

MASTERARBEIT

Titel der Masterarbeit

„M&A Erfolgsfaktoren auf Mikroebene“

Verfasst von

Nathalie Licht, Bakk

angestrebter akademischer Grad

Master of Science (MSc)

Wien, 2014

Studienkennzahl lt. Studienblatt:
Studienrichtung lt. Studienblatt:
Betreuer / Betreuerin:

A 066 915
Masterstudium Betriebswirtschaft
o. Univ.-Prof. Dipl.-Math. Dr. Jörg Finsinger

Hinweis bezüglich Gender

Auf Grund der besseren Lesbarkeit wird in der vorliegenden Arbeit von einer geschlechterspezifischen Formulierung abgesehen. Durch die Verwendung des generischen Maskulinum wird jedoch jedwede Geschlechtsform gleichermaßen mit einbezogen.

Inhaltsverzeichnis

1. Thematische Einführung.....	1
2. Einleitung.....	2
3. Definitionen.....	6
3.1. Das Unternehmen	6
3.2. Definition Merger & Acquisition	6
3.3 Definition Fusion	9
3.4. Definition Akquisition.....	10
3.5. Definition Kooperationen.....	10
3.5.1. Strategische Allianzen	10
3.5.2. Joint Venture	10
3.6. Feindliche Übernahme (Hostile Takeover).....	11
3.7. Formen der Zusammenschlüsse.....	11
4. Gründe.....	13
4.1. Motive der Finanzinvestoren	14
4.2. Motive auf Management und Unternehmensebene	14
4.3. Definition der Motive	15
5. Die M&A Phasen.....	24
5.1 Strategisches Management.....	25
5.1.1. Strukturentwicklungs- und Durchsetzungsprozess.....	25
5.1.2. Personalveränderungsprozess.....	26
5.1.3. Informationsprozess	26
5.1.4. Der Controllingprozess.....	28
5.2. Vorfeld-Phase	28
5.2.1. Strategieplanungsprozess	28
5.2.2. Kandidatenauswahl.....	29
5.2.2.3. Analysemethoden	31
5.2.2.3.1. Wettbewerbskräfte.....	32
5.2.2.3.2. Wertkette	33
5.2.2.3.3. SWOT Analyse.....	33
5.2.2.4 Die Simulation.....	34
5.3. Transaktions-Phase	38
5.3.1. Die Verhandlung	39
5.3.1.1 Phasen der Verhandlung.....	40
5.3.1.2. Kultur.....	43

5.3.1.3. Die Körpersprache.....	46
5.3.1.4. Verhandlungskonzepte	49
5.3.1.4.1. Moderation	49
5.3.1.4.2. Mediatio.....	49
5.3.1.4.3. Harvard Konzept	49
5.3.1.4.4. Spieltheorie.....	51
5.3.1.5. Mögliche Ergebnisse in einer Verhandlung	52
5.3.2. Der Bewertungsprozess	53
5.3.2.1. Substanzwertorientierte Bewertungsverfahren (Einzelbewertungsverfahren)	55
5.3.2.2. Marktorientierte Verfahren.....	56
5.3.2.3. Gesamtbewertungsverfahren	58
5.3.2.3.1. Due Diligence	58
5.3.2.3.2. Zur Berechnung von Gesamtbewertungsverfahren	61
5.3.2.3.3. DCF Verfahren	62
5.3.2.3.3.1 Ertragswertverfahren / Nettoverfahren	63
5.3.2.3.3.2. APV	64
5.3.2.3.3.4. TCF	66
5.3.2.3.4. Vergleich der Methoden	67
6. Fazit	68
7. Anhang.....	71
7.1. Abstract	71
7.2. Lebenslauf	72
8. Literaturverzeichnis.....	73

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1. Entwicklung des Transaktions-Marktes weltweit	2
Abbildung 2. Entwicklung des weltweiten Warenhandels.....	3
Abbildung 3. Die 5 Merger-Wellen in den USA	4
Abbildung 4. Kernaktivitäten und weitere Bereiche bei Mergers & Akquisitions	8
Abbildung 5. Formen von Unternehmenszusammenschlüssen.....	9
Abbildung 6. Typisierung der Branchen nach M&A-Relevanz.....	13
Abbildung 7. Motivstruktur für M&A – Eine Übersicht	15
Abbildung 8. BCG-Matrix	17
Abbildung 9. Idealtypische M&A-Phasen Aufgabenkomplexe.....	24
Abbildung 10. Phasen der Auswahl und Bewertung geeigneter Akquisitionskandidaten.....	30
Abbildung 11. Beispiel zur Überprüfung des strategic fit.....	30
Abbildung 12. Wettbewerbskräfte	32
Abbildung 13. Wertkette	33
Abbildung 14. Simulation der integrierten Einheit	35
Abbildung 15. Produktlebenszyklus	36
Abbildung 16. Neun-Felder-Matrix von McKinsey.....	37
Abbildung 17. Kernkompetenz-Produkt-Matrix von Hamel und Prahalad	38
Abbildung 18. Mögliche Ergebnisse eines Konflikts.....	52
Abbildung 19. Verfahren zur Bestimmung des Stand-Alone-Werts.....	54
Abbildung 20. Preisbildung bei M&A Transaktionen	55
Abbildung 21. Die DCF-Verfahren.....	62
Abbildung 22. Unterschiede und Gemeinsamkeiten der DCF-Verfahren	62
Abbildung 23. Zusammensetzung des WACC	66

Tabellenverzeichnis

Tabelle 2. Gründe für Fusionen und Akquisitionen	22
Tabelle 3. Überprüfung des strategic fit mit Hilfe eines Scoring Modells.....	31
Tabelle 4. SWOT Analyse.....	34
Tabelle 5. Zielrichtungen bei Verhandlungen.....	42
Tabelle 6. Methoden der Kommunikation	48
Tabelle 7. Wichtige Punkte der Umsetzung nach Porter	51
Tabelle 8. Darstellung häufig genutzter Multiples.....	57

1. Thematische Einführung

Ob ein M&A Projekt zum Abschluss kommt ist am Beginn noch nicht vorher zu sehen. Selbst wenn es wahrscheinlich zum Closing kommt, ist es ungewiss wie lang dies dauert, wie dies im Detail aussieht und wie hoch der Preis sein wird. Betrachtet man den Kauf/Verkauf eines Unternehmens und geht weiterhin davon aus das dieses Projekt von zwei unterschiedlichen Beratungsunternehmen umgesetzt wird, werden die Ergebnisse voneinander abweichen. In dieser Arbeit soll genau dies als Grundüberlegung dienen. So stellt sich die Frage welche die Faktoren sind, die ein Projekt zum Erfolg führen. Um dies einzugrenzen wird der Vorgang nur bis zum Closing betrachtet. Die Pre-integrationsphase wird nicht weiter analysiert. Natürlich ist sie nicht gänzlich zu vernachlässigen, da das zusammengeführte Unternehmen prognostiziert werden muss um den Unternehmenswert und somit den Preis zu berechnen und Synergien abschätzen zu können. Somit sind es aber nur theoretische Überlegungen die hier zum Tragen kommen. Die Makroebene wird ebenfalls, größtenteils ausgeblendet. Makroökonomische Faktoren haben einen erheblichen Einfluss, gerade auf internationaler Ebene. Dies würde jedoch den Rahmen dieser Arbeit sprengen. Der Fokus liegt auf der Mikroebene, somit den Faktoren die von jenen beeinflusst wird die das Projekt abwickeln. Diese Arbeit beginnt mit einem kurzen theoretischen Überblick der Entwicklung im M&A und der Definition der wichtigsten Begriffe. Anschließend wird betrachtet, aus welchen Gründen die Entscheidung für eine M&A Transaktion getroffen wird. Hiernach folgt das Kernkapitel, welches den Ablauf untersucht und aufdeckt wo sich, entlang der Vorfeldphase und der Transaktionsphase, Erfolgsfaktoren verstecken. Besonders essentiell ist das Unterkapitel Verhandlung, da hier über den Erfolg oder das Scheitern entschieden wird. Zum Schluss werden die Ergebnisse zusammengefasst um komprimiert aufzuzeigen wo Erfolgsfaktoren zu finden sind.

2. Einleitung

Die Begriffe „Merger“ und „Acquisition“ sind aus der heutigen Wirtschaftswelt nicht mehr wegzudenken. Wie im Folgenden näher erläutert, zeigt sich das die M&A Aktivitäten über die Jahre stark angestiegen sind und sich dieser Verlauf in Wellen abzeichnet.

Im Zuge der ersten Übernahmewelle trat die Bezeichnung M&A erstmalig auf. Seit dem gibt es jedoch, gerade im deutschsprachigen Raum, keine einheitliche Definition oder Abgrenzung der beiden Termini, denn in Theorie und Praxis sind sowohl weit gefasste als auch eng eingegrenzte Definitionen anzutreffen.¹

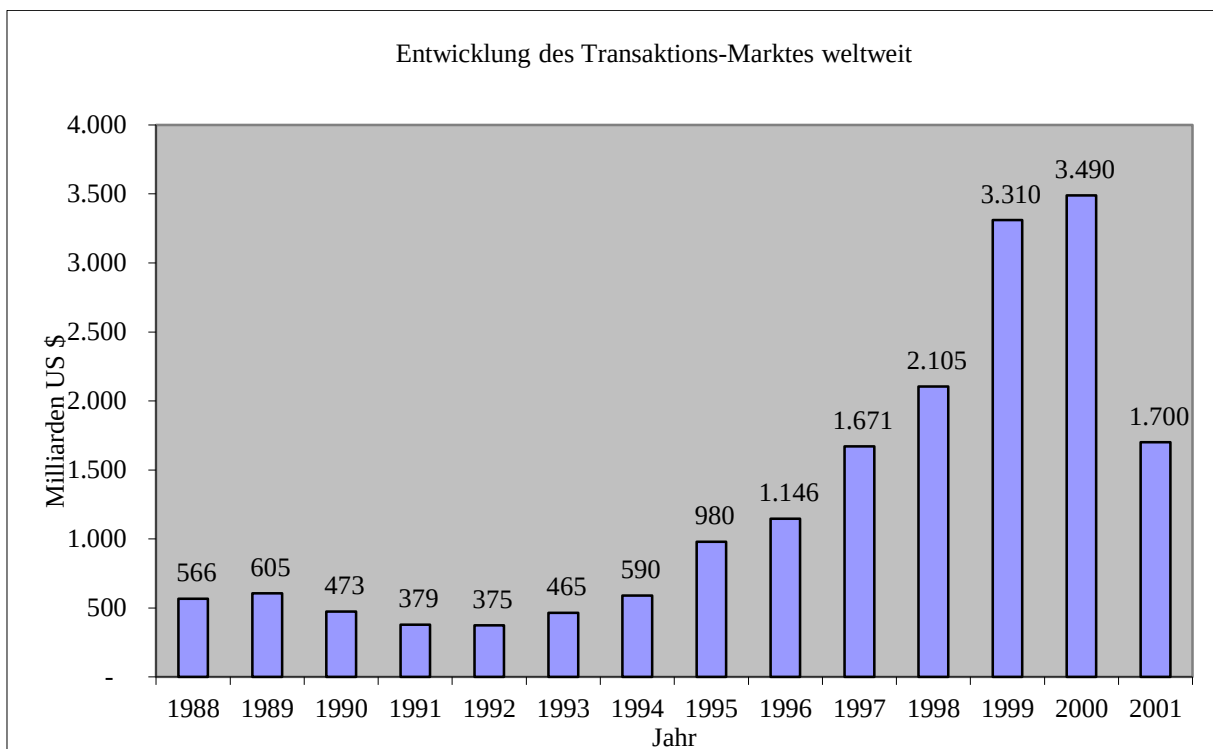


Abbildung 1. Entwicklung des Transaktions-Marktes weltweit²

Betrachtet man die Entwicklung des weltweiten Transaktionsvolumens zwischen 1988 und 2000 hat sich dieses mehr als versechsfacht. Erklärungsansätze hierfür gibt es verschiedene. Nach Picot beispielsweise stellt die Globalisierung und der damit verbundene Wettbewerbsdruck, welcher durch die stetig wachsende Geschwindigkeit von

¹ Vgl. (Vogel, 2002, S. 1)

² Quelle: (Picot, 2002, S. 5)

Informationsweitergabe und Logistik vorangetrieben wird, den Hauptgrund für den Drang der Manager M&A Transaktionen durchzuführen dar.³

Im Zuge der Globalisierung sind zwei gegensätzliche Bewegungen zu beobachten. Zum einen investieren Unternehmen mit dem Ziel weltweit vertreten zu sein, andererseits ist eine Konzentration auf bestimmte Metropolen zu beobachten.⁴ Daher sind auf einen Nischenmarkt spezialisierte Unternehmen wie z.B. Luft und Raumfahrt, aber auch Unternehmen mit Produkten deren Lebenszyklus sehr kurz ist, auf einen internationalen Vertrieb angewiesen, da es sonst nicht möglich wäre die nötigen Kunden zu erreichen.⁵

Folgende Grafik verdeutlicht die zuvor beschriebene Entwicklung der Globalisierung: Seit 1950 ist die Warenproduktion um das 7,76 fache gestiegen, währenden der Warenexport sogar um das 27,5 fache gewachsen, ergo um 3,5-mal höher als die Warenproduktion ist. In wieweit das ökonomisch oder sinnvoll ist, wird in dieser Arbeit nicht erläutert, da das Thema zu weitläufig ist. Dennoch zeigt es einen Drang zum Exportieren, der jedoch nicht durch den proportional niedrigen Warenanstieg zu erklären ist.

Die Marktsättigung selbst sorgt jedoch auch für die Notwendigkeit zum Exportieren, da diese ca. bei 80% lag.⁶

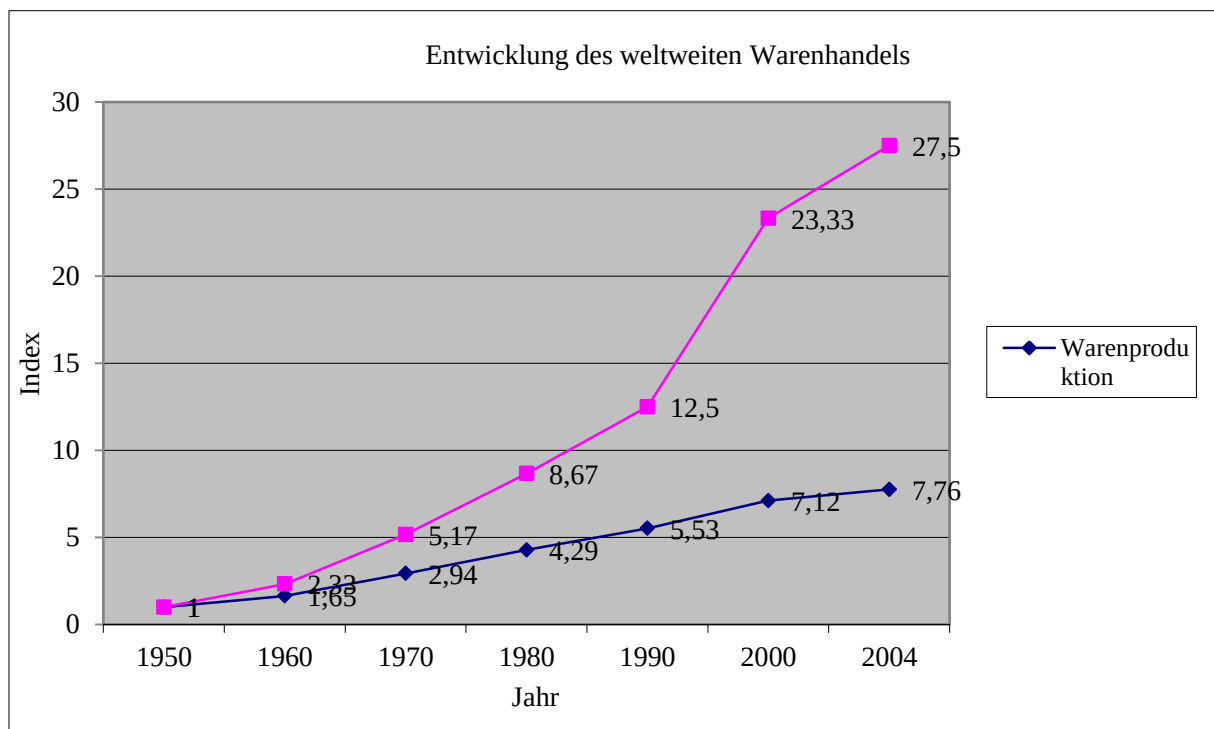


Abbildung 2. Entwicklung des weltweiten Warenhandels⁷

³Vgl. (Picot, 2002, S. 3)

⁴Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 1f)

⁵Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 13)

⁶Vgl. (Simon, 1988, S. 462)

Sehr interessant hingegen ist, dass 2001 zwar ein rückläufiges Gesamtvolumen zu beobachten war, die Anzahl der einzelnen M&A Transaktionen jedoch anstieg.⁸ Daraus resultierte, dass die Preise (im Sinne von Angebot und Nachfrage) sanken und somit der Kauf angeregt wurde. Folglich wurde für Deutschland im Jahr 2001 ein Anstieg der Kaufaktivität prognostiziert, was auf diese Erkenntnisse zurückzuführen ist.⁹

Da ein Großteil der M&A Transaktionen scheitern und solche Transaktionen immer mit Unsicherheit verbunden sind, sinken für gewöhnlich Aktienkurse nach einer Akquisition. Dies bestätigt auch das Rating der Deutsche Post nach der Akquisition von Airborne, welches von drei Agenturen nach unten angepasst wurde.¹⁰

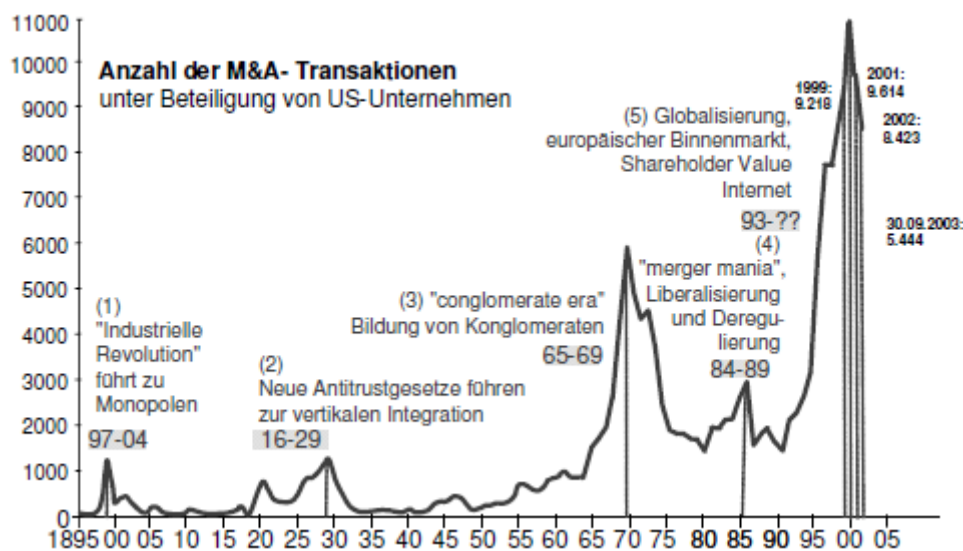


Abbildung 3. Die 5 Merger-Wellen in den USA¹¹

Auf den ersten Blick zeigt sich das bei allen Transaktionswellen ein einschneidendes wirtschaftliches Ereignis zum Rückgang der M&A Aktivität führte,¹² wobei die Amplituden bei sinkender Schwingungsdauer stiegen (Volumen, Anzahl der Transaktionen).¹³

Die erste Welle zeichnete sich zwischen 1897-1904 ab und resultierte einerseits durch das Ungleichgewicht zwischen dem Anstieg der Massenproduktion und der Konsumententwicklung,

⁷ Quelle: (Jansen S. A., 2008, S. 7)

⁸ Vgl. (Lückmann & Schinauer, 2001)

⁹ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 4)

¹⁰ Vgl. (Kaup, 2008, S. 209)

¹¹ (Picot, 2002, S. 9)

¹² Vgl. (Picot, 2002, S. 8)

¹³ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 1)

andererseits durch den Anstieg horizontaler Zusammenschlüsse¹⁴ und endete durch den Börsencrash 1904.

Zwischen 1916-1929 war die zweite Welle zu beobachten, die sich, im Gegensatz zur Ersten, durch vertikale Zusammenschlüsse definierte, da Monopolbildung verboten war. Diese wurde durch den „Black Friday“ und die anschließende Wirtschaftskrise beendet.¹⁵

Die dritte Welle von 1965-1969 stand ganz unter dem Stern der Diversifikation und dadurch entstehende Konglomerate, welche dazu dienten das Risiko zu minimieren. Dieser recht starke Boom versiegte durch den „Tax Reform Act“ und den Einbruch der Aktienmärkte 1969.¹⁶

„Merger Mania“, die vierte Welle, spielte sich zwischen 1984-1989 ab. Hier gab es drei Treiber: Den Ersten stellte die Internationalisierung amerikanischer Unternehmen dar, dem, bedingt durch den Zweiten Weltkrieg, der zweite Treiber, die Diversifikation, entgegen wirkte. Zuletzt ist hier die Liberalisierung von Staatsunternehmen zu nennen.¹⁷ Diese recht wilde Phase endete durch den Börsencrash 1987.

Aktuell lässt sich beobachten wie die fünfte, 1994 beginnende Welle abklingt. Diese bestach durch globale Mega-Deals, da die globale Digitalisierung, Fortschritt und ein europäischer Binnenmarkt geschaffen wurde. Zusätzlich wurde die Unternehmensführung immer wertorientierter.¹⁸ Der Aufschwung dieser Welle wurde durch die aktuelle Wirtschaftskrise beendet.

¹⁴ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 63)

¹⁵ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 63)

¹⁶ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 5)

¹⁷ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 64)

¹⁸ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 5)

3. Definitionen

Wie zuvor schon beschrieben gibt es unterschiedliche Auffassungen was zu Merger und Acquisition gehört. Im Folgenden sollen verschiedene Ansichten gegenübergestellt werden, um schlussendlich eine Definition für den weiteren Verlauf dieser Arbeit festzulegen.

3.1. Das Unternehmen

Das vorliegende Werk thematisiert Unternehmensübernahmen und Fusionen, weshalb eine explizitere Erläuterung des Begriffes Unternehmen unerlässlich ist. Das Unternehmensgesetz §1 UGB besagt, dass

- (1) Unternehmer ist, wer ein Unternehmen betreibt.
- (2) Ein Unternehmen ist jede auf Dauer angelegte Organisation selbständiger wirtschaftlicher Tätigkeit, mag sie auch nicht auf Gewinn gerichtet sein.

Hölter definiert es „als Gesamtheit von materiellen und immateriellen Rechtsgütern und Werten (...), die in einer Organisation zusammen gefasst und in einem einheitlichen wirtschaftlichen Zweck dienstbar sind“¹⁹

Hölters Definition entspricht im Groben der des Wirtschaftsprüferhandbuchs:

„Das Unternehmen als wirtschaftliche Einheit ist eine Zusammenfassung von Sachen, Rechten und Personen, ausgerichtet auf ein wirtschaftliches Ziel, eingebettet in ein Umfeld (Markt/Volkswirtschaft) und geführt von einer Person oder Personengruppe“²⁰

3.2. Definition Merger & Acquisition

Übersetzt ist Merger & Acquisition gleichzusetzen mit „Unternehmenszusammenschlüssen und Unternehmensübernahmen“ Picot zählt Unternehmenskäufe und –verkäufe, Unternehmenszusammenschlüsse, Kooperationen, Allianzen und Joint Ventures, Unternehmenssicherungen und –nachfolgen, Management Buy-Out und Buy-In, Börsengängen/IPO, bis hin zu den erforderlichen Umwandlungsmaßnahmen und Restrukturierungen dazu.²¹

Lucks und Meckl setzen es mit dem Erwerb oder der Veräußerung von Unternehmen und deren Zusammenhängen gleich. Je nach Auslegung fallen darunter auch die unterschiedlichsten Formen von Unternehmensverbindungen. Konstitutives Merkmal von

¹⁹ (Hölters, 1989, S. 2)

²⁰ (WP-Handbuch 1985/1986, 1986, S. 1074)

²¹ Vgl. (Picot, 2002, S. 19)

Merger & Acquisition ist die Änderung der Eigentumsverhältnisse am Eigenkapital von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen. Im Deutschen stellt der Begriff Merger & Acquisition die unterschiedlichsten Terminologien gegenüber. So spricht man von Unternehmenstransaktion, -zusammenschluß, -übernahme und -erwerb bzw. -verkauf. Die direkte deutsche Übersetzung wäre „Fusion und Akquisition“.²²

Die angelsächsische Definition nach Copeland und Weston bezeichnet M&A als: „the traditional subject of M&A's has been expected to include takeover and related issues of corporate restructuring, corporate control, and changes in the ownership structure of firms“.²³

Alle drei Definitionen ähneln sich bezüglich dem eingefassten Rahmen und vertreten eine eher weitgefasste Sicht.

Eine andere Möglichkeit der Definition zielt nicht darauf ab welche Formen von Unternehmenszusammenschlüssen inkludiert sind, sondern welche Disziplinen und Fachbereiche dazu gehören.

„Der Begriff Merger & Aquisition schließt alle Transaktionen einschließlich der zugehörigen Dienstleistungen ein, welche die Übertragung strategisch induzierter und aktiv wahrzunehmender Kontroll- und Leitungsbefugnisse an Unternehmen bzw. entsprechender Rechte und Pflichten bei vertraglichen Kooperationen zum Inhalt haben.“²⁴

Jansen beleuchtet jedoch sowohl die Arbeitsschritte als auch die Formen der Unternehmenszusammenschlüsse.

„Das Thema (M&A) stellt im Kern eine wirtschaftswissenschaftliche Fragestellung mit den Schwerpunkten Strategisches Management, Organisations-, Kapitalmarkttheorie und Volkswirtschaftslehre dar.“²⁵

²² Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 23)

²³ (Copeland & Weston, 1988, S. 676)

²⁴ (Vogel, 2002, S. 5)

²⁵ (Jansen S. A., 2008, S. 91)

Mergers & Acquisitions im Lebenszyklus des Unternehmens

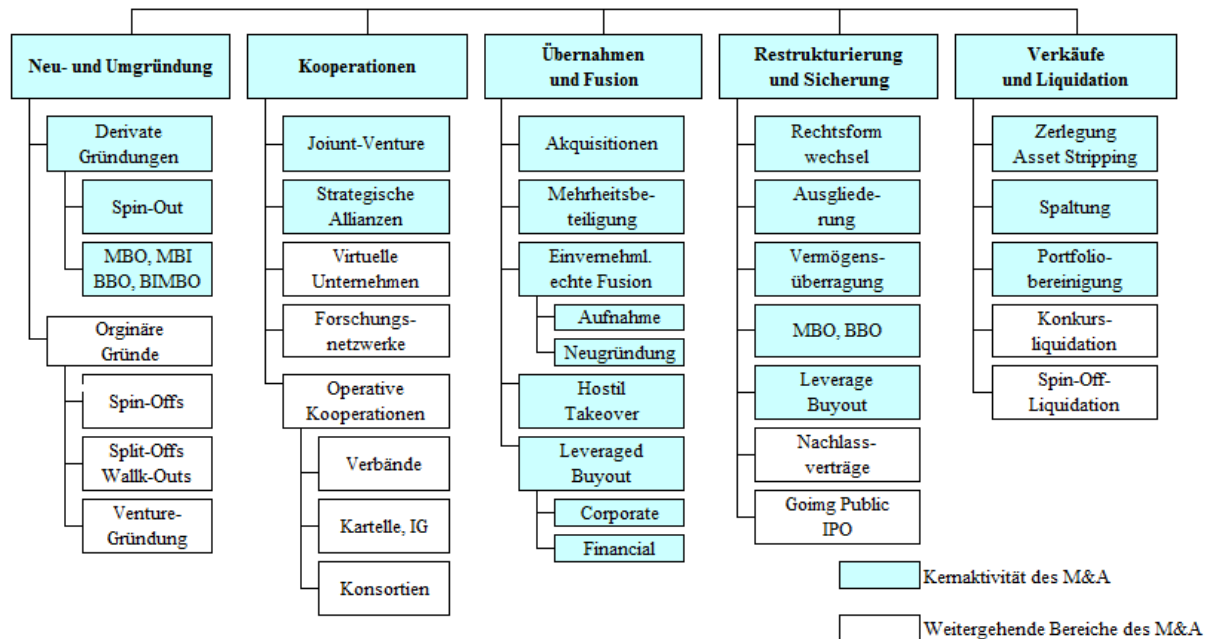


Abbildung 4. Kernaktivitäten und weitere Bereiche bei Mergers & Acquisitions²⁶

In seiner Grafik zeigt er beide Auffassungen. Neben den dunkel hinterlegten Kernbereichen zeigt er die artverwandten Zusammenschlüsse.

Wie bereits erwähnt, ist diese Unterteilung nicht allgemein gültig, doch liegt nach Jansen der Unterschied darin, dass bei der Fusion die Beteiligten ihre Rechtspersönlichkeit verlieren, da eine Art neues Unternehmen geschaffen wird. Becker (1994) Ansicht ähnelt Jansens, allerdings bezieht er sich stärker auf den Kaufpreis und wer diesen begleicht.²⁷ Es ist klar, dass die Grenzen verschwimmen und es nicht möglich ist, diese eindeutig abzugrenzen.

Nicht nur Jansen konzentriert sich auf die Kernbereiche. Wirtz zeigt im folgenden Diagramm eine zusammengefasstere Darstellung der inkludierten Bereiche, aber auch für ihn liegt der Unterschied im Verlust der Rechtspersönlichkeit.

²⁶ Quelle: (Jansen S. A., 2001, S. 38)

²⁷ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 92)

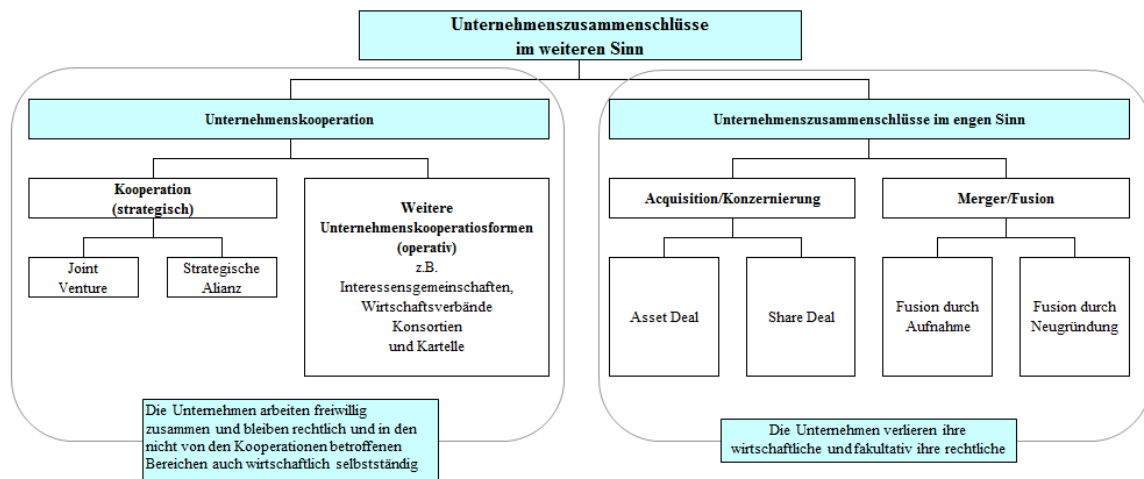


Abbildung 5. Formen von Unternehmenszusammenschlüssen²⁸

In dieser Arbeit soll die Definition recht eng gefasst werden, um sich auf den Kern der Forschungsfrage zu konzentrieren, diese genauer im Auge zu behalten und Erfolgsfaktoren zielgerichteter identifizieren zu können. Somit schließt sie sich der Auffassung von Wirtz, im engen Sinn, an.

3.3 Definition Fusion

In den meisten Fällen ist es fast unmöglich eine Fusion rückgängig zu machen. Primär können zwei Arten unterschieden werden. Zum einen die Verschmelzung durch Aufnahmen, zum andern die Verschmelzung durch Neugründung. Beide haben unterschiedliche Vor- und Nachteile. Im ersten Fall übernimmt eines der Unternehmen das andere mit allen Rechten und Pflichten. Auch wenn es juristisch gesehen keinen Unterschied macht welches das Übernehmende bzw. Untergehende ist, hat es praktisch hohe Relevanz und führt zu Diskussion. Im zweiten Fall übernimmt ein neugegründetes Unternehmen die Fusionierenden mit allen Rechten und Pflichten. Somit besteht ein Eintragungsrisiko, außerdem muss die Führungs- und Organisationsstruktur neu implementiert werden.²⁹

Eine andere Definition beschreibt es wie folgt: „Eine Fusion (Merger) ist (...) der Zusammenschluss zweier oder mehrere bis dahin rechtlich und wirtschaftlich selbstständiger Unternehmen, wobei mindestens ein beteiligtes Unternehmen seine rechtliche Selbstständigkeit verliert“.³⁰ Hier kann entweder ein Unternehmen in dem andern aufgehen oder (klassisch) es wird ein Neues gebildet, in das beide übergehen.³¹

²⁸ Quelle (Wirtz, 2003, S. 13)

²⁹ Vgl. (Vogel, 2002, S. 5ff)

³⁰ (Copeland & Weston, 1988, S. 177)

³¹ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002)

Beide Definitionen drücken sich unterschiedlich aus, sind jedoch im Kern deckungsgleich.

3.4. Definition Akquisition

Unter einer Akquisition wird der Kauf von Teilen oder dem gesamten Unternehmen bezeichnet. Dies geschieht entweder durch einen Share Deal, welcher einen Beteiligungserwerb darstellt bei dem Geschäftsanteile gekauft werden (Rechtskauf), oder durch einen Asset Deal, bei dem ein Vermögenserwerb durch Wirtschaftsgüter (Sachkauf) erfolgt und juristische sowie steuerliche Unterschiede nach sich zieht.³²

Dies ähnelt der Auffassung von Lukas wobei dieser auch darauf eingeht das es Mischformen vom Asset- und Share Deals gibt: „Unter einer Akquisition wird der Erwerb von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen, der entweder durch die Übertragung von Geschäftsteilen (Share Deal) oder durch die Übertragung aller oder bestimmter Wirtschaftsgüter und Verbindlichkeiten eines Unternehmens (Asset Deal oder durch die Kombination von beidem erfolgt.“³³

3.5. Definition Kooperationen

Auch wenn die Motivation sehr ähnlich wie bei M&A Kernbereichen ist, bleibt die Rechtliche Selbständigkeit der Parteien erhalten³⁴. Die gebräuchlichsten Formen sind Strategische Allianzen und Joint Venture

3.5.1. Strategische Allianzen

„Eine Strategische Allianz (ist) eine Kooperationsform zwischen rechtlich und wirtschaftlich unabhängigen Organisationen, die in bestimmten Geschäftsfeldern durch in gering institutionalisierten Gremien gemeinsam getroffene Entscheidungen koordiniert agieren und dadurch langfristig Wettbewerbsvorteile anstreben. Dabei können die Parteien sowohl gleichartig als auch komplementäre Ressourcen einbringen.“³⁵

3.5.2. Joint Venture

„eine Form der betrieblichen Zusammenarbeit zwischen zwei oder mehreren voneinander unabhängigen Unternehmen die sich darin niederschlägt, dass ein rechtlich selbstständiges

³² Vgl. (Vogel, 2002, S. 12)

³³ (Lucks & Meckl, 2002, S. 24)

³⁴ Vgl. (Vogel, 2002, S. 12)

³⁵ (Vogel, 2002, S. 14)

Unternehmen gemeinsam gegründet oder erworben wird mit dem Ziel, Aufgaben im gemeinsamen Interesse der Gesellschafterunternehmen auszuführen.“³⁶

Nach Büchel und Pieper versteht man darunter: „Joint Venture sind Kooperationsformen zwischen zwei oder mehreren Unternehmen, die durch die Auskopplung bestehender Kapazitäten, durch einen gemeinsamen Unternehmenserwerb oder wie in den meisten Fällen durch die Neugründung eines Unternehmens zu einer von der Muttergesellschaften organisch losgelösten Einheit führen.“³⁷

3.6. Feindliche Übernahme (Hostile Takeover)

Im Unterschied zu den zuvor beschriebenen Fällen ist hier nur die übernehmende Partei mit dem Deal einverstanden.

Durch diesen Umstand sind die Preise oft sehr hoch und damit die Übernahmen seltener erfolgreich wie bei den zuvor genannten.³⁸ In Deutschland dominierte dieses Thema bisher kaum und bis dato gab es fast keine Übernahmen dieser Art. Doch prognostizieren einige Experten, dass feindliche Übernahmen bei der nächsten Welle an Bedeutung gewinnen.³⁹

Auch wenn hinter dem Begriff lediglich eine Übernahme ohne Zustimmung des Managements steckt, hat es einen negativen Beigeschmack. Durchgeführt wird die Feindliche Übernahme meist dann, wenn das Management von einer Unterbewertung des zu übernehmenden Unternehmens ausgeht, die durch ein mangelhaftes Management begründet ist.⁴⁰ Selbst bei „Freundlichen Übernahmen“ folgt ein Kursrückgang, da am Markt Unsicherheit aufgelöst wird. Das dieser Effekt bei feindlichen Übernahmen verstärkt auftritt liegt auf der Hand.

3.7. Formen der Zusammenschlüsse

Neben der Definition von Merger & Acquisition sollte an dieser Stelle auch darauf eingegangen werden, in welchen drei Formen diese Zusammenschlüsse möglich sind.

Bei einem horizontalen Zusammenschluss schließen sich Unternehmen zusammen, die auf gleicher oder ähnlicher Produktionsstufe agieren. Vertikale Zusammenschlüsse beziehen sich auf Zusammenschlüsse zwischen Unternehmen entlang der Wertschöpfungskette.

³⁶ (Schubert & Küting, 1981, S. 219)

³⁷ Vgl. (Büchel, 1997, S. 14); (Pieper, 1991, S. 190f)

³⁸ Vgl. (Vogel, 2002, S. 18 ff)

³⁹ Vgl. (Vogel, 2002, S. 115)

⁴⁰ Vgl. (Vogel, 2002, S. 116f)

Konglomerate bezeichnen Zusammenschlüsse bei denen die Unternehmen aus verschiedenen Märkten stammen.⁴¹

⁴¹ Vgl. (Höhn, 2009, S. 160)

4. Gründe

Im Zuge der Globalisierung und der daraus resultierenden geringerer Handelsbarrieren, steigt der Wettbewerbsdruck auf die Unternehmen. Infolge wachsender Internationalisierung kommt es zu einer Preiserhöhung und dem damit verbundenen, stärkeren Wettbewerb.⁴²

Durch den technologischen Wandel wird Zeit zu einem immer wichtiger werdenden Faktor, welcher unter anderem von kürzeren Produktlebenszyklen bestimmt wird.⁴³ Außerdem gilt auch in der Produktion. „Zeit ist Geld“.

Relevanz von Größenvorteilen	Hoch	Volumengetriebene M&A-Aktivitäten z.B. Banken, Versicherungen	Volumen- und Dynamikgetriebene M&A-Aktivitäten z.B. Telekommunikation
	Niedrig	Wenig M&A-Aktivitäten z.B. Lokale Dienstleistungen	Dynamikgetriebene M&A-Aktivitäten z.B. Biotechnologie
		Niedrig	Hoch
		Dynamik der Branchenentwicklung	

Abbildung 6. Typisierung der Branchen nach M&A-Relevanz⁴⁴

Die Grafik veranschaulicht, dass nicht alle Branchen in Bezug auf M&A Transaktionen gleich stark vertreten sind. So ist es für ein kleines Geschäft meistens nicht zielführend global aktiv zu werden und M&A Transaktionen eingehen. Es gibt jedoch Branchen wo es fast unumgänglich ist. Bei Banken ist die Unternehmensgröße von hoher Bedeutung, jedoch ist hier die Dynamik unwichtiger als z.B. bei einem Biotechnologieunternehmen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Banken zwar auch auf aktuellem Stand sein müssen, die Entwicklungen aber pauschal langsamer von statten gehen. Für die stark der Dynamik unterworfenen

⁴² Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 6)

⁴³ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 7)

⁴⁴ Quelle: (Lucks & Meckl, 2002, S. 8)

Biotechnologieunternehmen ist der Größenvorteil hingegen sekundär – jedoch ist natürlich, allein wegen der Finanzierung im Biotechnologiebereich, die Größe nicht gänzlich zu vernachlässigen. Es gibt auch Bereiche wie z.B. die Telekommunikation, die sowohl von dem Größenvorteil als auch von der Branchendynamik getrieben wird. Somit liegt die Vermutung nahe, dass Unternehmen die von Beiden getrieben werden, die Größte M&A Aktivität aufweisen. Dies deckt sich auch mit der Auffassung von Vogel, welcher M&A als „Anpassung der Unternehmen auf die veränderten Umwelt- bzw. Wettbewerbsbedingungen“⁴⁵ bezeichnet.

4.1. Motive der Finanzinvestoren

Hier müssen zwei Seiten unterschieden werden. Zum einen, die recht häufig zu beobachtende Variante der Finanzinvestoren, welche es auf Arbitragegewinne abgesehen haben und daher nur kurzfristig investieren wollen und im Gegensatz dazu, die Finanzinvestoren, die langfristig den Unternehmenswert steigern wollen.⁴⁶

4.2. Motive auf Management und Unternehmensebene

Die Gründe für M&A Transaktionen können ,nach Gerpott grob in zwei Gruppen unterteilt werden: In ökonomische Gründe (Wertsteigerung) und strategische/persönliche Gründe der Führungsebene „Einkommen, Prestige, Macht oder Reduktion des Entlassungsrisikos“.⁴⁷

⁴⁵ (Vogel, 2002, S. 8)

⁴⁶ Vgl. (Vogel, 2002, S. 39f)

⁴⁷ Vgl. (Gerpott, 1933, S. 64)

Eine differenziertere Einteilung wurde von Jansen entwickelt

Reale Motive	Spekulative Motive	Management Motive
Die Monopol- bzw. Oligopol-Hypothese Die Skalenerträge-Hypothese Die Portfolio-Hypothese Die Steuer-Hypothese Die (Wettbewerbs-) Strategie-Hypothese	Die Market Myopia-Hypothese Die Economic Disturbance-Hypothese Die Bargain-Hypothese Die Raiding-Hypothese Die Exit-Hypothese	Die Hybris-Hypothese Die Managerial Myopia-Hypothese Die Free-Cash-Flow Hypothese Die Absicherungs Hypothese Die M&A-Kompetenz-Hypothese Die Prestige-Hypothese Die Unabhängigkeits-Hypothese Die Change Management Hypothese

Abbildung 7. Motivstruktur für M&A – Eine Übersicht⁴⁸

4.3. Definition der Motive

Die folgenden elf Konzepte basieren auf ökonomischen Theorien. Die Erklärungen sind somit auch komplexer als jene, die auf der persönlichen Ebene der Manager basieren. Der Sinn in der Transaktion liegt auf Unternehmensebene und darin dessen Ziele zu fördern.

Monopolhypothese: Historisch gesehen handelt es sich hierbei um das erste Erklärungsmodell für M&A Transaktionen.⁴⁹ Bei diesem Ansatz steht die Marktmacht im Vordergrund, welche durch horizontale Zusammenschlüsse gesteigert werden soll. Auf Grund der Monopolstellung wird der Wettbewerbsdruck gesenkt. Dadurch folgt die Reduktion der relativen Durchschnittskosten und der Verkaufspreis verringert sich.⁵⁰ Dieser Vorteil geht jedoch zulasten der Zulieferer und Kunden, da diese an Macht verlieren.⁵¹ Wobei, laut Jansen, keine empirischen Studien existieren, die eine Wertsteigerung auf Basis der Monopolhypothese belegen.

⁴⁸ Quelle: (Jansen S. A., 2008, S. 132)

⁴⁹ Vgl. (Tröger, 2003, S. 136)

⁵⁰ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 134) und (Reichender, 1992, S. 50)

⁵¹ Vgl. (Jansen S. A., 2004, S. 134)

Economies of Scale Hypothese: Im Fokus des Konzepts stehen die Stückkosten. Durch eine effizientere Nutzung der Produktionsressourcen werden die relativen Fixkosten durch steigende Produktion (meist im Rahmen horizontaler Diversifikation) gesenkt. Zusätzlich werden die Verhandlungspositionen gestärkt.⁵² Somit muss im Rahmen eines M&A Projektes ein Unternehmen gefunden werden, dessen Produkte zu den Eigenen passen bzw. sich in den Produktionsablauf eingliedern lassen. Diese Eingliederung ist jedoch bereits mit Kosten verbunden.⁵³

Scope-Hypothesen: Hier steht das “Mehr-Produkt-Unternehmen“ im Vordergrund, da es kosteneffizienter ist, so viele Produkte wie möglich in einem Unternehmen herzustellen, anstatt alle Abläufe getrennt zu handhaben somit ein heterogenes Produktionsprogramm zu fahren und Produktions- und Vertriebsressourcen gemeinsam zu nutzen.⁵⁴ Kurz gesagt „ein spezifischen Inputfaktor kann gleichzeitig in verschiedenen Produktlinien genutzt werden“⁵⁵ Der Kostenvorteil ist allerdings nicht empirisch belegt.⁵⁶

Transaktionskostentheorie: Transaktionskosten entstehen sowohl in produktbasierten als auch in dienstleistungsorientierten Unternehmen, da jede Transaktion ihren Preis hat. Die Kosten entstehen durch die Bereitstellung von Ressourcen, welche bei der Errichtung jeder Institutionen, Organisationen und ihren Strukturen notwendig sind.⁵⁷ Der berühmteste Vertreter dieser Theorie Oliver Williamson definiert es allgemeiner und theoretischer: „Eine Transaktion findet statt, wenn ein Gut oder eine Leistung über eine technisch trennbare Schnittstelle hinweg übertragen wird. Eine Tätigkeitsphase wird beendet; eine andere beginnt.“⁵⁸ Folglich geht diese Theorie davon aus, dass diese Kosten im Zuge einer M&A Transaktion gesenkt werden können.

Synergie-Hypothese: „In der Regel entstehen Synergien aus Größeneffekten, Verbundvorteilen, Rationalisierung im Ablauf, Know-how-Transfer oder Nutzung zusätzlicher Wachstumspotentiale.“⁵⁹ Auch wenn Synergieeffekte oft überschätzt werden, kann ihre Bedeutung nicht verleugnet werden. Es wird erwartet, dass das neue Unternehmen

⁵² Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 135) und (Meinhardt, 2002, S. 232)

⁵³ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 135)

⁵⁴ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 135f) und (Böcker, 2011, S. 25)

⁵⁵ (Kuhner & Maltry, 2006, S. 16)

⁵⁶ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 135f)

⁵⁷ Vgl. (Thiedemann, 2013, S. 3)

⁵⁸ Vgl. (Williamson, 1998, S. 1)

⁵⁹ (Vogel, 2002, S. 34)

mehr Wert ist als die Summe seiner Teile, wobei auch negative Synergien zu beachten sind.⁶⁰ Die Unternehmensgröße bzw. dessen Steigerung kann verschiedene Synergien zur Folge haben. So ist es zum einen möglich, dass das Image bzw. die Qualität verbessert wird. Ist die Qualität der einzelnen Produkte jedoch unterschiedlich, kann dies dem Image auch stark schaden. Durch den Größenzuwachs können Kosten und somit Preise gesenkt werden: 1. Kostensenkung der Marktforschung, 2. höhere Marktmacht, 3. bessere Verhandlungsposition, 4. geringere Produktionskosten, 5. bessere Materialwirtschaft, 6. effizientere F&E und 7. Senkung der Verwaltungs- und Finanzierungskosten. Außerdem kann der Umsatz durch ein vergrößertes Sortiment steigen, was durch einen ausgeweiteten Service und bessere lokale Präsenz unterstützt wird. Doch eine Garantie dafür gibt es nicht. So kann die Größe auch abschreckend auf den Kunden wirken, wenn diese, aufgrund der dadurch entstandenen Machtstellung, eine zu große Abhängigkeit oder schlechteren Service erwarten. Häufig kommt es am Anfang zu hohen Kosten, da die Umstellung einiger Investitionen bedarf und evtl. Mitarbeiter vertreibt. Besonders der logistische Aufwand und die Flexibilität schwächen das Unternehmen nach einer Unternehmensvergrößerung. Zuletzt darf auch der wettbewerbsrechtliche Aspekt nicht vernachlässigt werden, da hier alle Gesetze beachtet werden müssen.⁶¹

Normstrategie: Im ersten Schritt muss eine Einteilung in eine Portfoliomatrix vorgenommen werden.

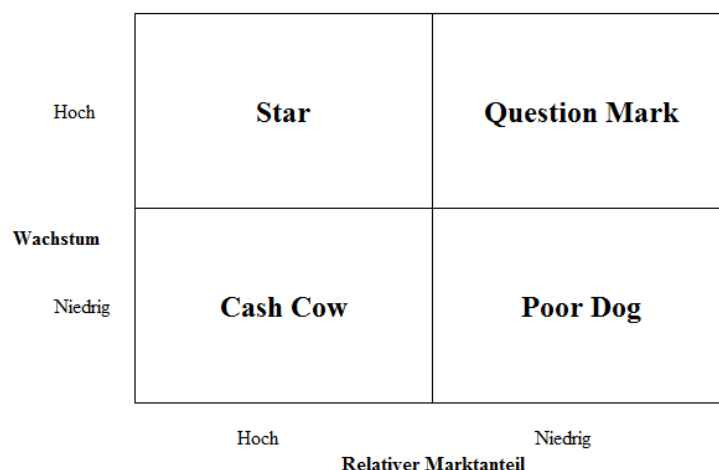


Abbildung 8. BCG-Matrix⁶²

Die Bosten Consultug Group hat die wohl bekannteste Darstellung entwickelt:

⁶⁰ Vgl. (Vogel, 2002, S. 33)

⁶¹ Vgl. (Kogler, 1992, S. 46ff)

⁶² Quelle: (The Boston Consulting Group)

"Cash Cows": Hierbei handelt es sich um gesättigte Märkte mit geringem Wachstumspotential. Folglich können die Erträge aus diesem Bereich für Investitionen genutzt werden, es ist jedoch nicht sinnvoll weiter in diesen Bereich zu investieren. Der Gewinn ist optimaler Weise die finanzielle Basis für die „Stars“, da diese auf Grund von hohem Potential und hohem Marktanteil, dazu geeignet sind eine führende Position am Markt zu erlange bzw. zu behaupten. Sie sollten später zur „Cash Cow“ werden.

Die „Dogs“ sind Bereiche die keine oder kaum Gewinne oder sogar Verluste abwerfen und kein Potential bieten. Die hier gebundenen Ressourcen sollten in anderen Bereichen investiert werden. "Fragezeichen" stellen einen Unsicherheitsfaktor da, da ihr Potential nur schwer einzuschätzen ist. Durch Investitionen können aus diesen unsicheren Bereichen Stars werden, hierfür muss jedoch der Marktanteil steigen. Ohne Investitionen besteht die Gefahr das „Fragezeichen“ sich zu „Dogs“ entwickeln.⁶³

Ausgehend von dieser Analyse gibt die Normstrategie an wie weiter verfahren werden soll. So gibt es drei Richtungen: Investitions- und Wachstumsstrategie; Abschöpfungs- und Desinvestitionsstrategie und die selektive Strategie.⁶⁴

Kernkompetenz (M&A Konzeptionsthese): Unter Kernkompetenz wird der Wettbewerbsvorteil verstanden, welcher sich aus der Nutzung von ureigensten Fähigkeiten und Ressourcen ergibt⁶⁵, sich durch alle Bereiche des Unternehmens erstreckt und immer weiter entwickelt.⁶⁶ Gerade die Kernkompetenzen heben ein Unternehmen von der Konkurrenz ab, da auch die Kunden den Vorteil beim Endprodukt wahrnehmen. Meist ist es für die Konkurrenz fast nicht möglich diesen Vorteil auszumären oder das Unternehmen, bezüglich seiner Kernkompetenz, zu überholen.⁶⁷ Somit sollte, laut Theorie, das Kerngeschäft jenes sein, in dem ein Unternehmen eine die Konkurrenz übersteigende Kompetenz hat - in der Realität ist es jedoch meist das größte Unternehmen oder das mit dem größten Umsatz.⁶⁸ Somit besteht der Anreiz M&A Transaktionen so zu gestalten, dass die Kernkompetenzen ausgebaut werden. Logischerweise führt dies zu einem Streben nach Wachstum.

Wettbewerbsstruktur, Kostenführerschaft & Differenzierung: Prinzipiell stehen sich Kostenführerschaft und Differenzierung gegenüber, da mit Verringerung der Differenzierung

⁶³ Vgl. (The Boston Consulting Group)

⁶⁴ (Dicke, 2007, S. 98ff)

⁶⁵ Vgl. (Vogel, 2002, S. 38)

⁶⁶ Vgl. (Universität Erlangen)

⁶⁷ Vgl. (Universität Münster)

⁶⁸ Vgl. (Vogel, 2002, S. 39)

die Kosten gesenkt werden können. Es ist jedoch auch möglich einen Bereich dazwischen einzunehmen und dort optimal positioniert zu sein. Dies wird als Mass Customization (kundenindividuelle Massenfertigung) bezeichnet. Kundenwünsche werden von Beginn an berücksichtigt, dennoch verfolgt die Produktion eine hohe Stückzahl.⁶⁹

Steuerhypothese: 20% der Transaktionen können hierdurch begründet werden. Der Vorteil liegt in den Steuerersparnissen. Abschreibungen und stille Reserven sind hierbei von großer Bedeutung.⁷⁰ Auch die Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen ist nicht weniger wichtig und ist besonders beim Abschluss des Deals von Bedeutung, da ein erheblicher Teil fremdfinanziert wird.⁷¹

Realooptionen: Bei Realoptionen geht es um Investitionsmöglichkeiten (analog zu Finanzinvestitionen). „Eine Realoption entspricht der realwirtschaftlichen Flexibilität eines Unternehmens in Verbindung mit der Fähigkeit der Entscheidungsträger, Entscheidungen bezüglich der Verwendung, Nutzung und Umgestaltung realer Vermögensgegenstände an veränderte Konstellationen des Unternehmens auszurichten und so die unterschiedlichen Wertentwicklungen, verschiedener Vermögensgegenstände auszunutzen. Eine Realoption weist die gleiche Grundstruktur wie eine Finanzoption auf, bezieht sich jedoch auf einen zumindest nicht börsengehandelten Vermögensgegenstand.“⁷²

Portfoliotheorie: „Ausgangspunkt der Überlegung ist ein bestimmter, zu Investitionszwecken zur Verfügung stehender, Betrag. Im Vergleich zu einer Investition des gesamten Betrags in ein einziges Risikopapier, lässt sich durch breite Streuung des Betrags auf mehrere verschiedene Titel (Diversifikation) das Risiko der Anlage (gemessen an der Varianz der Rendite) vermindern. Voraussetzung hierfür ist, dass die Renditen der Wertpapiere nicht perfekt positiv miteinander korreliert sind.“⁷³ Problematisch ist jedoch, dass die Investoren nicht auf die Diversifizierung der Unternehmen angewiesen sind, da sie diesen Effekt auch durch diversifizierte Investitionen erreichen können.⁷⁴

⁶⁹ Vgl. (Werner, 2008, S. 125f)

⁷⁰ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 138)

⁷¹ Vgl. (Baumann, 2012, S. 56)

⁷² (Kantowski, 2010, S. 78f)

⁷³ (Jansen S. A., 2008, S. 141ff)

⁷⁴ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 144)

Die sieben Gründe auf die nun eingegangen wird, sind strategischer Natur. Auch hier steht der Vorteil des Unternehmens im Vordergrund, es bedarf jedoch keiner M&A Traktion aus rein ökonomischer Sicht.

Corporate Control-Hypothese: Auch diese Theorie basiert auf der Principal-Agent-Theorie, wobei hier davon ausgegangen wird, dass das Zielunternehmen ein mangelhaftes Management hat. Wird dieses durch ein Effizientes ersetzt, steigt auch der Wert des Unternehmens.⁷⁵

Horizontale Diversifikationsstrategie / Absicherungshypothese: Hier liegt der Fokus ganz eindeutig bei der Konkurrenz. Im Zuge der horizontalen Diversifikation wird ein Konkurrent übernommen bzw. mit ihm fusioniert, um den diesbezüglichen Wettbewerb auszuschalten und dadurch die Marktmacht zu steigern.⁷⁶ Dieses eher persönliche Motiv soll einer eventuellen Insolvenz vorbeugen. Die Diversifikationsstrategie hat ihren Ursprung in der Absicherungs-Hypothese, bei der der Manager bewusst so entscheidet, dass er sein Arbeitsplatzrisiko senkt.⁷⁷

Market Myopia-Hypothese: Auch Unterbewertungshypothese genannt, geht diese davon aus, dass der Markt ineffizient ist und Unternehmen bezogen auf den Langzeithorizont unterbewertet sind. Dies basiert auf dem Umstand, dass einige Investoren häufig nur den kurzfristigen Gewinn fokussieren.⁷⁸

Economic Disturbance-Hypothese: The "economic disturbance hypothesis" from Gort (1969) "states that individual shareholders have expectations about a firm's future profits. These expected profits are associated with a price for shares. Shareholders are those individuals which expect these or higher profits. If those who did not hold shares change their expectations about the firm's future profits, and if they find that shares are undervalued, they buy the entire firm. If these individuals that did not hold shares before are managers of another firm, the transaction takes place as a merger."⁷⁹

⁷⁵ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 140)

⁷⁶ Vgl. (Schneider, 2010, S. 28)

⁷⁷ Vgl. (Meyer, 2011, S. 38)

⁷⁸ Vgl. (Settnik, 2006, S. 115)

⁷⁹ (Ebner, 2012, S. 19)

Bargain-Hypothese: Wie der Name schon sagt suchen die Bietenden unterbewertete Unternehmen.⁸⁰ Dies kommt von dem Zusammenhang zwischen einem zu niedrigen durchschnittlichen Aktienpreis und einem Übernahmeboom auf diese Unternehmen gefunden.⁸¹ So gesehen ein Unternehmensshopping.

Raiding-Hypothese: Corporate Raiders haben die Absicht die Mehrheit an einem Unternehmen, zu einem recht niedrigen Preis, zu erlangen. Ihr Ziel ist es den Wert zu steigern und das Unternehmen gewinnbringend zu verkaufen, sollte es einen höheren Preis erwirtschaften kommt auch Zerschlagung in Frage.⁸²

Exit-Hypothese: Hierbei handelt es sich um den gegenteiligen Weg - einen Unternehmensteil abzustößen, der nicht den gewünschten Erfolg bringt, jedoch anschließend nach dem Verkauf, weiter existiert.⁸³

Die letzten Gründe basieren lediglich auf dem Interesse des Managers und fördern nicht primär das Unternehmensziel. Projekte die von dieser Motivation geleitet sind, scheitern folglich häufig.

Hybris-Hypothese: Die Hybris Hypothese geht davon aus, dass die Motivation für eine M&A Transaktion in der Selbstüberschätzung der Manager liegt.⁸⁴ Da von Kapitalmarkteffizienz ausgegangen wird, spiegelt das Ergebnis der Unternehmensbewertung den Marktwert wieder. Somit sollte das übernehmende Unternehmen nicht bereit sein mehr zu zahlen und das Übernommenen nicht bereit sein weniger zu verlangen. Dadurch kann ein höherer Preis nur durch die Selbstüberschätzung und dem damit verbundenen höheren Erwartungswert resultieren.⁸⁵ In der Realität gibt es jedoch nie hundert prozentige Kapitalmarkteffizienz.

Free Cash Flow-Hypothese: Basiert auf der Principal Agent Theorie. Es wird gezeigt, dass gerade in reifen und schrumpfenden Branchen Free Cash Flows existieren, die für Neuinvestitionen genutzt werden können. Sie dienen auch zur Glättung oder Stabilisierung

⁸⁰ Vgl. (vom Mitzlaff, 2001, S. 66)

⁸¹ Vgl. (vom Mitzlaff, 2001, S. 86)

⁸² Vgl. (Alkhafaji, 2001, S. 136)

⁸³ Vgl. (Wirtz, 2003, S. 414)

⁸⁴ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 138f)

⁸⁵ Vgl. (Wirtz, 2003, S. 96)

der Ertragssituation. Außerdem nutzt das Management diese FCF dazu eigen Ziele zu verfolgen, wie Einkommenssteigerung oder Machtsteigerung.⁸⁶

Managerial Myopia-Hypothese: Stakeholder präferieren kurzfristige Erfolgsaussichten, was die Manager diesen folglich primär in Aussicht stellen. Der Grund hierfür liegt in der Informationsasymmetrie und dem wesentlich höheren Kommunikationsaufwands für Langzeitaussichten.⁸⁷

Prestige-Hypothese: Laut D.C. Mueller ist M&A der schnellste Weg um Unternehmenswachstum zu erreichen und so neben der Macht des Managers, auch sein Einkommen steigert.⁸⁸ Dies ist einer der häufigsten Gründe für M&A Transaktionen.

Unabhängigkeits-Hypothese: In diesem Fall liegt der Anreiz der Manager M&A Transaktionen durch zu führen darin ihre Unabhängigkeit zu wahren⁸⁹.

Change Management-Hypothese: In Unternehmen kann es dazu kommen, dass sie sich gar nicht oder nur sehr langsam Restrukturierung. Durch eine M&A Transaktion kann der Anstoß dazu gegeben werden.⁹⁰

Die Folgende Grafik zeigt welches die häufigsten Gründe für M&A Transaktionen sind.

Ziel bzw. Grund für die Akquisition	%
Wachstum im Kerngeschäft	25
Erhöhung der geographischen Präsenz	17
Kauf von Marktanteilen	17
Realisierung von Synergien (z.B. Kosteneinsparungen, Know-how)	15
Zukauf neuer Technologie	9
Erwerb neuer Skills (z.B. Produktionstechnik) und Know-how	6
Wachstum in neuen Geschäftsfeldern	5
Horizontale / vertikale Integration	4
Erzielung von Steuervorteilen	1
Sonstiges	1

Tabelle 1. Gründe für Fusionen und Akquisitionen⁹¹

⁸⁶ Vgl. (Jansen S. A., 2008, S. 139)

⁸⁷ Vgl. (Kolesky, 2006, S. 141) nach (Jansen S. A., 2004)

⁸⁸ Vgl. (Meyer, 2011, S. 37f)

⁸⁹ Vgl. (Kolesky, 2006, S. 144) nach (Jansen S. A., 2004)

⁹⁰ Vgl. (Kolesky, 2006, S. 145)

⁹¹ Quelle (Fischer D. , 2000, S. 171)

Interessanter Weise zeigt die Befragung von Fischer (Tabelle 2) keine Motive die in der Person des Managers verankert sind. Doch gerade diese sollten kritisch hinterfragt werden. Da sie nicht mit dem Unternehmenszweck im Einklang stehen und Fehlbewertungen so wie Überschätzungen zur Folge haben, führen sie schnell zum Scheitern des Projektes. M&A Transaktionen können eine sehr gute Strategie sein, sie müssen aber nicht zum Erfolg führen. Die richtige Motivation ist ein essenzieller Grundstein. Mit diesem als Fundament kann die Umsetzung erfolgen. Wie diese genau aussieht wird im Folgenden beschrieben.

5. Die M&A Phasen

Die grobe Einteilung in drei Phasen (Vorfeldphase, Transaktionsphase und Integrationsphase) ist weit verbreitet, jedoch gibt's es in der detaillierten Unterteilung Unterschiede.⁹² Es stellt sich aber bei allen Darstellungsarten erst am Ende der ersten Phase heraus, ob die Gegenseite Interesse an einer Transaktion hat.⁹³

Die folgende Grafik stellt dies übersichtlich da und zeigt die zeitliche Abfolge.

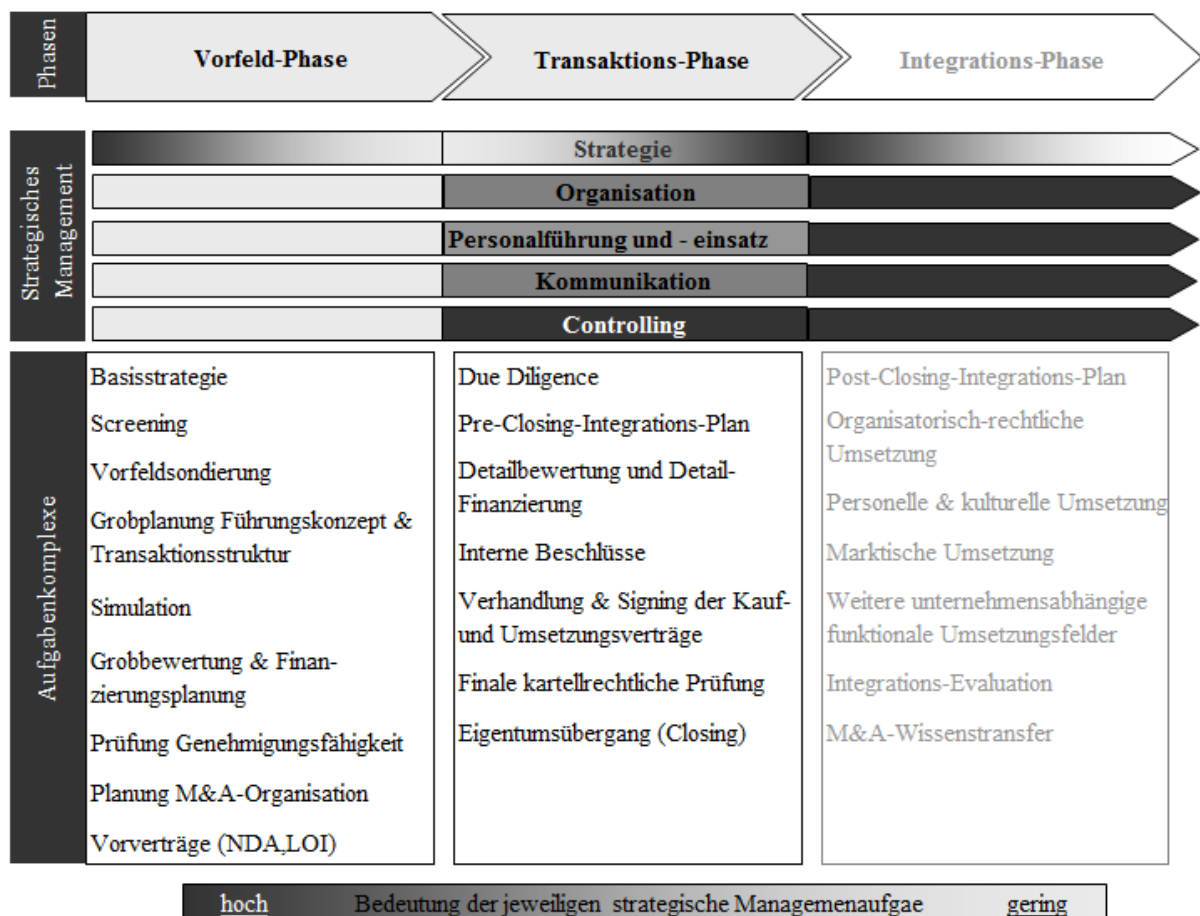


Abbildung 9. Idealtypische M&A-Phasen Aufgabenkomplexe⁹⁴

Bei der Unterteilung in einzelne Kernprozesse gilt zu beachten, dass diese vom Umfang und Komplexität nicht gleichwertig sind.⁹⁵ Zu Beginn stehen der strategische Aspekt im Vordergrund und die Überlegung ob ein M&A Projekt die beste Alternative zur Zielerreichung ist.

⁹² Vgl. (Borowicz & Mittermair, 2006, S. 167)

⁹³ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 54f)

⁹⁴ Quelle: (Borowicz & Mittermair, 2006, S. 168)

⁹⁵ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 55)

Dazu wird das strategische Ziel entwickelt, dieses muss klar definiert sein und immer im Fokus bleiben. Daran angeschlossen folgt eine ganzheitliche Planung. Die ausgewählten Kandidaten müssen in jedem Punkt zu diesen Überlegungen passen da nur ein, stark abweichender, Punkt für ein Scheitern verantwortlich sein kann.⁹⁶ Eine genaue Analyse ist somit unumgänglich. Häufig wird die Planung auf Grund von Zeitdruck vernachlässigt, doch die Misserfolgsquote zeigt, dass dieser Baustein essenziell ist.⁹⁷ Bezüglich der Strategie macht ebenso die Perspektive (Käufer/Verkäufer) einen Unterschied, wobei letztgenannte Sicht komplexer ist.⁹⁸

Dieses Kapital geht erst auf die Arbeitsschritte ein, die nicht durch eine Phase abgegrenzt sind. Wie in der Grafik zu sehen ist begleiten diese Aktivitäten, welche dem strategischen Management zuzuordnen sind, die drei Phasen.

Im Anschluss daran wird näher auf die erste und zweite Phase eingegangen und gezeigt wo in diesen Abschnitten Erfolgsfaktoren zu finden sind.

5.1 Strategisches Management

5.1.1. Strukturentwicklungs- und Durchsetzungsprozess

Dieser Prozess baut auf die zuvor festgelegte Strategie auf „hierzu gehören unter anderem die Verhandlung von Verträgen, Entwicklung detaillierter Geschäftspläne und das Einholen von Genehmigungen- und die Entwicklung und Durchsetzung einer Aufbau- und Ablauforganisation sowie eines Führungskonzeptes für die integrierten Geschäftseinheiten identifizierten.“⁹⁹

Während des Screenings werden im ersten Schritt Wertsteigerungspotentiale ermittelt. Anschließend wird im Rahmen der Vorfeldsondierung die Verhandlungstaktik erarbeitet.¹⁰⁰

Im Zuge des Führungskonzeptes wird u.a. die gesellschaftsrechtliche Form bestimmt. Festgelegt wird, ob es sich um ein Merger oder ein Acquisition handeln und welche Unterform gewählt werden soll, z.B. Merger of equals¹⁰¹ und welche Vor- und Nachteile die jeweilige Entscheidung mit sich bringt.

Hier können die Steuervorteile und die Vorstellungen des Managements konträr sein. Auch die Frage nach der Art der Finanzierung muss geklärt werden, so kann beispielsweise der

⁹⁶ Vgl. (Menz, Ebersbach, & Menges, 2007, S. 50)

⁹⁷ Vgl. (Vogel, 2002, S. 147)

⁹⁸ Vgl. (Vogel, 2002, S. 150)

⁹⁹ (Lucks & Meckl, 2002, S. 96f)

¹⁰⁰ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 96f)

¹⁰¹ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 97)

Deal via Share oder Asset Deal abschlossen werden, wobei hier auch zu klären gilt in wie weit das Projekt Eigen- oder Fremdfinanziert werden soll.¹⁰²

Wie die richtige Entscheidung aussieht ist von Fall zu Fall unterschiedlich, hat jedoch großen Einfluss auf den Erfolg.

5.1.2. Personalveränderungsprozess

Humanressource ist ein sehr wichtiger Faktor und macht in einigen Unternehmen den essenziellsten Wert aus, z.B. dort wo es kaum einen Substanzwert gibt. Somit muss diesem Faktor besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden.¹⁰³ In der Praxis konnte schon beobachtet werden, dass Unternehmen durch das Abwandern von Experten massive Abschreibungen des Unternehmenskaufpreises vornehmen mussten.¹⁰⁴

Da es bei jeder Zusammenlegung zu Veränderungen kommt, führt dies zu Verunsicherung und u.a. Kündigungen. Dies nutzen Wettbewerber gerne um Arbeitskräfte abzuwerben.¹⁰⁵ Somit ist das Unternehmen in dieser essentiellen Phase viel angreifbarer.

Es kann auch nie vorhergesehen werden wie das „Miteinander arbeiten“ im zusammengeführten Unternehmen funktioniert, wobei zu Beginn häufig Zurückhaltung, unter anderem im Wissensmanagement, beobachtet werden kann.¹⁰⁶

In der Vorfeldphase ist es sinnvoll Daten über die Belegschaft zu analysieren wie z.B. Altersstruktur, Qualifikation, Führungsstil. Mit diesen Informationen können nun Pläne erstellt werden wie eine Integration bestmöglich funktioniert, und evtl. Unternehmen ausgeschlossen werden, die personaltechnisch nicht vereinbar sind.¹⁰⁷

Wie im nächsten Kapitel genauer erläutert wird, sollen all diese Informationen und Pläne in der Transaktionsphase in die Due Diligence eingearbeitet werden. Wenn dies nicht geschieht, kann es zu Problemen führen.¹⁰⁸

5.1.3. Informationsprozess

In der Vorfeldphase sollte mit der Analyse des eigenen Unternehmens begonnen werden um Potentiale und Grenzen abschätzen zu können.¹⁰⁹

¹⁰² Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 98)

¹⁰³ Vgl. (Picot, 2002, S. 377ff)

¹⁰⁴ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 132)

¹⁰⁵ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 133)

¹⁰⁶ Vgl. (Kubitschek & Meckl, 2000, S. 742ff)

¹⁰⁷ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 134ff)

¹⁰⁸ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 137f)

¹⁰⁹ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 159)

Bei M&A Projekten gibt es grundsätzlich eine Informationsasymmetrie. Demnach hat der Verkäufer einen Informationsvorsprung, den er nutzen, und der Käufer verringern will.¹¹⁰

Besonders vor dem Erstkontakt ist es nicht einfach an Informationen zu kommen. Möglichkeiten bieten z.B. Gemeinsame Kunden, Lieferanten, Mitarbeiter des Unternehmens das übernommen werden soll bis hin zu Wirtschaftsdetektiven, aber auch Markt- und Branchendaten.¹¹¹

Bedingt durch das Informationsdefizit bedarf es vieler Annahmen welche lückenlos dokumentiert und nachvollziehbar sein müssen.¹¹² Die nach dem Erstkontakt erhaltenen Informationen sind mit Vorsicht zu genießen, da der Verkäufer wohl geneigt sein wird, sich bestmöglich darzustellen.¹¹³ Zur Absicherung ist es auch möglich eine Garantie oder Gewährleistung für die Richtigkeit der Informationen einzuholen - „Disclosure Prinzip“.¹¹⁴

Die Qualität und Sensitivität der Daten muss beachtet werden und es besteht die Frage welche Informationen in der Detailbewertung dringend notwendig sind.¹¹⁵

Zum Zeitpunkt der Bewertung werden Informationen von dem Zielunternehmen bereit gestellt, wobei das Zielunternehmen nur so viel wie nötig preisgeben will, da dies, bei dem Scheitern der M&A Transaktion, dazu führen würde dass der Konkurrent über Betriebsgeheimnisse Bescheid weiß. Mit wachsendem Vertrauen vermindern sich diese Befürchtungen jedoch zumeist.¹¹⁶

Derjenige der die Informationen weiter gibt kann sich ebenfalls schriftlich absichern. So werden Informationen erst nach Unterzeichnung des Vorvertrages (Letter of intent) bereitgestellt, da dieser eine Geheimhaltungspflicht enthält. Daten werden natürlich nur an ernsthafte Interessenten weiter gegeben. Hierfür wird meist ein „Data-Room“ genutzt, in den alle Informationen hochgeladen werden.¹¹⁷

Der Erfolg in diesem Prozess liegt in der kontinuierlichen Beschaffung und Aufbereitung von Informationen. Außerdem muss beachtet werden, dass alle Informationen verarbeitet werden. Wenn zu Beginn des Prozesses Annahmen getroffen werden, müssen diese korrigiert werden sobald mehr Information zur Verfügung steht. Auch die Bereitschaft des Verkäufers

¹¹⁰ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 156)

¹¹¹ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 158)

¹¹² Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 160)

¹¹³ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 161)

¹¹⁴ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 38)

¹¹⁵ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 162)

¹¹⁶ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 38)

¹¹⁷ Vgl. (Born, 1995, S. 85)

Informationen Praxis zu geben stellt einen Erfolgsfaktor da. Hier muss Vertrauen geschaffen werden um die nötigen und richtigen Informationen zu bekommen.¹¹⁸

5.1.4. Der Controllingprozess

Die Hauptaufgabe des Akquisitionscontrollings besteht darin den Erfolg des M&A Projektes anhand von Kennzahlen zu bewerten. Diese Werte müssen die Strategie, Struktur und die Personalwirtschaft abdecken, um sie beurteilen zu können. In allen Bereichen geht es darum SOLL und IST gegenüber zu stellen.¹¹⁹

In der Vorfeldphase beleuchtet das Controlling lediglich die Strategie. So muss darauf geachtet werden ob die Kandidatenauswahl den festgelegten Regeln entspricht¹²⁰

In der Transaktionsphase gibt es rechtlich festgelegte Strukturen. Das Controlling muss dafür sorgen, dass diese eingehalten werden. Des Weiteren hat das Controlling die Aufgabe Pläne die erstellt werden zu überwachen, da es wichtig ist, dass diese einheitlich und vollständig sind, die Zielvorgaben eingehalten, alle Berechnungen richtig und die berechneten Unternehmenswerte innerhalb der objektiven und Subjektiven Grenzen sind.¹²¹

Die Durchführung muss kontinuierlich und nicht nur punktuell erfolgen. Weiterhin muss ein völliger Zugang zu allen notwendigen Informationen gewährt werden - hierzu müssen die Controller über die notwendige Qualifikation und Erfahrung verfügen.¹²²

Umso früher Ungereimtheiten oder Fehler entdeckt werden, umso eher kann gegen gelenkt werden.

5.2. Vorfeld-Phase

5.2.1. Strategieplanungsprozess

Wenn die Entscheidung für eine M&A Transaktion gefallen ist, gilt es zu überlegen welche Sparte des Unternehmens das beste Wachstumspotential aufweist und welche Akquisitionsalternativen gegeben sind. Somit soll in dieser Phase das Ziel nicht nur klar definiert sein, sondern auch die Strategie dabei flexibel bleiben.¹²³

¹¹⁸ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 170f)

¹¹⁹ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 210f)

¹²⁰ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 116)

¹²¹ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 117)

¹²² Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 223f)

¹²³ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 74f)

Im Zuge der Basisstrategie wird überlegt ob und welche Möglichkeiten am Markt existieren und welche am wahrscheinlichsten die strategischen Ziele erreicht.¹²⁴ Es gibt drei Wege des externen Wachstums: Die Erweiterung des Geschäftsfeldes, die Erweiterung der Regionalen Orientierung und die Erweiterung der Technologieorientierung. Welche Option gewählt wird ist auch in der Basisstrategie zu entscheiden.¹²⁵

5.2.2. Kandidatenauswahl

Die Auswahl der Kandidaten erfolgt in 3 Phasen, der „Vorwahl“, dem „Screening“ (wobei in dieser Phase „K.-o.-Kriterien“ essentiell sind) und der „Ansprache“. Beim Screening ist es wichtig systematisch vorzugehen, um keine potentiellen Chance zu übersehen und somit die richtigen Partner herauszuarbeiten. Die Anzahl der Kandidaten variiert je nach Branche, wobei die hier genutzten Informationen primär auf öffentlich zugänglichen Informationen, wie Geschäftsberichten, Prospekten o.ä. basieren.¹²⁶

„Die Analyse erfolgt zweckmäßigerweise aus zwei Perspektiven:

Intern-extern: Die Unternehmensressourcen und –potentiale werden im Vergleich zur Konkurrenz analysiert. In diesen Bereich fällt auch die Untersuchung vorhandener Kernkompetenz, die gerade im Hinblick auf M&A-Transaktionen besonders zu betrachten sind.“¹²⁷

„Extern-intern: Das Unternehmen wird hinsichtlich der Erfüllung der marktseitig relevanten Erfolgsfaktoren beurteilt. Besonders wertvoll ist dabei das Urteil von Kunden des Umfeldes.“¹²⁸

Nachdem alle möglichen Kandidaten (nicht nur Wettbewerber) identifiziert sind, muss eine Reinform festgelegt werden, welche sich durch bestimmte, vorher festgelegte, Kriterien ergibt.¹²⁹

Die Folgende Grafik veranschaulicht dies.

¹²⁴ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 76)

¹²⁵ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 79)

¹²⁶ Vgl. (Vogel, 2002, S. 152f)

¹²⁷ (Vogel, 2002, S. 152f)

¹²⁸ Ebenso

¹²⁹ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 79)

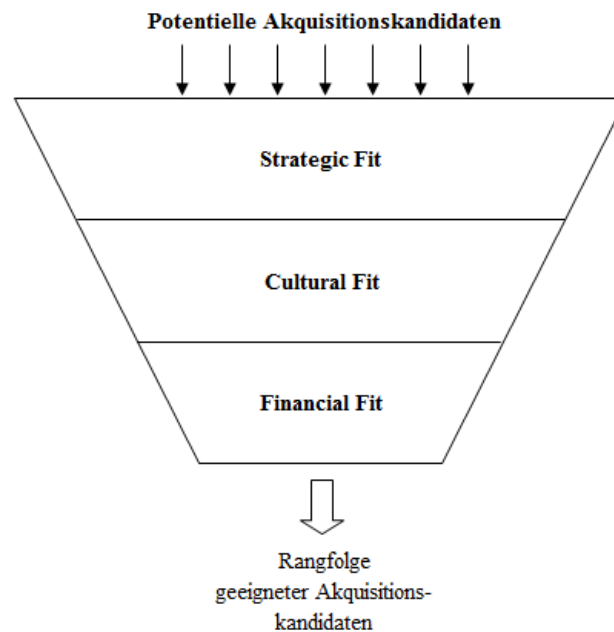


Abbildung 10. Phasen der Auswahl und Bewertung geeigneter Akquisitionskandidaten¹³⁰

Es zeigt sich, dass nur Kandidaten, die bezüglich der drei Kriterien passen, eine Chance haben unter die Geeignetsten zukommen. Sollte ein Unternehmen sowohl strategisch als auch kulturell passen, jedoch die Finanzierung nicht machbar sein, kann dieses nicht in die engere Auswahl gelangen.

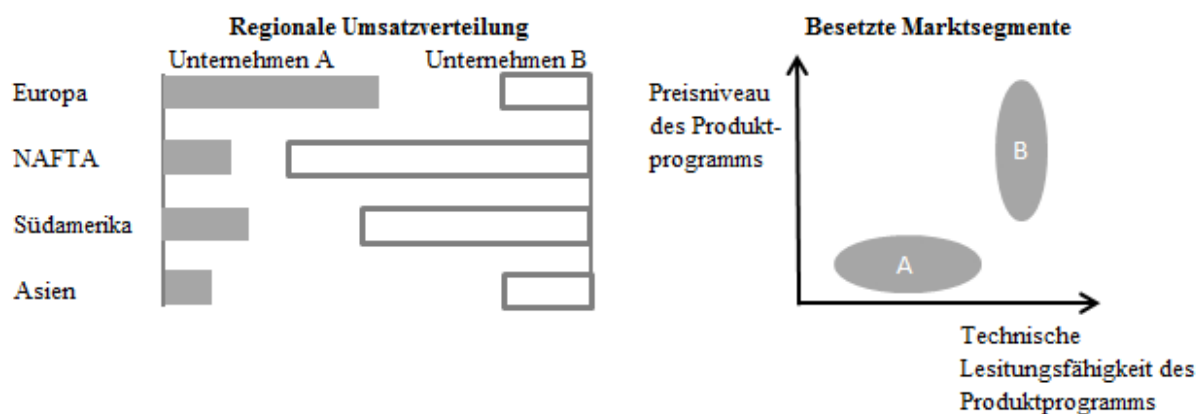


Abbildung 11. Beispiel zur Überprüfung des strategic fit¹³¹

Bei der Analyse des „Strategic Fit“ wird geschaut ob das Unternehmen in die zuvor festgelegte Basisstrategie passt und hier z.B. eigene Schwächen ausgleicht oder Stärken

¹³⁰ Quelle: (Lucks & Meckl, 2002, S. 80)

¹³¹ Quelle: (Lucks & Meckl, 2002, S. 81)

weiter vorantreibt. Somit sind Überschneidungen in Segmenten eher unerwünscht (interne Konkurrenz), wobei die Informationsgewinnung ein nicht unerhebliches Problem darstellt.¹³² Hierbei werden nicht nur einzelne Faktoren bewertet - Tabelle 3. zeigt wie mit Hilfe des Scoring Modells verschiedenen Faktoren, mit Gewichtung verglichen werden, auch wenn hier ein hoher subjektiver Anteil einfließt.¹³³

Bewertungs-kriterium	Bewertung	Gewicht ($\Sigma=1$)	Punktwert (z.B.1-7)	Gewichteter Punktwert
Produktprogramm	+ Kaum Überlappung, da niedriges Marktsegment bedient	0,1	6	0,6
Regionen-abdeckung	+ unterschiedliche regionale Schwerpunkte in Europa - Keine Präsenz in den USA	0,3	3	0,9
Technologien Führungssystem Marktposition Ertragsstärke Wertschöpfungs-Tiefe	...	.	.	.
				Gesamtpunktzahl Kandidat

Tabelle 2. Überprüfung des strategic fit mit Hilfe eines Scoring Modells¹³⁴

Auch kulturell müssen die Unternehmen zusammen passen (cultural fit). Dies zieht sich von der Mitarbeiterebene bis hin zur Unternehmensführung und ist oft für das Scheitern in der Integrationsphase verantwortlich. Hierzu zählen unter anderem Problemlösung, Zusammenarbeit, Arbeitsweise im externe Beriech. Besonders bei internationalen Akquisitionen ist dieser Faktor genauer zu untersuchen.¹³⁵

Zuletzt ist das „financial fit“ zu untersuchen und somit die Frage ob und in welcher Weise (Fremdkapital/Eigenkapital) die Akquisition finanziert werden kann.¹³⁶

5.2.2.3. Analysemethoden

Notwendige Einschätzungen, die es bedarf um die Unternehmen bewerten zu können, geben verschiedene Analysen.

¹³² Quelle: (Lucks & Meckl, 2002, S. 80f)

¹³³ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 83)

¹³⁴ (Lucks & Meckl, 2002, S. 83)

¹³⁵ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 84)

¹³⁶ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 86)

Die genaue Betrachtung der Leitbilder der Unternehmen - besonders im Hinblick auf die Grundauffassung dieser, deren Koordination von z.B. Entscheidungsgrundsätzen, die Motivation von Mitarbeitern und dem Image steht am Anfang.¹³⁷

Auch das Umfeld ist ausschlaggebend und muss im Zuge der Analyse genauer untersucht werden, der Fokus liegt dabei auf den politischen-, ökonomischen- Sozio-kulturellen-, ökologischen- und technologischen Segmenten.¹³⁸

5.2.2.3.1. Wettbewerbskräfte

In einem weiteren Schritt sollte eine Analyse der Wettbewerbskräfte durchgeführt werden.

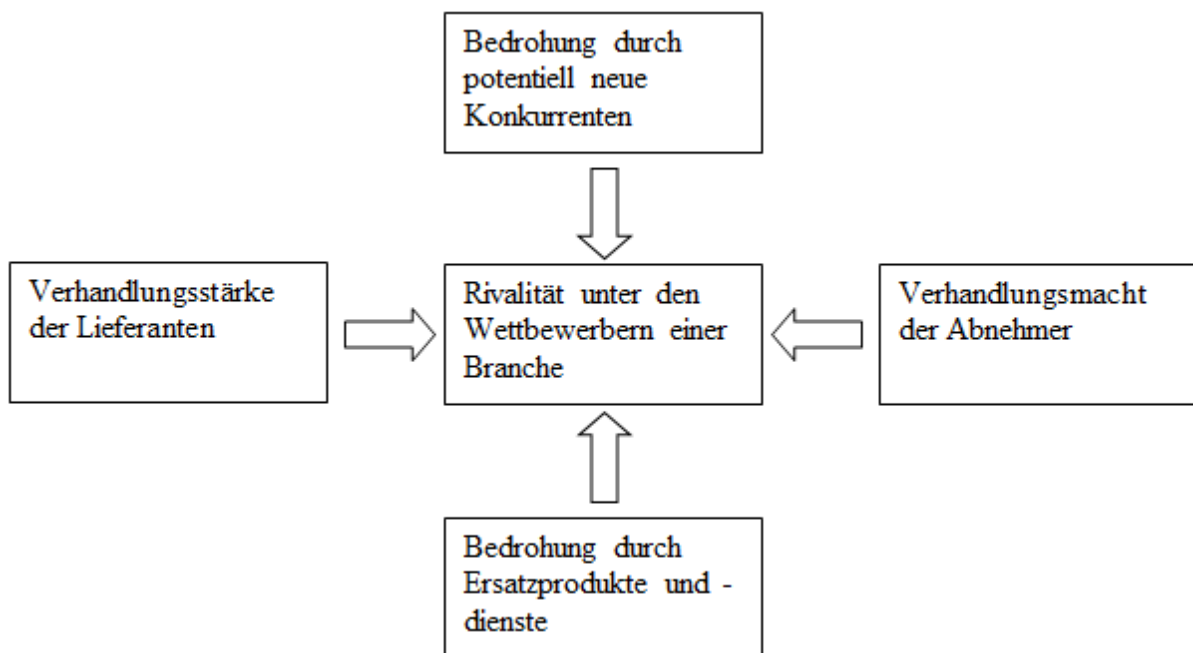


Abbildung 12. Wettbewerbskräfte¹³⁹

Porter veranschaulicht welche Kräfte in den einzelnen Branchen wirken. Durch ein geringes Wachstum in der Branche steigt die Rivalität unter den Wettbewerbern. Neue Konkurrenten werden durch die Höhe der Eintrittsbarrieren gebremst. Die Verhandlungsstärke der Kunden wird stark durch die Substitutionsmöglichkeiten beeinflusst, die Verhandlungsstärke der Lieferanten bedingt sich durch seine Ersetzbarkeit.¹⁴⁰ Im Zuge dieser Analyse können Kernkompetenzen¹⁴¹ und die Positionierung identifiziert werden.

¹³⁷ Vgl. (Vogel, 2002, S. 116f)

¹³⁸ Vgl. (Vogel, 2002, S. 117f)

¹³⁹ Quelle: (Porter M. E., 1988, S. 26)

¹⁴⁰ (Keuper, 2001, S. 3f)

¹⁴¹ Vgl. Kapitel Gründe

5.2.2.3.2. Wertkette

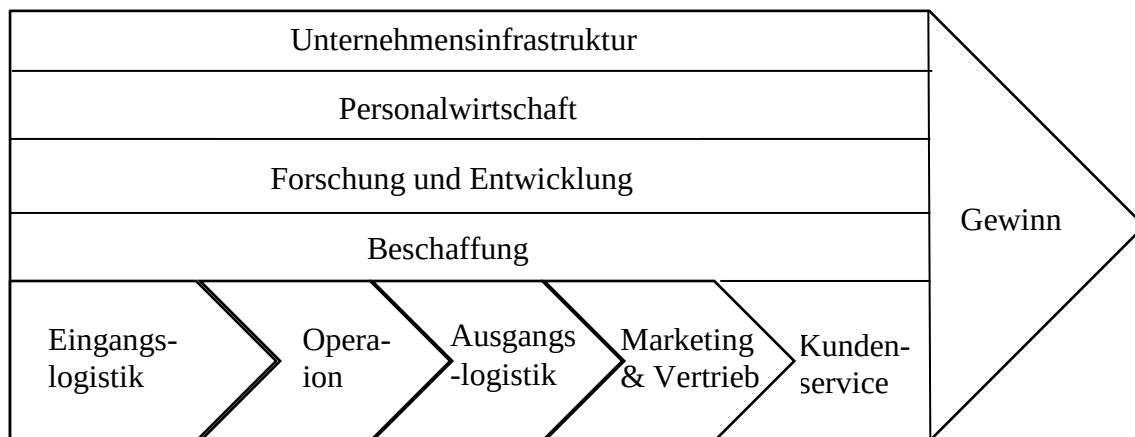


Abbildung 13. Wertkette¹⁴²

Die von Porter entwickelte Wertschöpfungskette veranschaulicht die Abläufe in einem Unternehmen. Die Unteren fünf Felder stellen „wertschöpfende Aktivitäten“ da. Diese werden im gesamten Ablauf von den Oberen („unterstützende Aktivitäten“) begleitet. Um einen Vorteil gegenüber seinen Wettbewerbern zu haben, muss das Unternehmen effektiver oder effizienter arbeiten. Ist dies möglich entsteht ein Gewinnvorteil.¹⁴³

5.2.2.3.3. SWOT Analyse

Die SWOT Analyse gibt Aufschluss über die Stärken und Schwächen und findet sich häufig in Unternehmensanalysen.¹⁴⁴ Auch wenn primär quantitative Zahlen untersucht werden, gibt es ebenso Qualitative, die in die Analyse einfließen - wie z.B. Qualität und Leistungsfähigkeit.¹⁴⁵

¹⁴² Quelle: (Keuper, 2001, S. 202)

¹⁴³ Vgl. (Matzler, Müller, & Mooradian, 2011, S. 77)

¹⁴⁴ Vgl. (Welge & Al-Laham, 2007, S. 102ff)

¹⁴⁵ Vgl. (Vogel, 2002, S. 121)

	Stärken	Schwächen
C h a n c e n	NUTZEN (EXPLOIT): Verwendung von Stärken, um Chancen zu nutzen	ENTWICKLING (DEVELOP): Investitionen, um Schwächen in Stärken zu verwandeln und dann Chancen nutzen zu können; und oder Investitionen, um Schwächen durch Nutzen von Chancen zu minimieren
R i s i k e n	KÄMPFEN (CONTEND): Nutzen von Stärken, um Risiken zu vermeiden, um Risiken in neutrale Faktoren oder sogar in Chancen zu verwandeln	ANSPRECHEN/VERMEIDEN (ADDRESSED/AVOID): Sich mit Schwächen befassen und Risiken vermeiden. Wenn die Risiken das Kerngeschäft schädigen, müssen die Schwächen mit Hilfe von Investitionen behoben werden. Wenn das Kerngeschäft nicht betroffen ist, sollten diese Situationen vermieden werden.

Tabelle 3. SWOT Analyse¹⁴⁶

Diese häufig verwendete Methode hat viele Vorteile. So bietet sie Informationen für Simulationen und somit für die daraus entwickelte Strategie. Außerdem liefert sie Indizien für die Identifizierung von Kernkompetenzen. Hierdurch lässt sich auch ableiten, was für Veränderungen notwendig ist. Es gibt jedoch auch Nachteile: So gibt es keine Gewichtung der einzelnen Punkte und häufig werden die Ergebnisse nicht in die späteren Phasen integriert, was mitunter daran liegt, dass es weniger analysierend und mehr beschreibend ist.¹⁴⁷

5.2.2.4 Die Simulation

Nachdem die Verschiedenen Analysen durchgeführt wurden kann das Ranking erstellt werden. Für diese wird eine Simulation erstellt um einschätzen zu können, wie sich das neue Unternehmen wahrscheinlich entwickeln würde. Hierzu wird eine Planbilanz und Plan GuV erstellt.

Neben dem Problem, dass Start Ups sehr schwer einzuschätzen sind¹⁴⁸, führt auch der Mangel an Information zu falschen Prognosen. Die folgende Grafik zeigt wie die Simulation erstellt wird.

¹⁴⁶Quelle: (Matzler, Müller , & Mooradian, 2011, S. 83)

¹⁴⁷ Vgl. (Handelsblatt Management Verlag, 2012, S. 128f)

¹⁴⁸ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 90)

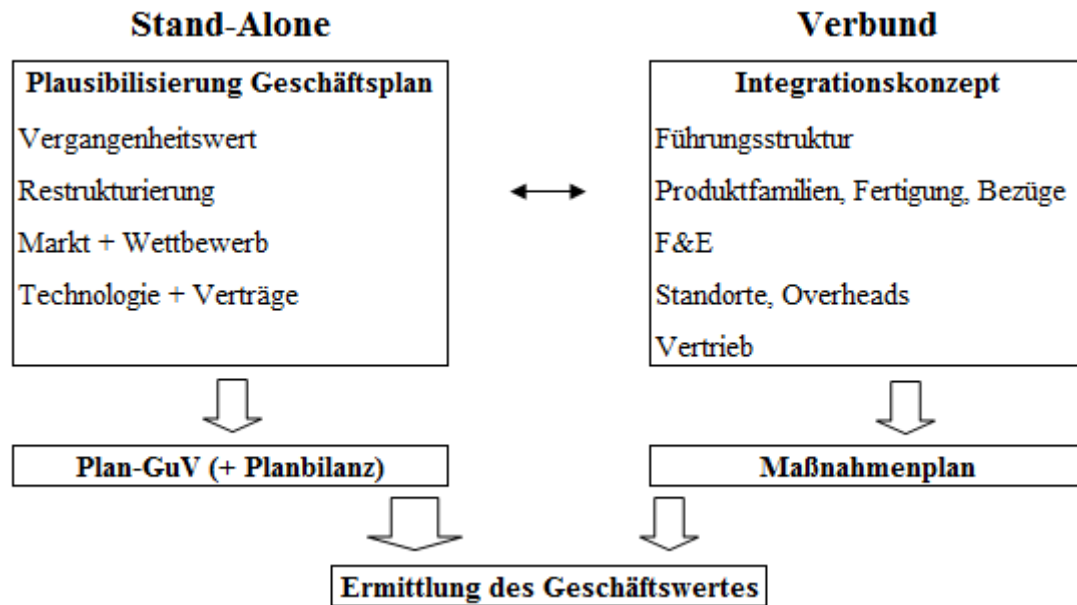


Abbildung 14. Simulation der integrierten Einheit¹⁴⁹

Im Zuge der Durchführung der Simulation bedarf es verschiedener Einzelschritte.

Die Gap-Analyse stellt SOLL und IST gegenüber und deckt strategische Lücken auf. Im Rahmen der Simulationsanalyse ist es oft der erste Schritt.¹⁵⁰

Um diese Lücke zu schließen, bedarf es oft Veränderungen, die durch diese Methode aufgezeigt werden. Bei der Gap-Analyse werden aktuelle aber auch historische Daten verwendet und sowohl „operative“ (bezogen auf das Basisgeschäft bedarf sie Rationalisierungsmaßnahmen) als auch „strategische Lücken“ (bezogen auf das Neugeschäft und bedarf der Analyse durch z.B. Produkt-Markt-Matrix) untersucht.¹⁵¹

Die Portfoliomethode hat in seit den 1970ern im mehr an Bedeutung gewonnen. Hier wird überleget wie Know-how und Ressourcen bestmöglich eingesetzt werden, und wie stark diversifiziert werden soll, um Risiken zu minimieren und Chancen wahr zu nehmen.¹⁵² Sie hilft die operativen und strategischen Lücken zu schließen und zu entscheiden, welche alternative Handlung das Ziel bestmöglich erreicht. Im Folgenden werden der Produktlebenszyklus und Analysen, die auf die BCG Matrix aufbauen, näher dargestellt.

¹⁴⁹ Quelle: Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 89)

¹⁵⁰ Vgl. (Reinecke & Janz, 2007, S. 117)

¹⁵¹ Vgl. (Schulze, 2010, S. 45)

¹⁵² Vgl. (Vogel, 2002, S. 128f)

Durch die Analyse von Produktlebenszyklen werden Wettbewerbsdynamiken aufgedeckt. Bei so gut wie jedem Produkt hat zunächst eine steigende Absatzmenge die nach dem Höhepunkt wieder absinkt. Für jede Phase, die ein Produkt durchläuft, gibt es andere Strategien.

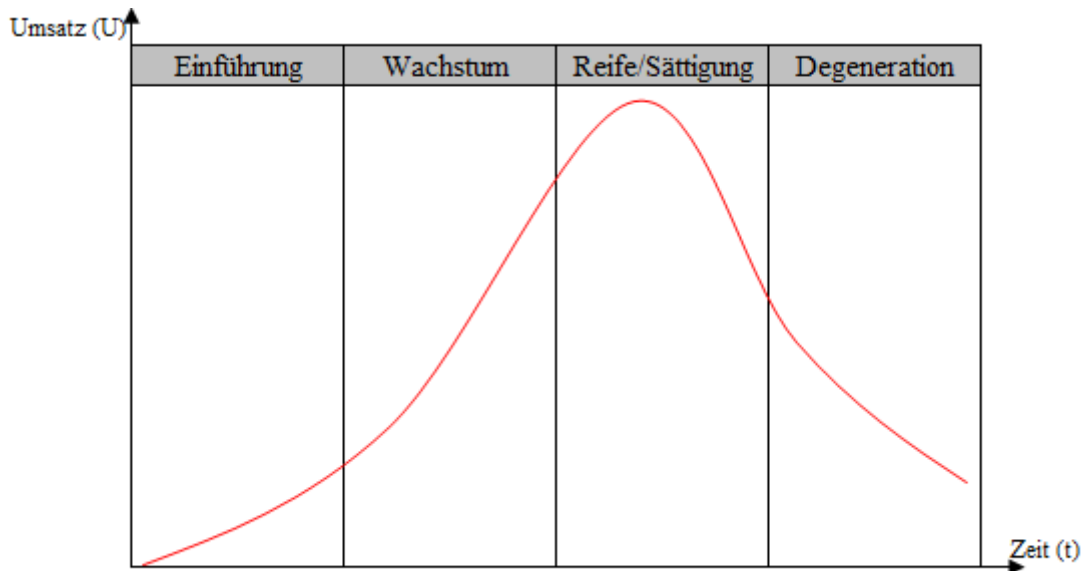


Abbildung 15. Produktlebenszyklus¹⁵³

Die Einführung hat hohe Investitionskosten und somit gibt es hier noch keine Gewinne. Die Gewinne steigen jedoch stark in der Wachstumsphase. Kritisch wird es in der Reifephase, da es kaum potentielle Kunden gibt. Entweder es muss stark investiert, oder der Rückzug angetreten werden. Beim Erreichen der Degression sinken die Gewinne und es bleibt nur der Rückzug.¹⁵⁴ Die richtige Zuordnung bewahrt vor Fehlinvestitionen, es muss jedoch beachtet werden, dass die Einordnung einen stark subjektiv geprägten Teil beinhaltet, was zu falschen Bewertungen führen kann.

Probleme: Selten verläuft der Produktlebenszyklus idealtypisch, Verbundeffekte werden nicht mit einbezogen, Kernkompetenzen können nicht so entwickelt werden wie es notwendig ist. Bewertungen basieren oft auf subjektiven Einschätzungen, zumal Abgrenzungen der Segmente sind nicht so einfach möglich.¹⁵⁵

Im Kapitel Gründe wurde bereit beschrieben wie die Analyse anhand der BCG funktioniert. Eine Weiterentwicklung dieser Methode ist die Neun-Felder-Matrix von McKinsey

¹⁵³ Quelle: (Kotler, Keller, & Bliemel, 2007, S. 1004)

¹⁵⁴ Vgl. (Kotler, Keller, & Bliemel, 2007, S. 1004)

¹⁵⁵ Vgl. (Jansen S. A., 2004, S. 148)

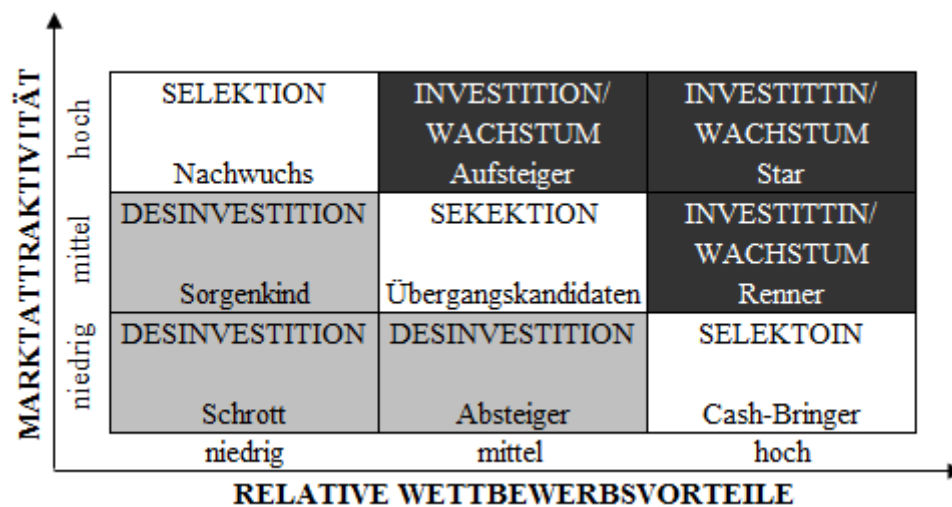


Abbildung 16. Neun-Felder-Matrix von McKinsey¹⁵⁶

Die Weiterentwicklung der BCG Matrix ist prinzipiell so zu interpretieren wie bereits im Kapitel Gründe dargestellt, wobei diese differenzierter und genauer ist. Durch die differenziertere Einteilung können auch Strategien und Interpretationen genauer entwickelt werden.

Kernkompetenzen zu identifizieren ist für jede Bewertung von Bedeutung.¹⁵⁷ „The collective learning in the organisation, especially how to coordinate diverse production skills and integrate multiple streams of technologies. (...) Core competence is communication, involvement and as deep commitment to working across organizational boundaries.“¹⁵⁸ Wie diese mit dem Markt in Bezug gesetzt werden können, zeigt die Kompetenz-Produkt-Matrix.

¹⁵⁶ Quelle: (Heinen, 1991, S. 670)

¹⁵⁷ Vgl. Kapitel Gründe

¹⁵⁸ (Prahalad & Hamel, May-June 1990, S. 82f)

		Markt	
		Bestehend	Neu
Kernkompetenz	Neu	HERAUSRAGENDE POSITIONEN Welche neuen Kernkompetenzen müssen wir aufbauen, um unsere Exklusivposition in unseren derzeitigen Märkten zu schützen und auszubauen?	MEGA-CHANCE Welche neuen Kernkompetenzen müssen wir aufbauen, um an den spannendsten Märkten der Zukunft teilnehmen zu können?
	Bestehend	LÜCKEN FÜLLEN Welche Chancen haben wir, unsere Position auf den bestehenden Märkten zu verbessern, indem wir unsere bestehenden Kernkompetenzen besser nutzen und ausschöpfen?	WEISSE FLECKEN Welche neuen Produkte oder Dienstleistungen können wir schaffen, indem wir unsere derzeitigen Kernkompetenzen in kreativer Weise neu einsetzen oder anders kombinieren?

Abbildung 17. Kernkompetenz-Produkt-Matrix von Hamel und Prahalad¹⁵⁹

Bisher wurden Eintrittswahrscheinlichkeiten von möglichen Umweltzuständen nicht mit einbezogen. Wenn genug Informationen vorhanden sind, kann dies über Wahrscheinlichkeitsbäume umgesetzt werden.

Nachdem nun alle Analysen abgeschlossen sind und Kandidaten ausgewählt wurden, werden alle nötigen Schritte für den weiteren Verlauf eingeleitet. Dies beinhaltet auch die Erstansprache, bei der zu klären ist ob die Gegenseite überhaupt Interesse an einer Transaktion hat. An dieser Stelle wird auch der Letter of Interest unterzeichnet und Informationen weitergegeben. Mit den neuen Informationen müssen die alten Bewertungen überarbeitet werden. Danach geht es über in die zweite Phase.

5.3. Transaktions-Phase

In der Transaktionsphase muss immer wieder zurück zur Basisstrategie geschaut werden. In Zuge dessen ist zu prüfen, ob die dort festgelegte Strategie eingehalten wurde und die gewählten Maßnahmen passend sind. Gerade an dieser Stelle gehen die ursprünglichen Ziele schnell verloren. Außerdem müssen neugewonnen Informationen eingearbeitet und der rechtliche Aspekt beachtet werden, wie z.B. die Gefahr von Kartellen. Beides kann dazu führen das ein Kandidat neu zu bewerten ist und nicht mehr in Frage kommt.¹⁶⁰

¹⁵⁹ Quelle: (Hamel & Prahalad, 1995, S. 341)

¹⁶⁰ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 92)

Der Strukturprozess hat hier seinen Kernpunkt und soll die zuvor „entwickelten Ziele und Konzepte in verbindlichen Vereinbarungen und Strukturen durchsetzen.“ Besonders in Bezug auf die Due Diligence ist die Informationsgewinnung und Verarbeitung ein zentrales Thema.¹⁶¹

„Die in der Due Diligence gewonnenen Informationen finden dann im Integrationsplan, der die neue Organisationsstruktur festlegt, Berücksichtigung. Qualität und Struktur des Pre-Closing-Integration-Plans stellen einen kritischen Erfolgsfaktor für M&A dar“¹⁶², wobei die Simulation den Rahmen für den Pre-Closing-Integration-Plans darstellt.¹⁶³

Die Implementierung der IT hat große Auswirkungen auf den Erfolg, daher muss sie effizient und fehlerfrei sein, denn der hier entstehende Kostenfaktor hat Einfluss auf die Finanzsituation.¹⁶⁴

Die Organisation selbst und die Erstellung eines funktionalen Konzeptes, muss auch bezüglich der Wertsteigerungspotentiale, der diesbezüglichen Zuordnung zu Integrationsmaßnahmen analysiert werden.¹⁶⁵

Im gesamten Verlauf der zweiten Phase sind viele Individuen beteiligt, sowohl Theoretiker als auch Praktiker, was einen großen Koordinationsaufwand mit sich bringt und von allen Flexibilität und Kritikfähigkeit fordert. Die Informationsweitergabe muss optimal funktionieren um Transparenz zu garantieren und Informationen nachvollziehbar zu machen.¹⁶⁶

Im Kern befasst sich diese Phase jedoch primär mit der Verhandlungsstrategie und der Unternehmensbewertung. Im Folgenden soll näher darauf eingegangen werden, um so die Feinheiten dieser Schritte heraus zu stellen und dadurch die Erfolgsfaktionen zu identifizieren.

5.3.1. Die Verhandlung

Gerade bei der Suche nach Erfolgsfaktoren ist die Verhandlung ein zentraler Punkt. So kann diese bei zwei, ansonsten identischen, Projekten für das Scheitern verantwortlich sein. Um es mit Karrass Worten zu sagen: „in business you don't get what you deserve, you get what you negotiate“¹⁶⁷

¹⁶¹ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 110)

¹⁶² (Tonscheidt Gösstl & Stolzenburg, Fusins Fallen, 1998) in (Lucks & Meckl, 2002, S. 111)

¹⁶³ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 111)

¹⁶⁴ Vgl. (Penzel & Pietig, 2000, S. 113f)

¹⁶⁵ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 117)

¹⁶⁶ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 131f)

¹⁶⁷ (Karrass, 1992, S. 3)

Somit ist der Verhandlungsausgang kein Zufall. Welche Eckpunkte zu beachten sind wird im Folgenden genauer beleuchtet.

Wie bereits im Kapitel Information erläutert wurde herrscht eine Informationsasymmetrie zwischen Käufer und Verkäufer. Durch diesen Umstand ist es nicht möglich das beide Parteien gleichwertig in die Verhandlung gehen. So ist der Käufer (in den meisten Fällen) wirtschaftlich und umsatzmäßig stärker, der Verkäufer hat hingegen einen Informationsvorsprung.

Der Verhandlungsort hat ebenfalls Einfluss auf die Verhandlungsposition. Wird der eigene Standort gewählt hat dies den Vorteil das die Umgebung vertraut, das eigene Informationssystem greifbar und die interne Kommunikation ungestört ist. Findet die Verhandlung im fremden Unternehmen statt, bietet dies einen Einblick in den Betrieb und im Falle eines Rückzugs ist dieser einfach durchzuführen. Zuletzt kann ein neutraler Standort gewählt werden, um ortsbezogene Einflüsse auszuschließen.¹⁶⁸

Bei großen Transaktionen wird die Verhandlung meist von einem Team durchgeführt. In diesem hat jeder seine Rolle, wie z.B. der Berater, dessen Ziel es ist einen „Entscheidungswert“ zu finden. Dieser liegt zwischen den subjektiven Preisgrenzen von Käufer und Verkäufer. Hier gilt es seinem Gegenüber einen verhandlungstaktisch sinnvollen Wert zu nennen. Je mehr Argumente vorgebracht werden können und umso mehr Fakten bekannt sind, umso besser wird sich diese Partei durchsetzen können.¹⁶⁹ Da Berater viel Erfahrung in diesem Bereich mitbringen und in Verhandlungsführung geschult sind, sorgen sie häufig dafür, dass die Oberhand in der Diskussion gewonnen wird.

Neben der Rolle, die auf Grund von Qualifikation zugewiesen wird, kann auch eine soziale Rolle festgelegt werden. Z.B. kann einer zum „schweigsamen König“ ernannt werden. Dieser beobachtet alles genau und erhebt oft erst in Konflikten das Wort. Eine andere, sehr bekannte Variante, stellt die „Good-guy-bad-guy-Strategie“ da. Hier gibt es einen harten und einen weichen Verhandlungspartner. Wären der Harte überzogene Forderungen stellt, fordert der „Good-guy“ das, was für die eigentliche Zielerreichung notwendig ist.¹⁷⁰

5.3.1.1 Phasen der Verhandlung

Der Verlauf der Verhandlung kann grundlegend in drei Blöcke geteilt werden. Am Anfang steht die „Pre-Negotiation“, bei der es darum geht gegenseitiges Verständnis aufbauen. Daran schließt die „Face to Face-Negotiation“ an, die den Kern der Verhandlung ausmacht. Der

¹⁶⁸ Vgl. (Erbacher, 2010, S. 46)

¹⁶⁹ Vgl. (Born, 1995, S. 43)

¹⁷⁰ Vgl. (Erbacher, 2010, S. 37f)

letzte Teil ist die „Post-Negotiation“, bei der der Vertrag unterzeichnet wird. Die jeweilige Phase geht in die nächste über, die Verhandelnden begegnen sich in jeder und tauschen Informationen aus. Es ist in jeder Phase möglich die Verhandlung zu beenden und den Deal für gescheitert zu erklären.¹⁷¹

Pre-Negotiation: Die Pre-Negotiation, im Deutschen Vorverhandlungsphase genannt, dient primär dem Erstkontakt und hat eher informellen Charakter. So werden die ersten Interessen kundgetan und die Parteien lernen sich kennen. Ein Ziel ist es das maximale Informationsvolumen zu erlangen - dies ist jedoch nur möglich wenn bereits eine Vertrauensbasis geschaffen wurde, die ein weiteres Ziel dieser Phase darstellt. Hierzu kann es sinnvoll sein die Gegenseite in das eigene Unternehmen einzuladen. Durch solche Maßnahmen wird ein offener und ehrlicher Informationsaustausch gefördert. Möglicherweise gibt es auch schon ein erstes, unverbindliches Angebot.¹⁷²

Face to Face-Negotiation: Diese Phase stellt den eigentlichen Kern der Verhandlung dar und hat das übergeordnete Ziel gemeinsam eine Lösung zu finden, die für beide Parteien akzeptabel ist. Natürlich haben beide Seiten ihre eigenen Ziele, weshalb Offenheit und verschiedene Lösungsansätze eine Grundbedingung ist. Es kann von Vorteil sein den Verhandlungsablauf zu leiten, da die Partei die für die Agenda verantwortlich ist, diese an ihre Stärken anpassen und somit alle alternativen Lösungen an die Basisstrategie angleichen kann. Studien haben belegt, dass es nicht sinnvoll ist das erste Angebot zu akzeptieren, da es nicht den Preis widerspiegelt, der im besten Fall ausgehandelt werden kann.¹⁷³

Post-Negotiation: Die letzte Phase schließt den Verhandlungsprozess ab, da die Parteien zu einer Einigung gekommen sind. Die in der Face-to-Face Phase ausverhandelten Punkte werden in einem Vertrag umgesetzt, welcher nun unterschrieben werden soll (Signing und Closing und somit dem Ende der zweiten Phase). Dazu ist es von großer Bedeutung, dass alle Punkte, von beiden Parteien verstanden werden und keine Missverständnisse bleiben. Gerade bei unterschiedlichen Sprachen ist hier die Gefahr groß.¹⁷⁴

Dass die ungleichen Machtverhältnisse in jeder Phase bestand haben wurde bereits dargestellt, doch wie genau diese ausgeprägt sein können wurde noch nicht erläutert. Zunächst werden die unterschiedlichen Zielrichtungen präsentiert. Denn nur wenn diese bei den Verhandelnden in eine unterschiedliche Richtung gehen, kommen die unterschiedlichen Machtverhältnisse zum tragen.

¹⁷¹ Vgl. (Ghauri & Usunier, 2003, S. 8)

¹⁷² Vgl. (Ghauri & Usunier, 2003, S. 8ff)

¹⁷³ Vgl. (Ghauri & Usunier, 2003, S. 11)

¹⁷⁴ Vgl. (Ghauri & Usunier, 2003, S. 12f)

Komplementäre Ziele	Positiv korreliert: Bsp.: Kostensenkung und Gewinnsteigerung
Konkurrierende Ziele	Negativ korreliert Bsp.: Kostensenkung und Qualitätssteigerung
Antinomistische Ziele	Perfekt negativ korreliert Bsp.: Energiekosten senken und Produktion steigern
Indifferente Ziele	keine Korrelation Bsp.: Produktionssteigerung und Kauf eines neuen Dienstwagens

Tabelle 4. Zielrichtungen bei Verhandlungen¹⁷⁵

Bei einer M&A Transaktion sind beide Seiten daran interessiert, dass ein gutes Verhandlungsklima herrscht und der zeitliche Rahmen angemessen ist. Daher stellen komplementäre und indifferente Ziele kein Problem dar, im Gegenteil, sie fördern ein gutes Zusammenarbeiten. Konkurrierende und antinomistische Ziele stellen jedoch eine essentielle Differenz da. In jeder M&A Verhandlung will der Käufer so wenig wie möglich zahlen, jedoch der Verkäufer so viel wie möglich bekommen. Da sich die Absichten gänzlich widersprechen, jedoch den Kern der Verhandlung ausmachen, liegt auf der Hand. Bei den Machtverhältnissen zeichnet sich ein ähnliches Bild ab. Damit eine Partei Macht hat, muss die andere dies zulassen. Diese Problematik zieht sich durch alle Phasen und kann bezüglich Macht, Recht und Interesse genauer untergliedert werden.

Unter Macht wird die Fähigkeit verstanden den eigenen Willen durchzusetzen, egal ob die Gegenseite dies möchte oder nicht. Im Extremfall wäre sogar ein tätlicher Angriff oder Sabotage möglich. Neben dieser aggressiven Form können auch Vorteile oder Leistungen entzogen werden wie z.B. bei einem Streik. Je nach Intensität der Machtausübung handelt es sich entweder um machtbasierte Verhandlungen (lediglich Drohen) oder einem richtigen Machtkampf (aktives Kräfteressen).¹⁷⁶

Recht basiert meist auf einem juristischen Anspruch, also dem Recht nach Gesetz. Hier entscheidet ein neutraler Dritter (z.B. Richter) der auf Grund von Argumenten und Beweisen.

¹⁷⁵ Vgl. (Pfaff, 2004, S. 135f)

¹⁷⁶ Vgl. (Riede, 2012, S. 38f)

Es gibt weiterhin auch das Recht, welches auf Gesellschaftsnormen und Verhaltensstandards beruht z.B. Gleichheit, Alter, Ethik.¹⁷⁷

Zu den Interessen in Verhandlungen zählen z.B. Bedürfnisse, Wünsche, Sorgen und Ängste. Um diese zu erkennen, muss zwischen den Zeilen gelesen werden, kreative Lösungen werden hier gefordert (Mediation, Harvard Konzept).¹⁷⁸

Zeit spielt bei jeder Verhandlung eine zentrale Rolle, besonders wenn die Parteien eine unterschiedliche Vorstellung davon haben was angebracht ist.

So sollte von Anfang an genug Zeit eingeplant (kurz, mittel und langfristig) und bei internationalen Geschäften die kulturelle vorherrschende Zeitauffassung analysiert werden. Z.B. in China kann von einer sechsmal so langen Verhandlungsdauer ausgegangen werden wie in Deutschland.¹⁷⁹

Zeitdruck kann einseitig oder beidseitig existieren. Wenn er einseitig ist und der Verhandlungspartner darüber Bescheid weiß, stellt dies einen Nachteil da, da die Kompromissbereitschaft bei Zeitmangel, im Allgemeinen höher ist. Externe Gruppen können diesen Druck verstärken.¹⁸⁰

5.3.1.2. Kultur

„Culture is the collective programming of human mind that distinguishes the member of human group from those of another. Culture, in this sense, is a system of collectively held values“¹⁸¹

Der kulturelle Faktor hat großen Einfluss auf jede Verhandlung und folglich auch auf die M&A Verhandlung. So wurde in einer Studie nachgewiesen, dass Schlüsselfaktoren wie Vertrauen, Hierarchien und Individualität einen Einfluss auf den Transaktionswert, die Synergien und die Dealstruktur hat. Je höher der kulturelle Unterschied, desto geringer ist der Transaktionswert und die Synergien, was sich unter anderem durch die größere Zielinkonsistenz erklären lässt.¹⁸²

Dieser Effekt ist besonders bei internationalen Transaktionen zu beobachten. Die Nationalität ist ein Einfluss, der jeden von Geburt an prägt und, laut der Meinung vieler Wissenschaftler, der elementarste Baustein des Denkens ist.¹⁸³

¹⁷⁷ Vgl. (Riede, 2012, S. 39)

¹⁷⁸ Vgl. ebenso

¹⁷⁹ Vgl. (Frank, 2011)

¹⁸⁰ Vgl. (Erbacher, 2010, S. 44)

¹⁸¹ (Hofstede, Culture and Organizations, 1980, S. 4)

¹⁸² Vgl. (Ahern, Daminelli, & Fracassi, 2010, S. 1)

¹⁸³ Vgl. (Hofstede, Culture and Organizations, 1980, S. 24)

Jede einzelne Kultur kann wieder auf verschiedene Dimensionen runter gebrochen werden. Ein Beispiel für diese Unterteilung gibt Hofstede und Matschnig:

Machtdistanz: Es existieren keine Gesellschaften in denen die Macht gleich verteilt ist, jedoch ist das Ausmaß der Ungleichverteilung, in verschiedenen Gesellschaften, unterschiedlich stark ausgeprägt. Wenn die Hierarchie hoch ist, bedarf es einer stärkeren Anpassung und der Verhandlungspartner ist viel gezielter auszuwählen. Besonders gut ist dies in Ländern wie China, Indien oder Russland zu beobachten.¹⁸⁴ Eine geringe Machtdistanz zeichnet sich z.B. dadurch aus, dass die Gehaltsunterschiede klein sind und Mitarbeiter in Entscheidungen eingebunden werden.¹⁸⁵

Unsicherheitsvermeidung: Dieser Punkt beschäftigt sich mit der Frage wie eine Gesellschaft mit Unsicherheiten umgeht. In einer risikoaverseren Gesellschaft existieren mehr Regeln und Gesetze. Außerdem weisen diese einen höheren Grad an Emotionalität auf und sind im Allgemeinen nervöser und weniger phlegmatisch.¹⁸⁶

Individualismus: Dieser Aspekt befasst sich mit der Frage wie stark die Mitglieder einer Gruppe integriert sind. In kollektivistischen Gesellschaften steht die Gruppe im Vordergrund (z.B. Großfamilien), in individualistischen sind die Mitglieder mehr auf sich alleine gestellt und die einzelne Person steht im Vordergrund.¹⁸⁷

Maskulinität: Die Frage nach der Geschlechterrolle in der Gesellschaft und diesbezüglich der emotionalen Tiefe wird in diesem Punkt behandelt. Je maskuliner eine Gesellschaft ist, desto differenzierter sind die Geschlechterrollen. Männer entsprechen somit auch stärker dem stereotypen Männerbild und verdienen mehr als Frauen.¹⁸⁸

Langzeit Orientierung: Gesellschaften können auf langfristige oder kurzfristige Zeithorizonte ausgelegt sein. Die, die eine langfristige Orientierung haben, zeichnen sich durch pragmatische Eigenschaften aus wie Sicherheit, Beständigkeit und der Anpassung an sich verändernde Lebensumstände. Kurzfristig orientierte Gesellschaften haben eher eine vergangenheitsbezogene Perspektive und fördern Werte wie Nationalstolz und Tradition sowie die Wahrung des Images und die Erfüllung sozialer Verpflichtungen.¹⁸⁹

Spaßgesellschaft: Der letzte Punkt befasst sich mit dem Stellenwert von Genuss und Spaß in einer Gesellschaft. So gibt es Gesellschaften in denen dies einen hohen Stellenwert hat

¹⁸⁴ Vgl. (Matschnig, 2012, S. 117)

¹⁸⁵ Vgl. (Schäfer, 2012, S. 32)

¹⁸⁶ Vgl. (Hofstede, 2012)

¹⁸⁷ Vgl. ebenso

¹⁸⁸ Vgl. ebenso

¹⁸⁹ Vgl. (Hofstede, 2012)

und diese Bedürfnis daher leichter zu befriedigen sind. Dem gegenüber stehen Gesellschaften die dies durch Regeln und soziale Normen unterdrücken.¹⁹⁰

Zeiteinteilung: Zeit wird in unterschiedlichen Gesellschaften verschieden war genommen. So arbeiten polychrone Gesellschaften ohne genauen Zeitplan. Monochrome Gesellschaften hingegen arbeiten strukturiert und nach Plan. Folglich können sie besser mit unerwarteten Ereignissen umgehen und das Zwischenmenschliche hat einen höheren Stellenwert. So wird bei einem aufeinandertreffen eines Deutschen (rationell orientiert) und einem Spanier (emotional orientiert) ein Mittelweg von Nöten sein, um eine gute Verhandlung führen zu können.¹⁹¹

Anhand der folgenden drei Beispiele soll die Problematik verdeutlicht werden:

Indien: In Indien wird eine lange Verhandlung nicht als unangenehm empfunden. Im Gegenteil. Haben sie einen ebenbürtigen Verhandlungsgegner, spornt dies eher zu einer langen Verhandlung an. Auch wenn der wirtschaftliche Aspekt nicht weniger wichtig ist, hat die Person des Verhandlungspartners und ihr Einfluss im Betrieb, einen wesentlich höheren Stellenwert als beispielsweise in Deutschland. Somit sind Vertrauen und personenbezogene Informationen essentiell. In der Verhandlung selbst sind Spielräume wichtig, da Inder die Kernpunkte gerne in diesen verstecken. Auch wenn Inder um jeden Punkt ringen und wie ein Pokerspieler nach dem Prinzip verhandeln: Maximal fordern, immer das erste Angebot ablehnen und nicht als Erster entgegenkommen zeigen, streben sie doch nach einer „win-win Situation“. Eine häufig angewandte Methode betrifft den Zeitfaktor. So wird versucht mit unwichtigen Punkten Zeit zu schinden um den Verhandlungspartner unter Druck zu setzen z.B. das der Andere fast seinen Flug verpasst. Auch die Körpersprache der Inder kann verwirrend sein. So kann ihr Kopfwackeln „ja“ „nein“ „vielleicht“ heißen oder nur bedeuten das er aufmerksam zuhört.¹⁹²

USA: Der unterschiedliche Zugang zeigt sich schon im Namen da, „negotiate“ von „Negotium“ dem geschäftlichen Gespräch kommt. So hat sich gezeigt, dass Handeln von seriösen Firmen als unseriös aufgefasst wird. So wird der erste Preis ernst genommen und nicht erwartet, dass es einen nennenswerten Nachlass gibt. Bei einem Angebot ist es somit auch nicht möglich einen größeren Rabatt auszuhandeln, schon die Frage nach diesen wird als unverschämt aufgefasst. Bezogen auf M&A Verhandlungen sind die Gespräche sehr formell und Small Talk hat nur einen geringen Stellenwert. Eine Firmenpräsentation via PowerPoint findet sich jedoch in fast jeder Verhandlung und wird auch vom Verhandlungspartner

¹⁹⁰ Vgl ebenso

¹⁹¹ Vgl (Matschnig, 2012, S. 115f)

¹⁹² Vgl. (Fierl, 2000, S. 22)

erwartet. In dieser Präsentation werden bereits Zahlen und Unternehmensentwicklungen offen präsentiert. Dies ist in Westeuropa gänzlich unüblich, da diese erst nach Unterzeichnung der LOL bekannt gegeben werden. Der Zeitfaktor wird gänzlich anders wahrgenommen. So würde der Amerikaner am liebsten alles im ersten Meeting fertig verhandeln und hat hier grenzenlos Zeit. Dies liegt auch daran, dass das Closing sobald wie möglich vollzogen werden soll. Für den Amerikaner hat das Wort mehr Gewicht. Im Gegensatz zu dem Deutschen, welcher prinzipiell alles schriftlich braucht.¹⁹³

China: Die persönliche Beziehung hat in China einen sehr hohen Stellenwert und ist ein ausschlaggebender Faktor in Bezug auf die Verhandlungsdauer. Da diese Kultur sehr stark historisch geprägt und anders als die westeuropäische ist, bedarf es vorab einer intensiven Auseinandersetzung mit dieser. So werden z.B. Visitenkarten nicht nur mit einer, sondern mit beiden Händen überreicht und das Rülpsen nach einem guten Essen, aber auch die Beschäftigung mit der chinesischen Kultur, gehört zum guten Ton. China ist eine sehr kollektivistische Gesellschaft. Somit braucht jede Verhandlung ihre Zeit, die auch dazu genutzt wird die Person hinter dem Verhandlungspartner besser kennen zu lernen. Im Gegensatz zu den Amerikanern ist Small Talk ein wichtiger Bestandteil der Verhandlung, wobei Themen wie Familie gewählt werden sollten da z.B. Sexualität ein Tabuthema ist. Deutschland ist maskuliner aber weniger hierarchisch als China, in welchem (typisch für konservative Länder) der Etikette und Tradition eine größerer Bedeutung beigemessen wird. Z.B. ist es gewünscht einen Dritten (beiden bekannten) als Mittelsmann, vor dem Erstkontakt, einzusetzen. Zum ersten Treffen ist ein Gastgeschenk aus dem Heimatland zwingend. Die Kommunikation hat auch einige Unterschiede, so wird viel Zeit dafür aufgewendet drum rum zu reden und nie gleich zum Punkt zu kommen. Das Schweigen ist in China ein gängiges Mittel. Im Gegensatz zu den USA muss in China jede Verhandlung protokolliert und unterzeichnet werden, da sonst kein Nachweis besteht.¹⁹⁴

5.3.1.3. Die Körpersprache

Ein nicht zu vernachlässigender Punkt ist die nonverbale Kommunikation, die laut Matschnik bis zu 80 % der Kommunikation ausmacht.¹⁹⁵ Bruno und Adamczyk splitten es etwas genauer auf. Hiernach macht der Inhalt 7% die Körpersprache 55% und die Sprechtechnik/Stimme 38% der Wirkung beim Kommunikationspartner aus.¹⁹⁶ Sie spiegelt neben der aktuellen

¹⁹³ Vgl. (Spiller)

¹⁹⁴ Vgl. (Kindt)

¹⁹⁵ Vgl. (Matschnig, 2012, S. 9)

¹⁹⁶ Vgl. (Bruno & Adamczyk, 2012, S. 9)

emotionalen Lage auch einen Teil unserer Lebensgeschichte wieder, da das Erlebte unsere Gestik und Mimik prägt.¹⁹⁷ Die Entwicklung lässt sich nie eindeutig einer Typologie zuordnen, trotzdem können gewisse Grundtypen identifiziert werden: Der Dominante, der Genaue, der Macher, der Zwischenmenschliche und der Schüchterne. Ist bekannt welchem Körpertyp der Verhandlungspartner entspricht, ist es leichter richtig auf ihn zu reagieren.¹⁹⁸

Studien haben gezeigt, dass es bei gebeugter Haltung und herunterhängenden Schultern (Negative Haltung) viel schwieriger ist an etwas Positives zu denken. Daraufhin wurde nachgewiesen, dass eine bestimmte Körpersprache Einfluss auf unseren Hormonhaushalt hat. Dies funktioniert natürlich auch umgekehrt, somit ist es schwer lächelnd an Negatives zu denken. Die nonverbale Kommunikation kann nicht abgestellt werden und ist sehr schwer zu kontrollieren. Daher ist es wichtig, dass die Körpersprache mit dem gesagten in Einklang gebracht wird. Auch wenn der Gesprächspartner sich dem Einfluss der Körpersprache nicht bewusst ist, kann er sich der Wirkung nicht entziehen.¹⁹⁹ Die schnelle und unbewusste Verarbeitung von Körpersignalen, schon beim ersten Eindruck, kommt aus der Steinzeit in der sekundenschnell entschieden werden musste, ob es sich um einen Freund oder einen Feind handelt.²⁰⁰

Bruno und Adamczyk veranschaulichen die Wirkung der Körpersprache durch folgendes Beispiel: Ein Vorgesetzter hält eine Rede vor seinen Mitarbeitern, die inhaltlich gut und ihm wichtig ist. Durch seine Körperhaltung (verschränkte Arme, hochgezogene Schultern, kaum Bewegung und eine monotone Stimmlage) signalisiert er jedoch Verschlussenheit und, dass er nicht hinter der Sache steht. Dies hat einen negativen Einfluss auf die Mitarbeiter, die dadurch nicht überzeugt sind von der Rede – sie runzeln die Stirn, verschränken die Arme und senken den Kopf, was der Chef nicht deutet und sein Verhalten nicht anpasst.²⁰¹

Birkenbihl stellt drei Techniken vor die dazu dienen die Verhaltensweisen des Gegenübers besser kennenzulernen um ihn einschätzen zu können und so einen strategischen Vorteil zu erlangen.

¹⁹⁷ Vgl. (Matschke & Brösel, 2013, S. 9f)

¹⁹⁸ Vgl. (Bruno & Adamczyk, 2012, S. 59ff)

¹⁹⁹ Vgl. (Matschnig, 2012, S. 9ff)

²⁰⁰ Vgl. (Bruno & Adamczyk, 2012, S. 10)

²⁰¹ Vgl. (Bruno & Adamczyk, 2012, S. 8f)

Offene Frage	- keine Ja/Nein Antwort ermöglichen - Das WIE und nicht WAS gesagt wird liefert wichtige Informationen - Keine Suggestivfragen zur Kontrolle, da aus Einfachheit häufig zugestimmt wird
Geschlossene Frage	- Dient zur Kontrolle ob die körpersprachlichen Signale richtig gedeutet wurden - Z.B. „Das scheint dir zu missfallen.“ - Bei Verhandlungen muss es vorsichtig eingesetzt werden um die Intimsphäre des Gegenübers nicht zu verletzen
Schweigen	- Schwierig umzusetzen, aber am Erfolgsversprechendsten da Menschen dazu neigen, in Schweigemomenten mit dem Reden zu beginnen - Aktives Schweigen: Sätze angefangen im Raum stehen lassen, und so den Andern zum Reagieren animieren

Tabelle 5. Methoden der Kommunikation²⁰²

In jeder Verhandlung wird geblafft. „Das ist mein letztes Angebot“, „Es gibt noch ein interessantes Angebot“ „Das kann ich so noch nicht entscheiden“. Durch Kenntnisse in nonverbaler Kommunikation kann das Gegenüber gelesen und Lüge von Wahrheit unterschieden werden. Dadurch ist es möglich gezielt auf diese Aussagen zu reagieren. Eine andere Ebene betrifft die Selbstdarstellung, bis hin zur Manipulation. So kann Vertrauen, Sympathie aber auch Macht und Souveränität transportiert werden. Diese Fähigkeit schafft Vorteile die ausschlaggebend für den Erfolg in der Verhandlung sein.

Bereits der Händedruck verrät viel über die Selbstsicherheit des Verhandlungspartners. Aber auch die Art zu laufen oder die Stimme. So signalisiert eine zu leise Stimme Unsicherheit, eine zu laute Anspannung - beides wirkt unglaubwürdig. Ist die Stimme hingegen lebhaft und abwechslungsreich, ruft sie Bilder und Emotionen hervor.²⁰³ Bei jeder Kommunikation muss die Intimzone (15-46 cm) des anderen gewahrt werden, somit sind Berührungen tabu. Geschieht dies nicht, kann dies die gesamte Kommunikation zerstören.²⁰⁴ Wird hingegen die

²⁰² Vgl. (Birkenbihl, 1985, S. 39ff)

²⁰³ Vgl. (Bruno & Adamczyk, 2012, S. 47)

²⁰⁴ Vgl. (Bruno & Adamczyk, 2012, S. 57)

Körpersprache des Gegenübers übernommen (gespiegelt), hilft es die Beziehung aufzubauen.²⁰⁵

Eines der faszinierendsten Beispiele liefert Joe Navarro ein ehemaliger FBI Agent. Dieser überführte Täter in mehreren Fällen, auch wenn sie nicht hauptverdächtig waren, aufgrund einer verräterischen Gestik oder Mimik.²⁰⁶

5.3.1.4. Verhandlungskonzepte

Im Rahmen der Verhandlungstheorie gibt es Verschiedene Konzepte, um diese zu Erfolg zu führen.

5.3.1.4.1. Moderation

Bei der Moderation geht es darum, dass ein Ergebnis gefunden wird, das alle zufrieden stellt. Dies ist jedoch nicht mehr möglich, wenn die Verhandlung bereits festgefahren ist, an dieser Stelle bedarf es eines Mediators.²⁰⁷ Die Hauptaufgaben eines Moderators bestehen in der methodischen und organisatorischen Unterstützung. Konfliktlösung steht nicht im Fokus.²⁰⁸

5.3.1.4.2. Mediation

Bei der Mediation wird ein neutraler Dritter eingesetzt, der vermitteln soll. Dieser ist jedoch nicht befugt Entscheidungen zu treffen, er soll sachlich bleiben und so eine Einigung fördern. Besonders wenn eine Verhandlung festgefahren ist, wird diese Methode angewandt.²⁰⁹

5.3.1.4.3. Harvard Konzept

Es gibt zwei Stilrichtungen bei Verhandlungen. So kann zwischen Harten und Weichen unterschieden werden. Bei weichen Verhandlungen wird der Verhandlungspartner als „Freund“ gesehen und es wird versucht eine entgegenkommende Einigung zu finden. Somit ist die Kompromissbereitschaft und das Entgegenkommen sehr hoch, Konflikte werden eher vermieden. Wenn der Andere einen harten Kurs fährt herrscht ein Ungleichgewicht und der, der weich Verhandelnde wird schnell zur Beute.²¹⁰ Fischer betont, dass es nicht nur diese beiden Richtungen gibt, sondern eine sachliche Position dazwischen zu wählen ist.²¹¹

²⁰⁵ Vgl. (Bruno & Adamczyk, 2012, S. 107)

²⁰⁶ Vgl. (Navarro, 2013) genauere Beschreibung mit Beispielen

²⁰⁷ Vgl. (Witte, 2012, S. 140)

²⁰⁸ Vgl. (Riede, 2012, S. 43)

²⁰⁹ Vgl. (Behrmann, 2013, S. 13f)

²¹⁰ Vgl. (Fischer, Patton, & Ury, 2009, S. 32f)

²¹¹ Vgl. (Fischer, Patton, & Ury, 2009, S. 36f)

Kurz gesagt verfolgt dieses Konzept die Auffassung gegenüber der Person einen weichen Stela zu haben, aber einen harten im Bezug auf die Sache. Somit muss zunächst die Beziehungsebene reflektiert betrachtet werden, denn nur wenn diese gesund ist, kann auf die Sachebene eingegangen werden.²¹²

Zunächst darf nicht vergessen werden, dass es sich immer um Menschen handelt, die mit einander Verhandeln und daher Emotionen im Spiel sind. Folglich kann der Verlust von Vertrauen und Respekt dazu führen, dass die Verhandlung scheitert. Die Unterschiedlichen Werte und Grundprinzipien müssen beachtet und verstanden werden.²¹³

Ein psychologisches Problem ist, dass Menschen dazu neigen, dass das Ansprechen eines Problems mit der persönlichen Ebene vermischt wird, wodurch es als Angriff gewertet wird. Dies soll durch ein sachliches Argumentieren vermieden werden.²¹⁴ Dies ist allerdings nur möglich, wenn beide Seiten dazu bereit und fähig sind. Gerade in Momenten in denen die Emotionen hochgefahren sich, ist es wichtig auf ein sachliches Niveau zurück zu finden.²¹⁵

Die menschliche Art immer das Schlimmste zu befürchten oder die Schuld der eigenen Fehler beim Gegenüber zu suchen, steht einer zielführenden Zusammenarbeiten ebenso im Weg.²¹⁶ Hierdurch kann es dazu kommen, dass Stellung bezogen wird und es mehr darum geht diese zu verteidigen als um das Ergebnis selbst.²¹⁷ Häufig fahren sich Positionen gänzlich fest. Dies soll vermieden werden in dem die Interessen in den Vordergrund gestellt werden.²¹⁸

Viele Probleme können umgangen werden, wenn von Anfang an die Zusammenarbeit im Fokus steht.²¹⁹ Hierzu sollten zu Beginn verschiedene Lösungsoptionen erarbeitet werden, um diese im weiteren Verlauf zur endgültigen Lösung auszubauen. Fairness und das Gemeinsame stehen immer im Zentrum.²²⁰

Ein letzter Wichtiger Punkt des Konzeptes betrifft die Neutralität der Beurteilungskriterien, nach der es ausgewogene Lösungen und nachvollziehbare, legitime Grundprinzipien geben muss.²²¹

²¹² Vgl. (Portner, 2010, S. 182)

²¹³ Vgl. (Fischer, Patton, & Ury, 2009, S. 43)

²¹⁴ Vgl. (Fischer, Patton, & Ury, 2009, S. 44)

²¹⁵ (Fischer, Patton, & Ury, 2009, S. 46)

²¹⁶ Vgl. (Fischer, Patton, & Ury, 2009, S. 50f)

²¹⁷ Vgl. (Cultur Communication, 2010)

²¹⁸ Vgl. (Portner, 2010, S. 190)

²¹⁹ Vgl. (Cultur Communication, 2010)

²²⁰ Vgl. (Portner, 2010, S. 196)

²²¹ Vgl. (Cultur Communication, 2010)

Wichtige Punkte der Umsetzung nach Porter
- In die Lage des Gegenübers versetzen - Nicht von der eigenen Perspektive ausgehen - Die Schuldfrage nicht in den Vordergrund stellen - Lösungen gemeinsam erarbeiten und darauf achten das beide Seiten ihr Gesicht wahren - Rücksicht auf die Emotionen des anderen, keine direkten Gegenreaktionen da diese Streit auslösen könnte - eigene Emotionen mitteilen sich jedoch nicht von der Gegenseite provozieren lassen - Entschuldigungen und andere symbolische Gesten einsetzen - Eine gute Gesprächskultur ist Pflicht (Zuhören und Nachfragen) - Sachlich nachvollziehbare Argumente vorbringen

Tabelle 6. Wichtige Punkte der Umsetzung nach Porter²²²

5.3.1.4.4. Spieltheorie

Die Spieltheorie gehört zu den mathematisch analytischen Modellen. Somit wird von rationellen Abläufen und Entscheidungslogarithmen welche ein nutzenmaximales Ziel haben, ausgegangen. Nur wenn es einen Einigungsbereich gibt (in dem der Mindestpreis des Verkäufers und der Maximalpreis des Käufers eine Schnittmenge haben), kann eine Lösung gefunden werden.²²³ Außerdem herrscht Informationssymmetrie und die beteiligten Personen sind risikoneutral. Die Annahmen widersprechen jedoch der Realität. Ebenso wie die nicht beachteten Transaktionskosten.²²⁴ Die Grundidee ist folgende „Im spieltheoretischen Grundmodell verhandeln zwei rationale, nutzenmaximale Spieler in einer endlichen Zahl von Spielrunden mit wechselndem Vorschlagsrecht über die Teilung eines Geldbetrages. (...) Auf Basis (der oben genannten) Annahmen wird geschlussfolgert, dass der Spieler mit dem Vorschlagsrecht in der letzten Runde den gesamten Geldbetrag vereinnahmen kann. Dabei geht die Spieltheorie davon aus, dass die Spieler nicht alle Runden spielen, sondern dass sie das Ergebnis der letzten Spielrunde vorher sagen und Rückschlüsse auf die vorhergehenden Verhandlungsrunden zeihen können.“²²⁵

²²² Vgl. (Portner, 2010, S. 182)

²²³ Vgl. (Behrmann, 2013, S. 21f)

²²⁴ Vgl. (Gehrt, 2010, S. 56f)

²²⁵ (Gehrt, 2010)

„Das bedeutet im Falle von Verhandlungen, dass sie den Nutzen, den sie aus bestimmten Übereinkünften erzielen, benennen, seine Höhe bestimmen und ihn damit mit anderen Nutzen vergleichen können.“²²⁶

Unterschieden wird das Nullsummenspiel, hier muss eine Partei etwas verlieren, damit die andere genau diesen Teil erhöhen kann. Die Summe der Gewinne muss daher immer Null ergeben. Beim nicht Nullsummenspiel kann die Gesamtsumme der Gewinne größer werden und allen Teilnehmern ist es möglich ihr Output zu erhöhen. In diesem Kontext stellt eine paretooptimale Lösung ein Ergebnis da, bei der der Gesamtgewinn nicht zu erhöhen ist und eine Partei nur auf Kosten der Andere mehr gewinnen kann.²²⁷

Entscheidungs und Handlungsalternativen werden via Entscheidungsbaum, mit möglichen Umweltzuständen, in Beziehung gesetzt. Auf Basis dieser Ergebnisse wird überlegt, ob und welche paretooptimale Strategie existiert. Gibt es mehr als eine beste Strategie müssen Regel erstellt werden um eine Strategie zu wählen.²²⁸

5.3.1.5. Mögliche Ergebnisse in einer Verhandlung

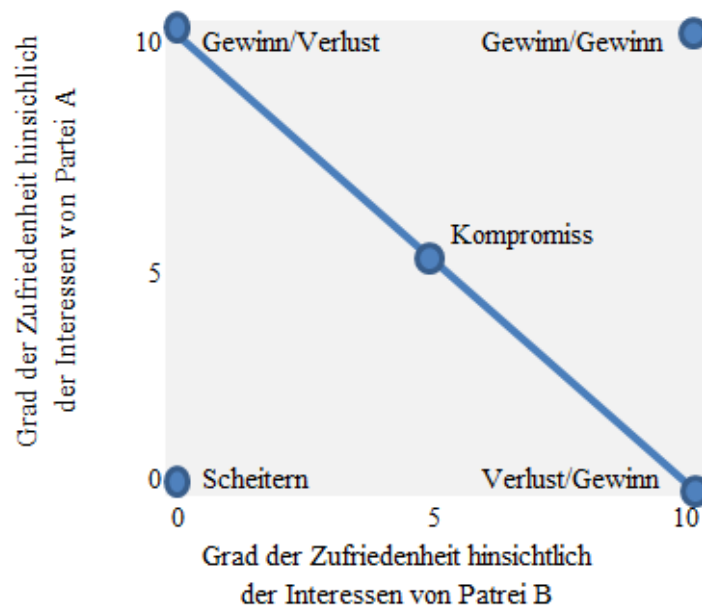


Abbildung 18. Mögliche Ergebnisse eines Konflikts²²⁹

Um Ergebnisse zu erhalten müssen Entscheidungen getroffen werden. Diese können durch Konsens (alle sind einverstanden), Mehrheitsbeschluss (Abstimmung wie z.B. bei Wahlen), Dissens (hier kommt es zu keiner Einigung, doch ein Konsens über den Dissens macht

²²⁶ (Kreggenfeld, 2009, S. 45)

²²⁷ Vgl. (Kreggenfeld, 2009, S. 47f)

²²⁸ Vgl. (Kreggenfeld, 2009, S. 50f)

²²⁹ Quelle: (Riede, 2012, S. 41)

weitere Überlegungen möglich) oder Entscheidung durch Dritte (z.B. Gericht) getroffen werden.²³⁰

Das schlechteste Ergebnis in einer Verhandlung ist das Scheitern. Hierzu kann es kommen, wenn die Beteiligten den Konflikt vermeiden oder keiner genug Macht hat. Aber auch fehlende Kompromissbereitschaft und fehlendes Vertrauen können für diesen Ausgang verantwortlich sein. Gewinnt nur eine Seite, kann davon ausgegangen werden, dass die zukünftige Beziehung eher unwichtig ist. Es ist auch denkbar, dass eine Partei sehr mächtig, sehr zurückhaltend oder unkooperativ ist. Im Gegensatz hierzu machen beim Kompromiss beide Seiten Zugeständnisse, sie setzen aber auch einen Teil ihrer Forderungen durch. Dieser Ausgang kommt u.a. durch Misstrauen in Kombination mit dem Anspruch in Zukunft eine gute Beziehung zu haben zustande, da nicht zusammen gearbeitet wird. Hier sollte keine Seite übermäßig viel Macht haben und die Interessen sollten wechselseitig abhängig sein. Natürlich sind Kompromisse nur möglich, wenn ein Verhandlungsspielraum existiert. Im besten Fall kommt es zu einer win-win-Situation. Hier reicht das Interesse an der zukünftigen Beziehung nicht aus - die Interessen müssen auch gegenseitig abhängig sein und dürfen sich nicht widersprechen. Außerdem bedarf es einer Vertrauensbasis und einem guten Verhandlungsklima.²³¹

5.3.2. Der Bewertungsprozess

In der Vorfeldphase werden lediglich Multiplikatorenverfahren angewendet um das financial fit abschätzen zu können. Auch eine Grundvorstellung der Potentiale und Kostenstruktur kann hier schon erkennbar sein. Im Rahmen einer Simulation können so auch Synergien einbezogen werden.²³²

In der Transaktionsphase erfolgt die Bewertung mit Hilfe der Due Diligence und dem Pre-Closing Integrationsplan, welcher Synergie und Risiko, im Rahmen einer detaillierten Prognose, beachtet.²³³ Hier gibt es nicht den „richtigen Wert“. Meist wird dieser, bei einer Unternehmensbewertung passend zur Zielgruppe (Käufer/Verkäufer), errechnet.²³⁴ So wird der Käufer im Zuge seiner Bewertung einen subjektiven Grenzpreis ermitteln, der Verkäufer wird versuchen diesen durch die Informationen zu erhöhen. Der Kaufpreis wird dann im

²³⁰ Vgl. (Riede, 2012, S. 41)

²³¹ Vgl. (Riede, 2012, S. 40)

²³² Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 174)

²³³ Vgl. (Lucks & Meckl, 2002, S. 175)

²³⁴ Vgl. (Coenenberg & Jacoby, 2000, S. 185)

Rahmen der Verhandlung bestimmt, hier ist das Verhandlungsgeschick eine entscheidende Größe.²³⁵

Es gibt verschiedene Methoden ein Unternehmen zu bewerten. In der Praxis werden meistens Modelle verwendet, die den Zukunftswert mit einbeziehen, was dazu führt das Planwerte notwendig sind welche nicht beobachtbar sind. Die verschiedenen Methoden lassen sich in Einzel- Markt- und Gesamtbewertungsverfahren unterteilen, wobei Einzelbewertungsverfahren wenig praxisrelevant sind.

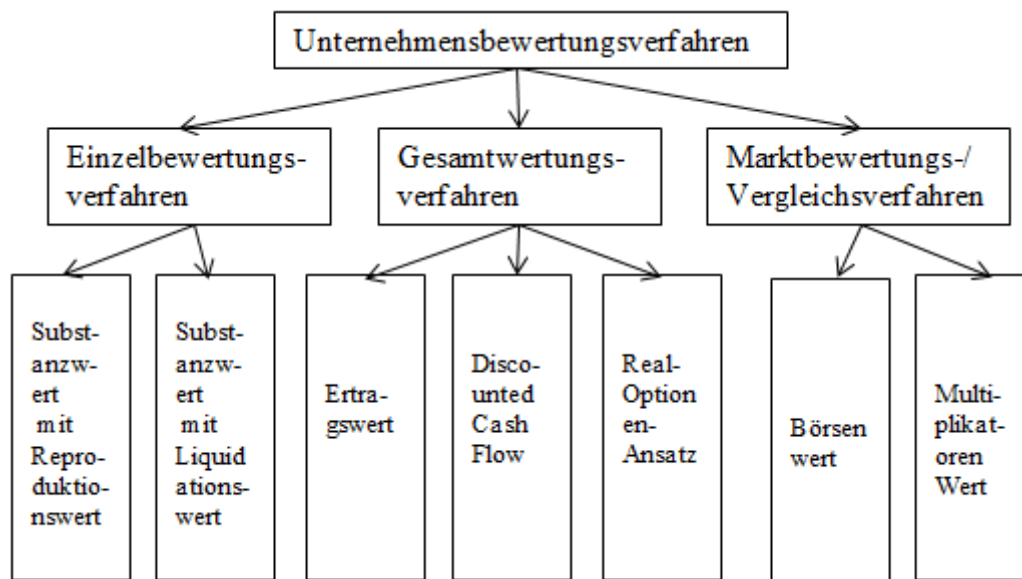


Abbildung 19. Verfahren zur Bestimmung des Stand-Alone-Werts²³⁶

Bei der Bewertung spielt die Identifizierung von Risiken eine entscheidende Rolle,²³⁷ da diese Einfluss auf den Unternehmenswert und den Transaktionserfolg hat.

Weil nie alle notwendigen Informationen vorhanden sind (besonders am Anfang der Transaktion), müssen Annahmen getroffen werden. An dieser Stelle ist es wichtig, dass diese gut und vollständig dokumentiert werden,²³⁸ um den Einfluss auf den Unternehmenswert nachvollziehen und neue Erkenntnisse schnell integrieren zu können. In der folgenden Grafik wird dargestellt wie sich der Transaktionserfolg (aus Käufer und Verkäufersicht) ergibt.

²³⁵ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 34)

²³⁶ Quelle:(Lucks & Meckl, 2002, S. 177)

²³⁷ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 36)

²³⁸ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 28)

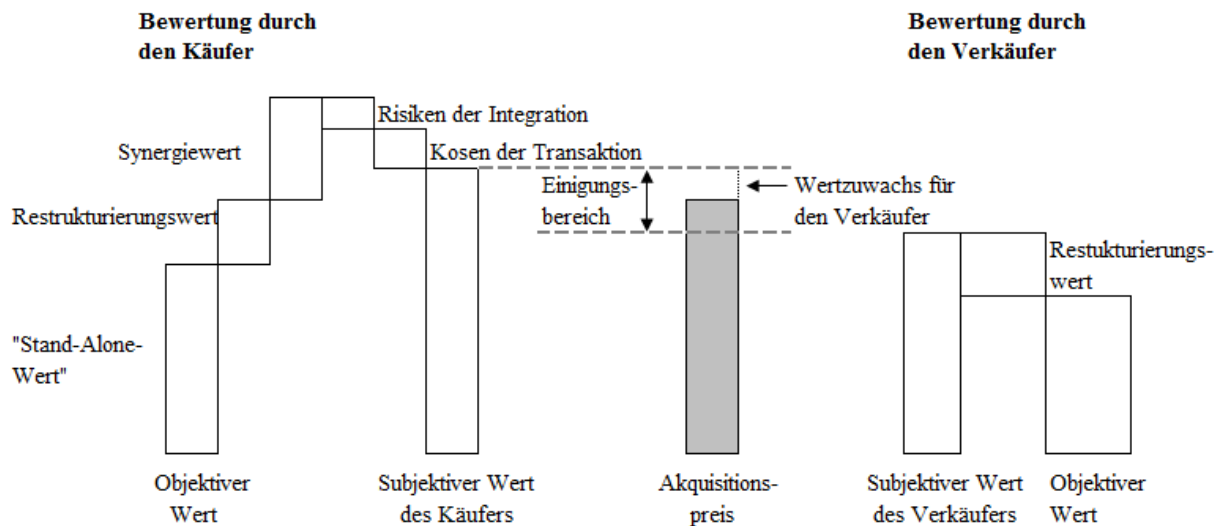


Abbildung 20. Preisbildung bei M&A Transaktionen²³⁹

Wie die Grafik zeigt bietet der Einigungsbereich nur einen kleinen Spielraum. Er beruht auf den subjektiven Erwartungen und Annahmen.

5.3.2.1. Substanzwertorientierte Bewertungsverfahren (Einzelbewertungsverfahren)

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes im Rahmen des Substanzwertverfahrens gibt es zwei Varianten. Der Unternehmenswert wird (1) auf Basis der Aktiva, was bei Fortführung der Wiederbeschaffungswert und bei Schließung (2) der Liquidationswert ist, ermittelt. Synergien und „Überwindung von Markteintrittsbarrieren“ werden jedoch nicht berücksichtigt.²⁴⁰

Dies inkludiert sowohl materielle als auch immaterielle Werte sowie betriebsnotwendige und nichtnotwendiges Vermögen und beschreibt den Preis der gezahlt werden müsste, um ein gleichwertiges Unternehmen zu schaffen.²⁴¹

In der Praxis findet man sie bei Verkäufen einzelner Assets und im Rahmen der Kreditsicherung.²⁴² Im Rahmen von M&A Transaktionen ist diese Methode jedoch weniger relevant, da sie lediglich den Minimalwert widerspiegelt, wichtige Aspekte wie Synergien und Zukunftswerte werden vernachlässigt.

Außerdem können Handlungsalternativen von Käufern und Verkäufern nicht abgebildet werden.²⁴³

²³⁹ Quelle: (Lucks & Meckl, 2002, S. 176 u 191)

²⁴⁰ Vgl. (Picot, 2002, S. 45)

²⁴¹ Vgl. (Born, 1995, S. 25f)

²⁴² Vgl. (Vogel, 2002, S. 174f)

²⁴³ Vgl. (Matschke & Brösel, 2013, S. 315)

5.3.2.2. Marktorientierte Verfahren

Der Marktwert spiegelt den Gleichgewichtspreis zwischen Angebot und Nachfrage wieder.²⁴⁴

Die Bewertung erfolgt anhand des Aktienkurses oder durch Multiples von, zumeist börsennotierten, Benchmarkunternehmen. Diese Vergleichsunternehmen werden anhand bestimmter Parameter ausgewählt, zur Berechnung werden branchenspezifische Faktoren heran gezogen.²⁴⁵ Dies basiert auf der Annahme, dass vergleichbare Unternehmen auch vergleichbare Preise haben sollten.²⁴⁶ Diese Methode findet besonders bei jungen Unternehmen Anwendung. Eine andere Möglichkeit besteht im Heranziehen vergleichbarer M&A Transaktionen.²⁴⁷

Zu Trading Multiples zählen diejenigen, die auf börsennotierten Unternehmen basieren, zu Transaktion Multiples solche, die auf vergleichbaren Transaktionen basieren.²⁴⁸

Hier bedarf es guter Marktkenntnisse, da auch Stärken und Schwächen des zu bewertenden Unternehmen mit einfließen müssen.²⁴⁹

Häufig werden folgende Indikatoren dazu genutzt vergleichbare Unternehmen zu identifizieren:

- „1. identischen oder vergleichbaren Märkten (...),
2. identische Phase im Lebenszyklus der Unternehmen,
3. vergleichbare Eigentumsverhältnissen,
4. vergleichbarer Größe,
5. vergleichbaren Forschungs- und Entwicklungs-, Produktions- und Vertriebsbedingungen,
6. vergleichbarer Finanzierung,
7. vergleichbaren Regulierungsaufgabe.“²⁵⁰

Es kann sehr schwer bis unmöglich sein, genug Vergleichsunternehmen zu identifizieren. Außerdem weicht die Realität häufig von den theoretischen Annahmen ab („effiziente Kapitalmärkte“) und die Besonderheiten der jeweiligen Transaktion gehen verloren.²⁵¹

Bei vergleichbaren Transaktionen handelt es sich um historische Daten. Dies bringt natürlich weitere Probleme mit sich, da sich die Marktlage stark verändert haben kann oder der Preis von gänzlich anderen Faktoren beeinflusst wurde.²⁵²

²⁴⁴ Vgl. (Born, 1995, S. 36)

²⁴⁵ Vgl. (Matschke & Brösel, 2013, S. 688); (Mandl & Rabel, 1997, S. 42ff)

²⁴⁶ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 257)

²⁴⁷ Vgl. (Picot, 2002, S. 46)

²⁴⁸ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 258)

²⁴⁹ Vgl. (Born, 1995, S. 36)

²⁵⁰ (Ballwieser, 2004, S. 191)

²⁵¹ Vgl. (Picot, 2002, S. 47)

²⁵² Vgl. (Ballwieser, 2004, S. 190f)

Multiples sind Schätzwerte, die besonders bei der Kandidatenauswahl wichtig sind, da hier Markt-, Erfahrung- oder Börsenwerte genommen werden. Folglich werden kaum interne Daten benötigt.²⁵³

Marktwert des Bewertungsobjektes (MW_Z)

Individuell festzulegenden Bezugsgröße (BG_Z) (z.B. Umsatz)

Marktwert des Referenzunternehmens (MW_R)

Bezugsgröße des Referenzunternehmens (BG_R).

Multiplikator des Referenzunternehmens (M_R)

Marktwert des Zielunternehmens (MW_Z)

Referenzobjekt

Bewertungsobjekt

Gesucht Größe

$$\frac{MW_R}{BG_R} = M_R = \frac{MW_Z}{BG_Z} \rightarrow M_R * BG_Z = MW_Z$$

Formel 1. Grundformel²⁵⁴

Je nach Situation werden unterschiedliche Multiples zu Rate gezogen, doch der Grundgedanke bleibt gleich. Wie die Grundformel zeigt wird immer ein Verhältnis aus dem Referenzobjekt errechnet, um eine Gewichtung zu finden, welche sich dann auf das Bezugsobjekt umlegen lässt. Häufig genutzte Multiple sind:

Bezugsbasis	Equity	Kurs-Gewinn-Verhältnis	Markt/Buchwert
	Entity/Enterprise	Enterprise/Umsatz Enterprise/EBIT Enterprise/EBITDA	Enterprise/Buchwert des Investierten Kapitals
		Basiert auf Stromgrößen	Basiert auf Bestandsgrößen

Tabelle 7. Darstellung häufig genutzter Multiples²⁵⁵

Die Nachteile liegen auf der Hand. Werden die falschen Unternehmen oder Transaktionen zu Rate gezogen kann kein realistisches Ergebnis kalkuliert werden. Dasselbe gilt für die Annahmen: Werden hier Fehler gemacht, spiegelt sich dies ebenfalls im Unternehmenswert

²⁵³ Vgl. (Picot, 2002, S. 329)

²⁵⁴ (Schacht & Fackler, 2009, S. 257)

²⁵⁵ (Picot, 2002, S. 330)

wieder. Die Tabelle 7 zeigt einige der häufig genutzten Multiples. Werte wie EBIT und EBITDA können durch bilanzielle Maßnahmen beeinflusst werden. Nur wenn genau geschaut wird wie diese Werte errechnet wurden und eine Bereinigung dieser Beträge vollzogen wurde, kommt es zu einer sinnvollen Aussage.

5.3.2.3. Gesamtbewertungsverfahren

Auch wenn es hier verschiedene Möglichkeiten zur Berechnung gibt, liegt allen Methoden die Investitionsrechnung zugrunde und somit wird der „Barwert aller zukünftigen Zahlungsströme an den Investor“ berechnet.²⁵⁶

5.3.2.3.1. Due Diligence

Entwickelt wurde das Konzept der Due Diligence 1933 von der SEC in den USA und soll der Kontrolle des Emissionsprospektes dienen, in seiner Weiterentwicklung wurde es ein Instrument der Risikobewertung.²⁵⁷

Um eine Due Diligence Bewertung durchzuführen sind viele Informationen nötig. Folglich sollte diese nur an potentielle Käufer weitergegeben werden, wenn diese eine Vertraulichkeitserklärung unterzeichnet haben.²⁵⁸ Auch wenn es Normen und Rechtsvorschriften bezüglich der Informationsquellen gibt²⁵⁹, handelt es sich um Zukunftswerte, welche folglich nicht eindeutig richtig oder falsch sein können.

Für die Bewertung werden Plandaten erstellt, wobei die Planung in zwei Phasen geteilt werden kann. Die erste geht über drei bis fünf Jahre und wird als Detailplanung bezeichnet. Die zweite wird, als ewige Rente, unendlich weit fortgeschrieben.²⁶⁰

Eine gezielte und systematische Due Diligence kann 2 sehr häufige Faktoren, die für das scheitern von M&A Projekten verantwortlich sind, verhindern:

- „a) das mangelnde Wissen um das Transaktionsobjekt in Bezug auf die geplante Strategie
- b) die Überbewertung der Synergiepotentiale und als Folg daraus die Vereinbarung eines überhöhten Unternehmenskaufpreises.“²⁶¹

Wer die DD durchführt hängt vom Unternehmen ab. So kann dies die Geschäftsleitung, ein Expertenteam oder (wenn das Unternehmen eine hat) eine eigenen M&A Abteilung damit beauftragen.²⁶²

²⁵⁶ Vgl. (Vogel, 2002, S. 177)

²⁵⁷ Vgl. (Picot, 2002, S. 269f)

²⁵⁸ Vgl. (Vogel, 2002, S. 160)

²⁵⁹ Vgl. (Vogel, 2002, S. 161)

²⁶⁰ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 22)

²⁶¹ (Picot, 2002, S. 267)

Zu Beginn wird eine Grund bzw. Basic DD erstellt, die sich dadurch auszeichnet, dass keine oder kaum interne Daten einfließen. Diese wird auch zur Kandidatenauswahl genutzt.²⁶³

Die endgültige DD besteht aus mehreren Teilbereichen

1. Strategisch: Diese Analyse bezieht sich auf das Zielunternehmen um zu prüfen, ob ein Deal überhaupt in Frage kommt. Dazu werden die Stärken und Schwächen analysiert, dessen strategische Planung genauer betrachtet, untersucht ob die Ziele korrelieren und somit ob Synergiepotential vorhanden ist und darauf aufbauend verschiedene Szenarien durchgespielt werden können.²⁶⁴

2. Operationale: Es ist wichtig das ausreichende Marktkennntnisse vorhanden sind und die Analyse der Unternehmensziele interne und externe Werte miteinschließt. Hierdurch können Synergien identifiziert und abgeschätzt werden.²⁶⁵

Der marktbezogene Teil der Analyse Bezieht sich auf internen Planungsansätze und die Entwicklung im Wettbewerb. Es werden historische Daten und Entwicklungen zu Rate gezogen um aussagen über die Prognosesicherheit zu machen.²⁶⁶

Im produktbezogenen Teil werden die technischen Entwicklung und die Verkaufschancen der Produkte des Zielunternehmens analysiert. Dazu werden „Produktprogramm“, „Marktspezifische Kosten und Ergebnisfaktoren“, „Absatzstruktur“ und „Vertriebsorganisation“ genauer unter die Lupe genommen.²⁶⁷

Daraus ergibt sich die Marketing DD an dessen Ziel „das Aufdecken der unternehmens- und marktbezogenen Chancen und Risiken, die die zukünftigen Entwicklungen des Unternehmens bestimmen und damit den Akquisitionserfolg der Transaktion absichern.“²⁶⁸

3. Technische: Hier wird untersucht wie die Produktion des Zielunternehmens abläuft und auf welchem Stand diese ist. Sowohl bei Produktions- als auch bei Dienstleistungsbetrieben ist der Modernisierungsgrad ein wichtiger Faktor.²⁶⁹ Die Unternehmensstruktur, Größe und Technologie spielt auch eine Rolle bei der Bewertung des Unternehmens sowie Koordination und Arbeitsprozesse und wird im Rahmen der Organisation und IT DD untersucht.²⁷⁰

²⁶² Vgl. (Picot, 2002, S. 272)

²⁶³ Vgl. (Picot, 2002, S. 275f)

²⁶⁴ Vgl. (Vogel, 2002, S. 164f)

²⁶⁵ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 42f)

²⁶⁶ Vgl. (Vogel, 2002, S. 165)

²⁶⁷ Vgl. (Born, 1995, S. 72f)

²⁶⁸ (Picot, 2002, S. 281)

²⁶⁹ Vgl. (Vogel, 2002, S. 166)

²⁷⁰ Vgl. (Picot, 2002, S. 294)

4. Finanzwirtschaftliche: Stellt den Mittelpunkt der Analyse da und beinhaltet das gesamte Spektrum des Rechnungswesens und Finanzwesens.²⁷¹ Die Financial DD beschreibt die Finanz und Wirtschaftslage, wobei hierfür Daten (GuV, Bilanz, Lagebericht und Anhang) die historische Basis liefern worauf die Planwerte für die Zukunft aufbauen. Wenn möglich sollte hier eine Kommunikation mit dem internen Rechnungswesen stattfinden, da diese Daten oft hilfreicher sind als die des externen. Nicht alle Abschlüsse entsprechen internationalen Standards, was die Vergleichbarkeit sehr schwer gestellen kann. Alle Abschlüsse müssen kritisch untersucht werden um bilanzielle Handgriffe zu durchschauen und versteckte Risiken aufzudecken²⁷²

Sie sollte folgende Bestandteile enthalten

- „- Vermögens-, Finanz- und Ertragslage,
- Liquiditätsstatus- und Rechnung,
- Analyse der Bilanzpolitik,
- Investitionen und Investitionsbedarf,
- Auftragsbestand,
- Funktionsfähigkeit des Controllings.“²⁷³

5. Steuerliche: Die Steuern werden dann im Rahmen der Tax DD untersucht, um die optimale Steuerstruktur zu finden und vergangenheitsbezogene Steuerrisiken für den Käufer zu vermeiden aber auch mögliche zukünftige Steuerersparnisse zu identifizieren.²⁷⁴

6. Personalbezogen: Analysiert „Management“, Mitarbeiter“, „Arbeitszeit“, „Qualifizierung“, Sozialleistung“ und „Management Audit“²⁷⁵ und wird auch eine entscheidende Rolle, bei der Überlegung ob die Mitarbeiter und das Management übernommen wird, spielen.

Weiche Human Resources Faktoren werden in der DD kaum beachtet, auch wenn dies einen hohen Einfluss auf den Erfolg hat. es gibt lediglich Ansätze die versuchen dem HR einen Wert zu zuordnen um das HR in der DD einzubinden, Besonders im Dienstleistungssektor ist das HR der maßgebliche Faktor im Unternehmenswert.²⁷⁶

In der Vorfeldphase stehen dem Unternehmen noch sehr wenige Informationen zur Verfügung, somit kann es sinnvoll sein einen Sachverständigen für diesen Bericht im M&A

²⁷¹ Vgl. (Vogel, 2002, S. 167)

²⁷² Vgl. (Picot, 2002, S. 278f)

²⁷³ (Schacht & Fackler, 2009, S. 42)

²⁷⁴ Vgl. (Picot, 2002, S. 291)

²⁷⁵ (Vogel, 2002, S. 169f)

²⁷⁶ Vgl. (Picot, 2002, S. 284f)

Team zu haben, welcher sein Augenmerk auf die Einflüsse des M&A Deals sowie den HR-Wert genauer betrachtet.²⁷⁷

In jedem Unternehmen gibt es Zahlen die für die Abbildung und Analyse der Mitarbeiter hilfreich sind. Hier z.B. Krankentage, Kosten, Lehrgänge, Abschlüsse. Im Rahmen von Befragungen können auch Werte wie Zufriedenheit eingeholt werden. Bei der Beurteilung der Führungsebene müssen die Werte der Einzelpersonen analysiert werden, was primär durch qualitative Methoden umsetzbar ist.²⁷⁸

7. Rechtliche: Betrachtet sowohl die interne als auch die externe Rechtsstruktur des Zielunternehmens und untersucht mögliche Risiken.²⁷⁹

Ein besonderes Augenmerk legt die Legal DD auf Verträge und Urkunden (intern unter anderem. Rechtsform der Gesellschaft, Struktur der Verteilung der Rechte im Unternehmen, Arbeitsverträge etc. Extern alle Verträge die mit Unternehmensexternen geschlossen wurden).²⁸⁰

Es sollten die Verträge im Vordergrund stehen, die die Finanzen des Unternehmens in Zukunft beeinflussen können.²⁸¹

8. Umweltbezogen: An dieser Stelle wird untersucht ob es Umweltrisiken gibt (Umweltvorschriften, Altlasten) oder Sanierungsbedarf existiert, da diese zu erheblichen Kosten führen können.²⁸²

5.3.2.3.2. Zur Berechnung von Gesamtbewertungsverfahren

Basis der Berechnung liefern die Erträge (Cash Flows), welche durch Mittelzuflüsse oder Ersparnisse (z.B. durch Synergien) erwirtschaftet werden.²⁸³

Im ersten Schritt werden die aktuellen und Plancashflows berechnet, um diese anschließend zu diskontieren - hierzu werden Marktdaten für die Planung benötigt.²⁸⁴

Gerade die Planung ist das zentrale Problem der Unternehmenswertfindung, zumal es immer fallspezifisch ist und es keine allgemeingültigen Regeln gibt. Für gewöhnlich bezieht sich die Detailplanung 3-5 maximal 10 Jahre (abhängig von der Genauigkeit der Planung), wobei der letzte Wert die Basis für die Planung der weiteren CF ist.²⁸⁵

²⁷⁷ Vgl. (Picot, 2002, S. 286)

²⁷⁸ Vgl. (Picot, 2002, S. 289)

²⁷⁹ Vgl. (Vogel, 2002, S. 170)

²⁸⁰ Vgl. (Picot, 2002, S. 290)

²⁸¹ Vgl. (Born, 1995, S. 79)

²⁸² Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 42)

²⁸³ Vgl. (Ballwieser, 2004, S. 8)

²⁸⁴ Vgl. (Picot, 2002, S. 313)

²⁸⁵ Vgl. (Picot, 2002, S. 316)

5.3.2.3.3. DCF Verfahren

Wie folgende Grafik zeigt lässt sich das Discounted-Cash-Flow-Verfahren wieder in Brutto und Nettoverfahren unterteilen. Die Bruttomethode unterscheidet weiter zwischen der APV und WACC Methode.

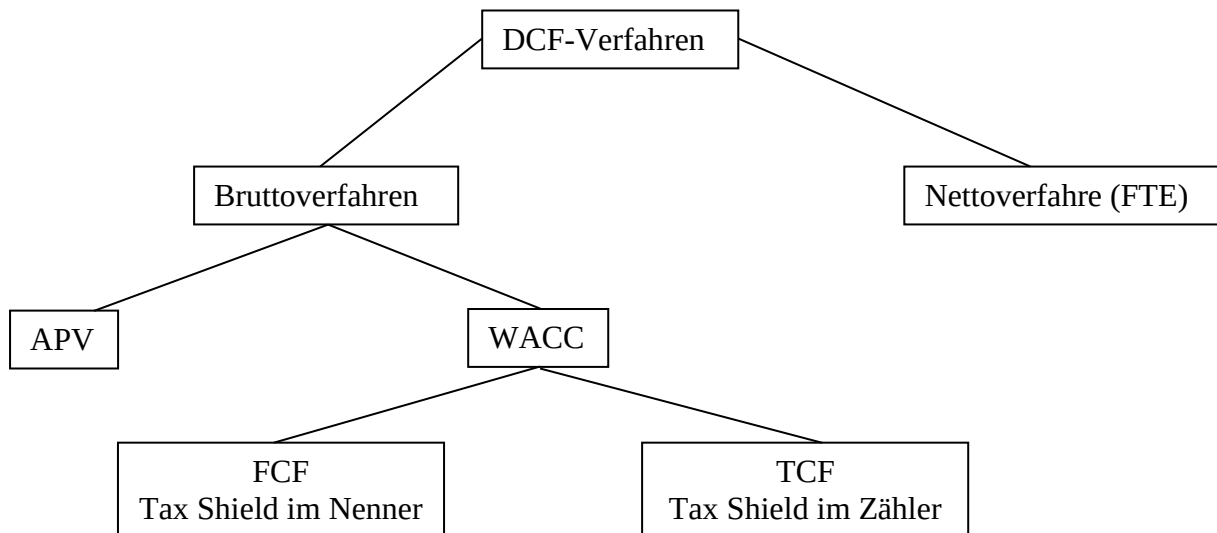


Abbildung 21. Die DCF-Verfahren²⁸⁶

Die Folgende Grafik veranschaulicht die Unterschiede und Gemeinsamkeiten der jeweiligen Verfahren.

Ansatz	Bruttoverfahren				Nettoverfahren Eigenkapital
	WACC	TCF	APV		
Konzeption	Dynamische Investitionsrechnung				
Zähler (Cash-flow)	BCF	TCF	BCF	Steuervorteil Fremdfinanzierung (TS)	NCF
Nenner (Zins)					
Berücksichtigung Tax-Shield	Nenner	Zähler	Nein	Seperate Komponente	
Ergebnis im 1. Schritt					
"Adjustierung"	Nettofinanzposition				
Endergebnis					

Abbildung 22. Unterschiede und Gemeinsamkeiten der DCF-Verfahren²⁸⁷

²⁸⁶ Quelle: (Ballwieser, 2004, S. 111)

²⁸⁷ Quelle: (Schacht & Fackler, 2009, S. 227)

Im Gegensatz zu den realoptionstheoretischbasierten Bewertungsmethoden (diese werden hier nicht näher erläutert), welche zu den strategischen Verfahren gehören, zählen die DCF basierten Verfahren zu den Kapitalmarkttheoretischen Verfahren. Bei den DCF Verfahren werden zukünftig erwartete Überschüsse abgezinst, somit kann der Marktwert des Eigenkapitals ermittelt werden.²⁸⁸ Damit dieser den Unternehmenswert widerspiegelt muss beachtet werden, ob der Basiswert auch den Fremdkapitalanteil inkludiert, was über den Diskontierungsfaktor zu korrigieren ist. Das Eigenkapital steht nur den Eigenkapitalgebern zu (z.B. Aktionäre) und ist eine residuale Erfolgsgröße von der die Nettozinsen bereits abgezogen sind.²⁸⁹

Der Abzinsungsfaktor besteht aus der Rendite, die durch eine Alternativinvestition erzielt werden könnte und der Risikoprämie für das nicht diversifizierbare Risiko.²⁹⁰

Im Folgenden werden das Nettoverfahren (Equity Ansatz), diese errechnet den Marktwert den Eigenkapitals direkt und das Bruttoverfahren (Entity Ansatz) welches den Marktwert indirekt errechnet, vorgestellt.

5.3.2.3.3.1 Ertragswertverfahren / Nettoverfahren

„Beim Nettoverfahren wird der Wert des Eigenkapitals direkt bestimmt. Es entspricht dem Ertragswertverfahren mit der Besonderheit, dass in der amerikanischen Literatur im Allgemeinen empfohlen wird den Risikozuschlag auf den Basiszins gemäß dem CAPM (Capital Asset Pricing Model) zu bestimmen.“²⁹¹

Die Grundidee stammt von der Risikodiversifizierung am Aktienmarkt bei dem es eine lineare Beziehung zwischen Renditeentwicklung und einzelnen Aktie.²⁹² Für den Risikoanteil der nicht wegdiversifiziert werden kann, muss es demnach eine Prämie geben. Diese Entschädigung wird als Risikoprämie bezeichnet und errechnet sich aus dem spezifischen Risiko der speziellen Aktie und der durchschnittlichen Marktrisikoprämie.²⁹³

Beim CAPM-Ansatz ergibt sich der Diskontierungsfaktor durch die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens mit einem gewissen Verschuldungsgrad und dem Operativen- und

²⁸⁸ Vgl. (Matschke & Brösel, 2013, S. 697f)

²⁸⁹ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 261)

²⁹⁰ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 109)

²⁹¹ (Ballwieser, 2004, S. 111)

²⁹² Vgl. (Mußhoff, 2007, S. 89)

²⁹³ Vgl. (Schneck, 2011)

Finanzrisiko. Diskontiert wir der Nett Cash Flow bei welchem sowohl die Fremdkapitalzinsen als auch die Steuerersparnisse, durch deren Abzugsfähigkeit beachtet werden.²⁹⁴

Der Eigenkapitalkostensatz errechnet sich wie folgt:

r_f = risikofreier Zinssatz

β = beschreibt die Volatilität der Rente und stellt das Unternehmen in den Bezug zum Marktportfolio (mit dem $\beta = 1$).

$(r_M - r_f)$ = Marktrisikoprämie

$\beta * (r_M - r_f)$ = gesamte Risikoprämie

$$K_{EK} = r_f + \beta * (r_M - r_f)$$

Formel 2. Eigenkapitalkosten

„Der Ertragswert ist (...) ein Bruttokapitalwert. Ertragskomponenten sind damit (1) Die Zeitpunkte und die Höhe der prognostizierten Nettozahlungen für die Eigentümer, (2) die Zahl der berücksichtigten Zeitpunkte und damit die Laufzeit der prognostizierten Nettozahlungen (3) die Abzinsungssätze.“²⁹⁵

Auch wenn im deutschen Raum noch häufig das Ertragswertverfahren angewandt wird, werden die DCF-Verfahren immer beliebter.²⁹⁶ Auf Grund der immer geringer werdenden Relevanz dieses Verfahrens wird nicht weiter darauf eingegangen.

Probleme: Die Umlegung von Eigen- und Fremdkapital auf Teilunternehmen oder bestimmte Abteilungen ist zumindest teilweise willkürlich. Desweiteren zieht eine Änderung bezüglich der Annahmen über die Kapitalstruktur eine komplette Neuplanung nach sich.²⁹⁷ Dies wird auch ein Grund für die sinkende Relevanz, dieser Methode sein.

5.3.2.3.2. APV

Die Adjusted Present Value Methode startet die Berechnung mit dem unverschuldeten Unternehmen und berücksichtigt erst in einem weiteren Schritt den Fremdkapitalanteil. Der Gesamtwert ergibt sich dann aus der Summe der beiden Teile.²⁹⁸ Der Vorteil der sich ergibt bezieht sich auf die Steuern. So kann ein Unternehmens- und Einkommenssteuereffekt verrechnet werden.²⁹⁹

²⁹⁴ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 23)

²⁹⁵ (Ballwieser, 2004, S. 12f)

²⁹⁶ Vgl. (Picot, 2002, S. 48)

²⁹⁷ Vgl. (Ballwieser, 2004, S. 175f)

²⁹⁸ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 24)

²⁹⁹ Vgl. (Ballwieser, 2004, S. 113)

Somit unterscheidet sich die APV Methode von den andern Bruttomethoden dadurch, dass sie den Verschuldungsgrad explizit mit einrechnet. Die anderen Methoden tun dies implizit.³⁰⁰

Es gibt einige Faktoren die für die Berechnung nach dieser Methode spricht. Es ist nicht immer möglich die Methode des WACC zu nutzen, was beim APV nicht der Fall ist. Auch seine geringer Fehleranfälligkeit und die bessere Nachvollziehbarkeit bezüglich der Quellen des Unternehmenswertes spricht für diese Variante.³⁰¹ Dennoch hat auch dieser Ansatz eine großes Problem. Die Eigenkapitalkosten des rein eigenfinanzierten Unternehmens sind eine essenzielle Größe, aber sie ist nicht beobachtbar und muss geschätzt werden. Dies geschieht meist über β von denen historische Daten existieren.³⁰²

$$UW = EK = GK - FK = V^u + V^s - FK$$

(Formel 3. Unternehmenswert)

UW = Unternehmenswert; EK = Marktwert des Eigenkapitals; GK = Marktwert des Gesamtkapitals; FK = Marktwert des Fremdkapitals V^u = Marktwert des unverschuldeten, d.h. rein eigenfinanzierten Unternehmens; V^s = Wert der Steuervorteile aus Verschuldung“³⁰³

Und

$$V^u = \frac{FCF}{r_{EK}^u} \quad V^s = \frac{FK * s * r_{FK}}{r_{EK}}$$

FCF = Erwartungswert des Cash Flow der Eigentümer bei reiner Eigenfinanzierung

r_{EK}^u = Eigenkapitalkosten bei reiner Eigenfinanzierung

FK = Marktwert = Nominalwert des Fremdkapitals

s = Unternehmenssteuersatz für den Steuervorteil des Fremdkapitals

r_{EK} = Fremdkapitalkosten

5.3.2.3.3. WACC

Der WACC kann in TCF und FCF unterteilt werden. Im Folgenden wird erst der FCF beschrieben und anschließend wird auf den Unterschied zum TCF eingegangen, da dieser nur in der unterschiedlichen Berücksichtigung des Tax Shields besteht.³⁰⁴

Die gesamten Cash Flows, inklusive der Zukünftigen werden mit einem gewichteten Kapitalkostensatz diskontiert. Die Gewichtung ergibt sich aus dem Verhältnis von Eigen- und

³⁰⁰ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 24)

³⁰¹ Vgl. (Ballwieser, 2004, S. 113)

³⁰² Vgl. (Ballwieser, 2004, S. 128f)

³⁰³ (Ballwieser, 2004, S. 114)

³⁰⁴ Vgl. (Ballwieser, 2004, S. 140)

Fremdkapital. Der Marktwert des Fremdkapitals vermindert das Gesamtkapital, das nicht betriebsnotwendigen Vermögens wird mit eingerechnet. Wobei dies auch für den TCF gilt.³⁰⁵

Kosten des EK: Die Kosten des Eigenkapitals setzen sich aus dem Basiszinssatz (Risikoloser Zinssatz basierend auf Anleihen) und dem nicht diversifizierbaren Risiko (CAPM) zusammen.³⁰⁶

Die FK Kosten setzen sich aus dem Risikolosen Zinssatz + Risikozuschlag des jeweiligen Unternehmens - Steuerersparnisse zusammen.³⁰⁷

Für die Berechnung muss auch der Verschuldungsgrad geplant werden und darüber nachgedacht werden, ob dieser gleich bleibt oder sich über die Zeit verändert.³⁰⁸

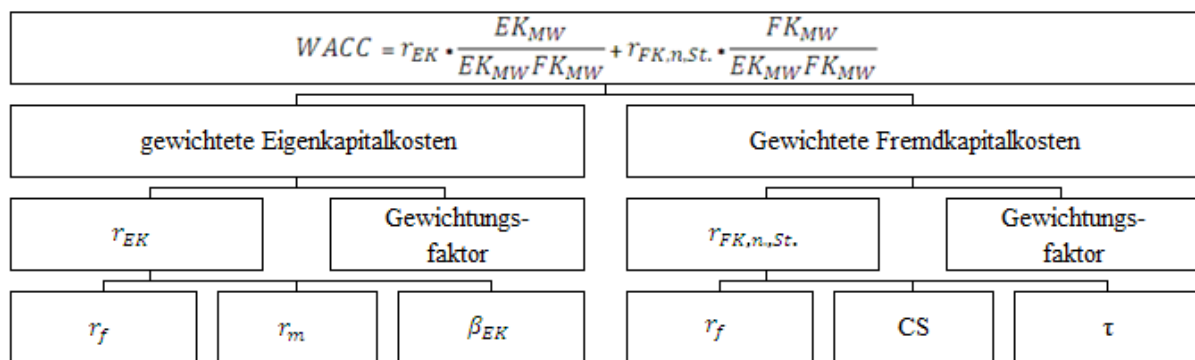


Abbildung 23. Zusammensetzung des WACC³⁰⁹

5.3.2.3.3.4. TCF

Der eigentliche Unterschied zum FCF Ansatz liegt lediglich in der Einbeziehung des Tax Shields, da dieses bereits im Cash Flow berücksichtigt wird.³¹⁰

„Anders als beim FCF-Verfahren werden (...) nicht Free Cash Flows diskontiert, sondern Cash Flows zwar vor Finanzierung, aber mit richtiger Erfassung des Stuvorteils.“³¹¹

Probleme des WACC: Eine große Erleichterung bei der Berechnung ist ein periodenunabhängiger WACC. Eine zu starke Schwankung in der Kapitalstruktur der Marktwerte kann zu einem Hauptproblem werden. Um diese relativ konstant zu halten bedarf

³⁰⁵ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 24)

³⁰⁶ Vgl. (Picot, 2002, S. 319)

³⁰⁷ Vgl. (Picot, 2002, S. 320)

³⁰⁸ Vgl. (Picot, 2002, S. 321)

³⁰⁹ Quelle: (Schacht & Fackler, 2009, S. 212)

³¹⁰ Vgl. (Schacht & Fackler, 2009, S. 223)

³¹¹ (Ballwieser, 2004, S. 116)

es einer unrealistischen Annahme. So muss die Finanzierung einer unternehmenswertproportional getätigt werden.³¹²

Neben diesen Problemen kommt beim TCF Ansatz hinzu, dass er kaum Praxisrelevant und inkonsistent ist, da die Cash Flows vor Finanzierung aber mit Steuervorteil berechnet werden.³¹³

5.3.2.3.4. Vergleich der Methoden

Theoretisch lässt sich jede Methode in die jeweils anderen überführen. Aber nur mit den richtigen Anpassungen kommen alle auf dasselbe Ergebnis. Je nach dem welcher Weg gewählt wird, bedingen sie andere Informationen und Annahmen. Somit kommen sie in der Realität auch zu unterschiedlichen Ergebnissen. Dennoch gibt es nicht „den einen richtigen Weg“.³¹⁴

³¹² Vgl. (Ballwieser, 2004, S. 145f)

³¹³ Vgl. (Ballwieser, 2004, S. 168f)

³¹⁴ Vgl. (Ballwieser, 2004, S. 176f)

6. Fazit

Nachdem nun alle essentiellen Punkte bis zum hin zum Closing beschrieben wurden, soll abschließend zusammengefasst werden, wo die Erfolgsfaktoren zu finden sind. Am Beginn dieser Arbeit wurde auf die historische Entwicklung eingegangen. Wäre es möglich die dort beschriebenen Mergerwellen frühzeitig zu erkennen, würde die wohl einen entscheidenden Erfolgsfaktor darstellen, auch wenn dieser Makroökonomisch ist. Es wurde jedoch festgestellt, dass keine der beschriebenen Wellen von Experten vorhergesagt wurde.

Auf Mikroebene können die ersten Erfolgsfaktoren bezüglich der Motive für eine M&A Transaktion identifiziert werden. Wird eine Transaktion aus den falschen Gründen in die Wege geleitet ist ein Scheitern recht wahrscheinlich. Dies zeigt sich bei jenen Gründen die auf dem Egoismus der Manager beruhen. Wird die Transaktion z.B. durchgeführt um die Macht des Managers zu steigern oder Zahlen zu manipulieren, kann es zwar im Kurzzeithorizont zu einem Erfolg kommen. Passt die Transaktion jedoch nicht zu der Unternehmensstrategie, sind die Ressourcen des Unternehmens nicht ausreichen oder sind die Risiken zu hoch, ist ein Misserfolg nicht verwunderlich. Transaktionen die ökonomisch oder zumindest strategisch sinnvoll sind, haben das Potential zum Erfolg zu führen. Soll durch diese Maßnahmen die Marktmacht gesteigert werden oder Kosten eingespart werden, zeigt sich sofort, dass dem Unternehmen ein Vorteil zu Gute kommt. Dies ist auch bei der Ausnutzung von Synergien, dem Ausbau der Kernkompetenzen oder der Risikostreuung der Fall.

Weitere Erfolgsfaktoren finden sich in der Vorfeldphase. Am Anfang steht ein klares Ziel, diese muss entlang des gesamten Prozesses im Fokus bleiben und ist Teil der ganzheitlichen Planung. Die entwickelten Strategien sollen zwar klar definiert aber auch flexibel sein. Die richtigen Kandidaten zu identifizieren ist ebenso essentiell für den Erfolg. Hier dürfen keine geeigneten Unternehmen übersehen werden. Die gefundenen Kandidaten müssen anschließend objektiv beurteilt und mit den eigenen Zielen abgeglichen werden. Dies geschieht anhand spezieller Analysemethoden. Bei deren Auswertung ist es unumgänglich die Ergebnisse im Gesamtbild zu betrachten und kritisch zu hinterfragen. Sollte sich im Zuge der Analyse heraus stellen das ein Kandidat nicht passt, auch wenn es zuvor zu den Favoriten zählte, muss dieser verworfen werden.

Um die Bewertung richtig durchführen zu können, bedarf es Information, welche gerade am Anfang des M&A Prozesses schwer zu bekommen ist. Je mehr Information vorhanden ist

desto wahrscheinlicher führt die Transaktion zum Erfolg. Dies zeigt sich besonders in der Verhandlung da Informationen die Basis für Argumente bieten. Jede gewonnene Information muss genau dokumentiert und muss kritisch hinterfragt werden, da jedes Unternehmen die Information weiter gibt die dieses optimal darstellt. Um auf der sicheren Seite zu sein, sollte eine schriftliche Vertrauenserklärung unterzeichnet werden.

Um Fehler frühzeitig zu erkennen ist ein gutes Controlling von Nöten. Diese sollte aus Experten bestehen die bereits Erfahrung mit M&A Transaktionen haben. Hier gilt es das ursprüngliche Ziel im Auge zu behalten und kontinuierlich zu arbeiten. Je früher Fehler erkannt werden, desto eher kann entgegen gewirkt werden. Daher ist ein unbeschränkter Informationszugang von wichtig.

Ein häufiger Fehler findet sich im Human Resource. Dieser Faktor wird oft vernachlässigt, ist jedoch, gerade bei Dienstleistungsunternehmen, ein essentieller Wert.

In der Transaktionsphase findet sich der Kern des Erfolgs, die Verhandlung. Die Strategie die zuvor entwickelt wurde muss auch hier im Auge behalten werden und mit jeder neuen Information neu überarbeitet werden. Der rechtliche Aspekt ist auch essentiell, da z.B. Kartellrichtlinien für einen Abbruch der Verhandlung verantwortlich sein können. In diesem Teil der Transaktion sind viele Personen beteiligt, sowohl Theoretiker als auch Praktiker. Diese gilt es zu koordinieren und die Informationsweitergabe untereinander transparent zu gestalten.

In der Verhandlung ist jede Information von Bedeutung. So sollte bereits bei der Erstansprache ein Vertrauensverhältnis geschaffen werden, um möglichst schnell an wichtige Daten zu kommen. Dies allein reicht jedoch nicht aus. Es kann u.a. von Bedeutung sein an welchem Ort die Verhandlung stattfindet. So sollte dieser mit Bedacht gewählt werden. Zu Beginn sollte festgelegt werden, welche Rollen die Verhandelnden einnehmen und welcher Verhandlungsstil gewählt wird (hart oder weich). Für den Erfolg sollte versucht werden die Verhandlung zu leiten, um Stärken der eigenen Partei auszunutzen. In jeder Verhandlung sind die Machtverhältnisse unterschiedlich. Diese müssen richtig eingeschätzt werden, um zielführend darauf reagieren zu können. Neben der richtigen Zeiteinteilung (hier wird die Bedeutung oft unterschätzt) ist der kulturelle Faktor sehr bedeutend. Wie die Beispiele im Kapitel Verhandlung gezeigt haben, können hier große Missverständnisse auftreten. So sollte vor der Verhandlung genug recherchiert werden, um hier alle Faktoren zu kennen. Dadurch kann die Beziehung der Verhandelnden maßgeblich gestaltet werden.

Auch wenn die Gegenseite die besseren Argumente hat, kann diese in der Verhandlung unterliegen, wenn diese schlechter verhandeln kann. Hilfreich sind Kenntnisse der nonverbalen Kommunikation. Sie macht einen essentiellen Teil der Wirkung aus. Je besser der Verhandlungspartner gelesen werden kann, umso geschickter kann darauf reagiert und die Verhandlung gelenkt werden.

Der Einsatz von Mediatoren ist nicht immer von Nöten, kann in einer festgefahrenen Situation jedoch die Rettung sein. Damit es gar nicht dazu kommt, dass eine Verhandlung an diesen Punkt kommt, gibt es Methoden wie z.B. das Harvard Konzept. Dies zeigt auf, dass die persönliche Ebene gesund sein muss, um sachlich argumentieren zu können. Es außerdem werden Wege aufgezeigt wie mit kritischen Situationen umzugehen ist.

Schlussendlich geht es in jeder Verhandlung um einen Kauf/Verkauf. Demnach bedarf es eines Preises. Das dieser weder eindeutig noch leicht zu ermitteln ist, wurde zuvor dargestellt. Hier bedarf es Informationen um den errechneten Wert in der Verhandlung zu rechtfertigen. Ist die wahre Preisvorstellung der Gegenseite abschätzbar hilft dies natürlich. Ein häufiger Fehler, der vermieden werden soll, ist die Überschätzung von Synergien und einen damit einhergehenden zu hohen Preis.

Kommt es zum Closing, ist es wichtig, dass alle Verträge fehlerfrei formuliert sind, um Probleme am Ende zu vermeiden. Dies könnte einen Streit auslösen der selbst so kurz vor Schluss zu einem Scheitern führen kann.

7. Anhang

7.1. Abstract

In der heutigen Wirtschaftswelt sind M&A Transaktionen ein essenzieller Bestandteil. Da ein Großteil der M&A Projekte nicht zum Abschluss kommen, stellt sich die Frage, worin die Ursachen dafür liegen. In dieser Arbeit werden die Erfolgsfaktoren näher untersucht, wobei diese nur bis zum Closing und nur auf Mikroebene untersucht werden. Somit beginnt die Analyse bei den Gründen der Manager sich für eine M&A Transaktion zu entscheiden und zieht sich durch die einzelnen Schritte der Vorfeldphase bis hin zum Ende der Transaktionsphase. Besonderes Augenmerk liegt auf der Verhandlung da sich hier entscheidet ob es zum Closing kommt oder nicht. Hierzu wird die aktuelle Literatur zu Rate gezogen und untersucht wo Erfolgsfaktoren zu finden sind und worauf in der Praxis zu achten ist. Es zeigt sich, dass die falschen Gründe, somit solche die auf dem Egoismus der Manager beruhen, zum Scheitern führen können. Ein weiterer essenzieller Punkt ist die Informationsgewinnung. Falsche oder fehlende Information führt zu Fehleinschätzungen, wodurch ein Scheitern begründet sein kann. Die Verhandlung stellt den Kern der Transaktion da. Zunächst bieten Informationen die Basis für die Argumentation und die Bewertung. Die Bewertung dient wiederum zur Bildung der Preisvorstellung, welche in der Verhandlung zur endgültigen Preisfindung dient. In der Verhandlung sind jedoch nicht nur Informationen und Argumente von Bedeutung. Das Verhandlungsgeschick und Kenntnisse in der nonverbalen Kommunikation machen ebenso einen wichtigen Faktor aus. Zuletzt kann festgestellt werden, dass kulturelle Faktoren in der Verhandlung von hoher Bedeutung sind. So kann Unwissenheit bezüglich der Kultur des Verhandlungspartners für den Misserfolg verantwortlich sein.

7.2. Lebenslauf

Nathalie Licht

Berufliche Aus- und Weiterbildung

10/10 - dato	Magisterstudium der Betriebswirtschaft an der Universität Wien
10/07 - 08/12	Bakkalaureatstudium der Publizistik- und Kommunikationswissenschaften an der Universität Wien
03/07 - 06/10	Bakkalaureatstudium der Betriebswirtschaft an der Universität Wien
2004 - 2006	Staatliches Eifel Gymnasium / Neuerburg
2003	Nikolaus-von-Kues Gymnasium / Bernkastel-Kues

Beruflicher Werdegang

07/10 - 09/10	Telis Finanz AG / Bitburg / Praktikum
07/11 - 09/11	Assenagon Asset Management S.A. / Luxemburg / Praktikum
03/12 - 08/12	carpima GmbH / Wien / Praktikum

8. Literaturverzeichnis

- Ahern, K. R., Daminelli, D., & Fracassi, C. (2010). Lost in Translation? The Effect of Cultural Values on Mergers around the World. *Ross School of Business Research Paper*, S. 1-58.
- Alkhafaji, A. F. (2001). *Corporate Transformation and Restructuring A Strategic Approach*. Westport: Quorum Books.
- Ballwieser, W. (2004). *Unternehmensbewertung Prozeß, Methoden und Probleme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Bamberger, B. (1994). *Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland: eine theoretische und empirische Untersuchung*. Bergisch Gladbach u.a.
- Baumann, R. (2012). *Leveraged Buyouts Eine empirische Untersuchung der finanziellen Charakteristika, Vermögenseffekte und brancheninternen Effekte*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Behrmann, M. (2013). *Verhandeln und Überzeugen*. Göttingen ad all: Hogrefe Verlag GmbH & Co KG.
- Birkenbihl, V. F. (1985). *Signale des Körpers: Körpersprache verstehen*. Heidelberg: MVG Verlag.
- Böcker, G. C. (2011). *Synergieeffekte und Integration bei Mergers & Acquisitions: Fallbeispiele aus der Automobilindustrie*. Hamburg: Diplomica Verlag.
- Born, K. (1995). *Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Borowicz, F., & Mittermair, K. (2006). *Strategisches Management Von Mergers and Acquisitions State of the Art in Deutschland und Österreich*. Wiesbaden: GWV Verlag.
- Breuer, W., & Breuer, C. (kein Datum). *wirtschaftslexikon.gabler.de*. Abgerufen am 02. 01 2014 von wirtschaftslexikon.gabler.de:
<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/3611/portfolio-selection-v6.html>
- Bruno, T., & Adamczyk, G. (2012). *Körpersprache*. Freiburg: Haufe Lexware GmbH & Co KG.
- Büchel, B. (1997). *Joint Venture-Management. Aus Kooperationen lernen* . Bern.
- Burchhaed, U., & Bongartz, U. (1998). Fussion: Der Reiz des schnellen Wachstums. *Die Bank* , Heft 7, 392-396.
- Coenenberg, A. G., & Jacoby, S. (2000). Akquisition und Unternehmensbewertung. *Betriebswirtschaft für Fortgeschrittene, Bd 30*, S. 177-206.

- Copeland, T., & Weston, F. J. (1988). *Financial Theory and Corporate Policy*. Menlo Park: Addison Wesley.
- Cultur Communication. (27. April 2010). *Alles reine Verhandlungssache? Wie sich das Harvard-Konzept in interkulturellen Verhandlungen umsetzen lässt*. Abgerufen am 10. März 2014 von Cultur Communication Blog: <http://www.culturecommunication-germany.com/blog/tag/interkulturelle-verhandlungskompetenz/>
- Dicke, R. (2007). *Strategische Unternehmensplanung mit Hilfe eines Assumption-based-Trith-Maintenance-Systems (ATMS) Formalisierung eines Kontingenzansatzes in Prädikatenlogik und Anpassungsplanung nach dem Net-Change-Prinzip*. Wiesbaden: GEV Fachverlag GmbH.
- Ebner, S. (2012). <http://d-nb.info>. Abgerufen am 19. 02 2014 von Essays on the economics of Mergers & Acquisitions: <http://d-nb.info/103131783X/34>
- Erbacher, C. E. (2010). *Grundzüge der Verhandlungsführung*. Zürich: vdf Hochschulverlag.
- Fierl, M. E. (2000). Zeitdruck als Methode: zähes Verhandeln ist in Indien ein sportliches Vergnügen. Gedult und Taktik führen zum Erfolg. *Asia Bridge*, 22.
- Fischer, D. (2000). *Mergers & Acquisitions: Ziele und Erfolgsfaktoren - Ergebnisse einer Befragung von Entscheidungsträgern im Mittelstand in: Finanzbuchhalter und Controller, 24 Jahrgang, August 2000, S.169 - 192.*
- Fischer, R., Patton, B., & Ury, P. (2009). *Das Harvard-Konzept: der Klassiker der Verhandlungstechnik*. Frankfurt am Main: Campus Verlag.
- Frank, S. (21. Februar 2011). *International erfolgreich agieren*. Abgerufen am 9. März 2014 von Handelsblatt: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/strategie/deutschland-weltspitze-international-erfolgreich-agieren-seite-2/3866628-2.html>
- Gehrt, J. (2010). *Flexibilität in Langfristigen Verträgen: Eine Ökonomische Analyse Des vertraglichen Nachverhandlungsdesigns bei PPP-Projekten*. Wiesbaden: Gablerverlag.
- Gerpott, T. (1933). *Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Ghuri, P. N., & Usunier, J.-C. (2003). *International Business Negotiations*. Oxford: Elsevier.
- Hamel, G., & Prahalad, C. (1995). *Wettlauf um die Zukunft*. Wien: Ueberreuter.
- Handelsblatt Management Verlag. (2012). *Die besten Checklisten für Manager L - Z*. Frankfurt am Main: Campus Verlag.

- Heinen, E. (1991). *Industriebetriebslehre - Entscheidungen im Industriebetrieb*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Hofstede, G. (Oktober 1980). Culture and Organizations. *International Studies of Management and Organization*, S. 1-24.
- Hofstede, G. (20. Mai 2012). *Geert Hofstede & Gert Jan Hofstede*. Abgerufen am 9. März 2014 von <http://www.geerthofstede.nl/dimensions-of-national-cultures>
- Höhn, G. (2009). *Examens-Repetitorium Wettbewerbs- und Kartellrecht*. Heidelberg, München, Landsberg, Frechen, Hamburg: Hüthing Jehle Rehm GmbH.
- Hölters, W. (1989). *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskauf*. Köln.
- Jansen, S. A. (2001). *Mergers & Acquisitions Unternehmensakquisition und -Kooperation*. Wiesbaden: Springer Fachmedienverlag.
- Jansen, S. A. (2004). *Management von Unternehmenszusammenschlüssen - Theorien, Thesen, Tests und Tools*. Stuttgart: Klett-Cotta.
- Jansen, S. A. (2008). *Mergers & Acquisitions Unternehmensakquisition und -kooperation Eine strategische, organisatorische und kapitaltheoretische Einführung*. Wiesbaden: Gabler I GWV.
- Jirka, G. (2010). *Flexibilität in Langfristigen Verträgen: Eine Ökonomische Analyse Des vertraglichen Nachverhandlungsdesignes bei PPP-Projekten*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Kantowski, J. (2010). *Einsatz von Realoptionen im Investitionscotrolling am Beispiel Biotechnologie*. Lohmar Köln: Josef Eul Verlag GmbH.
- Karrass, C. L. (1992). *The Negotiating Game: How to Get What You Want*. New York: Harper Business.
- Kaup, K. C. (2008). *Transaktionserfolg Von Mergers and Acquisitions in Der Logistik: Die Konsolidierung aus Sicht des Kapitalmarktes*. Wiesbade: GWV Fachverlag.
- Keuper, F. (2001). *Strategisches Management*. Oldenburg: Oldenbourg Wissenschaftsverlag.
- Kindt, A. (kein Datum). *So erleichtern Sie sich den Kontakt*. Abgerufen am 10. März 2014 von 4managers: <http://4managers.de/management/tipps/verstehen-was-chinesen-wollen/>
- Kogler, R. (1992). *Synergiemanagement in Aquisitons- und Integrationsprozess von Unternehmungen: Eine empirische Untersuchung anhand branchenübergreifender Fallstudien*. München: GBI.

- Kolesky, K. (2006). *Management kultureller Integrationsprozesse bei grenzüberschreitenden Unternehmenszusammenschlüssen Eine Analyse westeuropäischer Akquisitionen in Osteuropa*. Kassel: kassl universtity press GmbH.
- Kotler, P., Keller, K. L., & Bliemel, F. (2007). *Marketing-Management: Strategien für wertschaffenes Handeln*. München: Person Verlag.
- Kreggenfeld, U. (2009). *Verhandlungen in und zwischen Organisationen*. Frankfurt am Main: Peter Lang GmbH.
- Kubitschek, C., & Meckl, R. (12 2000). Die ökonomischen Aspekte des Wissensmanagements Anreize und Instrumente zur Entwicklung und Offenlegung von Wissen. *ZfbP* , S. 742-761.
- Kuhner, C., & Maltry, H. (2006). *Unternehmensbewertung*. Berlin Heidelberg: Springer Verlag.
- Lückmann, R., & Schinauer, F. (04. 07 2001). Firman zum Schnäppchenpreis. *Handelsblatt*, S. 11.
- Lucks, D.-I. K., & Meckl, P. D. (2002). *Internationale Mergers & Acquisition Der prozessorientierte Ansatz*. Berlin, Heidelberg, New York: Springer.
- Mandl, G., & Rabel, K. (1997). *Unternehmensbewertung*. Wien: Ueberreuter.
- Matschke, M. J., & Brösel, G. (2013). *Unternehmensbewertung Funktionen Methoden Grundsätze*. Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- Matschnig, M. (2012). *Körpersprache im Beruf: Wie Sie andere überzeugen und begeistern*. Gräfe und Unzer Verlag GmbH.
- Matzler, K., Müller , J., & Mooradian, T. A. (2011). *Strategisches Management Konzepte und Methoden*. Wien: Linde.
- Meinhardt, Y. (2002). *Veränderung von Geschäftsmodellen in der dynamischen Industrie* . Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag GmbH.
- Menz, M., Ebersbach, L., & Menges, J. (2007). *Mergers & Acquisitions von der Strategie zur Integration*. St Gallen: Haupt Verlag.
- Meyer, L. M. (2011). <http://elpub.bib.uni-wuppertal.de>. Abgerufen am 11. 12 2013 von Erfolgsfaktoren bei Mergers & Acquisitions eine epirische Untersuchung externer Einflussfaktoren auf den Transaktionserfolg: <http://elpub.bib.uni-wuppertal.de/servlets/DerivateServlet/Derivate-3176/db1104.pdf>
- Morosini, P., Shane, S., & Singh, H. (1998). National Cultural Distance and Cross-Border Acquisition Performance. *JIBS*, S. 137-158.

- Mußhoff, J. (2007). *Erfolgreiche M&A-Transaktionen in der europäischen Bankindustrie*. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Navarro, J. (2013). *Menschen lesen: Ein FBI-Agent erklärt, wie man Körpersprache entschlüsselt*. München: mvg Verlag.
- Penzel, H.-G., & Pietig, C. (2000). *MergerGuide: Handbuch für die Integration von Banken*. Gabler Verlag.
- Pfaff, D. (2004). *Praxishandbuch Marketing: Grundlagen und Instrumente*. Frankfurt am Main, New York: Campus Verlag.
- Philippi-Beck, P., & Rock, H. (1999 Heft 10). Letter of Intent: Die Essential. *M&A Review*, 419-421.
- Picot, P. (2002). *Handbuch Merger & Acquisitions Planung, Durchführung, Integration*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Pieper, R. (1991). *Lexikon Management*. Wiesbaden: Gabler.
- Porter, M. E. (1988). *Wettbewerbsstrategie Methoden und Analysen von Branchen und Konkurrenten*. Frankfurt am Main: Campus Verlag.
- Porter, M. E. (1992). *Wettbewerbsvorteile - Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten*. Frankfurt am Main: Campus.
- Porter, M. (May-June 1987). From Competitive Advantage to Corporate Strategy. *HBR*, 43-59.
- Portner, J. (2010). *Besser verhandeln: das Trainingsbuch*. Offenbach: Gabler Verlag.
- Prahalad, C., & Hamel, G. (May-June 1990). The CoreCompetence of the Corporation. *HRB*, 79-91.
- Prof. Dr. Thorsten, G. J. (1993). *Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen*. Deutschland: Schäffer-Poeschel.
- Reichender, T. (1992). *Investment Banking (German Edition): Mergers & Acquisitions Buyouts Junk Bonds Going Public*. Springer Verlag.
- Reinecke, S., & Janz, S. (2007). *Marketingcontrolling: Sicherstellen von Marketingeffektivität und -effizienz*. Stuttgart: Kohlhammer Verlag.
- Riede, M. (2012). *Determinanten erfolgreicher Stakeholderdialoge. Erfolgsfaktoren von Dialogverfahren zwischen Unternehmen und Nichtregierungsorganisationen*. Kassel: Kassel university press GmbH.
- Schacht, U., & Fackler, M. (2009). *Praxishandbuch Unternehmensbewertung Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele*. Wiesbaden: GWV Fachverlag.

- Schäfer, R. (2012). *Konflikte als Chance: Einfluss der Organisationskultur auf die Entwicklung eines Konfliktklärungssystems in einem Kinderhaus*. Hamburg: Diplomica verlag.
- Schneck, O. (2011). *Lexikon der Betriebswirtschaft: 3.500 grundlegende und aktuelle Begriffe für Studium und Beruf*. Deutscher Taschenbuch Verlag.
- Schneider, S. (2010). *E-Book-Markt 2009 Analyse und Entwicklung des E-Book-Marktes im (sic)deutschsprachigen Raum*. Hamburg: Diplomica Verlag GmbH.
- Schubert, W., & Küting, K. (1981). *Unternehmenszusammenschlüsse*. München: Vahlen.
- Schulze, F. (2010). *KMU im Wandel: Mehrwert im mittelständischen Unternehmen durch Implementierung eines Beschaffungscotrollings*. Hamburg: Diplomica Verlag.
- Settnik, U. (2006). *Mergers & Acquisitions auf dem deutschen Versicherungsmarkt eine empirische Analyse*. Wiesbaden: GWV Fachverlag.
- Simon, H. (April 1988). Management strategischer Wettbewerbsvorteil. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, S. 461-480.
- Spiller, H. J. (kein Datum). Das "Negotium". *JRB & Company*.
- The Boston Consulting Group. (kein Datum). *The Boston Consulting Group GmbH*.
Abgerufen am 11. 02 2014 von The Boston Consulting Group GmbH:
http://www.bcg.de/bcg_deutschland/geschichte/klassiker/portfoliomatrix.aspx
- Thiedemann, T. (2013). *Mehrwert für Unternehmen und Kunden durch Management von Kerngeschäftsprozessen unter Berücksichtigung von Transaktionskosten*. Bremen: Europäischer Hochschulverlag GmbH & Co. KG.
- Tom, C., & Weston, F. J. (1988). *Financial Theory and Corporate Policy*. Menlo Park.
- Tonscheidt Gösstl, D., & Stolzenburg, J. H. (1998). Fusins Fallen. *Personalwirtschaft*, S. 36-38.
- Tröger, N. H. (2003). *Mergers & Acquisitions im deutschen Banksektor: Eine Analyse der Bestimmungsfaktoren*. Wiesbaden: Dt Univ.- Verlag.
- Universität Erlangen. (kein Datum). <http://www.economics.phil.uni-erlangen.de>. Abgerufen am 04. 09 2013 von Strategie der Geschäftsfelder zwischen Kernkompetenzen und Diversifikation: http://www.economics.phil.uni-erlangen.de/lehre/bwl-archiv/lehrbuch/hst_kap1/strat_gf/strat_gf.PDF
- Universität Münster. (kein Datum). <http://www.wiwi.uni-muenster.de>. Abgerufen am 1. 11 2013 von Kernkompetenzen: <http://www.wiwi.uni-muenster.de/06/toplinks/glossar/glossar.php?begriff=24>
- Vogel, D. H. (2002). *M&A Ideal und Wirklichkeit*. Wiesbaden: Gabler Verlag.

- vom Mitzlaff, P. H. (2001). *Takeover Activity in Germany An Analysis of Premium Characteristics*. Diplomica Agentur.
- Welge, M., & Al-Laham, A. (2007). *Strategisches Management*. Gabler Verlag.
- Werner, H. (2008). *Supply Chain Management: Grundlagen, Strategien, Instrumente und Controlling*. Wiesbaden: GWV Fachverlag GmbH.
- Williamson, O. E. (1998). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: cothor Macmillan Canada, Inc.
- Wirtz, B. W. (2003). *Mergers & Acquisitions Management Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen*. Wiesbaden: Gabler.
- Witte, E. H. (2012). *Gruppen aufgabenorientiert moderieren: Theorie und Praxis*. Göttingen ad all: Hogrefe Verlag GmbH & Co KG.
- WP-Handbuch 1985/1986*. (1986). Düsseldorf: IDW Verlag.