- und Wettbewerbswirkungen – nur schwer von einander abgrenzen (vgl. UNCTAD 2000, S. 18). Möglichen wettbewerbsmindernden Auswirkungen ist international durch wirksame wirtschafts-, industrie- und kartellpolitische Maßnahmen zu begegnen. Hierbei zeigen das angewandte deutsche und europäische Wettbewerbsrecht, dass ein reiner Anstieg von M&A nicht zwingend auf eine Veränderung von Marktstrukturen schließen lassen muss. Zum Beispiel können im Zuge eines Unternehmenskaufs Veräußerungen erwirkt werden, welche die wettbewerbsbeschränkende Wirkung von Fusionen neutralisieren. Eine auf bi- und multilateraler Ebene noch verstärkte Kooperation wird sich hier als wertvoll für die Wettbewerbsbehörden, die auch weiterhin zur Einzelfallprüfung gezwungen sind, erweisen.

Neben der Differenzierung zwischen direkten und indirekten sowie kurz- und langfristigen Effekten hängt die Frage, welche gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtseffekte von einer Fusion oder Übernahme ausgehen, schließlich auch entscheidend von den Motiven der Transaktion und der Möglichkeit der Erzielung von Rationalisierungs- und Synergieeffekten ab. Keinerlei Rationalisierungspotenziale ergeben sich zum Beispiel, wenn zwei Unternehmen mit identischen Technologien (identischen Grenzkosten) fusionieren und ihre Grenzkosten durch den Zusammenschluss unverändert bleiben. Wie formal von FARRELL/SHAPIRO (1990) gezeigt, hat eine solche lediglich vom Motiv der Marktmacht geleitete Transaktion wettbewerbsfeindlichen Charakter und damit negative Wohlfahrtseffekte. Ähnliches gilt für M&A, denen vorwiegend persönliche (opportunistische) Motive des Managements zugrunde liegen. Hingegen überwiegen positive Wohlfahrtswirkungen, wenn die angestrebte Marktwertsteigerung des Unternehmens aufgrund einer Effizienzsteigerung durch Rationalisierungsmaßnahmen und Synergien erreicht wird.

### 15.3 Internationales Fusionsmanagement

Einem ganzheitlichen Vorgehen, das neben den komplexen Prozessen des Integrationsmanagements auch intensive Analysen im Vorfeld und eine detaillierte Durchführungsplanung umfasst, kommt bei Übernahmen und Fusionen erfolgskritische Bedeutung zu (vgl. PICOT 2001, S. 36f.). Mit vermehrtem Augenmerk auf grenzüberschreitende Transaktionen wird im Folgenden auf den zeitlichen Ablauf und die Phasen eines M&A-Prozesses, wesentliche Problemfelder und Erfolgsfaktoren sowie Fragen des interkulturellen Fusionsmanagements eingegangen. Dabei beziehen sich die Ausführungen vorwiegend auf Akquisitionen und Fusionen durch Aufnahme, die vor dem Hintergrund des hierarchischen Ordnungs- oder Machtverhältnisses der beteiligten Unternehmen ähnliche Integrationsanforderungen stellen<sup>8</sup>. Zur Integrationsgestaltung bei Fusionen durch Neugründung zwischen gleichberechtigten Partnern erscheinen demgegenüber abweichende, den speziellen Führungs- und Unsicherheitskonstellationen gerecht werdende Konzeptualisierungen erforderlich (vgl. GERPOTT 1993, S. 33).

#### 15.3.1 Pre- und Postmerger-Integration: Struktur des M&A-Prozesses

Der Ablauf eines Unternehmenszusammenschlusses lässt sich in verschiedene Phasen untergliedern. Am häufigsten werden in der Literatur Modelle mit drei bis fünf Phasen verwendet, wobei die Schwierigkeit der Abgrenzung der Phasen mit dem Grad der Differenzierung zunimmt. Allen Modellen gemein ist, dass der M&A-Prozess als eine Reihe chronologisch aufeinander folgender Schritte angesehen wird, welche mit der Formulierung der Fusionsidee seitens des Initiators beginnt und bis zum Abschluss der Eingliederungsmaßnahmen reicht (vgl. MÜLLER-STEWENS et al. 1997, S. 104). In Anlehnung an CLEVER (1993, S. 30), DABUI (1998, 20ff.), JANSEN (2001, S. 164), STAHL (2001, S.71) u.v.m. erscheint eine Strukturierung in drei idealtypische Phasen sinnvoll:

- Die *Premember-Phase*, alternativ auch als Planungs- oder strategische Analyse- und Konzeptionsphase bezeichnet, geht der eigentlichen Verschmelzung voran. Schwerpunkte liegen zunächst in der Entscheidung für ein Transaktionsvorhaben, daneben in der Analyse der Ausgangssituation (Unternehmens- und Umfeldanalyse), der Ziel- und Strategieformulierung sowie der Identifikation und ersten Evaluation geeigneter Akquisitionsobjekte bzw. Fusionskandidaten.
- Die Merger- oder *Transaktionsphase* umfasst die Durchführung eines Zusammenschlusses einschließlich Kontakt- und Verhandlungsaufnahme, Unterneh-

---

<sup>8</sup> Diesem Verständnis entsprechend zieht der hier verwendete Begriff des Fusionsmanagements explizit auch Übernahmen bzw. die Integration akquirierter Unternehmen mit in die Betrachtung ein.

mensbewertung und Preisfindung sowie Klärung möglicher Wettbewerbsbeschränkungen und Finanzierungsalternativen. Die eingehende Objektprüfung („Due Diligence“) zur Überwindung systematischer Informationsasymmetrien, Bietungsverfahren, Ermittlung des Kaufpreises bzw. Einigung über das Tauschverhältnis der Aktien, Entwurf und Verhandlung des Transaktionsvertrags u.ä.m. finden dabei unter Einbezug von M&A-Dienstleistern wie z.B. Investment Banken, Wirtschaftsprüfern oder Steuerkanzleien statt. Die Transaktionsphase endet mit Vertragsabschluss und öffentlicher Verkündung des Zusammenschlusses.

- Die *Postmerger-Phase* (Integrations- und Implementierungsphase, kurz PMI) hat die Integration der beteiligten Unternehmen(steile) in eine betriebswirtschaftliche Einheit zum Ziel<sup>9</sup>. Vielfach wird ihr die entscheidende, in der Praxis oftmals unterschätzte Rolle für den Erfolg einer M&A-Transaktion zugesprochen. Neben Integrationsmaßnahmen auf verschiedenen Zielebenen – also unternehmensintern z.B. organisatorische, personelle, und kulturelle Integration, unternehmensextern die Integration von Kunden, Zulieferern, Aktionären u.a. – sind Erfolgskontrollen („Postmerger-Audits“) bedeutsam, die über rein finanzwirtschaftliche Wertsteigerungs- oder -vernichtungsberechnungen hinaus auch strategische Zielerreichungsgrade berücksichtigen.

### 15.3.2 Herausforderungen und Erfolgsfaktoren

Angesichts des bereits erwähnten, hohen Misserfolgsrisikos von Fusionen und Übernahmen findet sich in der Literatur ein nicht mehr überschaubarer Fundus an Schriften<sup>10</sup>, der versucht, kritische **Erfolgsfaktoren** zu identifizieren und Maßnahmen zur Verbesserung der Erfolgchancen vorzuschlagen. Stellvertretend für viele benennt beispielsweise PICOT (2002b, S. 9f.) die folgenden, in jeder der drei Transaktionsphasen zu beachtenden Aspekte als grundlegend für ein erfolgreiches internationales M&A-Management: Eine detaillierte Analyse, ob und inwiefern die Unternehmen hinsichtlich ihrer Eigenschaften und Kulturen zusammen passen; die klar definierte Formulierung der strategischen Ziele sowie interne Kommunikation der Transaktion; ein interdisziplinäres Verständnis der grundlegenden Aspekte, Inhalte und Probleme der betroffenen Fachbereiche (eine gemeinsame 'Transaktions-

<sup>9</sup> JANSEN (2001, S. 228) weist darauf hin, dass es für die Beschreibung dieser Phase sinnvoll wäre, neben dem Begriff der Integration auch die Begriffe Assimilation und Separation mitzuführen, um der Verlaufsoffenheit und den Dispositionsmöglichkeiten im Postmerger-Prozess gerecht zu werden. Ähnlich unterscheiden MOROSINI/SINGH (1994) zwischen den drei Varianten Integration, Restrukturierung und Unabhängigkeit, MARKS/MIRVIS (1998) zwischen Preservation, Absorption und Transformation (vgl. auch Kap. 15.3.3).

<sup>10</sup> SÜVERKRUP (1991, zit. n. GERPOTT 1993, S. 3) berichtet, dass in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre allein in den wichtigsten englischsprachigen wirtschaftlichen Zeitschriften ca. 4 500 Publikationen über M&A erschienen.

sprache'); die größtmögliche Berücksichtigung der Interessen der Mitarbeiter; sowie eine realistische Einschätzung des Synergiepotenzials, der Risiken und der Kosten der Integration. Aus wissenschaftlicher Sicht ist anzumerken, dass nahezu alle Publikationen, in denen normative Aussagen im Hinblick auf das Management der Integrationsgestaltung getroffen werden, erhebliche Angriffsflächen zur Kritik aufweisen. GERPOTT (1993, 131ff.) geht hierauf vertiefend ein; aufbauend auf einer umfassenden kritischen Reflexion präskriptiver Beiträge zum Integrationsmanagement bei Fusionen und Übernahmen unterteilt er die Erfolgs- und Misserfolgskriterien in drei Erklärungsschwerpunkte (vgl. ähnlich GRÜTER 1991; CARTWRIGHT/COOPER 1992 u.a.m.):

- Der *strategisch-strukturelle* Erklärungsansatz lenkt die Aufmerksamkeit auf die rationale Auswahlmethodik und -begründung während der Phasen und Aktivitäten im Vorfeld des formalen Vertragsabschlusses.
- Der *integrationsprozessual-mitarbeiterorientierte* (bzw. *-handlungsorientierte*) Ansatz hebt die zum größten Teil nach dem Vertragsabschluss praktizierten Gestaltungshandlungen hervor, die die Kooperation zwischen Mitarbeitern auf beiden beteiligten Seiten sowie den Erhalt deren Leistungsfähigkeit und -bereitschaft fördern.
- Der *unternehmenskulturorientierte* Erklärungsansatz rückt die Erfolgsbedeutung der in den beteiligten Gesellschaften jeweils vorherrschenden Unternehmenskultur im Sinne der von allen Mitarbeitern geteilten Werthaltungen, Normen und Verhaltensmuster, die sich z.B. in einem unternehmenstypischen Führungs- und Entscheidungsstil manifestieren können, in den Mittelpunkt (vgl. auch Kap. 27).

Einige konkrete, häufig bezeichnete **Problemfelder**, die bei Fusionen und Übernahmen auftreten können und Maßnahmenkatalogen wie dem oben wiedergegebenen zugrunde liegen, sind: Unsystematische und inkonsistente Planung unternehmensstrategischer Aspekte in der Vorbereitungsphase; wirtschaftsrechtliche Rahmenbedingungen; überteuerte Kaufpreise; ungenaue Überprüfung der organisatorischen und informationstechnischen Kompatibilität der beteiligten Unternehmen (sog. „misfits“); falsche Einschätzung von Synergieeffekten; ungenügende Berücksichtigung des integrativen Kostenaufwands; Integrationsgeschwindigkeit; Interessensdivergenzen, Widerstand und möglicherweise Abwanderung von Mitarbeitern, Kunden, Lieferanten u.a. angesichts kommunikativer Defizite und mangelnder Aufmerksamkeit des Managements (auch als Merger-Syndrom bezeichnet) sowie die Heterogenität der involvierten Parteien aufgrund unternehmens- und landeskultureller Divergenzen (vgl. JANSEN 1999, S. K3; KUTSCHKER/SCHMID 2005, S. 893f. u.a.m.). Bei grenzüberschreitenden M&A wird vor allem dem letztgenannten Problemfeld der inkompatiblen Kulturen eine zentrale Rolle als möglichem Erfolgshindernis zugeschrieben (z.B. REINEKE 1989; MOROSINI 1999; vgl. ferner HAAS 2004); innerhalb der unternehmenskulturellen Orientierungen gilt es hier auch landeskulturelle Prägungen zu berücksichtigen.

### 15.3.3 Interkulturelles Fusionsmanagement

In der Regel sind die Unterschiede zwischen Unternehmenskulturen aus verschiedenen Makrokulturen größer als zwischen Kulturen und Unternehmungen, die aus derselben Makrostruktur stammen. Allerdings darf an dieser Stelle nicht verallgemeinert werden; die Unternehmenskultur kann, muss sich aber nicht aus der Landeskultur ableiten. Unbestritten bleibt jedoch ein grundsätzlich entwicklungsbeeinflussender Charakter der Landes- auf die Unternehmenskultur (vgl. zum Zusammenhang zwischen National- und Unternehmenskultur eingehender auch Kap. 27.1.1). In der Literatur herrscht jedoch keinerlei Einigkeit bezüglich der Frage, ob bei M&A-Transaktionen ein sog. „cultural fit“ positive oder negative Einflüsse auf die Leistungskraft des aus einem Zusammenschluss hervorgehenden Unternehmens hat. Während ein „cultural clash“ bisher oftmals als für den Misserfolg einer Transaktion verantwortlich angesehen wurde (vgl. z.B. BUONO et al. 1985; DATTA/PUJA 1995), zeigen jüngere Forschungsarbeiten, dass Kulturunterschiede durchaus förderlich sein können (vgl. in diesem Zusammenhang auch die Ausführungen zu multikulturellen Teams in Kap. 27.2.3). So stellen beispielsweise MOROSINI et al. (1998) einen positiven Zusammenhang zwischen nationalkultureller Differenz und Erfolg eines Zusammenschlusses fest. Insgesamt häufen sich inzwischen Belege dafür, dass grenzüberschreitende M&A grundsätzlich erfolgreicher sind als nationale, was u.a. auf die durch die erwarteten Kulturbarrrieren erhöhte Sensibilität bei der Integration zurückgeführt werden kann (vgl. z.B. VERY et al. 1996; LARSSON/RISBERG 1998).

Zur soziokulturellen Integration bei Unternehmensfusionen und -übernahmen sind in der managementorientierten wissenschaftlichen Forschung verschiedene Konzeptualisierungen entwickelt worden. Als grundlegend ist darunter das Modell der Akkulturation von NAHAVANDI/MALEKZADEH (1988) anzusehen, da sich weitere Konzepte, wie z.B. der Ansatz der Merger-Stabilität von OLIE (1990) oder die Integrationstypologie nach MARKS/MIRVIS (1998), vielfach hieran anlehnen. Vier Integrationsvarianten („modes of acculturation“) können gemäß dem Akkulturationsmodell voneinander abgegrenzt werden:

- Die *Integration* bezeichnet einen ausgeglichenen Akkulturationsprozess. Es findet ein Austausch kultureller Elemente statt, wobei keines der beteiligten Unternehmen versucht, die andere Gruppe zu dominieren. Das Transaktionsobjekt bewahrt damit seine eigene Kultur, wozu ihm die erwerbende Gesellschaft die dafür nötige Unabhängigkeit gewährt.
- Im Gegensatz hierzu beschreibt die *Assimilation* einen einseitigen Prozess, bei dem ein Unternehmen – meist das übernommene, im ungewöhnlichen Fall eines „reverse merger“ ist aber auch die Anpassung des Erwerbers an das Zielunternehmen möglich – die eigene Kultur aufgibt und dafür die fremde adaptiert. Dies trifft vor allem dann zu, wenn die akquirierte Unternehmung wirtschaftlich erfolglos war und die Führungskräfte und Mitarbeiter die eigenen Werte, Ziele, Strategien etc. als erfolgshemmend empfinden.

- Bei der *Separation* findet keinerlei kultureller Austausch statt. Die übernommene Unternehmung erachtet die eigene Kultur als attraktiver und versucht deswegen, sie vollständig beizubehalten. Bis auf die finanziellen Verflechtungen werden beide Unternehmen als eigenständige Einheiten unabhängig voneinander geführt.
- *Dekulturation* bezeichnet eine Situation, in der das Management und die Mitarbeiter des übernommenen Unternehmens sowohl die eigene als auch die fremde Kultur als unattraktiv erachten. Dies hat die Zerstörung der kulturellen Identität des Akquisitionsobjekts zur Folge, was sich in kollektiver und individueller Verwirrung, Entfremdung, Identitätsverlust und Anpassungsstress ausdrückt.

Die Wahl der Akkulturationsform ist sowohl auf der Seite des übernehmenden als auch auf der des übernommenen Unternehmens an jeweils zwei Kriterien gebunden. Aus Sicht der übernommenen Unternehmung bestimmen zum einen die Wertschätzung der eigenen Kultur und zum anderen die empfundene Attraktivität der Kultur des dominanten Partners die präferierte Akkulturationsform. Beim übernehmenden Unternehmen sind dagegen auf der einen Seite dessen Multikulturalität, auf der anderen die strategische Zielorientierung bzw. der Verwandtschaftsgrad der Unternehmen ausschlaggebend (vgl. Abb. 15.4). Die zentrale Annahme des Modells besteht darin, dass nicht die kulturelle Distanz bzw. Ähnlichkeit der Unternehmen für den Erfolg eines Zusammenschlusses entscheidend ist, sondern eine Übereinstimmung der beteiligten Unternehmen hinsichtlich der bevorzugten Akkulturationsform. Ein von beiden Unternehmen bevorzugtes Integrationsmuster verursacht weniger Anpassungsstress und geringere Widerstände bei der Durchführung des M&A-Prozesses. Das Modell ist auch auf Unternehmungen mit verschiedenen Unternehmenseinheiten übertragbar. Eine zentrale Voraussetzung hierfür ist eine detaillierte Analyse der einzelnen Subkulturen beider Seiten und ein differenziertes M&A-Management dieser kulturellen Einheiten (vgl. NAHAVANDI/MALEKZADEH 1988, S. 86).

**Abb. 15.4: Modell der Akkulturation bei Fusionen und Übernahmen**

Präferierte Akkulturationsform des übernehmenden Unternehmens		Ausmaß der Multikulturalität	
		multikulturell	unikulturell
<i>Diversifikationsstrategie und Verwandtschaftsgrad</i>	hoch	Integration	Assimilation
	niedrig	Separation	Dekulturation

Präferierte Akkulturationsform der Zielunternehmens		Wertschätzung der eigenen Kultur	
		hoch	gering
<i>Wertschätzung der Kultur des Partners</i>	hoch	Integration	Assimilation
	gering	Separation	Dekulturation

Quelle: nach NAHAVANDI/MALEKZADEH 1988, S. 83f.

Da Prägungen durch die Landeskultur weit veränderungsresistenter sind als jene der Unternehmenskultur, muss bei internationalen M&A angenommen werden, dass eine Angleichung oder Vereinheitlichung von divergierenden kulturellen Orientierungen ein fast aussichtsloses Unterfangen darstellt. Vor diesem Hintergrund grenzen sich jüngere Ansätze zur kulturellen Integration zunehmend vom Modell der Akkulturation ab. Entsprechend argumentiert STAHL (2001, S. 66), dass die verbreiteten „Cultural fit“-Modelle der Komplexität und Dynamik der soziokulturellen Vorgänge bei der Postmerger-Integration nur bedingt gerecht werden. Wichtige Anregungen für Theoriebildung und Praxis der Integrationsgestaltung kann künftig eine stärker prozessorientierte Sichtweise geben (vgl. weiterführend z.B. LUCKS/MECKL 2002). Dem fragmentierten und diskontinuierlichen Charakter des Integrationsprozesses lässt sich hier beispielsweise mit konzeptuellen Ansätzen zur Anpassung von sich selbst organisierenden Systemen an chaotische, sich nicht linear verändernde Umwelten sowie Erkenntnissen aus der Gruppen- und Vertrauensforschung begegnen.

## **15.4 Fallbeispiele aus dem Finanzdienstleistungsbereich**

Ausmaß, Ursachen und Folgen von M&A können zwischen den Branchen einer Volkswirtschaft sehr unterschiedlich sein. Zu den von Liberalisierung und Deregulierungsmaßnahmen in der EU stark betroffenen Bereichen zählt neben den Netzwerkindustrien der Sektor der Finanzdienstleistungen (vgl. KLEINERT 2000, S. 174). Vor diesem Hintergrund veranschaulichen die abschließenden Ausführungen die bislang dargelegten Grundlagen anhand vorwiegend aus dem Bankwesen am Finanzstandort Deutschland ausgewählter Beispiele.

### **15.4.1 Internationale Branchenkonsolidierung und Unternehmenskonzentration**

Der Finanzsektor hat im vergangenen Jahrzehnt einen tief greifenden Strukturwandel erfahren. Dabei gewann insbesondere der Konsolidierungsprozess US-amerikanischer und europäischer Banken enorm an Geschwindigkeit. Im Jahr 1999 wurden allein in den USA vier große Fusionen abgeschlossen (vgl. Tab. 15.3); im europäischen Bankensektor wuchs das M&A-Transaktionsvolumen zwischen 1990 und 1999 mit mehr als 23% pro Jahr. Gleichzeitig fiel die Anzahl der Kreditinstitute um über ein Drittel von annähernd 12 400 im Jahr 1990 auf knapp 8 400 im Jahr 1999, im Mittel also jährlich um 5% (vgl. BEITEL/SCHIERECK 2003, S. 501). Entsprechendes gilt für Deutschland, wo die Zahl der rechtlich selbständigen Kreditinstitute von 3 578 im Jahr 1997 auf 2 226 Ende 2003 sank. Besonders stark hat sich die Zahl der selbständigen Kreditgenossenschaften (Volks- und Raiffeisenbanken) vermindert (vgl. DIETRICH/VOLLMER 2001, S. 2).

**Tab. 15.3: Die 10 größten Bankenübernahmen weltweit**

Ankündigung	Käufer	Ziel			Vol. (Mrd. US-\$)
1998	NationsBank	USA	BankAmerica	USA	64,8
2004	JP Morgan Chase	USA	Bank One	USA	60,0
2003	Bank of America	USA	FleetBoston	USA	47,9
1998	Citicorp	USA	Travelers	USA	36,0
1999	Royal Bank of Scotland	UK	NatWest	UK	32,4
1998	NorthWest	USA	Wells Fargo	USA	31,7
1998	Bank One Corp.	USA	First Chicago NBD	USA	30,0
2000	Chase Manhattan	USA	JP Morgan	USA	29,5
2000	Citigroup	USA	First Capital	USA	26,4
2000	Sumitomo	Japan	Sakura Bank	Japan	25,8

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

Für die europaweite Konsolidierung des Finanzbereichs stehen neben der bereits erwähnten Fusion der HypoVereinsbank (HVB) z.B. der Erwerb der Creditanstalt durch die Bank Austria in Österreich, die Banesto-Übernahme der Bank Santander in Spanien oder die Fusion von Swiss Banking Corporation SBC und United Bank of Switzerland UBS, die selbst nur kurz zuvor aus der Verschmelzung von Schweizer Bankverein und Schweizer Bankgesellschaft hervorging. Ähnliche Konzentrationsprozesse vollzogen sich in vielen weiteren Ländern, z.B. Großbritannien, Frankreich oder Japan (vgl. auch nochmals Tab. 15.3). Wenngleich Inlandsfusionen anhaltend dominieren (laut einer KPMG-Studie z.B. mit 85% der Zahl der Transaktionen im Jahr 2003), leisten auch grenzüberschreitende Übernahmen einen erheblichen Beitrag zur Branchenkonsolidierung. Beispiele für internationale Bankenfusionen sind die unlängst seitens der italienischen Unicredit bekannt gegebene Übernahme der HVB, die Akquisition der deutschen BfG Bank durch den schwedischen Finanzdienstleistungskonzern SEB in 2001 oder der Bankers Trust-Erwerb der Deutschen Bank 1999 (vgl. auch Exkurs 15.2 und Kap. 15.4.2). Die Liste ließe sich um etliche Fälle ergänzen, darunter abermalig Fusionsankündigungen, die indes beim Aushandeln der Übernahmekonditionen wieder scheiterten (so beispielsweise die zurückgedrehte Fusion von Deutscher Bank und Dresdner Bank).

In Deutschland haben die hohe Wettbewerbsdynamik und -intensität in Verbindung mit neuen rechtlichen Regelungen und IuK-Technologien nicht nur finanztechnische Produkt- und Prozessinnovationen ermöglicht – z.B. das mit dem Begriff „Allfinanz“ bezeichnete Zusammenwachsen von Bank-, Versicherungs- und anderen Finanzunternehmen –, sondern zugleich die Internationalisierung des Finanzstandorts gefördert (vgl. KLAGGE 2004, S. 60f.). Die Vielfalt der Finanzunternehmen im Land und die Konkurrenz auf den Finanzmärkten erhöhten sich dabei auch im Zuge der Einführung des europäischen Binnenmarkts und der gemeinsamen Währung.

### **Exkurs 15.2: Die größten grenzüberschreitenden Bankenfusionen in Europa**

#### **Merita - Unidanmark**

Mit der Übernahme des zweitgrößten dänischen Geldinstituts Unidanmark durch die schwedisch-finnische Merita-Nordbanken entstand im März 2000 der größte Finanzkonzern Nord-europas. Nach der Übernahme der norwegischen Christiania Bank und der schwedischen Postgirot Bank in den folgenden Monaten benannte sich der Konzern Ende 2001 in Nordea um. Doch der skandinavische Verbund leidet unter Rivalitäten und Mentalitätsunterschieden zwischen den Standorten in Finnland, Schweden, Norwegen und Dänemark. Genervt davon, trat Konzernchef Thorleif Krarup im August 2002 zurück.

#### **HSBC - CCF**

Eigentlich hatten viele mit einem Aufschrei bei der Pariser Regierung gerechnet. Doch der blieb aus, als die britische HSBC im April 2000 ankündigte, die siebtgrößte französische Bank, Crédit Commercial de France (CCF), zu übernehmen. Möglicherweise beruhigte die Gemüter aber auch der Rekordpreis, den HSBC zu zahlen bereit war. Fast 11 Mrd. Euro legten die Briten auf dem Höhepunkt des Börsenbooms für die CCF hin. Bis zur Offerte von Santander an Abbey (s.u.) war dies der höchste Preis, der in Europa für eine grenzüberschreitende Übernahme einer Bank bezahlt wurde.

#### **HVB - Bank Austria**

Im Juli 2000 kaufte die Hypo-Vereinsbank Österreichs größtes Geldinstitut, die Bank Austria, für 7,1 Mrd. Euro. Doch nicht einmal drei Jahre später folgte überraschend die 'Rolle rückwärts': Die HVB verkaufte knapp 25% ihrer Anteile wieder über die Börse in Wien und nahm dafür rund 1 Mrd. Euro ein. Auf den ersten Blick war dies ein schlechtes Geschäft für die Münchener. Doch die HVB brauchte dringend frisches Geld. Denn in den dazwischen liegenden Jahren hatte sich die Bankenwelt dramatisch verändert, und die HVB verbuchte allein im Jahr 2002 Verluste von über 850 Mio. Euro.

#### **Santander - Abbey**

Abbey National, damals sechst größtes britisches Finanzhaus, war bei Bekanntgabe der Übernahme im Juli 2004 mit 18 Mio. Kunden in 740 Filialen vor allem im Hypothekengeschäft stark. Mit der 13,4 Mrd. Euro teuren Transaktion stieg die Banko Santander Central Hispano zu den Top Ten der Banken der Welt auf, in Europa kam sie auf Rang vier. Vorstandschef Alfredo Sáenz zeigte sich nach der Übernahme sehr optimistisch und prognostizierte ab 2006 einen Gewinnbeitrag durch Abbey. Hingegen gaben sich Analysten deutlich skeptischer, denn Abbey hat in den vergangenen Jahren Milliardenverluste angehäuft und galt in der Branche als finanziell angeschlagen.

*Quellen: WAMS 2004; FTD 2005.*

Die weit reichenden Unstrukturierungen und strategischen Neuausrichtungen, mit denen Banken und Versicherungen auf das veränderte Wettbewerbsumfeld reagierten, gingen neben organisatorischen auch mit räumlichen Konzentrationsprozessen einher. Während sich bei den flächenhaft organisierten Systemen von Kreditgenossenschaften und Sparkassen ein dezentrales Konzentrationsmuster zeigt, haben Fusionen und Übernahmen großer Geschäftsbanken und Versicherungsgesellschaften die Dominanz der Finanzmetropole Frankfurt a. M. und die Bedeutung von Köln, Hamburg sowie vor allem München als wichtigen Standorten des Versicherungswesens gestärkt (vgl. vertiefend auch ZADEMACH 2005).

### 15.4.2 Die Übernahme von Bankers Trust durch die Deutsche Bank

Zum Zeitpunkt der Übernahme gehörte Bankers Trust zu den bedeutendsten und traditionsreichsten Bankhäusern der USA. Das Unternehmen wurde 1903 in New York gegründet und ab 1965 in Form einer Holdinggesellschaft geführt. Mit 20 000 Mitarbeitern in 50 Ländern und einer Bilanzsumme von 114 Mrd. Euro war es die achtgrößte Bank der USA. Ab 1996 wurden mehrere Akquisitionen – z.B. der Erwerb des Aktiengeschäfts der englischen National Westminster Bank – vorgenommen, wodurch das Unternehmen seine Position im klassischen Investment Banking ausbauen und auch in Europa eine gute Stellung in diesem Segment erreichen konnte. Bankers Trust betrieb seine Aktivitäten in den folgenden sechs Geschäftsfeldern: Investment Banking, Trading & Sales, Global Institutional Services, Privat Client Service, Emerging Markets und im regionalen Bereich Australia/New Zealand/International Funds. Dabei konzentrierte sich das Unternehmen im Wesentlichen auf das Aktiengeschäft, Risikoanleihen, die Syndizierung von Krediten, allen Dienstleistungen im Rahmen von Fusionen und Übernahmen mit Fokus auf kleine und mittlere Unternehmen sowie die Vermögensverwaltung von institutionellen und Privatkunden.

Als größtes inländisches Bankhaus zählte die Deutsche Bank auch schon vor der Übernahme von Bankers Trust zu den weltweiten Branchenführern. Sie wurde 1870 gegründet und errichtete bereits 1872 erste Geschäftsbeziehungen in die USA. Nach dem Verlust aller Beteiligungen im Ausland in Folge des Zweiten Weltkriegs verfolgte die Bank ab Mitte der 1970er Jahre eine konsequente Internationalisierungsstrategie und gründete Niederlassungen in sämtlichen wichtigen Finanzzentren der Welt sowie Tochtergesellschaften in Italien und Spanien. Mit der Übernahme der britischen Investment Bank Morgan Grenfell für 2,5 Mrd. DM zur Stärkung des eigenen Firmenkundengeschäfts fand die Internationalisierung einen ersten Höhepunkt. Als Universalbank bot die Deutsche Bank bereits damals ein breites Spektrum von Finanzdienstleistungen an, das vom Massengeschäft über Versicherungsprodukte und Immobilien bis zu M&A-Leistungen reichte. Mit einer Bilanzsumme von 627 Mrd. Euro, Vertretungen in mehr als 60 Ländern und 75 000 Mitarbeitern stellte die Deutsche Bank bei Bekanntgabe der geplanten Übernahme am 30. November 1998 nach der UBS die zweitgrößte Bank der Welt dar. Neben dem reinen Größenmotiv lagen die wichtigsten Beweggründe der Deutschen Bank in der Etablierung im amerikanischen Großkunden- und M&A-Markt und der Erweiterung des Leistungsspektrums in ertragreichen Zukunftsmärkten, daneben im Erwerb des speziellen Know-hows von Bankers Trust zur Nutzung für das gesamte Unternehmen.

Bereits sechs Monate später konnte die Transaktion planmäßig abgeschlossen werden. Die Deutsche Bank erwarb alle ausstehenden Aktien von Bankers Trust für rund 9 Mrd. US-\$. Der Kaufpreis wurde an einen Treuhänder gezahlt, der die Abwicklung der einzureichenden Bankers Trust-Aktien zu einem Preis von jeweils 93

US-\$ übernahm. Nachdem sowohl die Aktionäre von Bankers Trust zugestimmt hatten als auch alle erforderlichen Genehmigungen der zuständigen Aufsichtsbehörden vorlagen, war die Übernahme vom 4. Juni 1999 („closing day“) an wirksam. In diesem Zusammenhang galt es u.a. Stellung zu den Forderungen der Holocaust-Opfer zu beziehen. Der Deutschen Bank war besonders an einer schnellen Lösung der Entschädigungsfrage gelegen, denn die endgültige Genehmigung der Übernahme verzögerte die Integration. Diese konnte erst nach dem Abschluss der Übernahme beginnen, eine Einflussnahme der Deutschen Bank auf Bankers Trust war offiziell nicht vor dem Closing möglich. Da mit der Planung der Integration unter der Leitung von Dr. Rolf Breuer – sein Vorsitz stellte sicher, notwendige Entscheidungen rasch treffen zu können – unmittelbar nach Ankündigung der Übernahme begonnen wurde und bis zum Abschluss der Transaktion die Organisationsstruktur des integrierten Unternehmens sowie die Besetzung aller Führungspositionen der zusammenzuführenden Bereiche feststanden, konnten bereits zum 30. Juni 1999 erstmals konsolidierte Zahlen vorgelegt werden.

In neun Monaten war damit die an der Bilanzsumme gemessen seinerzeit größte Bank der Welt entstanden (so beziffert fiel sie angesichts des seither fortdauernden Konsolidierungstrends bis 2004 wieder auf den sechsten Rang zurück, hinter die japanische Mizuho Financial und die amerikanische Citigroup sowie UBS, Crédit Agricole und HSBC, an Kernkapital und Marktkapitalisierung bemessen landet sie heute auf den Plätzen 12 respektive 17; vgl. FRANKE 2004, S. 30f.). Mit der Umsetzung von insgesamt 350 sog. Integrationsmodulen, die jeweils konkrete Zusammenführungsprobleme beschrieben, wurde die organisatorische Verschmelzung 2000 endgültig abgeschlossen. Dass das amerikanische Institut nach den gleichen Produktlinien wie die Deutsche Bank organisiert war, wirkte sich förderlich auf den Integrationsprozess aus. Nach Abstoß der australischen Bankers-Trust-Einheiten und mit Ausnahme des Private-Banking-Geschäfts in den USA, in dem die Marke Bankers Trust weiterhin besteht, ging das amerikanische Institut vollständig in der Kultur und Organisation der Deutschen Bank auf (vgl. weiterführend z.B. POHL 1999).

### 15.4.3 Ausblick

Wie jüngst die HVB-Übernahme, zahlreiche Landesbankzusammenschlüsse (z.B. Hamburg und Schleswig-Holstein, Bremer Landesbank und NordLB-Konzern) und nicht zuletzt die regelmäßigen Spekulationen um die Commerzbank als dritter großer deutscher Geschäftsbank – in Finanzkreisen gelten abgesehen von der Deutschen Bank die Royal Bank of Scotland und französische Institute als mögliche Kaufinteressenten – zeigen, hält der Konsolidierungsprozess im Finanzdienstleistungssektor nach wie vor an. Sowohl aus Sicht der einzelnen Dienstleistungsanbieter als auch aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive sind dabei ausgewogene Strategien gefordert, die neben internationalen Zukunftsmärkten ebenso den nationalen Kontext berücksichtigen. Ein Zusammenschluss von zwei der drei großen

deutschen Privatbanken mit ausländischen Kreditinstituten wäre hier vor allem für den Mittelstand eine Gefahr. Denn ausländischen Investoren fehlt häufig das Verständnis für das deutsche Finanzsystem; sie konzentrieren sich stärker auf das Investment Banking und verfahren bei der Kreditvergabe restriktiver.

Für den Mittelstand werden dadurch die Sparkassen und Kreditgenossenschaften erneut an Bedeutung gewinnen. Gemeinsam mit den global agierenden Großbanken tragen sie so erheblich zur Sicherung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland bei. Vor dem Hintergrund der im internationalen Vergleich großen Fragmentierung des heimischen Kapitalmarkts wird es für eine weitere Stärkung des Finanzstandorts auch zukünftig meist keine Alternative zu Unternehmenskooperationen und Fusionen geben – gleichwenn dies oftmals mühevoller Überzeugungsarbeit bedarf und mit erheblichen Integrationsanstrengungen verbunden ist.

### Literatur:

- BEITEL, PATRICK; SCHIERECK, DIRK (2003): *Zum Erfolg von Akquisitionen und Zusammenschlüssen zwischen Banken: Eine Bestandsaufnahme der empirischen Forschung*. In: Österreichisches Bankarchiv (51. Jg.) Nr. 7, S. 501-515.
- BRESSMER, CLAUS; MOSER, ANTON C; SERTL, WALTER (1989): *Vorbereitung und Abwicklung der Übernahme von Unternehmen*. Stuttgart.
- BÜHNER, ROLF (1991): *Grenzüberschreitende Zusammenschlüsse deutscher Unternehmen*. Stuttgart.
- BUONO, ANTHONY F.; BOWDITCH, JAMES L.; LEWIS, JOHN W. (1985): *When cultures collide: The anatomy of a merger*. In: Human Relations (Vol. 38) No. 5, S. 477-500.
- CARTWRIGHT, SUE; COOPER, CARY L. (1992): *Mergers & Acquisitions: The Human Factor*. Oxford.
- CHAPMAN, KEITH (2003): *Cross-border mergers/acquisitions: a review and research agenda*. In: Journal of Economic Geography (Vol. 3) No. 3, S. 309-334.
- CHAPMAN, KEITH; EDMOND, HELEN (2000): *Mergers/Acquisitions and Restructuring in the EU Chemical Industry: Patterns and Implications*. In: Regional Studies (Vol. 34) No. 8, S. 753-767.
- CHEN, CHUNDLAI; FINDLAY, CHRISTOPHER (2003): *A Review of Cross-border Mergers and Acquisitions in APEC*. In: Asian-Pacific Economic Literature (Vol. 17) No. 2, S. 14-38.
- CLEVER, HOLGER (1993): *Post-Merger-Management*. Stuttgart.
- DABUI, MANI (1998): *Postmerger-Management: Zielgerichtete Integration bei Akquisitionen und Fusionen*. Wiesbaden.
- DATTA, DEEPAK K.; PUJA, GEORGE (1995): *Cross-border acquisitions: An examination of the influence of the relatedness and cultural fit on shareholder value creation in U.S. acquiring firms*. In: Management International Review (Vol. 35) No. 4, S. 337-359.
- DIETRICH, DIEMO; VOLLMER, UWE (2001): *Bankenfusionen – Eine Erklärung aus Sicht der Theorie unvollständiger Verträge*. Beitrag zur Jahrestagung der German Economic Association of Business Administration, 4.-6.10.2001, Vallendar.
- Europäische Kommission (2005): *Merger Cases. Publications, press-releases and Commission decisions on individual cases* (URL: <http://europa.eu.int/comm/competition/mergers/cases>). Abrufdatum: 23.5.2005.
- FARRELL, JOSEPH; SHAPIRO, CARL (1990): *Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis*. In: American Economic Review (Vol. 80) No. 1, S. 107-126.

- FRANKE, DIRK (2004): *Die 1.000 größten Banken der Welt: Wieder auf Kurs*. In: Die Bank, Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis, Nr. 11/2004, S. 28-35.
- FTD [Financial Times Deutschland] (2005): *Der Richter hat beim Banco Santander das Wort*. Nr. 20/04 vom 28.1.2005, S. 28.
- GÄRTNER, DENNIS; HALBHEER, DANIEL (2004): *Are there waves in merger activity after all?* SOI Working Paper, Nr. 0414. Zürich.
- GERPOTT, TORSTEN J. (1993): *Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen*. Stuttgart.
- GOLBE, DEVRA L.; WHITE, LAURENCE J. (1988) *A Time Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy*. In: Auerbach, Alan J. (Hrsg.): *Corporate Takeovers: Their Causes and Consequences*. Chicago, S. 265-310.
- GRÜTER, HANS (1991): *Unternehmensakquisitionen: Bausteine eines Integrationsmanagements* (= Schriftenreihe des Instituts für betriebswirtschaftliche Forschung an der Universität Zürich, Band 65). Bern.
- HAAS, HANS-DIETER (2004): *Kultur als unternehmerisches Länderrisiko. Eine Analyse verhaltensbedingter Markteintrittsbarrieren am Beispiel der VR China*. In: Albrecht, Peter; Lorenz, Egon; Rudolph, Bernd (Hrsg.): *Risikoforschung und Versicherung. Festschrift für Elmar Helten zum 65. Geburtstag*. Karlsruhe, S. 153-177.
- HOPKINS, H. DONALD (1999): *Cross-border mergers and acquisitions: global and regional perspectives*. In: Journal of International Management (Vol. 5) No. 3, S. 207-239.
- IMA [Institute for Mergers & Acquisitions] (2004): *M&A-Strategien und Übernahmewellen: Die Zukunft des M&A-Marktes – Eine empirische Studie über den deutschen Kapitalmarkt anhand von 192 Befragten*. Witten/Herdecke.
- JANSEN, STEPHAN A. (1999): *Mergers & Acquisitions optimal managen (Teil 12): Die Härte der weichen Faktoren: Post Merger Management*. In: Handelsblatt, Nr. 150 vom 6.8.1999, S. K3.
- JANSEN, STEPHAN A. (2001): *Merger & Acquisitions – Unternehmensakquisitionen und -kooperationen*. 4. Aufl., Wiesbaden.
- JANSEN, STEPHAN A. (2002) *Trends, Tools, Thesen und empirische Tests zum Integrationsmanagement bei Unternehmenszusammenschlüssen*. In: Picot, Gerhard (Hrsg.): *Handbuch Mergers & Acquisitions*. 2. Aufl., Stuttgart, S. 505-539.
- JANSEN, STEPHAN A.; MÜLLER-STEWENS, GÜNTER (2000): *Endet die fünfte Welle auf dem Markt für Unternehmensübernahmen in einer neuen Rezession? Geschichte, Trends und Erfolgsfaktoren von Zusammenschlüssen*. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 230 vom 4.10.2000, S. 49.
- JANSEN, STEPHAN A.; KÖRNER, KLAUS (2000): *Szenen einiger Unternehmens-Ehen: Vier Hochzeiten und drei Todesfälle*. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 260 vom 8.11.2000, S. 49.
- JENSEN, MICHAEL C.; RUBACK, RICHARD S. (1983): *The market for corporate control: The scientific evidence*. In: Journal of Financial Economics (Vol. 11) No. 1, S. 5-50.
- KANG, NAM-HOON; JOHANSSON, SARA (2000): *Cross-Border Mergers and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalization*. STI Working Papers 2000/1, Paris.
- KLASSE, BRITTA (2004): *Finanzstandort Deutschland. Banken und Versicherungen*. In: Institut für Länderkunde (Hrsg.): *Nationalatlas Bundesrepublik Deutschland*, Band 8: Unternehmen und Märkte. Heidelberg, S. 60-61.
- KLEES, ANDREAS (2005): *Europäisches Kartellverfahrensrecht*. Köln.
- KLEINERT, JÖRN (2000): *Megafusionen. Welle oder Trend?* In: Die Weltwirtschaft, Nr. 2/2000, S. 171-186.
- KLEINERT, JÖRN; KLODT, HENNING (2000): *Megafusionen. Trends, Ursachen und Implikationen* (= Kieker Studien, Nr. 302). Tübingen.

- KLEINERT, JÖRN; KLODT, HENNING (2001): *Megafusionen. Erklärungsansätze und Erfolgsaussichten*. In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium. Zeitschrift für Ausbildung und Hochschulkontakt (30. Jg.) Nr. 10, S. 523-528.
- KOCH, ECKART (2000): *Globalisierung der Wirtschaft*. München.
- KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft (2004): *M&A-Geschäft zieht weltweit wieder an – Aber: Deutschland fällt weiter zurück*. Pressemitteilung vom 12.12.2004, Berlin/Frankfurt a. M.
- KUTSCHKER, MICHAEL; SCHMID, STEFAN (2005): *Internationales Management*. 4. Aufl., München.
- LARSSON, RIKARD; RISBERG, ANNETTE (1998) *Cultural awareness and national versus corporate barriers to Acculturation*. In: Gertsen, Martine C; Söderberg, Anne-Marie; Torp, Jens E. (Hrsg.): *Dimensions of International Mergers and Acquisitions*. Berlin, S. 39-56.
- LICHTENBERG, FRANK R. (Hrsg.) (1992): *Corporate Takeovers and Productivity*. Cambridge.
- LO, VIVIEN (2003): *Wissenbasierte Netzwerke im Finanzsektor. Das Beispiel des Mergers & Acquisitions-Geschäfts*. Wiesbaden.
- LORENZEN, MARK; MAHNKE, VOLKER (2002): *Global Strategy and the Acquisition of Local Knowledge: How MNCs Enter Regional Knowledge Cluster*. DRUID Working Papers 02-08, Kopenhagen.
- LUCKS, KAI; MECKL, REINHARD (2002): *Internationale Mergers & Acquisitions – der prozessorientierte Ansatz*. Heidelberg.
- MARKS, MITCHELL L.; MIRVIS, PHILIP H. (1998) *Joining Forces: Making One plus One Three in Mergers, Acquisitions, and Alliances*. San Francisco.
- MARKUSEN, ANN (2003): *An Actor-Centered Approach to Economic Geographic Change*. In: *Annals of the Japan Association of Economic Geographers* (Vol. 49) No. 5, S. 395-408.
- MORCK, RANDALL; SHLEIFER, ANFREI; VISHNY, ROBERT W. (1988): *Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*. In: Auerbach, Alan J. (Hrsg.): *Takeovers: Their Causes and Consequences*. Chicago, S. 101-129.
- MOROSINI, PIERO (1999): *Managing Cultural Differences: Effective Strategy and Execution Across Cultures in Global Corporate Alliances*. Oxford.
- MOROSINI, PIERO; SHANE, SCOTT; SINGH, HARBIR (1998): *National Cultural Distance and Cross-border Acquisition Performance*. In: *Journal of International Business Studies* (Vol. 29) No. 1, S. 137-158.
- MOROSINI, PIERO; SINGH, HARBIR (1994): *Post-cross-border acquisitions: implementing 'national-culture-compatible' strategies to improve performance*. In: *European Management Journal* (Vol. 12) No. 2, S. 48-51.
- MÜLLER, THOMAS (2001): *Analyzing Modes of Foreign Entry: Greenfield Investment versus Acquisition*. Münchener Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge 2001-01, München.
- MÜLLER-STEWENS, GÜNTER; WILLEITNER, SUSANNE; SCHÄFER, MICHAEL C. (1997): *Cross Border Acquisitions*. In: Krystek, Ulrich; Zur, Eberhard (Hrsg.): *Internationalisierung. Eine Herausforderung für die Unternehmensführung*. Berlin, S. 89-117.
- NAHAVANDI, AFSANEH; MALEKZADEH, ALI R. (1988): *Acculturation in mergers and acquisitions*. In: *Academy of Management Review* (Vol. 13) No. 1, S. 79-90.
- NUHN, HELMUT (2001): *Megafusionen. Neuorganisation großer Unternehmen im Rahmen der Globalisierung*. In: *Geographische Rundschau* (53. Jg.) Nr. 7/8, S. 16-24.
- OLIE, RENÉ (1990): *Culture and integration problems in international mergers and acquisitions*. In: *European Management Journal* (Vol. 8) No. 2, S. 206-215.
- PAUSENBERGER, EHRENFRIED (1989): *Zur Systematik von Unternehmenszusammenschlüssen*. In: *Das Wirtschaftsstudium. Zeitschrift für Ausbildung, Examen und Kontaktstudium* (18. Jg.) Nr. 11, S. 621-626.
- PICOT, GERHARD (2001): *Rechtliche Grundlagen grenzüberschreitender Transaktionen*. In: Jansen, Stephan A.; Picot, Gerhard; Schiereck, Dirk (Hrsg.): *Internationales Fusionsmanagement. Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Zusammenschlüsse*. Stuttgart, S. 3-33.

- PICOT, GERHARD (2002a): *Wirtschaftliche und Wirtschaftsrechtliche Parameter bei Planung der Mergers & Acquisitions*. In: Picot, Gerhard (Hrsg.): *Handbuch Mergers & Acquisitions*. 2. Aufl., Stuttgart, S. 3-37.
- PICOT, GERHARD (2002b): *Cross-border M&A und Fusions-Management*. In: *Key – Magazin für Wirtschaft und Wissen*, Nr. 8, S. 8-11.
- POHL, MANFRED (Hrsg.) (1999): *Die Deutsche Bank in den USA, 1870-1999: Zur deutschen und amerikanischen Identität*. München.
- PORTER, MICHAEL E. (1988): *Wettbewerbsstrategie*. 5. Aufl., Frankfurt a. M.
- PWC [Price Waterhouse Coopers] (2005): *Technology Insights 2005* (URL: <http://www.pwcglobal.com/uk/eng/about/svcs/cf/PwC-TechnologyInsights2005.pdf>). Abrufdatum: 17.5.2005.
- RAVENSCHRAFT, DAVID J.; SCHERER, FREDERIC M. (1987): *Mergers, Sell-offs, and economic efficiency*. Washington.
- REINEKE, ROLF-DIETER (1989): *Akkulturation von Auslandsakquisitionen. Eine Untersuchung zur unternehmenskulturellen Anpassung*. Wiesbaden.
- SCHERER, FREDERIC M.; ROSS, DAVID (1990): *Mergers: History, Effects, and Policy*. In: Scherer, Frederic M.; Ross, David (Hrsg.): *Industrial Market Structure and Economic Performance*. 3. Aufl., Boston, S. 153-198.
- STAHL, GÜNTER K. (2001): *Management der sozio-kulturellen Integration bei Unternehmenszusammenschlüssen und -übernahmen*. In: *Die Betriebswirtschaft* (61. Jg.) Nr. 1, S. 61-80.
- UNCTAD [United Nations Conference on Trade and Development] (1999): *World Investment Report 1999: Foreign Direct Investment and the Challenge of Development*. New York/Genf.
- UNCTAD [United Nations Conference on Trade and Development] (2000): *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*. Overview. New York/Genf.
- VERY, PHILIPPE; LUBATKIN, MICHAEL; CALORI, ROLAND (1996): *A Cross-National Assessment of Acculturative Stress in Recent European Mergers*. In: *International Studies of Management and Organization* (Vol. 26) No. 1, S. 59-86.
- WAMS [Welt am Sonntag] (2004): *Die größten grenzüberschreitenden Bankenfusionen in Europa*. Nr. 31 vom 1.8.2004, S. 37.
- ZADEMACH, HANS-MARTIN (2004): *Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen*. In: *Institut für Länderkunde* (Hrsg.): *Nationalatlas Bundesrepublik Deutschland*, Band 8: Unternehmen und Märkte. Heidelberg, S. 56-57.
- ZADEMACH, HANS-MARTIN (2005): *Spatial Dynamics in the Markets of M&A. Essays on the geographical determination and implications of corporate takeovers and mergers in Germany and Europe* (= *Wirtschaft & Raum*, Band 12). München.
- ZELLER, CHRISTIAN (2003): *Innovationssysteme in einem finanzdominierten Akkumulationsregime – Befunde und Thesen*. In: *Geographische Zeitschrift* (91. Jg.) Nr. 3/4, S. 133-155.