

Bubik, Michael

**Book — Digitized Version**

## Erfolgskriterien für Unternehmenszusammenschlüsse: Eine theoretische und exemplarische Analyse

Hohenheimer volkswirtschaftliche Schriften, No. 49

**Provided in Cooperation with:**

Peter Lang International Academic Publishers

*Suggested Citation:* Bubik, Michael (2005) : Erfolgskriterien für Unternehmenszusammenschlüsse: Eine theoretische und exemplarische Analyse, Hohenheimer volkswirtschaftliche Schriften, No. 49, ISBN 978-3-631-75435-1, Peter Lang International Academic Publishers, Berlin, <https://doi.org/10.3726/b13955>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/182952>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Michael Bubik

# **Erfolgskriterien für Unternehmens- zusammenschlüsse**

Eine theoretische und exemplarische Analyse





Michael Bubik

## **Erfolgskriterien für Unternehmenszusammenschlüsse**

Unternehmenszusammenschlüsse als externe Wachstumsstrategien treten immer wieder wellenförmig in Erscheinung. Der Untersuchung der letzten bedeutenden Fusionswelle, die Mitte der 1990er Jahre begann und bis zum Jahrtausendwechsel anhielt, widmet sich diese Arbeit. Einen Schwerpunkt bildet hierbei – angesichts meist wenig rentabler Unternehmenszusammenschlüsse – die Ergründung von Motiven aus industrieökonomischer Perspektive. Anschließend werden exemplarisch einige Fusionsfälle auf ihren Erfolg hin untersucht. Einer jahresabschlußorientierten Untersuchung folgt die Bewertung durch den Kapitalmarkt sowie mögliche Alternativen zu einer Vollfusion. Eine Kooperation in einzelnen Funktionen oder Geschäftsbereichen zweier Unternehmen, sozusagen eine „Verlobung“, sollte demnach häufig einer „Hochzeit im Himmel“ vorgezogen werden.

Michael Bubik studierte von 1992 bis 1998 an der Universität Augsburg Wirtschaftswissenschaften mit dem Schwerpunkt auf Wirtschafts- und Unternehmenspolitik sowie Umweltökonomie. Anschließend war er als Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Mikroökonomik der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Hohenheim beschäftigt. Die Promotion wurde 2004 abgeschlossen.

## **Erfolgskriterien für Unternehmenszusammenschlüsse**

# Hohenheimer Volkswirtschaftliche Schriften

Herausgegeben von

Prof. Dr. Michael Ahlheim, Prof. Dr. Ansgar Belke,  
Prof. Dr. Rolf Caesar, Prof. Dr. Harald Hagemann, Prof. Dr. Klaus Herdzina,  
Prof. Dr. Walter Piesch, Prof. Dr. Ingo Schmidt, Prof. Dr. Ulrich Schwalbe,  
Prof. Dr. Peter Spahn, Prof. Dr. Gerhard Wagenhals,

Band 49



**PETER LANG**

Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

Michael Bubik

**Erfolgskriterien  
für Unternehmens-  
zusammenschlüsse**

Eine theoretische und  
exemplarische Analyse



**PETER LANG**

Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

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

Zugl.: Hohenheim, Univ., Diss., 2004

Open Access: The online version of this publication is published  
on [www.peterlang.com](http://www.peterlang.com) and [www.econstor.eu](http://www.econstor.eu) under the interna-  
tional Creative Commons License CC-BY 4.0. Learn more on  
how you can use and share this work: <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>.



This book is available Open Access thanks to the kind support of  
ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft.

Gedruckt mit Unterstützung der

**Stiftung**

Landesbank Baden-Württemberg

**LB≡BW**

Gedruckt auf alterungsbeständigem,  
säurefreiem Papier.

D 100

ISSN 0721-3085

ISBN 3-631-53168-0

ISBN 9978-3-631-75435-1 (eBook)

© Peter Lang GmbH

Europäischer Verlag der Wissenschaften

Frankfurt am Main 2005

Printed in Germany 1 2 3 4 6 7

[www.peterlang.de](http://www.peterlang.de)

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften der Universität Hohenheim im Sommersemester 2004 als Dissertation angenommen.

Einen sehr großen Anteil am Gelingen dieser Arbeit kommt der intensiven und kompetenten Betreuung durch meinen Doktorvater Prof. Dr. Ingo Schmidt zu, wofür ich ihm herzlich danke. Für konstruktive Anregungen danke ich weiterhin meinem Zweitgutachter Prof. Dr. Ulrich Schwalbe sowie Herrn Prof. Dr. Lothar Vollmer für sein Mitwirken am Promotionsverfahren.

Nicht weniger wichtig war mir die fachliche und freundschaftliche Unterstützung, die mir während meiner Tätigkeit am Lehrstuhl von den Kollegen Dr. Jörg Naeve, PD Dr. Hans Pitlik, Dr. Ulrich Scheurle, Dr. Annette Fritz, Jan Pieter Schulz, Alexander Rieger, Jörg Weltin, Birgit Staiger, Oliver Raschka, Sebastian Moll, Renate Strobel und Katja Hölsch zuteil wurde. In guter Erinnerung werden mir darüber hinaus die lebhaften, z.T. abstrusen, aber immer für allgemeine Erheiterung sorgenden Diskussionen des Sozialraums bleiben.

Ein besonderer Dank gebührt der großen Geduld meiner Eltern sowie Helene Weber und Mirjana, die an mich geglaubt und auf vielfältige materielle und emotionale Weise meiner Dissertation zu einem erfolgreichen Ende verholfen haben.

Ein Dankeschön möchte ich außerdem an die Stiftung Landesbank Baden-Württemberg richten, die mit einem Druckkostenzuschuß die Veröffentlichung dieser Arbeit gefördert hat.

Stuttgart, im Oktober 2004

Michael Bubik



## Inhaltsverzeichnis

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis.....	XIII
<b>1. Einleitung: Begriffliche Grundlagen.....</b>	<b>1</b>
<b>1.1. Systematisierung von Unternehmenszusammenschlußformen .....</b>	<b>4</b>
1.1.1. Begriffsabgrenzung: Mergers & Acquisitions .....	5
1.1.2. Einteilung nach dem Kriterium der Bindungsintensität.....	6
1.1.2.1. Kooperationen.....	7
1.1.2.2. Konzentration.....	8
1.1.3. Einteilung nach den bedeutendsten Formen der Konzentrations- strategie und deren Auswirkungen auf den Wettbewerb .....	9
1.1.3.1. Horizontale Zusammenschlüsse .....	10
1.1.3.2. Vertikale Zusammenschlüsse .....	11
1.1.3.3. Konglomerate Zusammenschlüsse.....	12
<b>1.2. Überblick über die Fusionswellen im 20. Jahrhundert.....</b>	<b>14</b>
1.2.1. Fusionswellen in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts .....	15
1.2.2. Konglomerate Zusammenschlüsse der 60er Jahre.....	16
1.2.3. Restrukturierung in den 80er Jahren .....	18
1.2.4. Entwicklung in Europa und Einsetzen der fünften Zusammen- schlußwelle .....	21
<b>1.3. Das Phänomen Globalisierung als Antriebskraft zunehmender Unternehmenszusammenschlüsse.....</b>	<b>22</b>
1.3.1. Ausmaß der Globalisierung .....	22
1.3.2. Auslösende Faktoren der Globalisierung .....	24
1.3.3. Auswirkungen auf Zusammenschlußaktivitäten der Unternehmen...	29
<b>2. Fusionsmotive.....</b>	<b>31</b>
<b>2.1. Steigerung der Effizienz versus Marktmacht.....</b>	<b>31</b>
2.1.1. Fusionen als Mittel zur Marktbeherrschung.....	34
<b>2.2. Der Domino-Effekt: Die Flucht nach vorn .....</b>	<b>47</b>
2.2.1. Endogene Fusionsmodelle zur Erklärung von Fusionswellen .....	51



2.2.2. Möglichkeiten und Grenzen endogener Fusionsmodelle .....	59
<b>2.3. Erwerb intangibler Vermögen .....</b>	<b>60</b>
<b>2.4. Metaökonomische Ziele (empire building-policy).....</b>	<b>61</b>
<b>3. Exemplarische Analyse von Unternehmenszusammenschlüssen .....</b>	<b>68</b>
<b>3.1. Überblick über die Entwicklung der Automobilindustrie.....</b>	<b>68</b>
3.1.1. Daimler-Benz AG / Chrysler Corporation (DaimlerChrysler).....	79
3.1.1.1. Ausgangslage vor der Fusion: Fall Daimler-Benz AG / Chrysler Corporation .....	79
3.1.1.2. Durchführung der Fusion .....	80
3.1.1.3. Motive für den Zusammenschluß .....	82
3.1.1.4. Bisherige Erfolge bzw. Mißerfolge der Fusion .....	85
3.1.2. BMW (Bieter) / Rover (Ziel) .....	91
3.1.2.1. Ausgangslage vor der Übernahme: BMW Group und Rover Group.....	91
3.1.2.2. Durchführung der Übernahme .....	92
3.1.2.3. Motive für die Übernahme .....	93
3.1.2.4. Verlauf der Übernahme und Verkauf der Rover Group .....	94
3.1.3. Renault Group / Nissan Motor Co. Ltd. ....	98
3.1.3.1. Ausgangslage vor der Beteiligung: Fall Renault Group / Nissan Motor Co. Ltd. ....	98
3.1.3.2. Durchführung der Beteiligung .....	99
3.1.3.3. Motive der Beteiligung.....	100
3.1.3.4. Bisherige Erfolge bzw. Mißerfolge der Beteiligung.....	101
<b>3.2. Überblick über die Entwicklung im Bankensektor.....</b>	<b>105</b>
3.2.1. Vereinsbank (Bieter) / Hypo-Bank (HypoVereinsbank) .....	117
3.2.1.1. Ausgangslage vor der Fusion: Bayerische Vereinsbank AG / Bayerische Hypotheken- und Wechselbank AG.....	117
3.2.1.2. Durchführung der Fusion .....	117
3.2.1.3. Motive für die Fusion.....	118
3.2.1.4. Bisheriger Erfolg der Fusion .....	119
3.2.2. Deutsche Bank (Bieter) / Bankers Trust.....	123
3.2.2.1. Ausgangslage vor der Übernahme: Deutsche Bank AG / Bankers Trust Corporation.....	124

3.2.2.2. Durchführung der Übernahme .....	125
3.2.2.3. Motive für die Übernahme .....	126
3.2.2.4. Bisheriger Erfolg der Übernahme .....	128
3.2.3. BNP (Bieter) / Paribas .....	133
3.2.3.1. Ausgangslage vor der Übernahme: Banque Nationale de Paris / Compagnie Financière de Paribas .....	133
3.2.3.2. Durchführung der feindlichen Übernahme .....	134
3.2.3.3. Motive für die Übernahme .....	135
3.2.3.4. Bisheriger Erfolg der Übernahme .....	136
<b>3.3. Überblick über die Entwicklung im Telekommunikationssektor ....</b>	<b>141</b>
3.3.1. Mannesmann (Bieter) / O.tel.o .....	157
3.3.1.1. Ausgangslage vor der Fusion: Mannesmann AG / o.tel.o communications GmbH & Co. ....	157
3.3.1.2. Durchführung der Übernahme .....	159
3.3.1.3. Motive für die Übernahme .....	159
3.3.1.4. Weitere Expansion der Mannesmann AG in Europa .....	160
3.3.2. Vodafone Plc. (Bieter) / Mannesmann AG .....	160
3.3.2.1. Ausgangslage vor der Übernahme: Vodafone Plc. / Mannesmann AG .....	161
3.3.2.2. Durchführung der feindlichen Übernahme .....	161
3.3.2.3. Motive der feindlichen Übernahme .....	164
3.3.2.4. Bisheriger Erfolg der feindlichen Übernahme .....	165
3.3.3. Olivetti (Bieter) / Telecom Italia .....	170
3.3.3.1. Ausgangslage vor der Übernahme: Olivetti S.p.A. (Bieter) / Telecom Italia S.p.A. ....	170
3.3.3.2. Durchführung der Übernahme .....	172
3.3.3.3. Motive für die Übernahme .....	174
3.3.3.4. Bisheriger Erfolg der feindlichen Übernahme .....	176
<b>3.4. Überblick über die Entwicklung im Pharmasektor .....</b>	<b>179</b>
3.4.1. Ciba Geigy / Sandoz (Novartis) .....	193
3.4.1.1. Ausgangslage vor der Fusion: Ciba Geigy AG / Sandoz AG ....	193
3.4.1.2. Durchführung der Fusion .....	195
3.4.1.3. Motive der Fusion .....	196
3.4.1.4. Bisheriger Erfolg der Fusion .....	197

3.4.2. Hoechst / Rhône Poulenc (Aventis) .....	203
3.4.2.1. Ausgangslage vor der Fusion: Hoechst AG / Rhône Poulenc S.A. ....	203
3.4.2.2. Durchführung der Fusion .....	205
3.4.2.3. Motive der Fusion .....	207
3.4.2.4. Bisheriger Erfolg der Fusion .....	208
3.4.3. Glaxo Wellcome / Smithkline Beecham (GlaxoSmithKline) .....	212
3.4.3.1. Ausgangslage vor der Fusion: Glaxo Wellcome Plc / Smithkline Beecham Plc .....	212
3.4.3.2. Durchführung der Fusion .....	214
3.4.3.3. Motive der Fusion .....	215
3.4.3.4. Bisheriger Erfolg der Fusion .....	216
<b>3.5. Fazit: Gibt es branchenübergreifende Motive bzw. Erfolgsindikatoren für Fusionen ? .....</b>	<b>220</b>
3.5.1. Jahresabschlußorientierte Bewertung .....	223
3.5.2. Kapitalmarktorientierte Bewertung .....	231
3.5.3. Vergleich der Ergebnisse mit früheren Untersuchungen .....	237
<b>4. Erfolgskriterien für Fusionen .....</b>	<b>242</b>
<b>4.1. Pre Merger Phase .....</b>	<b>242</b>
4.1.1. Erfolgskriterium Strategie: Konzentration auf die Kern- kompetenzen und Maximierung des Shareholder Value als Leitbild der modernen Unternehmensstrategie .....	242
4.1.2. Erfolgskriterium Asymmetrische Information: Problemerkennung im Zielunternehmen (Due-Diligence) .....	245
4.1.3. Erfolgskriterium Entscheidung unter Unsicherheit: Unternehmens- bewertung und daraus abgeleiteter Kauf- (Übernahme-) preis bzw. Anteilstauschverhältnis .....	249
<b>4.2. Post Merger Phase .....</b>	<b>259</b>
4.2.1. Erfolgskriterium Stakeholder: Kommunikation zwecks Ein- bindung der Mitarbeiter, Kunden und Zulieferer und Beruhigung der öffentlichen Meinung .....	259
4.2.2. Erfolgskriterium Geschwindigkeit: Rasche Umsetzung versus sorgfältige Planung und Analyse .....	264
<b>4.3. Erfolgskriterium Bindungsintensität .....</b>	<b>265</b>

<b>4.4. Vergleich der Ergebnisse der exemplarischen Untersuchung mit früheren Untersuchungen .....</b>	<b>267</b>
<b>5. Zusammenfassung und Ausblick .....</b>	<b>272</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>278</b>



## Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildung 1.1: Entwicklung des Transaktionsmarktes weltweit in Mrd. \$.....	1
Abbildung 1.2: Die 20 größten Unternehmensübernahmen weltweit im Zeitraum 1998 – 2002 in Mrd. € .....	2
Abbildung 1.3: Zusammenhang zwischen Bindungsintensität und Beschränkung der wirtschaftlichen Handlungsfreiheit .....	6
Abbildung 1.4: Grenzüberschreitende Interaktionskosten .....	25
Abbildung 2.1: Fusionsstrategien .....	49
Abbildung 3.1.1: Pkw-Neuzulassungen nach Segmenten in der Bundesrepublik Deutschland.....	71
Abbildung 3.1.2: Entwicklung der Weltautomobilproduktion .....	72
Abbildung 3.1.3: Neuzulassungen von Pkw in Westeuropa .....	72
Abbildung 3.1.4: Neuzulassungen von Pkw im Jahr 2001 nach Herstellern .....	74
Abbildung 3.1.5: Pkw-Neuzulassungen nach Marken in Westeuropa.....	75
Abbildung 3.1.6: Einsparpotentiale .....	83
Abbildung 3.1.7: Kursverlauf der Namensaktien der DaimlerChrysler AG .....	86
Abbildung 3.1.8: Kursverlauf der BMW-Stammaktien .....	94
Abbildung 3.1.9: Kursverlauf der Renault Group.....	102
Abbildung 3.2.1: Verhältnis von Sparen und Nettogeldvermögen.....	107
Abbildung 3.2.2: Anzahl der Filialen und Filialdichte.....	109
Abbildung 3.2.3: Die Entwicklung der Konzentrationsrate CR <sub>5</sub> in den EU-Mitgliedsländern.....	111
Abbildung 3.2.4: Anzahl der Kreditinstitute in den EU-Mitgliedsländern.....	114
Abbildung 3.2.5: Kursverlauf der Bayerischen Hypotheken- und Vereinsbank AG .....	120
Abbildung 3.2.6: Kursverlauf der Deutsche Bank AG .....	128
Abbildung 3.2.7: Kursverlauf der BNP Paribas.....	137
Abbildung 3.2.8: Bilanzsummen der französischen Banken 2001 .....	138
Abbildung 3.3.1: Liberalisierungsintensität der Telekommunikationsmärkte .....	142
Abbildung 3.3.2: Verhältnis zwischen Fest- und Mobilanschlüssen .....	143
Abbildung 3.3.3: Festnetz- und Mobilfunkanschlüsse .....	144

Abbildung 3.3.4: Umsatzerlöse der Unternehmen mit Telekommunikationsdienstleistungen in Deutschland .....	150
Abbildung 3.3.5: Marktanteile bei Festnetzanschlüssen .....	151
Abbildung 3.3.6: Entwicklung der Festnetztarife seit 1997 .....	155
Abbildung 3.3.7: Teilnehmerentwicklung in Mobiltelefonnetzen.....	156
Abbildung 3.3.8: Kursverlauf der Vodafone Plc .....	166
Abbildung 3.3.9: Kursverlauf der Olivetti S.p.A. ....	176
Abbildung 3.4.1: Segmente des Arzneimittelmarktes.....	181
Abbildung 3.4.2: Weltmarktvolumen des Pharmasektors .....	182
Abbildung 3.4.3: Apothekenumsätze in den bedeutendsten Pharmamärkten...	184
Abbildung 3.4.4: Umsatzanteile der Distributionskanäle des europäischen pharmazeutischen Marktvolumens.....	188
Abbildung 3.4.5: Stationen einer neuen Substanz bis zur Zulassung als Medikament .....	189
Abbildung 3.4.6: Kursverlauf der Novartis AG.....	198
Abbildung 3.4.7: Organisationsstruktur der Aventis S.A.....	206
Abbildung 3.4.8: Kursverlauf der Aventis S.A.....	209
Abbildung 3.4.9: Kursverlauf der GlaxoSmithKline Plc .....	217
Tabelle 3.5.1: Branchenabhängige Motive und Erfolgsindikatoren für Unternehmenszusammenschlüsse .....	221
Abbildung 3.5.2: Entwicklung des Material- und Personalaufwands sowie der Verschuldung.....	224
Abbildung 3.5.3: Ertragsentwicklung in der Telekommunikation .....	225
Abbildung 3.5.4: Aufwand- / Ertragsrelation und Entwicklung des Personalaufwands.....	227
Abbildung 3.5.5: Entwicklung der Kernkapitalquote und Risikovorsorge.....	224
Abbildung 3.5.6: Reingewinn bzw. Gewinnentwicklung in der Pharmaindustrie .....	226
Abbildung 3.5.7: Aufwendungen für Forschung und Entwicklung bzw. Verwaltung und Vertrieb (Marketing).....	227
Abbildung 3.5.8: Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf Goodwill (EBITDA) und Umsatzrendite.....	229

Abbildung 3.5.9: Absatzentwicklung mit und ohne übernommenes Unternehmen .....	230
Tabelle 3.5.10: Abnormale Renditen der untersuchten Unternehmenszusammenschlüsse .....	236
Abbildung 4.1: Varianten der Discounted Cash Flow-Verfahren .....	253
Abbildung 4.2: Cash-Flow Abgrenzungen .....	255
Tabelle 4.3a: (Miß-) Erfolgskriterien der untersuchten Fusionsfälle.....	271
Tabelle 4.3b: (Miß-) Erfolgskriterien der untersuchten Fusionsfälle .....	272





## 1. Einleitung: Begriffliche Grundlagen

Die Verfolgung einer externen Wachstumsstrategie im Zuge von Unternehmenszusammenschlüssen war bereits Gegenstand zahlreicher Publikationen, insbesondere in den letzten Jahren. Trotz des großen Interesses, das diesem Thema entgegengebracht wird, bleiben nach wie vor viele Fragen offen. Viele Studien kommen zu ernüchternden Ergebnissen im Hinblick auf den Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen, oft mit dem simultanen Hinweis, daß insbesondere Fusionen als eine Unternehmenszusammenschlußform aber weiterhin ein Begleiter eines notwendigen Strukturwandels bleiben werden. Diesen scheinbaren Widerspruch aufzulösen und auch mögliche Alternativen zu Fusionen aufzuzeigen, gehört zu den Kernaufgaben dieser Arbeit. Erkennt man aber die Notwendigkeit von Fusionen an, ergibt sich als weitere Aufgabenstellung, den Ursachen der Erfolglosigkeit der überwiegenden Anzahl von Fusionen auf den Grund zu gehen. Im besten Fall lassen sich anhand der erfolgreichen Zusammenschlüsse Kriterien isolieren, die den Erfolg einer Fusion begünstigen.

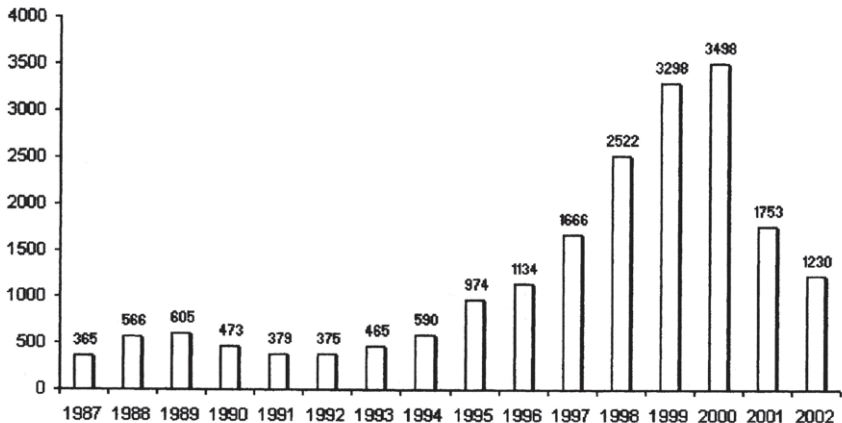


Abbildung 1.1: Entwicklung des Transaktionsmarktes weltweit in Mrd. \$

Quelle: Thomson Financial Group

Die Aktualität und Relevanz des Themas Fusionen und Übernahmen läßt sich an der starken Zunahme der Fusionsfälle und noch mehr an der Entwicklung des Transaktionsvolumens ablesen, das im absoluten Boomjahr 2000 ungefähr dem deutschen Bruttosozialprodukt entspricht. Insbesondere fällt ein Trend zu immer größeren Fusionen, sogenannten Megafusionen auf.

Rang	Käufer	Kaufobjekt	Branche	Jahr	Wert*)
1	Vodafone Group (GB)	Mannesmann (D)	Telekommunikation	2000	189,7
2	AOL (USA)	Time Warner (USA)	Internet/Medien	2000	119,5
3	Pfizer (USA)	Warner-Lambert (USA)	Pharma	2000	79,7
4	Exxon (USA)	Mobil (USA)	Öl	1998	69,9
5	Glaxo Wellcome (GB)	Smithkline (GB)	Pharma	2000	65,5
6	Travelers (Citigroup) (USA)	Citicorp (USA)	Banken	1998	63,7
7	NationsBank (USA)	Bank America (USA)	Banken	1998	55,8
8	SBC Communications (USA)	Ameritech (USA)	Telekommunikation	1999	54,9
9	Vodafone Group (GB)	Air Touch Commun. (USA)	Telekommunikation	1999	54,9
10	Pfizer (USA)	Pharmacia (USA)	Pharma	2002	53,1
11	AT&T (USA)	MediaOne (USA)	Telekom/Kabel-TV	1999	51,3
12	AT&T (USA)	Tele-Communications (USA)	Telekommunikation	1998	48,7
13	Total Fina (F)	Elf Aquitaine (F)	Mineralöl	1999	46,9
14	Bell Atlantic (USA)	GTE (USA)	Telekommunikation	1998	46,9
15	Deutsche Telekom (D)	Voicestream Wireless (USA)	Telekommunikation	2000	44,9
16	Qwest (USA)	US West (USA)	Telekommunikation	1999	43,4
17	BP (GB)	Amoco (USA)	Öl	1998	43,4
18	Chevron (USA)	Texaco (USA)	Öl	2000	40,5
19	Franc Télécom (F)	Orange (GB)	Telekommunikation	2000	40,0
20	Pacific Century Cyber Works	Cable & Wireless HKT (Hongk)	Telekommunikation	2000	33,7

*Abbildung 1.2: Die 20 größten Unternehmensübernahmen weltweit im Zeitraum 1998 – 2002 in Mrd. €*

Quelle: Thomson Financial Group

Der Peak im Jahr 2000 spiegelt sich auch in den einzelnen Fusionsfällen wider, denn die größten und spektakulärsten Zusammenschlüsse erfolgten im Zeitraum 1998 bis 2000. Trotz der Dominanz der amerikanischen Fälle, was überwiegend auf die durchschnittlich höhere Börsenbewertung der amerikanischen Unternehmen zurückzuführen ist, konnte man von einer weltweiten Fusionswelle sprechen. Die Zahl der Fusionsfälle ist seit dem Jahr 2000 mit dem Abflauen auf den Kapitalmärkten stark rückläufig, da ein Aktientausch bei sinkenden Kursen weit weniger attraktiv ist. Der ausbleibende Erfolg vieler Fusionen und Übernahmen bremste die Entwicklung zusätzlich, da der Kapitalmarkt in den letzten Jahren nicht mehr automatisch jede Fusion mit Kursaufschlägen goutiert.

Im folgenden Abschnitt dieses Kapitels wird daher die gesamte Palette an Unternehmens-zusammenschlußformen dargestellt. Es stellt sich heraus, daß die Fusion als engste, denkbare Bindung zwischen zwei Unternehmen nur eine von vielen Möglichkeiten einer unternehmensübergreifenden Zusammenarbeit darstellt. Daran anschließend werden die historisch aufgetretenen Häufungen von Fusionen in bestimmten Zeiträumen auf ihre Ursachen und Folgen untersucht. Die oben angeführte fünfte Fusionswelle startete Anfang der 90er Jahre in den USA und setzte sich ab Mitte der 90er Jahre in Europa fort. Ein vom Unternehmen nicht direkt beeinflussbarer unternehmensexterner Faktor, der Unternehmenszusammenschlüsse forciert, ist die zunehmende Verflechtung der Weltwirtschaft, die im letzten Abschnitt des Kapitels beleuchtet wird. Ermöglicht wurde die zunehmende weltwirtschaftliche Integration durch eine drastische Verringe-

rung der Kosten internationaler Expansion. Durch die Liberalisierung und Deregulierung bisher abgeschotteter Märkte ist neben einem günstigeren Engagement auch die rechtliche Basis für Direktinvestitionen in Form von Fusionen geschaffen worden.

Das zweite Kapitel widmet sich den Zielen bzw. Motiven, die den Fusionen zugrundeliegen. Insbesondere wird die Ambivalenz zwischen den positiven Auswirkungen einer Steigerung der Effizienz einerseits und den negativen Folgen einer Verstärkung einer marktbeherrschenden Stellung andererseits beleuchtet. Weiterhin widmet sich dieser Abschnitt der Auswahl eines geeigneten Fusionspartners aus industrieökonomischer Perspektive sowie den technologischen spillovers, die durch einen Zusammenschluß erzielt werden können. Ein nach wie vor umstrittener Aspekt in diesem Zusammenhang bildet die Motivlage der Unternehmensleitung. Handeln sie wirklich vollständig im Sinne der Anteilseigner oder verfügen sie über Handlungsspielräume um eigene, abweichende Ziele mit einer Fusion zu verfolgen.

Das dritte Kapitel bildet vom Umfang und Gewicht den Hauptteil der Arbeit. Es werden vier Branchen im Hinblick auf die historisch gewachsene Entwicklung bzw. die Relevanz von Wettbewerbsparametern mittels einer Marktanalyse untersucht. Unter Berücksichtigung daraus gewonnener Rahmenbedingungen für die Unternehmen werden exemplarisch jeweils drei Fusionsfälle pro Branche untersucht. Der deskriptiven Darstellung der betrachteten Fusionsfälle folgt eine Erfolgsbewertung auf Basis jahresabschlußorientierter Daten sowie der Reaktionen des Kapitalmarktes durch die Berechnung einer abnormalen Rendite unter Verwendung des Marktmodells.

Das letzte Kapitel analysiert die eher betriebswirtschaftlichen Instrumente bzw. Strategieansätze, die den Erfolg einer Fusion sicherstellen sollen. Aus einer kritischen Analyse dieser Instrumente heraus werden Kriterien erarbeitet, welche für den Erfolg einer Fusion maßgeblich verantwortlich sind. Sind die mit einer Fusion auftretenden Schwierigkeiten unüberbrückbar, folgt letztlich ein alternativer Lösungsvorschlag, der das notwendige, externe Wachstum von Unternehmen ermöglichen soll.

## 1.1. Systematisierung von Unternehmenszusammenschlußformen

Aufgrund der vielfältigen Verwendung des Begriffes Unternehmenszusammenschluß erscheint es zweckmäßig, ihn für den Zweck dieser Arbeit einzugrenzen und zu systematisieren. Im Deutschen kann „Unternehmenszusammenschluß“ als Oberbegriff verstanden werden.

Unternehmenszusammenschlüsse entstehen durch Verbindung von bisher rechtlich und wirtschaftlich selbständigen Unternehmen zu größeren Wirtschaftseinheiten mit einer mehr oder weniger starken Beschränkung ihrer **wirtschaftlichen Dispositionsfreiheit**, ohne daß dadurch die **rechtliche Selbständigkeit** aufgehoben werden muß.<sup>1</sup> Diese Begriffsdefinition bildet den Ausgangspunkt für die nun folgenden Systematisierungsversuche.

Ein Ordnungsrahmen für Unternehmenszusammenschlüsse erscheint auch für die hier vorliegende Arbeit vonnöten zu sein, um der Vielfalt und Komplexität von Unternehmensverbindungen Herr zu werden. Die nun folgenden Systematisierungen sollen jedoch nicht als allgemeine Handlungsanweisung verstanden werden. Auch können nicht alle Verbindungsformen mit ihren spezifischen Eigenheiten dargestellt werden. Je nach betrachtetem Kriterium können unterschiedliche Fragestellungen erörtert werden. Um Unternehmenszusammenschlüsse erfolgreich durchführen und beurteilen zu können, muß von einer eindimensionalen Betrachtungsweise Abstand genommen und diese durch eine interdisziplinäre Herangehensweise ersetzt werden.

Eine Einteilung nach dem Grad der Bindungsintensität ist besonders geeignet, die unterschiedlichen Auswirkungen aus Unternehmenssicht aufzuzeigen, die mit einer bestimmten Zusammenschlußform verbunden sind. Diese Einteilung ist vor allem in der Betriebswirtschaftslehre üblich.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht erscheint es wiederum zweckmäßiger, eine Einteilung nach den leistungswirtschaftlichen Austauschbeziehungen der beteiligten Unternehmen vorzunehmen, um einerseits mögliche Synergiepotentiale, andererseits Auswirkungen auf den Wettbewerb abschätzen zu können.

Weiterhin kann zur Untersuchung der effizienten Gestaltung von Transaktionsbeziehungen die Neue Institutionenökonomie herangezogen werden. Bei vertikalen Zusammenschlüssen, oft Folge eines „make or buy“-Problems, kann der Transaktionskostenansatz die Entscheidung erleichtern. Darüber hinaus bilden die Beziehung zwischen Eigentümern und Managern und die damit verbundenen

---

<sup>1</sup> Vgl. Wöhe, Günter, Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 21.Aufl., München 2002, S. 302., und Neumann, Andreas, Fusionen und fusionsähnliche Zusammenschlüsse, Bern 1994, S. 33.

Probleme der optimalen Ausgestaltung von Anreizsystemen ein weiteres wichtiges Anwendungsfeld.<sup>2</sup>

Eine weitere Unterscheidung kann danach erfolgen, ob der Zusammenschluß freiwillig oder zwangsweise erfolgt ist. Es handelt sich demnach dann um eine freundliche oder eine feindliche Übernahme.

### 1.1.1. Begriffsabgrenzung: Mergers & Acquisitions

Der häufige Gebrauch des Anglizismus „Mergers and Acquisitions“ hat dazu geführt, daß die Begriffsverwendung noch uneinheitlicher bzw. unübersichtlicher wurde. Deshalb sollen im folgenden die Unterschiede zur deutschen Begriffsverwendung deutlich gemacht werden.

Die beiden Begriffsbestandteile unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Zahlungsweise. Die unbare Begleichung des Kaufpreises stellt auf den Begriff „Merger“ ab.<sup>3</sup> Hierbei erfolgt die Bezahlung durch eine Ausgabe von Aktien des Käuferunternehmens. Der Begriffsteil „Acquisitions“ zielt auf den Kauf eines Unternehmens durch Barzahlung, im Zuge einer Ausgabe von Schuldtiteln des Erwerbers oder durch Ausgabe von Eigenkapitalanteilen bzw. Schuldtiteln des Kaufobjekts ab. Bei einer Barzahlung muß das erwerbende Unternehmen den Aktionären des zu erwerbenden Unternehmens den Kaufpreis des aktuellen Börsenkurses zuzüglich einer Prämie anbieten. Die Prämie muß die erwartete Wertschöpfung des Zusammenschlusses widerspiegeln. Ansonsten besteht die Gefahr, daß die Aktionäre ihre Anteile behalten, um vom gestiegenen Börsenkurs nach der Übernahme zu profitieren.<sup>4</sup> Wenn sich ein zu großer Anteil der Aktionäre in dieser Weise verhält, kann es zum Scheitern des Übernahmeversuches kommen. Mit Hilfe dieser Argumentationsweise ist die Schlußfolgerung einsichtig, daß bei Übernahmen im allgemeinen die Aktionäre des übernommenen Unternehmens mehr profitieren als die Aktionäre des akquirierenden Unternehmens.<sup>5</sup>

Erfolgt die Bezahlung des zu erwerbenden Unternehmens in Aktien, so erhalten die Aktionäre des Zielunternehmens entweder Aktien des akquirierenden Unternehmens oder Aktien des neu gegründeten Gemeinschaftsunternehmens.<sup>6</sup> Die Schwierigkeit dieser Bezahlungsform liegt in der Festlegung des Umtauschver-

<sup>2</sup> Vgl. Fischer, Marcus, Typologien von Unternehmensverbindungen und Theorie der strategischen Führung, München 1995, S. 14.

<sup>3</sup> Z.B. im Fall Vodafone / Mannesmann.

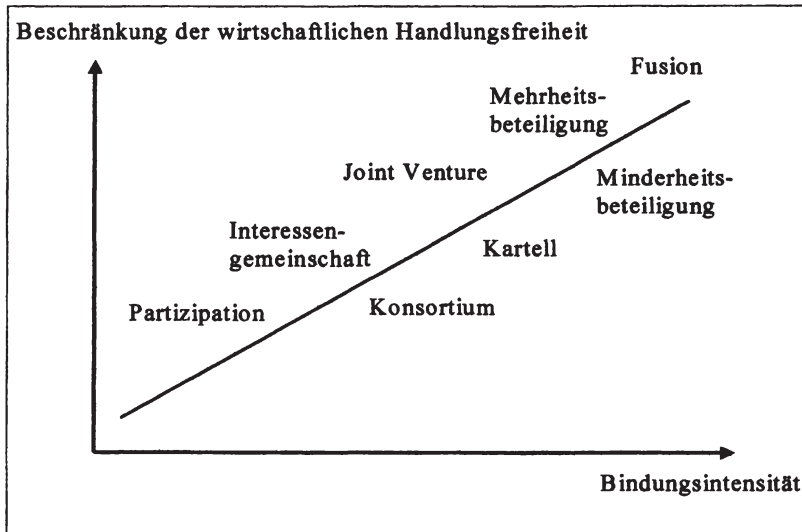
<sup>4</sup> Man spricht hier auch vom Trittbrettfahreneffekt.

<sup>5</sup> Wie sich bei den Untersuchungen der Erfolgsträchtigkeit von Unternehmensübernahmen von Bühner, Rolf, Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in Deutschland, Stuttgart 1990, S. 41 ff., und Ravenscraft, David J., und F.M.Sherer, The Profitability of Mergers, in: International Journal of Industrial Organization 7 (1989), S. 101 ff. erwiesen hat.

<sup>6</sup> Wie im Falle des Zusammenschlusses von Daimler-Benz und Chrysler zu DaimlerChrysler.

hältnisse und der Entwicklung des Börsenkurses des Gemeinschaftsunternehmens. Die Börsenkurse können bereits vor der Übernahme bzw. dem Zusammenschluß durch Gerüchte verzerrt worden sein, so daß die „richtige“ Bewertung, die von Wirtschaftsprüfern in einem Sondergutachten vorgenommen wird, auf vielfältige Probleme trifft.<sup>7</sup>

### 1.1.2. Einteilung nach dem Kriterium der Bindungsintensität



*Abbildung 1.3: Zusammenhang zwischen Bindungsintensität und Beschränkung der wirtschaftlichen Handlungsfreiheit*

Quelle: In Anlehnung an Götsche, A., *Mergers & Acquisitions im Mittelstand*, Wiesbaden 1991, S.24.

Das Kriterium der Bindungsintensität beschreibt die Stärke der unternehmerischen Zusammenarbeit. Ein Aspekt der Bindungsintensität ist dabei die formale Art und Weise des Zusammenschlusses. Es kann sich hierbei um eine rein mündliche oder schriftliche Vereinbarung oder auch um konkludente Verhaltensweisen handeln.<sup>8</sup> Das zweite Kriterium betrifft das Ausmaß der eingeschränkten Dispositionsfreiheit. Zusammenschlüsse differieren in dem Grad des

<sup>7</sup> Diese Problematik wird im 4. Kapitel eingehender diskutiert werden.

<sup>8</sup> Vgl. Schubert, Werner, und Karlheinz Küting, *Unternehmungszusammenschlüsse*, München 1981, S. 8.



Verlustes an wirtschaftlicher Handlungsfreiheit und inwieweit die rechtliche Selbständigkeit aufgegeben wird. Mit zunehmender Intensität der Bindung steigt auch das Risiko der gewählten Zusammenschlußform. Alternativ könnte man eine zunehmende Bindungsintensität mit einem abnehmenden Grad der Dispositionsfreiheit gleichsetzen.<sup>9</sup> Anhand dieser Einteilung kann man die Unternehmenszusammenschlüsse schließlich in Formen der Kooperation und Konzentration unterscheiden.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist das Kriterium der Bindungsintensität nur eingeschränkt geeignet, da die Intensität der Bindung nicht gleichförmig mit der Intensität der Marktwirkungen verlaufen muß.

### 1.1.2.1. Kooperationen

Handelt es sich bei einem Unternehmenszusammenschluß um eine lose Verbindung zweier Unternehmen, mit dem Zweck eines oder zumindest eine begrenzte Anzahl von Projekten durchzuführen, so spricht man von einer Kooperation.<sup>10</sup> Eine Unternehmenskooperation soll eine bessere Zielerreichung in bestimmten Bereichen gewährleisten.

Charakteristisch für eine Kooperation ist daher eine Zusammenarbeit von Unternehmen durch Koordination von Funktionen oder durch eine Ausgliederung dieser Funktionen und Übertragung auf eine gemeinsame Einrichtung. Die rechtliche Selbständigkeit wird davon überhaupt nicht berührt und die wirtschaftliche Unabhängigkeit bleibt in den nicht betroffenen Bereichen der Zusammenarbeit ebenfalls gewahrt.

Mit einer Kooperation ist - im Unterschied zu den noch folgenden Formen der Konzentration - i.d.R. keine Kapitalbeteiligung verbunden. Dennoch können auch bei Kooperationen unterschiedliche Bindungsintensitäten vorliegen. Der Intensitätsgrad hängt dabei von der vertraglichen Ausgestaltung ab. Ein weiteres Unterscheidungskriterium im Hinblick auf Kapitalbeteiligungen besteht darin, daß bei Kooperationen zwar ebenfalls ein Abhängigkeitsverhältnis erwächst, dies aber freiwillig und gegenseitig erfolgt und dabei die Autonomie beider Unternehmen gewahrt bleibt.<sup>11</sup>

Ein Unterscheidungskriterium für die verschiedenen Kooperationsformen ist die Dauerhaftigkeit einer solchen Bindung:

- Bei Großprojekten in der Baubranche sowie bei Forschungs- und Entwicklungsvorhaben kann es von Vorteil sein, Arbeitsgemeinschaften oder bei länger-

---

<sup>9</sup> Vgl. Kappler, Ekkehard, und Manfred Wegmann, Konstitutive Entscheidungen, in: Heinen, Edmund (Hrsg.), Industriebetriebslehre, 8. Aufl., Wiesbaden 1985, S. 215.

<sup>10</sup> Vgl. Wöhe, Günter, op.cit., S. 302f.

<sup>11</sup> Vgl. Paprottka, Stephan, Unternehmenszusammenschlüsse, Wiesbaden 1998, S. 6.



fristigen Projekten Interessengemeinschaften zu bilden, um das wirtschaftliche Risiko des einzelnen Unternehmens zu begrenzen.<sup>12</sup>

- Ebenfalls zu den Interessengemeinschaften gehören die Unternehmen, die eine Verbindung eingehen, um die individuellen „Stärken und Schwächen“<sup>13</sup> so miteinander zu verbinden, daß sie sich marktwirksam ergänzen und dadurch die Marktposition insgesamt verbessert wird.“<sup>14</sup> Eine solche Vereinigung wird als Strategische Allianz bezeichnet.

- Außerdem besteht die Möglichkeit, ein Gemeinschaftsunternehmen zu gründen. Mindestens zwei unabhängige Unternehmen bilden ein Tochterunternehmen (Joint Venture), das gemeinsam geführt wird, unabhängig von der prozentualen Aufteilung der Beteiligungsverhältnisse.

- Intensivere Zusammenarbeit erfordert eine Vertragsform, die häufig auch Sanktionen bei Zuwiderhandlung beinhalten. Diese Vorgehensweise ist vor allem bei Kartellen anzutreffen.

- Zur Interessenvertretung gegenüber dem Staat und anderen gesellschaftlichen Gruppen dienen Unternehmensverbände. Sie treten in Form von Arbeitgeberverbänden, Kammern und Wirtschaftsfachverbänden auf.

#### 1.1.2.2 Konzentration

Als Konzentration wird die Zusammenfassung von Unternehmen unter einheitlicher Leitung verstanden, die von einer wirtschaftlichen Integration begleitet ist. Die wirtschaftliche Handlungsfreiheit wird dabei durch Kapital- oder vertragliche Bindungen stark eingeschränkt oder aufgegeben. Der Verlust der rechtlichen Selbständigkeit ist damit nicht zwangsläufig verbunden.<sup>15</sup>

Erst wenn die Unternehmen ihre rechtliche Selbständigkeit aufgeben, spricht man von einer Fusion. Eine Fusion kann entweder in Form einer Aufnahme oder durch eine Neubildung entstehen.<sup>16</sup> Die Fusion hat die gravierendsten Auswirkungen auf die betroffenen Unternehmen und birgt damit die größten Risiken und Chancen aller Unternehmenszusammenschlußformen.

Das Ausmaß der Einschränkung wächst bei Beteiligungen, Akquisitionen und Fusionen mit der Höhe der Beteiligung. Der sich daraus ergebende Einflußgrad wird durch die gesetzlichen Regelungen im jeweiligen nationalen Aktienrecht (AktG in Deutschland) bestimmt. Mit einem Beteiligungsanteil von 50 %, der

<sup>12</sup> Vgl. Wöhe, Günter, op.cit., S. 309.

<sup>13</sup> Stärken und Schwächen von Märkten oder betriebswirtschaftlichen Funktionsbereichen.

<sup>14</sup> Vgl. Backhaus, Klaus C., Die Macht der Allianz, in: Absatzwirtschaft 11 (1987), S. 122.

<sup>15</sup> Vgl. Kappler, Ekkehard, und Heinz Rehkugler, Konstitutive Entscheidungen, in: Heinen, Edmund (Hrsg.), Industriebetriebslehre, 9.Auflage, Wiesbaden 1991, S. 203.

<sup>16</sup> Eine Aufnahme bedeutet, daß Unternehmen A Unternehmen B übernimmt und Unternehmen B dabei untergeht. Bei einer Neubildung erlöschen beide Unternehmen und bilden gemeinsam Unternehmen C.

sogenannten einfachen Mehrheitsbeteiligung gemäß § 133 AktG, können Beschlüsse der Hauptversammlung, die eine einfache Mehrheit erfordern, herbeigeführt werden. Ab einem Anteil von 75 % ist die nächste „Intensitätsstufe“ erreicht. Nun können die Unternehmen verschmolzen werden und das erwerbende Unternehmen ist dazu ermächtigt, Unternehmensverträge abzuschließen. Zur vollständigen Eingliederung eines Unternehmens ist jedoch ein Erwerb von 100 % der Aktien vonnöten. Erst im letztgenannten Fall verliert ein Unternehmen sowohl seine wirtschaftliche als auch die rechtliche Selbständigkeit. Mit der vorgenannten Einteilung wird nun auch der Unterschied zwischen einer Akquisition und einer Fusion ersichtlich. Handelt es sich um eine Akquisition, einer Beteiligung bis zu 75 %, behält ein Unternehmen zumindest seine rechtliche Selbständigkeit und verliert „nur“ seine wirtschaftliche Handlungsfähigkeit. Beteiligungen, die einen geringeren Anteil als 50 % erreichen, sind i.d.R. als eine Finanzanlage zu betrachten, mit denen keine direkte Einflußmöglichkeit auf die wirtschaftliche Dispositionsfreiheit verbunden ist.<sup>17</sup> Liegen aber keine unternehmerischen Zielsetzungen - im Sinne von Eingriffen in die wirtschaftliche Entscheidungstätigkeit - vor, so handelt es sich um Minderheitsbeteiligungen. Davon abweichend, kann aber auch bei einer Minderheitsbeteiligung, zumindest wenn sie die Sperrminorität von 33,4 % erreicht, ein Eingriff in die wirtschaftliche Dispositionsfreiheit vereinbart bzw. von den Unternehmen beabsichtigt werden.

### **1.1.3. Einteilung nach den bedeutendsten Formen der Konzentrationsstrategie und deren Auswirkungen auf den Wettbewerb**

Um volkswirtschaftliche Fragestellungen bezüglich der Wettbewerbs- und Konzentrationswirkungen beantworten zu können, bietet sich eine Untergliederung von Unternehmenszusammenschlüssen nach dem leistungswirtschaftlichen Zusammenhang an. Es soll in diesem Zusammenhang auf mögliche Gefahren für die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs hingewiesen werden. Unternehmenszusammenschlüsse sind Teil einer Wachstumsstrategie, die dem externen Unternehmenswachstum zuzurechnen sind und die Konzentration in einem Markt erhöhen. Die Unternehmenskonzentration kann als ein Prozeß angesehen werden, bei dem sich die Zahl der selbständig handelnden Unternehmen in einem Markt verringert. Dadurch erfolgt eine Zunahme der absoluten Konzentration. Nehmen die Marktanteile der größeren Unternehmen in einem Markt zu, so kommt es dadurch zu einem Anstieg der relativen Konzentration.<sup>18</sup>

Bei der aktuellen Fusionswelle kann man die Ausrichtung nach dem leistungswirtschaftlichen Zusammenhang je nach Branche recht anschaulich verfolgen.

<sup>17</sup> Vgl. Paprottka, Stephan, op.cit., S.5 f.

<sup>18</sup> Vgl. Herdzina, Klaus, Wettbewerbspolitik, 5.Auflage, Stuttgart 1999, S. 182.

Während beispielsweise die Automobilindustrie sehr stark auf Markt- und/oder Produkterweiterungszusammenschlüsse setzt, ist die Finanz- und Pharmabranche eher durch horizontale Zusammenschlüsse gekennzeichnet.

### 1.1.3.1. Horizontale Zusammenschlüsse

Horizontale Zusammenschlüsse erfolgen zwischen vormalig selbständigen Unternehmen, die auf dem gleichen sachlich und räumlich relevanten Markt tätig sind.<sup>19</sup> Die dafür erforderliche Leistungsbreite bleibt unverändert. Es handelt sich lediglich um eine Expansion auf einem bereits vorhandenen Tätigkeitsfeld.<sup>20</sup> Das Bundeskartellamt<sup>21</sup> unterscheidet daher in Zusammenschlüsse mit und ohne Produkterweiterung. Ein Zusammenschluß ohne Produktausweitung liegt vor, wenn beide Unternehmen auf den gleichen Märkten aktiv sind. Demgegenüber spricht das Bundeskartellamt von einem horizontalen Zusammenschluß mit Produktausweitung, wenn es sich um benachbarte Märkte derselben Branche handelt (z.B. DaimlerChrysler). Diese erweiterte Definition von horizontalen Zusammenschlüssen gilt im folgenden auch für die hier vorliegende Arbeit.<sup>22</sup>

Entscheidend für die wettbewerbspolitische Beurteilung ist die Reduktion der rechtlich und wirtschaftlich selbständig handelnden Marktteilnehmer. Horizontale Zusammenschlüsse sind wettbewerbspolitisch am besten handhabbar, da sich auf jeden Fall - im Gegensatz zu vertikalen und konglomeraten Zusammenschlüssen - die Zahl der Wettbewerber verringert und dadurch die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs unmittelbar beeinträchtigt werden kann.<sup>23</sup> Horizontale Zusammenschlüsse können die nun folgenden, gravierenden Auswirkungen auf den Wettbewerb nach sich ziehen:<sup>24</sup>

Im Falle, daß durch horizontale Zusammenschlüsse ein enges Oligopol entsteht, behaupten sich nur noch Unternehmen, die eine starke Stellung auf dem Markt innehaben. Diese Situation kann das Gruppenbewußtsein fördern und dadurch den Preiswettbewerb einschränken. Tendenzen zur Maximierung des gemeinsamen Gewinns durch Absprachen i.w.S. (rechtliche Wettbewerbsbeschränkung

<sup>19</sup> Vgl. Schmidt, Ingo, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 7. Auflage, Stuttgart 2001, S. 138.

<sup>20</sup> Vgl. Schubert, Werner, und Karlheinz Küting, op. cit., S. 28.

<sup>21</sup> Vgl. Bundeskartellamt, Bericht des Bundeskartellamtes über seine Tätigkeit im Jahre 1978 sowie über Lage und Entwicklung auf seinem Aufgabengebiet (§ 50 GWB), Unterrichtung durch die Bundesregierung, Deutscher Bundestag, Drucksache 8/2980, Bonn 1979, S. 128.

<sup>22</sup> Zum Problem der richtigen Abgrenzung von horizontalen Zusammenschlüssen mit Produktausweitung und konglomeraten Zusammenschlüssen infolge Markterweiterungszusammenschlüsse siehe Schmidt, Ingo, op. cit., S. 140 ff.

<sup>23</sup> Vgl. Emmerich, Volker, Kartellrecht, 9. Aufl., München 2001, S. 252.

<sup>24</sup> Vgl. Schmidt, Ingo, op. cit., S. 139 f.

durch Vertrag) oder durch Gruppendisziplin (faktische Wettbewerbsbeschränkung i.S. des § 19 GWB) werden gefördert.

Diese Verhaltensweisen können wiederum zu einer gesamtwirtschaftlich ineffizienten Allokation führen und damit Wohlfahrtsverluste nach sich ziehen. Wohlfahrtsverluste treten auf in Form von überhöhten Preisen und Gewinnen bzw. daraus resultierender geringerer Absatzmengen und in überhöhten Kosten durch das Auftreten von X-Inefficiencies. Da ein Preis bzw. Mengenwettbewerb nicht mehr stattfindet, verlagert sich der Wettbewerb auf Formen des Qualitätswettbewerbs, wie beispielsweise eine extreme Produktdifferenzierung, die nicht zur Erhöhung der Konsumentenwohlfahrt beiträgt.

Diesen wettbewerbspolitischen Schlußfolgerungen steht gegenüber, daß sich infolge der Globalisierung und im besonderen durch den europäischen Binnenmarkt der für die Konzentrationsmessung räumlich relevante Markt in vielen Wirtschaftsbereichen offensichtlich erweitert hat. Nicht selten bildet sogar der Weltmarkt den Maßstab für die Bewertung von Unternehmenszusammenschlüssen. Darüber hinaus kann die Gefahr von X-Inefficiencies, also einer Bürokratisierung von Unternehmen, durch moderne Kommunikationstechniken und flache Hierarchiestrukturen zumindest begrenzt werden.

#### 1.1.3.2. Vertikale Zusammenschlüsse

Von einem vertikalen Zusammenschluß spricht man, wenn sich zwei Unternehmen aufeinanderfolgender Produktions- oder Handelsstufen verbinden. Ein vertikaler Zusammenschluß ist – je nachdem ob ein vorgelagerter oder ein nachgelagerter Produktionsabschnitt erworben wird – eine Vorwärts- oder Rückwärtsintegration. Es besteht ein Konflikt (trade-off) zwischen sinkenden Transaktionskosten und steigenden Organisationskosten bei zunehmender Produktionstiefe. Die Beurteilung der Auswirkungen auf den Wettbewerb fällt schwerer als bei horizontalen Zusammenschlüssen:

Durch eine Verbesserung der Absatz- und Bezugsmöglichkeiten durch vertikale Integration kann ein Unternehmen in die Lage versetzt werden, die Konkurrenten auf der gleichen Wirtschaftstufe zu behindern und dadurch einen Marktschließungseffekt zu bewirken. Erleichtert wird eine solche Vorgehensweise bei Industrien bzw. Sektoren, die ein monopolistisches bottleneck aufweisen.<sup>25</sup> Dadurch kann es zu erheblichen Beeinträchtigungen des Wettbewerbs auf horizontaler Ebene kommen. Die nicht-integrierten Konkurrenten können im Extremfall sogar vom Markt verdrängt werden.

---

<sup>25</sup> Vgl. Kruse, Jörn, Vertikale Integration als Wettbewerbsproblem, in: Kruse, Jörn; Kurt Stockmann und Lothar Vollmer, Wettbewerbspolitik im Spannungsfeld nationaler und internationaler Kartellrechtsordnungen: Festschrift für Ingo Schmidt zum 65. Geburtstag, Baden-Baden 1997, S. 248 ff.

Eine Folge einer vertikalen Integration können Nachahmungseffekte der Konkurrenten sein, die sich ebenfalls vertikal integrieren. Die Marktzutrittsschranken zu einem solchen integrierten Markt erhöhen sich und schrecken potentielle Konkurrenten infolge des erhöhten Kapitalbedarfs vom Marktzutritt ab.<sup>26</sup>

### 1.1.3.3. Konglomerate Zusammenschlüsse

„Konglomerate Zusammenschlüsse können negativ definiert werden als Zusammenschlüsse vormals selbständiger Wirtschaftseinheiten, die weder auf dem gleichen relevanten Markt tätig sind (horizontal), noch in einem Käufer-Verkäufer-Verhältnis (vertikal) stehen.“<sup>27</sup>

Es ist sinnvoll, konglomerate Zusammenschlüsse im Hinblick auf wettbewerbspolitische Fragestellungen feiner zu untergliedern. Markterweiterungszusammenschlüsse bilden die Grenzfälle zu horizontalen Zusammenschlüssen. In diesem Zusammenhang besteht ein Abgrenzungsproblem im Hinblick auf horizontale und konglomerate Zusammenschlüsse, da es keine eindeutigen, operationalen Kriterien dafür gibt, in welchem Fall von ähnlichen (verwandten) Produkten oder von neuen (unverbundenen) Produkten auszugehen ist.<sup>28</sup>

Bei einer räumlichen Markterweiterung bieten die Unternehmen die gleichen Güter auf bislang räumlich getrennten Märkten an. Eine Produkterweiterung liegt dann vor, wenn ein Zusammenschluß von Anbietern unterschiedlicher Produkte erfolgt, die aber hinsichtlich der Produktion oder aus Sicht der Nachfrager als ähnlich zu bezeichnen sind (z.B. DaimlerChrysler). Es kann sich um ähnliche Produkte, Rohstoffe, Produktionsmittel etc. handeln. Die am Konglomerat beteiligten Unternehmen stehen aber im Gegensatz zu den Gegebenheiten eines horizontalen Zusammenschlusses nicht oder kaum in Konkurrenz zueinander.<sup>29</sup>

Ein Grenzfall zu vertikalen Zusammenschlüssen bilden die Marktverkettungszusammenschlüsse. Der Unterschied besteht darin, daß eine Produktionsstufe ausgelassen wird. Dabei kann es zu Problemen für Unternehmen der ausgelassenen Produktionsstufe kommen, da es dem Konglomerat zugleich als Anbieter und Nachfrager gegenübertritt und damit in ein weitreichendes Abhängigkeitsverhältnis gerät.

---

<sup>26</sup> Vgl. Monopolkommission, Ökonomische Kriterien für die Rechtsanwendung: 5. Hauptgutachten 1982/1983, Baden-Baden 1984, Tz. 727.

<sup>27</sup> Schmidt, Ingo, op. cit., S. 140.

<sup>28</sup> Vgl. Schubert, Werner, und Karlheinz Küting, op. cit., S. 39.

<sup>29</sup> Vgl. Krüger, Wolfgang, Ökonomische und rechtliche Probleme bei der Erfassung konglomerater Unternehmenszusammenschlüsse, Frankfurt am Main 1981, S. 9 ff.

Bei Zusammenschlüssen, die nicht unter die vorgenannten Kategorien fallen, spricht man von Marktdiversifikationszusammenschlüssen. Folgende Auswirkungen auf den Wettbewerb können auftreten:<sup>30</sup>

Es können Wettbewerbsvorteile diversifizierter Großunternehmen entstehen, da sie aufgrund ihrer gebündelten, größeren Nachfrage günstigere Kredit-, Versicherungs- und Werbekonditionen aushandeln können als das bei kleineren Unternehmenseinheiten der Fall ist. Darüber hinaus besteht auch wegen der größeren Finanzkraft ein „längerer Atem“ bei gerichtlichen Auseinandersetzungen sowie ein größerer politischer Einfluß. Neben realen Kostenersparnissen können bei konglomeraten Unternehmen auch pekuniäre Kostenersparnisse auftreten. Sie unterscheiden sich darin, daß mit pekuniären Kostenersparnissen keine Allokationsverbesserungen verbunden sind, sondern Großunternehmen aufgrund verstärkter Nachfragemacht die Preise zuungunsten ihrer Lieferanten senken können.

Kleinere Wettbewerber auf dem Markt können durch Kopplungsgeschäfte oder reziproke Transaktionen benachteiligt werden. Ferner besitzen Konglomerate Möglichkeiten zur Mischkalkulation sowie zur Überwälzung von Marktrisiken auf andere Unternehmen und können für sich günstigere Geschäftsbedingungen in Anspruch nehmen. Dadurch wird das Prinzip der Leistungsfähigkeit und damit auch der gerechten Einkommensverteilung verletzt.

Es besteht weiterhin die Gefahr, daß sich mehrere konglomerate Unternehmen auf verschiedenen Märkten gegenüberstehen und dadurch wettbewerbsförderndes Handeln unterbunden wird, da ein Unternehmen, das auf einem Markt aggressiv auftritt, auf einem schwächeren Markt geschädigt werden kann. Die konglomeraten Unternehmen werden sogar eher kooperieren und versuchen die Märkte gemeinsam zu kontrollieren.

Bei einem Produkt- und / oder Markterweiterungszusammenschluß kann eine potentielle Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs verhindert werden. Diese Situation kann dann eintreten, wenn die beteiligten Unternehmen mit dem auf ihrem Markt gefährlichsten, potentiellen Konkurrenten fusionieren und damit ein eventueller Marktzutritt verhindert wird. Zusätzlich können möglicherweise bereits etablierte, konkurrierende Unternehmen auf diesem Markt behindert oder sogar verdrängt werden.<sup>31</sup>

Letztlich ist es auch gesellschaftspolitisch unerwünscht, daß wenige Unternehmen die Märkte kontrollieren und daß nicht die Erfordernisse der Märkte und damit auch die Erfüllung der Kundenwünsche das Unternehmensverhalten bestimmen. Es ist auch zu beobachten, daß die geballte wirtschaftliche Macht in

---

<sup>30</sup> Vgl. Schmidt, Ingo, op. cit., S. 141.

<sup>31</sup> Vgl. Herdzina, Klaus, op.cit., S. 186.



wenigen Händen politische Entscheidungen nicht nur beeinflussen, sondern immer mehr auch obsolet erscheinen lassen.<sup>32</sup>

Positive Effekte auf den Wettbewerb sind jedoch ebenfalls nicht auszuschließen. Übernimmt ein großer Konzern einen kleinen Anbieter auf einem anderen Markt, kann durch die Finanzkraft des Großunternehmens dieser seither unbedeutende Anbieter zu einem ernstzunehmenden Konkurrenten aufsteigen<sup>33</sup> (toehold-acquisition).

## 1.2. Überblick über die Fusionswellen im 20. Jahrhundert

Die Welle der Megafusionen, die sowohl ökonomisch als auch politisch kontroverse Diskussionen ausgelöst hat, ist kein neues Phänomen. Daher sollen die vier Fusionswellen seit der Industrialisierung im Hinblick auf Parallelen und Unterschiede untersucht werden. Durch eine sorgfältige Ursachenanalyse läßt sich möglicherweise feststellen, daß auch die aktuellen Unternehmenszusammenschlüsse durch ähnliche Rahmenbedingungen angestoßen bzw. begünstigt werden und wahrscheinlich aufgrund ähnlicher Ergebnisse in den letzten drei Jahren abgeebt ist. Leider beschränkt sich eine solche Ursachenanalyse früherer Fusionswellen weitgehend auf die USA, da sie nur hier „ausreichend“ erforscht und dokumentiert wurden, aber auch die Intensität der Zusammenschlußaktivitäten größer war.

Fusionswellen sind immer dann aufgetreten, wenn die Wirtschaft hohe Wachstumsraten aufgewiesen hat und sich damit neue Investitions- und Gewinnmöglichkeiten eröffneten. Die Wachstumspotentiale sind ursächlich auf veränderte wirtschaftliche Rahmenbedingungen, beispielsweise verbesserte Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes oder höhere Wettbewerbsintensität, und auf rapiden technischen Fortschritt zurückzuführen.<sup>34</sup>

Beim Vergleich der Fusionswellen fällt weiterhin auf, daß die absolute Zahl der getätigten Zusammenschlüsse bei jeder Fusionswelle angestiegen ist. Bei Betrachtung von relativen Vergleichszahlen ergibt sich jedoch ein anderes Bild. Werden die einzelnen Zusammenschlußwellen in Beziehung zum realen Brutto-sozialprodukt oder zur Gesamtzahl an Unternehmen gesetzt, übertrifft die erste Fusionswelle um die Jahrhundertwende alle nachfolgenden bei weitem.<sup>35</sup>

---

<sup>32</sup> Siehe die Drohung von DaimlerChrysler (Finanzvorstand Gentz), den Hauptsitz ohne entsprechendes politisches Handeln aus Deutschland abziehen.

<sup>33</sup> Vgl. Monopolkommission, op.cit., Tz. 735.

<sup>34</sup> Vgl. Weston, Fred, Kwang S. Chung und Susan Hoag, *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Englewood Cliffs 1990, S. 8.

<sup>35</sup> Vgl. Müller, Margit, *Fusionen und Übernahmen aus historischer Sicht*, in: Siegwart, Hans, und Gregory Neugebauer, *Mega-Fusionen: Analysen – Kontroversen – Perspektiven*, Bern 1998, S. 66.

### 1.2.1. Fusionswellen in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts

Bereits Ende des letzten Jahrhunderts setzte infolge der Industrialisierung der Vereinigten Staaten eine Welle von Unternehmenszusammenschlüssen ein. Auslöser war die faktische Nichtanwendung des Sherman Antitrust Act von 1890, was horizontale Zusammenschlüsse mit einem Marktanteil von bis zu 90 % ermöglichte.<sup>36</sup> Die Verbesserung der Infrastruktur infolge des landesweiten Ausbaus der Eisenbahn intensivierte bzw. beschleunigte diese Entwicklung durch die mögliche Realisierung von Transportkostenvorteilen. Überwiegend handelte es sich um Zusammenschlüsse der Schwerindustrie, die von diesen Transportkostenvorteilen überproportional profitierte. Darüber hinaus wurden durch den beschleunigten technischen Fortschritt die Grundlagen zur Massenproduktion gelegt. Aufgrund der hohen Fixkosten der Massenproduktion bestand ein Druck, stark zu expandieren, um die notwendigen economies of scale auszuschöpfen.<sup>37</sup> Regional operierende Unternehmen konnten sich mit Hilfe der verbesserten Infrastruktur und der sich daraus ergebenden räumlichen Markterweiterung zu landesweit anbietenden Unternehmen zusammenschließen. Anfang des 20. Jahrhunderts endete diese Welle infolge einschlägiger Gerichtsentscheide aufgrund einer strengeren Auslegung des Section 1 Sherman Act im Hinblick auf Unternehmenszusammenschlüsse und aufgrund einer einsetzenden Rezession.<sup>38</sup> Endgültig wurde die Möglichkeit, Märkte zu monopolisieren, auf gesetzlichem Wege mit dem Clayton Antitrust Act von 1914 beseitigt. Frühe Versuche, den Erfolg von Fusionen im Hinblick auf die Profitabilität zu untersuchen, kommen zu dem Ergebnis, daß erfolgreiche Zusammenschlüsse auf schnellem technischen Fortschritt und verbessertem Management beruhen, die einen Markteintritt in neue (Teil-) Märkte ermöglichen.<sup>39</sup> Fast die Hälfte der Zusammenschlüsse waren allerdings Fehlschläge.<sup>40</sup> Es stellte sich wie in der heutigen Diskussion die Frage, ob die Unternehmen auch ohne Fusion aus dem Markt ausgeschieden oder zumindest unterdurchschnittlich erfolgreich gewesen wären infolge höherer Wettbewerbsintensität.<sup>41</sup> Die erfolglosen Fusionen wurden im

---

<sup>36</sup> Vgl. Shleifer, Andrei, und Robert W. Vishny, The Takeover Wave of the 1980s, in: Science Vol. 249 (1990), S. 745. und Scherer, F.M., und David Ross, Industrial Market Structure and Economic Performance, Third Edition, Boston 1990, S.153 ff.

<sup>37</sup> Vgl. Weston, Fred, Kwang S. Chung und Susan Hoag, op. cit., S.8 ff.

<sup>38</sup> Vgl. Fallentscheidungen American Tobacco und Standard Oil in: Zohlhöfer, Werner, Wettbewerbspolitik im Oligopol: Erfahrungen der amerikanischen Antitrustpolitik, Basel, Tübingen 1968, S. 169 ff.

<sup>39</sup> Vgl. Livermore, Shaw, The Success of Industrial Mergers, in: Quarterly Journal of Economics 50 (1935), S. 85 ff.

<sup>40</sup> Vgl. Studie von Markham, Jesse W., Survey of Evidence and Findings of Mergers, Princeton 1955.

<sup>41</sup> Vgl. Weston, Fred, Kwang S. Chung, und Susan Hoag, op. cit., S.10 f.



wesentlichen auf die gescheiterte Realisierung von economies of scale durch Modernisierung der Produktion und wachsende Organisationskosten infolge Bürokratisierung zurückgeführt.<sup>42</sup>

Die zweite Fusionswelle von 1922 – 1929 wurde durch einen Wirtschaftsaufschwung ausgelöst, der von verbesserten Finanzierungsmöglichkeiten eines aufnahmefähigen Aktien- bzw. Kapitalmarktes begleitet wurde. Besonders regional wurden weitere Verbesserungen des Transportwesens durch die zunehmende Verbreitung des Automobils erzielt. Zusätzlich eröffnete der aufkommende Hörfunk neue Möglichkeiten der Werbung und war damit der Grundstein der Etablierung landesweiter Marken mit einhergehender Produktdifferenzierung.

Schwerpunktmäßig beteiligt waren Unternehmen des öffentlichen Sektors, sowie Banken und Unternehmen der Ernährungs- und Chemieindustrie.<sup>43</sup> Infolge des Clayton Antitrust Act von 1914 wurden zwar keine Monopole mehr geduldet, aber zumindest enge Oligopole. Im Gegensatz zur ersten Fusionswelle kam es deshalb nun vermehrt zu vertikalen und konglomeraten Zusammenschlüssen. Jäh beendet wurde diese Welle durch den Kollaps der Kapitalmärkte und der darauffolgenden Weltwirtschaftskrise.

### **1.2.2. Konglomerate Zusammenschlüsse der 60er Jahre**

Ende der 60er Jahre, im Zuge eines Wirtschaftsaufschwungs wiederum verbunden mit einem Kapitalmarktboom, schlossen sich Unternehmen zu großen Konglomeraten zusammen, da weitere horizontale Zusammenschlüsse großer Unternehmen infolge der Rechtsprechung zum Celler-Kefauver Act von 1950 nicht erlaubt waren. Diese Verschärfung der Wettbewerbsgesetzgebung und der Rechtsprechung untersagte einen Vermögenserwerb ab einem kritischen Konzentrationsgrad. Besonders der Anteil der reinen Konglomerate stieg dadurch deutlich an. Die freien Finanzkapazitäten wurden demzufolge in die Akquisition von Unternehmen aus völlig unterschiedlichen Industriezweigen investiert, um nicht in ein Antitrustverfahren verwickelt zu werden. Eine zunehmende Bedeutung erlangten bei der Beratung und Finanzierung der Zusammenschlüsse die spezialisierten Investitionsabteilungen der Banken und Finanzinstitute.

Die überwiegend konglomeraten Zusammenschlüsse hatten eher defensiven Charakter. Chandler wertete die Zusammenschlüsse als Reaktion auf die zunehmende europäische und japanische Konkurrenz und den damit verbundenen

---

<sup>42</sup> Vgl. Dewing, Arthur Stone, *The Financial Policy of Corporations*, Vol.2., New York 1953, S. 883 ff.

<sup>43</sup> Vgl. Salter, Malcolm S., und Wolf A. Weinhold, *Merger Trends and Prospects for the 1980s*, Harvard 1980, S. 4.

steigenden Wettbewerbsdruck.<sup>44</sup> Um eventuell daraus resultierende Absatz- und Erlösschwankungen einer Branche auszugleichen und ein stabileres Wachstum verbunden mit einer stabilen Wettbewerbsfähigkeit zu erreichen, galten konglomerate Zusammenschlüsse mit der damit einhergehenden Risikostreuung als vermeintlich optimale Lösung.<sup>45</sup>

Eine eher untergeordnete Rolle spielten Steuervergünstigungen und die Furcht, den technologischen Anschluß zu verpassen.<sup>46</sup>

Inzwischen wurde diese dritte Fusionswelle auch von der Wissenschaft begleitet. Zur Untermauerung der Steigerung der ökonomischen Effizienz von konglomeraten Zusammenschlüssen diente beispielsweise die Ablösung von Gründerunternehmen, die zwar eine gute Unternehmensidee umgesetzt hatten, deren Managementkenntnisse aber rudimentär bzw. selbsterworben waren, und die nun im Zuge der Eingliederung in ein konglomerates Unternehmen durch ein professionelleres Management mit einhergehenden Effizienzvorteilen ersetzt wurden.

Der bekannteste Begründungszusammenhang und sogleich erster Ansatzpunkt, die Entwicklung kritisch zu beleuchten, war die Bildung eines unternehmens-internen Kapitalmarktes. Dadurch wird ein Unternehmen in die Lage versetzt, sogenannte „cash cows“ zu verwenden,<sup>47</sup> um mit ihrem generierten Kapital neue innovative Geschäftsfelder<sup>48</sup> zu unterstützen. Der Vorteil dieser Quersubventionierung liegt annahmegemäß darin begründet, daß die Finanzierung dieser oft auch risikoreichen neuen Geschäftsfelder günstiger und effizienter innerhalb eines Unternehmens als durch Banken und Kapitalmärkte erfolgen könnte. Es wurde angenommen, daß das Management Informationsvorteile gegenüber dem Kapitalmarkt besitzt, da dem Kapitalmarkt noch nicht das heutige Ausmaß und insbesondere die Qualität an Unternehmensdaten zur Verfügung standen.<sup>49</sup>

Vishney und Shleifer kommen zu einer kritischeren Beurteilung, wonach konglomerate Unternehmen vor allem deshalb gebildet wurden, weil die Rechtsprechung horizontale Zusammenschlüsse der größten Unternehmen mehr oder weniger untersagte, das Management trotzdem nach raschem Unternehmenswachstum strebte<sup>50</sup> und genug günstiges Kapital für diese Zielsetzung vorhanden war.

---

<sup>44</sup> Vgl. Chandler, Alfred D., *Corporate Strategy, Structure and Control Methods in the United States During the 20th Century*, in: *Industrial and Corporate Change* 1 (1992), S. 274.

<sup>45</sup> Vgl. Weston, J. Fred, und Surenda K. Mansingha, *Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms*, in: *The Journal of Finance* 26 (1971), S.35.

<sup>46</sup> Vgl. Weston, Fred, Kwang S. Chung, und Susan Hoag, op. cit., S. 14.

<sup>47</sup> Geschäftsfelder mit geringem Wachstum, aber hohem Umsatzanteil.

<sup>48</sup> Geschäftsfelder mit bisher kleinem Umsatzanteil aber großem Wachstumspotential.

<sup>49</sup> Hubbard, R. Glenn, und Darius Palia, *A Re-Examination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View*, National Bureau of Economic Research Working Paper 6539, Cambridge 1998, S. 2.

<sup>50</sup> Eine genauere Erläuterung dieser Verhaltensweisen des Managements erfolgt in Kapitel 2.

Strategische Ziele und/oder ökonomische Effizienzsteigerungen spielten demnach eine eher untergeordnete Rolle.

Bei einigen aktuellen Unternehmenszusammenschlüssen kann man ähnliche Ursachen bzw. Beweggründe vermuten, auch wenn es sich heute in den meisten Fällen um horizontale oder zumindest um Markt- oder Produkterweiterungszusammenschlüsse handelt.

Trotz der umfangreichen wissenschaftlichen Unterstützung wurde relativ schnell deutlich, daß die konglomeraten Zusammenschlüsse die erwarteten Effizienzvorteile aus vielfältigen Gründen nicht realisierten. Einer der wichtigsten war die Selbstüberschätzung des Managements (Hybris-Hypothese). Die Unternehmensleitung im Headquarter war nicht dazu in der Lage, über alle Geschäftsfelder die notwendigen Informationen zu erhalten, um effiziente Entscheidungen treffen zu können. Aufgrund unzureichenden Know-Hows lenkte der interne Kapitalmarkt das Kapital nicht in die effizienteste Verwendung, sondern manche Geschäftsfelder wurden zu Unrecht vernachlässigt und andere zu umfangreich mit Kapital ausgestattet. Die Folge dieser Ungleichbehandlung war, wie auch bei der aktuellen Fusionswelle zu beobachten ist, daß gut qualifizierte Divisionsmanager das konglomerate Unternehmen verließen, um entweder ein eigenes, spezialisiertes Unternehmen zu gründen oder zu einem solchen zu wechseln. Dies führte zu einem gravierenden Verlust an Know-How bzw. Humankapital.

Um die Geschäftsfelder ausreichend überwachen zu können, entwickelten sich große und teure Hauptverwaltungen, („Wasserköpfe“), die aber ihre Kontrolltätigkeit weniger effektiv ausüben konnten als dies Marktkräfte zu tun in der Lage sind. Spezialisierte Unternehmen unterliegen der Disziplin des Marktes um die besten Produkte, dem Wettbewerb um Kapital auf dem Kapitalmarkt sowie dem Markt für Unternehmenskontrolle. Genau diesen Kräften unterliegen die Divisionen eines konglomeraten Unternehmens in weit geringerem Maße. Sie sind zur Kapitalbeschaffung aufgrund der Quersubventionierung durch andere Divisionen nicht auf Kapitalmärkte angewiesen und damit ist das Management auch vor Ablösung sicherer.

Wegen der daraus resultierenden geringeren Anreize des Managements zeichnete sich letztlich eine schwächere Ertragsentwicklung ab.

### **1.2.3. Restrukturierung in den 80er Jahren**

Nachdem das Scheitern der Diversifizierungsstrategie immer offensichtlicher zu Tage trat, versuchten die Unternehmen sich auf ihre Kernkompetenzgebiete zu konzentrieren. Die grundlegende strategische Neuausrichtung war eine Restrukturierung der Unternehmen mit dem Ziel einer verbesserten Effizienz und einer höheren Produktivität. Diese Entwicklung begann Anfang der 80er Jahre in den Vereinigten Staaten und hat mit zeitlicher Verzögerung auch Europa erfaßt.

Wiederum hat der Gesetzgeber seinen Beitrag für ein positives Fusionsklima, wenn nicht sogar ein Fusionsfieber, geleistet. Nicht in Form von konkreten Gesetzen, sondern durch eine *laissez faire*-Handhabung bisheriger gesetzlicher Regelungen. Dadurch wurde es möglich, daß sich Unternehmen derselben Wirtschaftstufe ohne staatliches Eingreifen zusammenschließen konnten.

Im Gegensatz zu früheren Fusionswellen wurden die Zusammenschlüsse zu Beginn der 80er Jahre nicht von einem Kapitalmarktboom begleitet. Im Gegenteil, der durchschnittliche Wert der Unternehmen war von 1968 bis 1982 lediglich um 24 Prozent gestiegen. Erst im Anschluß an die expansive Geldpolitik in den USA 1983 stiegen die Aktienwerte und beschleunigten bzw. verstärkten die Fusionsaktivitäten.<sup>51</sup> Die steigenden Aktienkurse beflügelten schließlich die Gewinnerwartungen. Dennoch haben Finanzinnovationen die Fusionswelle durch neue Methoden der Unternehmensbewertung und durch die Möglichkeit, ein Unternehmen auch gegen den Widerstand des bisherigen Managements zu übernehmen, der sogenannten feindlichen Übernahme, forciert.<sup>52</sup> Bereits relativ kleine „Angreifer“ konnten durch den Erwerb sogenannter *junk bonds*<sup>53</sup> sehr große Unternehmen übernehmen.<sup>54</sup>

Weitere Auslöser der Restrukturierungswelle, der vierten Fusionswelle, waren der mit dem steigenden Welthandelsanteil verbundene internationale Konkurrenzdruck sowie die beginnende Deregulierung der US-Wirtschaft.

Im Vordergrund der Restrukturierung standen folgende zwei Zusammenschlußformen:

- Beim ersten Typ handelte es sich um ein Zusammenschluß zweier größerer Unternehmen, die schwerpunktmäßig in einer Branche tätig waren. Ein Unternehmen trat als Käufer auf und veräußerte die Unternehmensteile des übernommenen Unternehmens, die nicht unmittelbar dem Kerngeschäft zuzurechnen waren.

- Bei der zweiten Form wurde ein konglomerates Unternehmen zunächst übernommen, um es dann zu zerschlagen. Die einzelnen Geschäftsbereiche wurden dazu an Unternehmen derselben Branche verkauft.

Meist handelte es sich bei den Zerschlagungen um feindliche Übernahmen. Entscheidend für diese Entwicklung war der wachsende Einfluß institutioneller Anleger. In manchen Fällen erkannte aber auch das Management, sicherlich unter dem Druck einer drohenden Zerschlagung, eigene Profitchancen durch einen

---

<sup>51</sup> Vgl. Scherer, F.M., und David Ross, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Third Edition, Boston 1990, S. 158.

<sup>52</sup> Vgl. Röhrich, Martina, *Feindliche Übernahmeangebote: eine wettbewerbspolitische Beurteilung anhand von Fallstudien aus den USA*, Baden Baden 1992, S. 26 ff.

<sup>53</sup> Dabei handelt es sich um eine Anleihe von Emittenten mit schlechter Bonität.

<sup>54</sup> Vgl. Browne, Lynn E., und Eric S. Rosengreen, *The Merger Boom: An Overview*, in: Browne, Lynn E., und Eric S. Rosengren (Hrsg.), *The Merger Boom*, New Hampshire 1987, S. 2.

Erwerb des Unternehmens und anschließendem Weiterverkauf branchenfremder Unternehmensteile (Management Buy-Out).

Eine zusätzliche Dynamisierung der oben beschriebenen Restrukturierung der US-Wirtschaft resultierte auch aus einer im Vergleich zu früheren Fusionswellen weitergehenden Herausbildung von Übernahmespezialisten. Deren Funktion war es, als Unternehmenshändler ohne eigenes unternehmerisches Interesse aufzutreten.

Bei der Analyse der Restrukturierungswelle vertraten Industrieökonomien wie beispielsweise Ravenscraft die Ansicht, daß die erwarteten Effizienzgewinne bzw. die Steigerung der Rentabilität und erhöhte Marktanteile durch Unternehmenszusammenschlüsse unrealistisch seien, vielmehr seien die vorrangigen Ziele solcher Zusammenschlüsse die Erlangung von Marktmacht bzw. eigene Interessen des Managements (empire building). Sobald sich die Renditeerwartungen als illusorisch erwiesen haben, rechnete Ravenscraft mit einem Abebben der Fusionswelle.<sup>55</sup>

Zu einer positiveren Bewertung kommen Kapitalmarktexperten, die höhere Aktienkurse des übernommenen Unternehmens nach Bekanntgabe der Übernahmen als Beleg für nachfolgende Effizienzgewinne ansehen.<sup>56</sup> Besonders bei feindlichen Übernahmen erzielten die Aktionäre des Zielunternehmens stattliche Kursgewinne, während die Aktionäre des übernehmenden Unternehmens häufig Kursverluste erlitten.<sup>57</sup>

Nicht immer gelang die erfolgsträchtige Neuausrichtung der Unternehmen auf Antrieb. Die Suche nach erfolgsträchtigen Betätigungsfeldern glich eher einem trial and error-Verfahren, was zu umfangreichen Ver- und Neukäufen von Unternehmensteilen führte. Kurzfristig wurden oft große Gewinne „erwirtschaftet“, die weitere feindliche Übernahmen zur Folge hatten. Die abzulösenden wie die zu übernehmenden Managementkapazitäten waren durch Angriffs- bzw. Abwehrkämpfe gebunden und es wurden auch ökonomisch unzweckmäßige Käufe bzw. Verkäufe von Unternehmensteilen erzwungen.<sup>58</sup>

---

<sup>55</sup> Vgl. Ravenscraft, David J., The 1980s Merger Wave: An Industrial Organization Perspective, in: Browne, Lynn E., und Eric S. Rosengren (Hrsg.), The Merger Boom, New Hampshire 1987, S. 4.

<sup>56</sup> Vgl. Paulus, John D., and Stephen R. Waite, Discussion, in: Browne, Lynn E., und Eric S. Rosengren (Hrsg.), The Merger Boom, New Hampshire 1987, S. 6.

<sup>57</sup> Siehe auch Kapitel 1.1.1. Begriffsabgrenzung: Mergers & Acquisitions S. 2.

<sup>58</sup> Vgl. Müller, Margit, Fusionen und Übernahmen aus historischer Sicht, op. cit., S. 75.

### 1.2.4. Entwicklung in Europa und Einsetzen der fünften Zusammenschlußwelle

In Europa setzte sowohl die Konglomeratsbildung als auch die darauffolgende Restrukturierungswelle mit dem Ziel der Konzentration auf die Kernkompetenzen jeweils zeitversetzt ein. In Deutschland werden Zeitreihen zur Entwicklung von Fusionsaktivitäten bereits seit 1973 mit dem Einsetzen der Meldepflicht für Unternehmenszusammenschlüsse erstellt.<sup>59</sup> Die europaweite Erfassung durch die EU setzte dagegen erst 1989 ebenfalls mit der Einführung der Meldepflicht ein. Aber dennoch gibt es augenfällige Beispiele für die Konglomeratsbildung in den 80er Jahren. In Deutschland kann man diese Entwicklung am Unternehmen Daimler-Benz verfolgen, das branchenfremde Unternehmen der Flugzeug- sowie der Elektrogeräteindustrie erwarb, wovon es sich im Laufe der 90er Jahre wieder vollständig getrennt hat,<sup>60</sup> um sich auf den Kernbereich Automobilindustrie zu konzentrieren.

In Europa fällt die Phase der Restrukturierung von Unternehmen offensichtlich mit der Fusionswelle seit Mitte der 90er Jahre zusammen. Man kann aber auch in den Vereinigten Staaten von einer neuen fünften Fusionswelle sprechen, weil einerseits der Umfang der Fusionsaktivitäten im Vergleich zu den 80er Jahren zugenommen hat und andererseits die Umsatzgröße der Zusammenschlußpartner auch bedingt durch eine starke Zunahme grenzüberschreitender Zusammenschlüsse im Anstieg begriffen ist. Es zeigt sich, daß bestimmte Parallelen zu früheren Fusionswellen darin liegen, daß auch für die aktuelle Welle eine Veränderung der Rahmenbedingungen ursächlich für ein günstiges Fusionsklima ist. Im besonderen die Europäische Kommission mit ihrer Deregulierungs- und Konsolidierungspolitik hat sich hierbei als Motor erwiesen.

Nicht zuletzt deshalb hat die fünfte Fusionswelle ihre Schwerpunkte in bestimmten, in dieser Arbeit untersuchten Branchen. Dies gilt für die liberalisierten Telekommunikationsmärkte, trifft aber auch auf Branchen mit starker internationaler Ausrichtung, wie beispielsweise der Automobil- und Pharmaindustrie zu.<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> Daten zu den Fusionsaktivitäten können den Tätigkeitsberichten des Bundeskartellamtes und/oder den Hauptgutachten der Monopolkommission entnommen werden.

<sup>60</sup> Mit der Trennung von Adtranz hat sich DaimlerChrysler endgültig von der unter dem vormaligen Vorstandsvorsitzenden Edzard Reuter verfolgten Strategie des integrierten Technologiekonzerns verabschiedet.

<sup>61</sup> Vgl. Kleinert, Jörn, und Henning Klodt, Die fünfte Fusionswelle: Ausmaße und Hintergründe, in: Megafusionen – Motive, Erfahrungen,



### 1.3. Das Phänomen Globalisierung als Antriebskraft zunehmender Unternehmenszusammenschlüsse

In den 90er Jahren setzte eine zunehmende internationale Verflechtung der Produktion wie auch des Absatzes von Gütern und Dienstleistungen ein,<sup>62</sup> die mit dem Schlagwort Globalisierung umschrieben wird. Auf Unternehmensebene wird diese internationale Verflechtung überwiegend durch Unternehmenszusammenschlüsse vollzogen. Infolge dieser Entwicklungen und deren Auswirkungen kam es zu einer Flut von Diskussionen und Veröffentlichungen zu diesem Phänomen mit Definitions- und Erklärungsversuchen. Dabei haben sich aber statt Klarheit und Eindeutigkeit eine Vielzahl unterschiedlicher Definitionen und Umschreibungen herausgebildet, die an dieser Stelle nicht in vollem Umfang wiedergegeben werden können.<sup>63</sup>

Im Rahmen dieser Arbeit wird dem Vorgehen von Klodt gefolgt, wonach eine eindeutige Definition nicht möglich bzw. erforderlich ist; der gemeinsame Kern aller Umschreibungen des Begriffs Globalisierung beinhaltet eine verstärkte Integration der Weltwirtschaft, die einem Entwicklungsprozeß gleicht, der geschlossene Volkswirtschaften über den Zwischenschritt der offenen Volkswirtschaft zum Zustand der integrierten Weltwirtschaft transformiert. Kennzeichen dieser integrierten Weltwirtschaft ist eine „völlig ungehinderte nationale und internationale Mobilität von Gütern und Produktionsfaktoren, die zu einem perfekten internationalen Ausgleich aller Güter- und Faktorpreise führt.“<sup>64</sup>

#### 1.3.1. Ausmaß der Globalisierung

Bevor auf die auslösenden bzw. begünstigenden Faktoren dieser Entwicklung eingegangen wird, sollen an dieser Stelle kurz das Ausmaß und die Auswirkungen der Globalisierung quantifiziert werden. Der internationale Austausch von Gütern und Dienstleistungen ist demnach seit den 80er Jahren schneller gewachsen als die Weltproduktion.<sup>65</sup> Auf Unternehmensebene werden Jahr für Jahr neue Rekorde an globalen Fusionen und Beteiligungskäufen verzeichnet, wovon

---

<sup>62</sup> Vgl. Erb, Thoralf, Jochen Jahraus, Uwe Mummert, Axel Schulz und Stefan Voigt, Konsequenzen der Globalisierung für die Wettbewerbspolitik, Frankfurt am Main 2000, S. 13.

<sup>63</sup> Einige Autoren wie beispielsweise vgl. Friedrich Sell, Anforderungen an immobile Produktionsfaktoren vor dem Hintergrund der Globalisierung, in: Berg, Hartmut (Hrsg.), Globalisierung der Wirtschaft: Ursachen – Formen – Konsequenzen, Berlin 1999, S. 70 ff., haben sich unter Zuhilfenahme allgemeiner Merkmale bzw. Auswirkungen dem Phänomen Globalisierung genähert und damit auf eine präzise Definition verzichtet.

<sup>64</sup> Klodt, Henning, Globalisierung, Phänomen und empirische Relevanz, in: Jahrbuch für neue politische Ökonomie, Band 17 (1997), S. 8 f.

<sup>65</sup> Summe der Bruttoinlandsprodukte aller Volkswirtschaften.

1999 720 Mrd.\$ auf grenzüberschreitende Unternehmens-zusammenschlüsse zurückzuführen sind. Die Direktinvestitionen im Ausland als deutliches Merkmal der Integration der Weltwirtschaft erreichten ebenfalls bisher nie dagewesene 865 Mrd.\$.<sup>66</sup> Mit dem Einbruch der Kapitalmärkte und dem darauffolgenden Abebben der fünften Fusionswelle gingen auch die Direktinvestitionen deutlich zurück. Im Jahr 2001 reduzierte sich der Umfang der Direktinvestitionen um 41% und 2002 um weitere 20% auf nur noch 651 Mrd.\$.<sup>67</sup> „Unter Direktinvestitionen werden Auslandsinvestitionen verstanden, die auf eine unmittelbare Einflußnahme auf die Geschäftstätigkeit des Unternehmens abzielen, in das investiert wird.“<sup>68</sup> Als Formen von Direktinvestitionen gelten der Unternehmenserwerb und die -beteiligung, die Errichtung von Produktionsstätten, die Gründung von Gemeinschafts-unternehmen mit ausländischen Partnern und die Reinvestition von eigenen Gewinnen bei ausländischen Tochterunternehmen. Es bleibt festzuhalten, daß die Produktion im Ausland noch schneller wächst als der Welthandel von Waren und Dienstleistungen. Ähnlich wie bei den Minderheitsbeteiligungen an Unternehmen<sup>69</sup> sind von den Direktinvestitionen die reinen Portfolio-investitionen zu unterscheiden, die nicht mit dem Ziel einer unternehmerischen Kontrolle vorgenommen werden.

Das Ausmaß der Direktinvestitionen als Globalisierungsindikator muß allerdings mit Vorsicht interpretiert werden, da die Daten nach unterschiedlichen Konzepten erhoben werden.<sup>70</sup> Beispielsweise werden die deutschen Direktinvestitionsströme in die USA von der deutschen Statistik rund doppelt so hoch ausgewiesen wie von der amerikanischen. Auch der Begriff der Investition ist etwas irreführend. So ist der Kauf eines inländischen Unternehmens nicht unmittelbar mit einem Anstieg der Anlageinvestitionen verbunden; während beispielsweise Sachanlagen, die von Auslandsgesellschaften mit lokalen Fremdmitteln finanziert werden, nicht zu den Direktinvestitionen zählen.<sup>71</sup>

Das Argument von Globalisierungsgegnern, daß die Direktinvestitionen nur zwischen den Industrieländern zunehmen, ist nicht völlig von der Hand zu weisen, da diese im Vergleich zu den Entwicklungsländern deutlich höher sind. Es

---

<sup>66</sup> Vgl. UNCTAD, World Investment Report 2000 - Cross-border Mergers and Acquisitions and Development – Overview, New York 2000, S. 4 ff.

<sup>67</sup> Vgl. UNCTAD, World Investment Report 2003 – FDI Policies for Development: National and International Perspectives, New York 2003, S. 3

<sup>68</sup> Vgl. Erb, Thoralf, Jochen Jahraus, Uwe Mummert, Axel Schulz und Stefan Voigt, op. cit., S. 14.

<sup>69</sup> Siehe Kapitel 1.1.2.2.

<sup>70</sup> Vgl. Härtel, Hans-Hagen, Rolf Jungnickel et al., Grenzüberschreitende Produktion und Strukturwandel – Globalisierung der deutschen Wirtschaft, Baden Baden 1996, S. 49.

<sup>71</sup> Beispielsweise hat die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone nach einer jahrelang negativen zu einem sehr positiven Direktinvestitionssaldo in Deutschland beigetragen, ohne das dadurch Investitionen getätigt wurden oder die Beschäftigung angestiegen wäre.



entfielen 1999 74% der Direktinvestitionsströme auf 10 Industrieländer.<sup>72</sup> Andererseits haben Regionen, die seither vom Weltmarkt abgeschnitten waren, insbesondere die Staaten Osteuropas und einige Staaten Südamerikas und Südostasiens, deutlich steigende Direktinvestitionen zu verzeichnen und haben insofern an der Entwicklung partizipiert. Allerdings sind genau in diesen Regionen die Direktinvestitionen seit 2001 besonders stark zurückgegangen.

### 1.3.2. Auslösende Faktoren der Globalisierung

Der Anstieg des Welthandels und der Direktinvestitionen wurde durch eine deutliche Verringerung der grenzüberschreitenden Interaktionskosten ermöglicht. Unternehmen können dadurch zu erheblich günstigeren Konditionen international tätig werden.

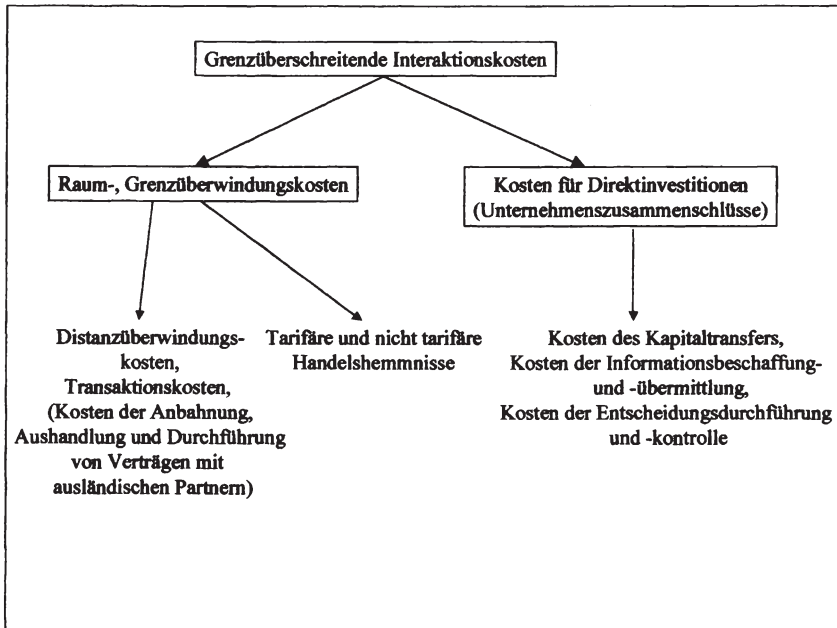


Abbildung 1.4: Grenzüberschreitende Interaktionskosten

Quelle: Eigene Darstellung.

<sup>72</sup> Vgl. UNCTAD, World Investment Report 2000 - Cross-border Mergers and Acquisitions and Development – Overview, New York 2000 S. 4.

Die Raum- und Grenzüberwindungskosten des internationalen Handels sind von den Kosten für Direktinvestitionen im Ausland zu unterscheiden.<sup>73</sup>

Welche Faktoren haben diesen Globalisierungsschub mit einhergehenden, sinkenden internationalen Interaktionskosten bewirkt?<sup>74</sup> Im wesentlichen wurde die Entwicklung zur integrierten Weltwirtschaft ausgelöst durch:

- den Abbau institutioneller Handelshemmnisse bzw. Mobilitätsbarrieren auf nationaler, regionaler und internationaler Ebene (nicht-tarifäre Handelshemmnisse),
- den Rückgang technischer Handelshemmnisse (tarifäre Handelshemmnisse), sinkende Kommunikationskosten,
- die zunehmende Fragmentierung im internationalen Handel (Komponenten statt Fertigprodukte),
- verminderte Kosten der Raumüberwindung (Distanzkostendegression),
- die weltweite Liberalisierung der Kapitalmärkte und
- die Angleichung nationaler Nachfragestrukturen.

Die Liberalisierung des grenzüberschreitenden Warenverkehrs erfolgt parallel auf nationaler, regionaler und internationaler Ebene. Dadurch wird ein internationales Engagement von Unternehmen erleichtert und gefördert. Auf nationaler Ebene ist die Öffnung vieler vormals staatlich dominierter Branchen durch Deregulierung erfolgt. Deregulierung zielt darauf ab, Märkte zu öffnen und wirtschaftliches Handeln von unnötigen staatlichen Beschränkungen zu befreien mit dem Ziel, Kosten zu senken und Ressourcen einzusparen.<sup>75</sup> Vorreiter waren im besonderen die USA und Großbritannien, die seit Anfang der 80er Jahre eine stark angebotsorientierte Wirtschaftspolitik praktizierten. Davon betroffene Branchen waren das Verkehrswesen, die Telekommunikation, die Post und die Energieversorgung. Im Laufe der 90er Jahre sind diesem Vorgehen alle Mitgliedsländer der Europäischen Union, nicht selten auch infolge des ausgeübten Drucks aus Brüssel, gefolgt. Um das privatwirtschaftliche Engagement weiter zu stärken, gingen gleichzeitig mit der Deregulierung auch steuerliche Entlastungen von länderspezifisch unterschiedlichem Ausmaß einher.<sup>76</sup>

---

<sup>73</sup> Vgl. Erb, Thoralf, Jochen Jahraus, Uwe Mummert, Axel Schulz und Stefan Voigt, op. cit., S. 15 f.

<sup>74</sup> Die Frage, wer den Globalisierungsschub bewirkt hat, kann nicht eindeutig beantwortet werden. Einerseits ist die Globalisierung ein Ergebnis von Politikgestaltung und andererseits werden Entscheidungen von den Marktkräften erwirkt.

<sup>75</sup> Vgl. Boss, Alfred, Claus-Friedrich Laaser, Klaus Werner Schatz et al., Deregulierung in Deutschland: eine empirische Analyse, Tübingen 1996, S. 1.

<sup>76</sup> Vgl. Erb, Thoralf, Jochen Jahraus, Uwe Mummert, Axel Schulz und Stefan Voigt, op. cit., S. 17 f.

Neben den Industrieländern hat auch die politische Öffnung der osteuropäischen Staaten mit einer ebenfalls weitreichenden Privatisierung vormals staatlicher Branchen zur Integration der Weltmärkte beigetragen. Damit sind diese Märkte für ausländische Unternehmen inzwischen frei betretbar und Freihandel gewährleistet. Die Motivation für diese rasche, weitgehende Öffnung ihrer Märkte beziehen die Transformationsländer Osteuropas nicht zuletzt aus dem Wunsch, schnellstmöglich der Europäischen Union beizutreten, um den eigenen Unternehmen ebenfalls bessere Eintrittschancen auf dem gesamteuropäischen Markt zu eröffnen.<sup>77</sup>

Auch einige Staaten Südamerikas und Asiens haben ihre Politik der Abschottung mit dem Ziel der Förderung der eigenen Industrie (Importsubstitution) wegen Erfolglosigkeit weitgehend aufgegeben, da sie sich als ineffizient und wachstumshemmend erwiesen hat. Sie wenden sich nun der Exportorientierung unter Ausnutzung ihrer komparativen Vorteile zu und öffnen im Gegenzug ihre Märkte. Selbst das immer noch kommunistisch geprägte China hat mit marktwirtschaftlichen Reformen große Erfolge erzielt und ist allein wegen seiner Bevölkerungszahl für die Industrieländer ein sehr wichtiger Handelspartner geworden. Von interregionaler Integration spricht man, wenn Handels- und Investitionshemmnisse zwischen den an der Integration beteiligten Ländern abgebaut oder beseitigt werden. Innerhalb dieses integrierten Wirtschaftsraumes sinken die Kosten demzufolge bspw. durch Deregulierung. Regionale Bündnisse bergen allerdings immer die Gefahr, daß Nichtbeteiligte diskriminiert werden. Die Ambivalenz interregionaler Bündnisse besteht darin, daß neuer interregionaler Handel geschaffen wird, gleichzeitig mögliche effizientere extra-interregionale Unternehmen behindert werden. Die Investitionsentscheidungen der benachteiligten Unternehmen können dadurch erheblich beeinflusst werden. Die durch ein protektionistisches, interregionales Abkommen entstehenden neuen Handelschranken können den Handel mit Drittstaaten und möglicherweise damit verbundene Investitionen in andere Wirtschaftsregionen umlenken. Sind die betroffenen Märkte für das Unternehmen von großer Bedeutung, findet keine Umlenkung statt; allerdings werden nun Direktinvestitionen, besonders in Form von Fusionen im Verhältnis zu Exporten attraktiver, denn damit können die neuen Handelsschranken übersprungen werden (tariff jumping).<sup>78</sup> Somit ist der Nettoeffekt zunächst unklar, und es muß abgewogen werden, inwiefern das Integrationsbündnis sich nach außen durch protektionistische Maßnahmen abschottet

---

<sup>77</sup> Diesem Wunsch wurde inzwischen stattgegeben, indem zehn neue Mitgliedsländer – überwiegend aus Osteuropa – zum 01.05.2004 der Europäischen Union beigetreten sind.

<sup>78</sup> Vgl. Zimmermann, Rolf, Protektionistische Handelsblöcke als Antwort auf Globalisierung?, in: Donges, Jürgen und Andreas Freytag (Hrsg.), Die Rolle des Staates in einer globalisierten Wirtschaft, Stuttgart 1998, S. 93 ff.

oder möglicherweise im nächsten Schritt die den Mitgliedsländern eingeräumte Liberalisierung auch gegenüber Drittländern erweitert.<sup>79</sup>

Zu den Aufgaben der WTO als Institution, die auf internationaler Ebene um die Integration der Weltwirtschaft kämpft, gehört es sicherlich, den protektionistischen Maßnahmen der sich neu formierenden „Wirtschaftsblöcke“ auf interregionaler Ebene entgegenzuwirken. Gegründet wurde die WTO 1994 im Rahmen der GATT-Runde in Uruguay. Dort wurden Fortschritte sowohl im Bereich des traditionellen Güterhandels erzielt als auch eine Ausweitung der Regelungen auf Dienstleistungen (GATS) und der Rechte auf geistiges Eigentum (TRIPS) vertraglich beschlossen. Von besonderer Bedeutung sind sicherlich die Verbesserungen hinsichtlich der Durchsetzung der genannten Vereinbarungen vor internationalen Schiedsgerichten.<sup>80</sup>

Im folgenden werden einige interregionale Bündnisse vorgestellt. Auf dieser Ebene ist selbstverständlich die Europäische Union zu nennen. Im Europäischen Binnenmarkt sind nach den tarifären auch die nichttarifären Handelshemmnisse weggefallen. Damit sind die Raumüberwindungskosten wegen der ebenfalls gesunkenen reinen Transport- und Kommunikationskosten inzwischen äußerst gering. Neben den sinkenden Transaktionskosten wurde das Bündnis durch neue Mitgliedsländer West- und Osteuropas erweitert und wird in naher Zukunft höchstwahrscheinlich auch die restlichen Staaten Osteuropas umfassen.

Andere Wirtschaftsregionen sind im Laufe der 90er Jahre dem europäischen Beispiel gefolgt und haben interregionale Bündnisse ins Leben gerufen. In Nordamerika ist die NAFTA zwischen den Bündnispartnern USA, Kanada und Mexiko zu nennen. Im südlichen Teil des Kontinents haben sich Argentinien, Brasilien, Paraguay und Uruguay zur Mercosur zusammengeschlossen.

Im Hinblick auf die Unternehmen haben die Liberalisierungsbemühungen auf den verschiedenen Ebenen den Effekt, daß geringere Interaktionskosten aufgrund von Zöllen (tarifäre Handelshemmnisse) oder Regulierungen (nichttarifäre Handelshemmnisse) aufzuwenden sind.

Begleitet wird das Wachstum des internationalen Handels durch ein noch stärkeres Wachstum der internationalen Finanzmärkte. Durch den Abbau der Devisen- und Kapitalmarktbeschränkungen nutzen die international tätigen Unternehmen für ihre finanziellen Transaktionen die internationalen Kapital- und Devisenmärkte. Zumindest innerhalb der Industrieländer ist Kapital dadurch vollständig mobil, und es fallen nur geringe zusätzliche Kosten für Unternehmen an.

Ein grundlegender Bestandteil und Voraussetzung für ausländische Direktinvestitionen ist die Niederlassungsfreiheit. Bisher sind Regelungen zur Niederlas-

---

<sup>79</sup> Vgl. Erb, Thoralf, Jochen Jahraus, Uwe Mummert, Axel Schulz und Stefan Voigt, op. cit., S. 20 f.

<sup>80</sup> Vgl. Erb, Thoralf, Jochen Jahraus, Uwe Mummert, Axel Schulz und Stefan Voigt, op. cit., S. 22 f.

sungsfreiheit vor allem auf regionaler und bilateraler Ebene vorzufinden. Damit kann unter Umständen eine Bevorzugung der Vertragspartner bzw. eine Diskriminierung Dritter verbunden sein. Andererseits rücken immer mehr Länder, insbesondere auch Entwicklungsländer, von protektionistischen Maßnahmen ab, um ausländische Investoren zu gewinnen. Im Konfliktfall existieren Regelungen der WTO (TRIMS), wonach nicht zulässige Investitionsauflagen zu unterlassen sind.

Neben den institutionellen Auslösern der Globalisierung haben auch technische Entwicklungen zu den erheblichen Kostensenkungen beigetragen. Durch leistungsfähigere Transportflugzeuge und Containerschiffe konnten die Distanzüberwindungskosten verringert werden.<sup>81</sup> Den größten Anteil an einer Senkung der internationalen Interaktionskosten ist der rasanten Entwicklung im Bereich der Informationstechnik zuzuschreiben.

Leistungsfähigere Mikrochips und eine Erhöhung der Kapazität der Speicherchips ermöglichen eine breitere Informationsbasis zur Planung, Steuerung und Kontrolle eines Unternehmens zu geringeren Kosten. Die weltweite Kommunikation verschiedener Unternehmensstandorte aber auch zwischen Unternehmen wird vereinfacht durch Fortschritte bei der internationalen Standardisierung von Netzwerktechniken. Dies wiederum ermöglicht die Zerlegung der Wertschöpfungsketten durch die Bereitstellung betriebsinterner Dienstleistungen, den sogenannten Headquarter Services. Bei Headquarter Services handelt es sich um mögliche Skalenerträge durch den nichtrivalisierenden Einsatz von Dienstleistungen und Produkten in mehreren Standorten eines Unternehmens. Wenn diese zentral erbrachten Dienstleistungen an im Zuge einer Fusion neu hinzugekommenen Standorten zur Verfügung gestellt werden können, entstehen Skalenerträge infolge einer Fixkostendegression. Die Dienstleistungen können aus den Bereichen Forschung und Entwicklung, Marketing, Finanzierung oder im Management stammen - also in den Bereichen, die im allgemeinen zentralisiert sind.<sup>82</sup>

Letztlich kommt es zu einer immer stärkeren Angleichung der Nachfragestrukturen auf den Absatzmärkten der entwickelten Länder, so daß ein Unternehmen ein Gut weltweit absetzen kann.

---

<sup>81</sup> Airbus transportiert ganze Flugzeugrümpfe von Toulouse nach Hamburg zur Endmontage. Es zeigt sich also, daß selbst in der Flugzeugproduktion nicht alles an einem Standort produziert werden muß und die Transportkosten offensichtlich keine gewichtige Rolle spielen.

<sup>82</sup> Vgl. Kleinert, Jörn, und Henning Klodt, Megafusionen: Trends, Ursachen und Implikationen, Tübingen 2000, S.32.

### 1.3.3. Auswirkungen auf Zusammenschlußaktivitäten der Unternehmen

Unbestritten trägt die Globalisierung als unternehmensexterner Faktor, also eine Veränderung des Unternehmensumfelds, zur Zunahme von Unternehmenszusammenschlüssen bei. Viele Unternehmen sehen sich aufgrund des weltweit gestiegenen Konkurrenzdrucks dazu gezwungen zu fusionieren, um ihre Wettbewerbsfähigkeit zu bewahren (defensive Strategie). Fusionen sind nach Ansicht mancher Unternehmensführer ein vergleichsweise schonendes Instrument der Globalisierung, um dem damit verbundenen Umstrukturierungszwang ganzer Branchen gerecht zu werden.<sup>83</sup>

Andere Unternehmen sehen dagegen die Chancen einer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit in einer globalisierten Wirtschaft (aktive Strategie). Die letztgenannten Unternehmen (first-mover) forcieren die Entwicklung durch die internationale Einführung gleicher Produkte und Werbestrategien, die auf den Weltmarkt abzielen. Ebenfalls nutzen Unternehmen die Möglichkeiten internationaler Unternehmenszusammenschlüsse, um neue Märkte schneller zu erschließen.<sup>84</sup> Es ist in diesem Zusammenhang zweifelhaft, von der Globalisierung als reinem, unternehmensexternem Faktor zu sprechen, auf den Unternehmen somit keinen Einfluß haben.

Realistischer ist sicherlich die Einschätzung, daß sich die fortschreitende Globalisierung der Märkte und die Globalisierung von Unternehmen gegenseitig verstärken. Die Globalisierung sollte also nicht auf das einseitige Wirken der internationalen, interregionalen und nationalen Politik zurückgeführt werden, sondern auch auf den wachsenden Einfluß von Großunternehmen und der institutioneller Anleger auf den Kapitalmärkten auf politische Entscheidungen.

Demzufolge herrscht sicherlich ein zunehmender Wettbewerb zwischen Investitionsstandorten. Umstritten ist der Stellenwert, aber dennoch nicht vernachlässigbar ist deshalb die Produktionsverlagerung aus Kostengründen aufgrund einer niedrigeren Ertragsbesteuerung und/oder einer geringeren Regulierungsdichte.

Die Kapitalmärkte zwingen Unternehmen förmlich, starke Marktpositionen in allen relevanten Märkten weltweit zu erobern. Um die Gunst der Kapitalmärkte zu gewinnen, versuchen Unternehmen eine starke Position auf dem Weltmarkt mittels Unternehmenszusammenschlüssen möglichst schnell zu erlangen.

Die Auswirkungen der Globalisierung für Unternehmen können vielfältiger Natur sein.<sup>85</sup> Zum einen erweitern sich, insbesondere für die verarbeitende Indu-

---

<sup>83</sup> Vgl. Maucher, Helmut, Allgemeine Betrachtungen zu Großfusionen, Restrukturierungen und Wettbewerbspolitik, in: Siegwart, Hans, und Gregory Neugebauer, Mega-Fusionen, Zürich 1998, S. 40.

<sup>84</sup> Dieses Fusionsmotiv wird ausführlich im Kapitel 2.5. dargestellt.

<sup>85</sup> Vgl. Schmitz, Ronaldo, Unternehmensfusionen: ein Wesensmerkmal der globalisierten Wirtschaft, in: Wirtschaftsdienst 78 (1998), S. 383.

strie, zunehmend auch für die Dienstleistungsbranchen, die Absatzmärkte. Zum anderen steigt der Konkurrenzdruck mit den Folgen steigender Innovationskosten und immer kürzeren Produktlebenszyklen. Um trotz steigender Kosten der Innovation und den kürzeren Erlöszyklen wirtschaftlich überleben zu können, müssen die Unternehmen folglich höhere Deckungsbeiträge erzielen, einerseits durch die Realisierung von economies of scale und andererseits durch größere Absatzmengen pro Periode. Innovationen müssen, um die erforderlichen Absatzmengen absetzen zu können, weltweit vermarktet werden.<sup>86</sup>

Im Ergebnis kann nur darüber spekuliert werden, inwiefern die Unternehmen die Treiber oder die Getriebenen der Globalisierung sind.

---

<sup>86</sup> Vgl. Weizsäcker v., Carl Christian, Transnationale Fusionen aus der Sicht des Wettbewerbspolitikers, in: Wirtschaftsdienst 78 (1998), S. 387.



## 2. Fusionsmotive

Fusionen als externes Unternehmenswachstum können verschiedenen Zielen dienen bzw. aufgrund verschiedener Motive erfolgen. Sie sind i.d.R. auf unternehmensexterne Veränderungen zurückzuführen.<sup>1</sup> Die Unternehmen reagieren darauf mit einer Restrukturierung ihrer Organisation, ihrer Strukturen und Tätigkeitsfelder durch internes Unternehmenswachstum. Eine vergleichsweise raschere Anpassung an veränderte Umweltbedingungen gewährleistet ein externes Unternehmenswachstum.

Aber nicht nur aufgrund externer Veränderungen fusionieren Unternehmen. Häufig streben Unternehmen aktiv eine Verbesserung ihrer Wettbewerbsposition an, wobei verschiedene Motive ursächlich sind. Im Unterschied zu den publizierten Zielen eines Unternehmenszusammenschlusses umfassen Motive auch die inneren Antriebe, mit denen beispielsweise eine nicht wettbewerbskonforme Steigerung der Marktmacht des Unternehmens sowie ein Prestigezuwachs der Unternehmensleitung verbunden ist.

### 2.1. Steigerung der Effizienz versus Marktmacht

Es ist außerordentlich schwierig, wenn nicht nahezu unmöglich, ein Hauptmotiv für einen Unternehmenszusammenschluß zu isolieren. Es handelt sich vielmehr um eine Vielzahl interdependenter Ziele, die mit einer Fusion meist simultan verfolgt werden. Ein Unternehmen wird beispielsweise i.d.R. versuchen, Effizienzgewinne zu realisieren und gleichzeitig die durch die hinzugewonnene Marktmacht neuen Preisspielräume zu nutzen. Völlig überschneidungsfrei sind die in diesem Kapitel behandelten Fusionsmotive weder dem einen noch dem anderen Ziel zuzuordnen. Trotzdem werden diese beiden Schwerpunktziele getrennt voneinander betrachtet. Dies erscheint notwendig, da die beiden Zielsetzungen einer diametral unterschiedlichen wettbewerbspolitischen Beurteilung unterliegen. Während Marktmachteffekte mit einhergehendem Wohlfahrtsverlusten grundsätzlich wettbewerbspolitisch negativ beurteilt werden, sollen die durch Zusammenschlüsse realisierten Effizienzvorteile natürlich nicht von vornherein durch eine restriktive Fusionskontrolle verhindert werden.<sup>2</sup> Insofern fällt den Wettbewerbsbehörden die schwierige Aufgabe zu, zwischen diesen gegenläufigen Effekten abwägen zu müssen, wie dies z.B. die Antitrust Division oder die Federal Trade Commission in Washington D.C. tun, sowie die Europäische Kommission oder das Bundeskartellamt auf nationaler Ebene.

---

<sup>1</sup> Die Ursachen für diese Strategieänderung: Globalisierung, Deregulierung und Liberalisierung von Märkten, wurden bereits in Kapitel 1.3. diskutiert.



Unternehmenszusammenschlüsse können Effizienzvorteile mit sich bringen. Es kann sich hierbei sowohl um reine Gewinnzuwächse des fusionierenden Unternehmens als auch um gesamtwirtschaftliche Effizienzsteigerungen handeln. Unter Effizienzgewinnen ist dabei ein Angebot gleicher oder sogar höherer Qualität zu verstehen, das zu geringeren Kosten auf den Markt gebracht wird. Die Kosteneinsparungen können im einzelnen auf Größenvorteilen, Verbundvorteilen, Rationalisierungs- und Lerneffekten beruhen.<sup>3</sup> Nur im Falle von Verbundvorteilen oder Lerneffekten handelt es sich um Synergieeffekte, die häufig als Hauptmotiv für einen Unternehmenszusammenschluß angeführt werden. Nur in diesen Fällen ändert sich die Kostenfunktion infolge des Einsatzes einer verbesserten Technologie.

Es können kurzfristige und langfristige Effizienzgewinne unterschieden werden. Kurzfristig treten Rationalisierungsgewinne auf, wenn sich eine gegebene Gesamtproduktionsmenge kostengünstiger auf bereits vorhandene Standorte aufteilen lässt. Bei einer höheren Produktionsmenge an einem Standort sind Einsparungen denkbar, da eine geringere prozentuale Reservekapazität notwendig ist als bei kleineren Produktionseinheiten. Ebenfalls fallen Umrüstkosten bei größeren Produktionsmengen weniger ins Gewicht.<sup>4</sup> Möglicherweise lässt sich auch eine größere Spezialisierung der Mitarbeiter durch eine fortgeschrittenere Arbeitsteilung realisieren. Voraussetzung für diese Effekte ist die Verlagerung der Produktion auf den effizienter arbeitenden Unternehmensteil. Produktionsverlagerungen lassen sich aber kurzfristig nur bis zur Kapazitätsgrenze des günstigeren Standortes bewerkstelligen. Bei den weniger effizient arbeitenden Unternehmensteilen ist demgegenüber ein Kapazitätsabbau mit der damit verbundenen Freisetzung von Personal zu erwarten.

Kurzfristig sind mögliche Effizienzgewinne eher begrenzt, denn ein effizienteres Unternehmen besitzt i.d.R. einen höheren Marktanteil und der Auslastungsgrad seiner Kapazität dürfte höher sein als beim weniger effizienten Unternehmen. Das Gesamtpotential der Effizienzgewinne lässt sich nur mittel- bis langfristig realisieren, da zunächst Restrukturierungen im Unternehmen umgesetzt werden müssen. Solche Veränderungen, wie beispielsweise die angesprochene Freisetzung von Personal, treffen aber im allgemeinen auf nicht zu unterschätzenden Widerstand innerhalb des Unternehmens. Deshalb stellt man nach einer Fusion häufig ernüchtert fest, daß die Effizienzpotentiale, die vor einer Fusion veranschlagt wurden, nicht ausgeschöpft werden.

Mittel- bis langfristige Ursachen von Effizienzgewinnen sind Größenvorteile. Sie erklären sich durch die Subadditivität der unterstellten Kostenfunktion, wel-

---

<sup>3</sup> Vgl. Monopolkommission, XIII. Hauptgutachten, Wettbewerbspolitik in Netzstrukturen, Bonn 2000, S. 415.

<sup>4</sup> Vgl. Scherer, Frederic M., und David Ross, Industrial Market Structure and Economic Performance, Boston 1990, S. 100.

che sich in steigenden Skalenerträgen bzw. in sinkenden Durchschnittskosten bei steigender Produktionsmenge äußern (Fixkostendegression). Dazu ist es wie bei den Rationalisierungsgewinnen erforderlich, die bisher getrennte Produktion an der effizienter produzierenden Produktionsstätte zusammenzufassen. Die oben erläuterten Kapazitätsschranken müssen durch Investitionen in größere Anlagen und gegebenenfalls eine größere Anzahl von Mitarbeitern überwunden werden. Bei den Megafusionen der letzten Jahre sind zu erzielende Größenvorteile i.d.R. bereits ausgeschöpft. Es ist darüber hinaus fraglich, inwiefern der gesamte Verlauf der Durchschnittskosten fallend ist oder ob ab einer bestimmten Produktionsgröße wieder ansteigende Durchschnittskosten aufgrund organisatorischer Probleme infolge übermäßiger Bürokratisierung zu erwarten sind.<sup>5</sup>

Das Auftreten von Größen- und Verbundeffekten wird häufig im Verwaltungsbereich und im Bereich Forschung und Entwicklung angenommen. Bestimmte Dienstleistungen werden vom Hauptsitz des Unternehmens zentral erstellt, unabhängig von der Anzahl an Niederlassungen bzw. Produktionsstandorten. Insofern können hier Kostenersparnisse auftreten, da die Dienstleistungen unabhängig vom abgesetzten Output erstellt und genutzt werden können und mit größeren Mengen Kostendegressionen ermöglichen.

In der Produktion theoretisch erzielbare economies of scope durch die Fertigung mehrerer Produkte an einem Produktionsstandort oder die sogenannte 2/3- Regel bei leitungsgebundenen Industrien spielen überwiegend eine untergeordnete Rolle bei der jüngsten Fusionswelle.<sup>6</sup> Große Unternehmen werden bereits vor einem Unternehmenszusammenschluß mehrere Produkte herstellen und die Kostenvorteile bei leitungsgebundenen Industrien haben an Bedeutung verloren, da in den zuletzt deregulierten Branchen eine Pflicht zur Durchleitung zu angemessenen Preisen besteht.

Eine bedeutendere Quelle von Kosteneinsparungen, speziell bei Zusammenschlüssen großer Unternehmen, sind die sogenannten Lerneffekte. Sie treten durch unterschiedliches Know-how der Unternehmen auf. Bestimmte Patente oder Arbeitstechniken (best practices) können gemeinsam verwendet werden. Bei großen Zusammenschlüssen kann man davon ausgehen, das sich das techni-

---

<sup>5</sup> Inzwischen wird das Problem steigender Durchschnittskosten aufgrund von X - Ineffizienzen von manchen Ökonomen als gelöst betrachtet, da durch multidivisionale, dezentrale Unternehmensstrukturen, bei denen Verantwortung zusammen mit Entscheidungsspielräumen delegiert werden, die Gefahr der fehlenden Kontrolle durch das Management gebannt scheint. Diesem Vorteil steht das Problem entgegen, inwiefern das Potential der Synergieeffekte optimal ausgeschöpft werden kann, wenn Unternehmensteile isoliert voneinander agieren. FredERIC Scherer und David Ross weisen darauf hin, daß das Auftreten von X - Ineffizienzen auch branchenabhängig ist und meistens nicht völlig verhindert werden kann. Vgl. Scherer, Frederic M., und David Ross, op. cit., Boston 1990, S. 106.

<sup>6</sup> Die 2/3-Regel besagt, daß der doppelte Output mit 2/3 Mehrkosten an Material durchgeleitet werden kann.

sche Wissen komplementär verhält, d.h., daß beide Unternehmen in bestimmten Bereichen einen Vorsprung besitzen. Insofern profitieren beide Unternehmen vom jeweiligen Wissensvorsprung des anderen.

Bei einer Vielzahl der genannten Effizienzpotentiale ist es sehr zweifelhaft, ob die genannten Verbesserungen nicht genau so gut ohne eine Fusion zu erzielen wären. Dieser Gesichtspunkt wird in den Vereinigten Staaten sehr kontrovers diskutiert, da Unternehmen nach der Änderung der Merger Guidelines 1997 problematische Marktmachtzuwächse infolge von Unternehmenszusammenschlüssen durch den Nachweis von Effizienzpotentialen genehmigen lassen können.<sup>7</sup>

Die Unternehmen können aber auch Wettbewerbseffekte bzw. eine Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit durch eine Veränderung der Marktstruktur bezwecken, die ihnen aufgrund gesteigerter Marktmacht größere Gewinnmargen verspricht. In diesem Fall handelt es sich um pekuniäre economies of scale durch eine Stärkung der Verhandlungsmacht infolge der Fusion. In diesem Fall finden lediglich Umverteilungen zwischen Zulieferer und Abnehmer oder umgekehrt statt.<sup>8</sup>

In der weiteren Betrachtung erfolgt ein Überblick über denkbare Fusionsmotive unter Verwendung neuerer industrieökonomischer Modelle. Es werden ausschließlich oligopolistische Märkte untersucht, da nur große Unternehmenszusammenschlüsse betrachtet werden, die bisher nicht zu einem Monopol geführt haben, bei denen allerdings oligopolistische Interdependenz unterstellt werden kann.

### **2.1.1. Fusionen als Mittel zur Marktbeherrschung**

In einigen Branchen kann man sicherlich davon ausgehen, daß das Kosteneinsparungs-potential durch economies of scale bzw. economies of scope bereits ausgeschöpft ist. Die mindestoptimale Betriebsgröße wurde erreicht und weitere Zusammenschlüsse können sogar Kostensteigerungen infolge von X-Ineffizienzen auslösen. Selbst wenn man von unveränderten Grenzkosten nach dem Zusammenschluß ausgeht, zeigen industrieökonomische Untersuchungen, daß nicht nur aus Kostengründen, sondern auch aus Gewinnerwägungen Zusammenschlüsse nur erfolversprechend sind, wenn ein sehr hoher Marktanteil durch Unternehmenszusammenschlüsse erreicht wird.

Als Analyserahmen wird das klassische Cournotmodell betrachtet und in das nicht-kooperative, spieltheoretische Gleichgewichtskonzept von Nash eingebet-

---

<sup>7</sup> Vgl. Farrell, Joseph, und Carl Shapiro, Scale Economies and Synergies in Horizontal Merger Analysis, *Antitrust Law Journal* 68 (2001).

<sup>8</sup> Vgl. Viscusi, W. Kip, John M. Vernon und Joseph E. Harrington, *Economics of Regulation and Antitrust*, Third Edition, Massachusetts 2000, S. 195 f.

tet. Die neueren industrieökonomischen Modelle bedienen sich häufig dieses Instrumentariums. Durch die Spieltheorie ist gewährleistet, daß infolge der Interdependenz der Oligopolisten jedes Unternehmen unmittelbar (simultan) wechselseitig die beste Antwort im Sinne der gewinnmaximierenden Outputmenge gibt ohne einen bei Cournot unterstellten langwierigen trial-and-error Prozeß, in welchem Unternehmen nicht in der Lage sind, das Verhalten der Konkurrenten zu antizipieren bzw. Unternehmen in dieser Beziehung nur eingeschränkte Lerneffekte erzielen. Das Nash-Gleichgewicht wiederum bedingt, daß sich Unternehmen vollkommen rational und strategisch verhalten, d.h., die Menge der Konkurrenz korrekt bei der eigenen Outputentscheidung antizipieren können.<sup>9</sup>

Das tatsächliche Verhalten wird wahrscheinlich beiden Extremfällen nicht vollkommen gerecht, zumal das Verhalten eines neu zusammengeschlossenen Unternehmens schwierig vorauszusagen ist und sich nicht ausschließlich an den Mengenentscheidungen der Konkurrenz orientieren wird. Häufig sind neu zusammengeschlossene Unternehmen zunächst ausreichend mit sich selbst beschäftigt. Dennoch wird sich wohl eher eine rasche Annäherung an das Nash-Gleichgewicht einstellen, da Unternehmen auf oligopolistischen Märkten die Aktionen der Konkurrenz rasch wahrnehmen und eine schnelle Reaktion wahrscheinlich ist. Deshalb werden im folgenden einige Modelle vorgestellt, die sich mit der Fragestellung auseinandergesetzt haben, ob Zusammenschlüsse aus Gewinnerwägungen lohnend sind unter Vernachlässigung von Synergieeffekten. Die Spieltheorie als Instrumentarium bietet den Vorteil, der spezifischen Situation einer Branche besser gerecht zu werden. Der Verlauf der Kostenfunktion bzw. die Möglichkeit, Synergieeffekte zu erzielen, sind von Branche zu Branche sehr unterschiedlich. Daher können je nach betrachteter Branche andere Modelle zur Untersuchung geeignet sein. Es ist aufgrund der auftretenden Komplexität und Vielseitigkeit von realen Branchensituationen nach heutigem Kenntnisstand unmöglich, eine allumfassende, allgemeine Theorie zu formulieren, die dieser Vielfalt gerecht wird.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Kreps und Scheinkman haben nachgewiesen, daß die Ergebnisse aus dem Mengenwettbewerb auf den Bertrand-Wettbewerb, bei dem der Preis der Aktionsparameter ist, übertragbar sind. Der Grund hierfür ist, daß es für einen Anbieter i.d.R. nicht möglich ist, die gesamte Marktnachfrage zu befriedigen. Ursächlich hierfür sind Kapazitätsgrenzen. Es wird im weiteren aus Platzgründen auf eine Darstellung der Modelle zum Preiswettbewerb verzichtet. Im Grundmodell von Deneckere und Davidson erzielen zwar die fusionierenden einen größeren Gewinn. Der Gewinnzuwachs der Outsider ist dagegen noch größer. Vgl. Kreps, D., und J. Scheinkman, Quantity Precommitment and Bertrand Competition Yield Cournot Outcomes, in: *Bell Journal of Economics* 14 (1983), S. 326 ff.

<sup>10</sup> Eine aufschlußreiche Diskussion über die Vorzüge und Nachteile der Anwendung spieltheoretischer Modelle in der Industrieökonomik ist von Franklin Fisher und Carl Shapiro geführt worden. Vgl. Fisher, Franklin M., *Games economists play*, in: *RAND Journal of*

Eine breite Palette der im folgenden betrachteten Modelle läßt sich relativ einfach aus dem allgemeinen Cournotmodell generieren.<sup>11</sup> Wir betrachten  $i = 1, \dots, n$  Firmen mit unterschiedlichen, konstanten Grenzkosten  $c_i$ . Die Fixkosten werden mit  $F_i$  bezeichnet. Um ein vom Standard-Cournot-Fall abweichendes Verhalten erklären zu können, werden unterschiedliche Wettbewerbsintensitäten durch einen Faktor  $\lambda$  erklärt.<sup>12</sup> Die sogenannte konjekturale Variation zeigt die Mengenreaktion der anderen Unternehmen an, die ausgelöst wurde durch eine Veränderung der Menge eines Oligopolisten  $i$ , d.h.  $\lambda_i = \frac{dQ_{-i}}{dq_i}$ . Bei homogenen Unter-

nehmen ergibt sich ein identischer Wert für den Parameter  $\lambda$ , für alle Anbieter. Im Falle eines identischen Mengenrückgangs bei eigener Mengensteigerung liegt vollkommene Konkurrenz vor, d.h.  $\lambda_i = -1$ . Das andere Extrem bildet kollusives Verhalten ab, wobei  $\lambda_i$  den Wert  $n - 1$  annimmt.

Das Ausmaß der Fixkostendegression infolge eines Zusammenschlusses wird mit  $0 \leq \theta \leq 1$  gemessen. Der Fall ansteigender Fixkosten ist sicher denkbar, wird aber meist ausgeschlossen, da ansonsten ein Zusammenschluß von vornherein absurd erscheint.

Für den Standard-Cournot-Fall unterstellt man i.d.R. eine lineare Preis-Absatz-Funktion der Form

$$P(Q) = a - bQ,$$

wobei  $Q$  die Gesamtmenge auf einem Markt bezeichnet. Es gelten im einfachsten Fall Fixkosten  $F$  von 0, sowie keine vom allgemeinen Cournot-Fall abweichende Wettbewerbsintensität in unterschiedlichen Marktsegmenten, d.h.  $\lambda_i = 0$ .

Die einzelnen Mengen  $q_i$  der  $n$  Unternehmen werden zum Gesamtoutput aggregiert, d.h.

$$Q = q_1 + q_2 + \dots + q_n = \sum_{i=1}^n q_i.$$

Economics 20 (1989), S. 113 ff., und Shapiro, Carl, The theory of business strategy, in: RAND Journal of Economics 20 (1989), S. 125 ff.

<sup>11</sup> Dies erscheint sinnvoll, da in der Literatur häufig unterschiedliche Notationen verwendet werden. Dies vermittelt den falschen Eindruck großer Komplexität und erschwert damit einen ersten Einstieg in die Materie.

<sup>12</sup> Konjekturale Variationen werden von Jean Tirole kritisiert, da sie versuchen, dynamische Prozesse mit Hilfe eines statischen Modells darzustellen. Andererseits räumt er ein, daß eine konjekturale Variation zur Beschreibung der Wettbewerbsintensität in einer Branche geeignet sein kann. Vgl. Tirole, Jean, The theory of Industrial Organization, Cambridge 1988, S. 244 f. Spätere Arbeiten von Luis Cabral und Engelbert Dockner haben die formalen Defizite der konjekturalen Variation behoben und jene erfolgreich in den spieltheoretischen Rahmen eingebettet. Vgl. Cabral, Luis M.B., Conjectural variations as a reduced form, in: Economic Letters 49 (1995), S. 397 ff., und Dockner, Engelbert J., A dynamic theory of conjectural variations, in: The Journal of Industrial Economics 15 (1992), S. 377 ff.



Der einzelne Oligopolist bestimmt seine Angebotsmenge  $q_i$  durch seine Restnachfrage und durch die Höhe seiner Grenzkosten  $c_i$ . Restnachfrage deshalb, da er die Gesamtmenge aller anderen Oligopolisten  $Q_{-i}$  als gegeben sieht und von der Preis-Absatz-Funktion abzieht wie folgt,

$$P(Q) = a - bQ_{-i} - bq_i.$$

Als Gewinnfunktion zur Maximierung der Differenz zwischen Erlös und Kosten erhält man

$$\pi_i(q_i) = q_i [a - b(q_i + Q_{-i}) - c_i].$$

Gewinnmaximierendes Verhalten setzt voraus, daß das Unternehmen  $i$  Grenzerlös gleich Grenzkosten setzt.

$$a - 2bq_i - bQ_{-i} = c_i$$

bzw.

$$q_i = \frac{a - c_i}{2b} - \frac{Q_{-i}}{2}$$

Der untere Ausdruck entspricht der sogenannten Reaktionsfunktion, d.h. das Unternehmen  $i$  bietet abhängig vom Gesamtoutput aller anderen Unternehmen immer die gewinnmaximierende Outputmenge  $q_i$  an. Die Outputmenge hängt allerdings auch entscheidend von den Grenzkosten des jeweiligen Unternehmens ab. Es gilt die Faustregel: Je geringer die Grenzkosten desto größer die Outputmenge. Dieses Grundmodell wird nun immer wieder aufgegriffen und im folgenden meist nur geringfügig variiert.

Salant, Swytzer und Reynolds, gehören zu den ersten Industrieökonomern, die sich mit Zusammenschlüssen im Oligopolfall - unter Verwendung des Cournot-Nash Gleichgewichtsmodells - beschäftigt haben.<sup>13</sup>

Wenn sich zwei oder mehr Unternehmen zusammenschließen, kommt es zu einer Preis- und Mengenänderung auf dem Markt. Die Anzahl der fusionierenden Unternehmen wird im folgenden mit  $m+1$  bezeichnet.<sup>14</sup> Das zusammengeschlossene Unternehmen versucht seine Gewinnsituation zu verbessern, indem es die Menge verringert, um die Gewinnmarge zu erhöhen. Es ergibt sich als neue Gewinnfunktion für die zusammengeschlossenen Unternehmen

$$\pi_m(q_m, Q_{-m}) = q_m [a - b(q_m + Q_{-m}) - c].$$

Daraus ergeben sich für alle Unternehmen, unerheblich ob sie fusioniert haben oder nicht, dieselben gewinnmaximalen Outputmengen und Gewinnfunktionen

<sup>13</sup> Vgl. Salant, Stephen W, Sheldon Swytzer und Robert J. Reynolds, Losses from Horizontal Merger: The Effects of an exogenous change in industry structure on Cournot-Nash Equilibrium, in: Quarterly Journal of Economics 98 (1983), S. 185 ff.

<sup>14</sup> Es gilt  $m \geq 1$ , da bei  $m = 0$  keine Mengen- bzw. Gewinnänderung eintritt und damit die Situation vor der Fusion bestehen bleibt.

$$q_i = \frac{a - c}{b(n - m + 2)} \text{ und } \pi_i = \frac{(a - c)^2}{b(n - m + 2)^2}.$$

Mit  $m+1$  wird die Anzahl der sich zusammenschließenden Unternehmen bezeichnet. Der Mengenrückgang resultiert daraus, daß die zusammengeschlossenen Unternehmen sich weder bezüglich des Verhaltens, noch hinsichtlich der Größe von nichtfusionierenden Unternehmen unterscheiden. Der durch die fusionierenden Unternehmen ausgelöste Mengenrückgang wird von den sogenannten Outsidern, den nichtfusionierenden Unternehmen zum Teil durch Mengenausdehnung ausgeglichen, so daß der Preisanstieg nicht hoch genug ausfällt, um einen Gewinnanstieg beim fusionierten Unternehmen zu ermöglichen. Die eigentlichen Nutznießer des Zusammenschlusses sind somit die Unternehmen, die keine Fusion durchführen, während sich die Konsumenten einem Preisanstieg ausgesetzt sehen und die fusionierenden Unternehmen einen Gewinnrückgang zu verkraften haben. Zusammenschlüsse in diesem Modell lohnen sich erst ab einem Marktanteil von mindestens 80%. Das ergibt sich aus dem Gewinnvergleich nach und vor dem Zusammenschluß

$$\pi_i = \frac{(a - c)^2}{b(n - m + 2)^2} > m\pi_i = \frac{m(a - c)^2}{b(n + 1)^2}.$$

Das etwas überraschende Ergebnis bezeichnet man auch als „Merger Paradox“, da die meisten realen Zusammenschlüsse keinen so hohen Marktanteil aufweisen. Natürlich würde auch keine Kartellbehörde bei so hoher Konzentration tatenlos bleiben.

Das Grundmodell von Salant, Swytzer und Reynolds weist allerdings einige Schwächen auf, die von späteren Arbeiten partiell verbessert wurden. Besonders unrealistisch erscheint, daß die Unternehmen nach erfolgreichem Zusammenschluß ihren vermeintlichen Größenvorteil nicht ausspielen können und somit weiterhin identisch sind mit den nichtfusionierenden Unternehmen. Von Marktmachteffekten wird in diesem Modell gänzlich abstrahiert. Das Modell suggeriert im Ergebnis, daß kein Anreiz bzw. Motiv für einen Zusammenschluß von Unternehmen besteht. Dieses Ergebnis läßt sich durch die tatsächlich stattfindende Fusionswelle nicht bestätigen und kann daher als falsifiziert gelten.

Zu diametral anderen Ergebnissen gelangt man, wenn man einen Größenvorteil, den man auch als Machtzuwachs interpretieren kann, eines zusammengeschlossenen Unternehmens unterstellt. Dieser Machtgewinn erklärt sich über die größere Anzahl, strategischer Handlungsmöglichkeiten im Vergleich zu seinen Kontrahenten. In den Modellrahmen läßt sich diese Annahme relativ leicht einbauen, indem man den zusammengeschlossenen Unternehmen die Rolle eines Stackelbergführers zuweist und die kleineren nichtfusionierenden Unter-

nehmen als Stackelbergfolger betrachtet.<sup>15</sup> Das Charakteristikum eines Stackelbergführers liegt darin, daß er als erster seine Outputmenge festlegt unter Berücksichtigung der Menge aller anderen Unternehmen. Das bedeutet, die Menge der Stackelbergfolger wird zuerst bestimmt, indem man von der Gesamtnachfrage die für die Outsider gegebene Menge abzieht und damit die Restnachfrage der fusionierenden Unternehmen erhält.

Die Stackelbergfolger legen danach ihre optimale Menge fest, so daß es sich hier um sequentielle Mengenentscheidungen handelt. In diesem Modell lohnt es sich immer für alle Unternehmen, so lange  $n > 3$  ist, sich mit einem anderen Unternehmen zusammenzuschließen. Darüber hinaus stellt sich ein weiteres überraschendes Ergebnis ein. Da ein Stackelbergführer mehr Output absetzt als ein Stackelbergfolger, wirkt sich die Fusion auch positiv auf die Konsumenten und die Gesamtwohlfahrt aus, da die Mengenausdehnung geringere Preise nach sich zieht. Der Outputzuwachs des Stackelbergführers überkompensiert die Verkleinerung der Gewinnmarge. Der externe Effekt der Mengenausdehnung des Stackelbergführers bewirkt allerdings einen Mengenrückgang beim Stackelbergfolger, der auch noch einen Preisrückgang und damit eine erhebliche Gewinnschmälerung verkraften muß. Aus diesem Grunde drängt sich die Frage auf, welches Unternehmen zum Stackelbergführer wird und weshalb die anderen Unternehmen in der schlechteren Position des Stackelbergfolgers verharren sollten. Wenn Unternehmenszusammenschlüsse immer Wohlfahrtssteigerungen mit sich brächten, könnte man darüber hinaus auf Wettbewerbsbehörden verzichten.

Um reale Entwicklungen besser abbilden zu können, müssen realistischere Bedingungen herausgearbeitet werden. In vielen Branchen sind nach einer getätigten Fusion eine große Menge weiterer Fusionen zu beobachten. Diesen Dominoeffekt kann man sich mit dem bisherigen Ergebnissen leicht erklären. Alle Unternehmen haben einen Anreiz, durch eine Fusion zur Gruppe der Stackelbergführer aufzuschließen, um ihre Gewinnsituation zu verbessern. Die Frage ist, ab welchem Anteil der Stackelbergführer in Bezug auf die Gesamtanzahl der Unternehmen auf einem Markt diese Entwicklung zu Preissteigerungen und damit zu Wohlfahrtsverlusten führt.

Diese Problemstellung kann in den bisherigen Modellrahmen integriert werden, indem man nicht nur einen, sondern eine Gruppe von Stackelbergführern unterstellt.<sup>16</sup> Im folgenden fusionieren zwei Unternehmen aus der Gruppe von Stackelbergfolgern. Es muß also von der bisher unterstellten Gesamtnachfragefunktion die Menge  $Q_L$  der Gruppe der bereits auf dem Markt befindlichen Stackelbergführer und die Menge  $Q_{F-f}$  der restlichen Stackelbergfolger abgezogen

<sup>15</sup> Vgl. Pepall, Lynn, Daniel Richards und George Norman, *Industrial Organization: Contemporary Theory & Practice*, 2<sup>nd</sup> edition, Mason 2002, S. 419.

<sup>16</sup> Vgl. Daughety, A.F., *Beneficial Concentration*, in: *American Economic Review* 80 (1990), S. 231 ff.



werden, um die Restnachfragemenge für einen Stackelbergfolger zu ermitteln. Auch hier wird die Methode der Rückwärtsinduktion angewendet. Es ergibt sich  $p = [a - b(Q_L - Q_{F-r})] - bq_r$ .

Mittels Grenzerlös gleich Grenzkosten und Auflösen nach der Stackelbergfolgermenge  $q_f$  folgt die beste zu wählende Menge für einen Stackelbergfolger,

$$q_f = \frac{a - c}{b(n - L + 1)} - \frac{Q_L}{(n - L + 1)} \text{ und als Gesamtmenge der Stackelbergfolger}$$

$$Q_F = (n - L)q_f = \frac{(n - L)(a - c)}{b(n - L + 1)} - \frac{(n - L)Q_L}{(n - L + 1)}.$$

Diese Gesamtmenge kann nun wiederum von der Gesamtnachfrage abgezogen werden, um die Restnachfrage aller Stackelbergführer zu ermitteln. Ein einzelner Stackelbergführer ist in der Lage, sowohl die Gesamtmenge der Stackelbergfolger als auch die Gesamtmenge der restlichen Stackelbergführer zu antizipieren, um seine gewinnoptimale Outputmenge zu bestimmen. Es verbleibt als Restnachfrage

$$p = a - b(Q_F + Q_{L-1}) - bq_l.$$

Durch Einsetzen von  $Q_F$  und Gleichsetzen von Grenzerlös und Grenzkosten erhält man

$$q_l = \frac{a - c}{b(L + 1)} \text{ und als Gesamtmenge der Stackelbergführer}$$

$$Q_L = \frac{L(a - c)}{b(L + 1)}.$$

Durch Einsetzen von  $Q_L$  in die Stackelbergfolgermenge ergibt sich eine Gesamtoutputmenge

$$Q = Q_L + Q_F = \frac{(a - c)(n + nL - L^2)}{b(L + 1)(n - L + 1)}.$$

Der höhere Gewinn eines Stackelbergführers resultiert bei gleicher Gewinnmarge für die Stackelbergfolger allein aus der größeren Outputmenge. Interessant ist die Fragestellung, ob zwei Stackelbergfolger abhängig von der Ausgangskonstellation, d.h. die vor dem Zusammenschluß vorliegende Anzahl von Stackelbergführern und -folgern, einen Anreiz zu fusionieren haben. Das bedeutet, daß der Gewinn nach der Fusion größer sein muß als die Summe der Gewinne der Stackelbergfolger vor der Fusion:

$$\pi_l^+(n - 1, L + 1) = \frac{(a - c)^2}{b(L + 2)^2(n - L - 1)} > 2 \pi_r^F(n, L) = 2 \cdot \frac{(a - c)^2}{b(L + 1)^2(n - L + 1)^2}.$$

Im Ergebnis dieses Gewinnvergleichs kommt man zu dem Schluß, daß Folgerunternehmen immer einen Anreiz zum Zusammenschluß haben und damit auch der empirisch oft zu beobachtende Dominoeffekt, d.h. daß ein Zusammenschluß Folgefusionen nach sich zieht, erklärbar wird. Benutzt man die Verände-

rung des Gesamtoutputs infolge eines Zusammenschlusses kommt man zu folgendem Ergebnis: Der Gesamtoutput nimmt zu, solange die Anzahl der Stackelbergführer weniger als ein Drittel der Gesamtanzahl der Unternehmen auf einem Markt ausmacht. Ab dieser Schwelle sinkt der Gesamtoutput und der Marktpreis steigt, was einen Rückgang der Konsumentenrente und der Wohlfahrt nach sich zieht. Ab diesem Schwellenwert müßten die Wettbewerbsbehörden aktiv werden.

Ein modifiziertes Modell, im Hinblick auf das Verhältnis zwischen Fusionsteilnehmern und Outsidern, prognostiziert positive Auswirkungen auf die Wohlfahrt.<sup>17</sup> Die Outsider betrachten alle Fusionsteilnehmer analog als herkömmliche Cournot-Wettbewerber. Dadurch verringert sich, im Vergleich zum vorangegangenen Modell, der Anreiz der Outsider zu einem Folgezusammenschluß. Insofern resultiert aus einer Fusion nicht automatisch eine Fusionswelle und die Wettbewerbsbehörden sind nicht zu erhöhter Aufmerksamkeit bzw. Eingriffen bezüglich Unternehmenszusammenschlüssen aufgerufen. Die Autoren gehen von einer multidivisionalen Unternehmung aus. Die Divisionen entstehen jedoch nicht infolge organischen Wachstums, sondern durch Fusionen bzw. Akquisitionen vormals selbständiger Unternehmen. In der Ausgangslage gibt es  $n$  Unternehmen auf dem Markt, von denen  $m$  dem multidivisionalen Unternehmen angehören. Die übernommenen Unternehmen werden als selbständige Einheiten weitergeführt. Dies eröffnet die Möglichkeit die Divisionsmanager erfolgsabhängig zu entlohnen. Dadurch kommt ein unternehmensinterner Wettbewerb in Gang. Mit Hilfe von gestaffelten Mengenentscheidungen wird eine oder eine Gruppe von Divisionen zum Stackelbergführer von der Unternehmensleitung ernannt, die zuerst eine Mengenentscheidung treffen können. Die restlichen Einheiten verhalten sich wie Stackelbergfolger, die bekanntlich erst nach dem Stackelbergführer ihre gewinnoptimale Menge festlegen. Durch das aggressivere Verhalten der Stackelbergführer innerhalb der Fusionsteilnehmer  $m$ , sichert sich das Gesamtunternehmen einen größeren Marktanteil im Vergleich zum Standard-Cournot-Fall. Die Stackelbergfolger erzielen zwar einen geringeren Gewinn, der aber durch den Gewinnzuwachs der Stackelbergführer in den meisten Fällen überkompensiert wird. Die Outsider hingegen behandeln alle Fusionsteilnehmer analog als herkömmlichen Cournot-Wettbewerber. Ein Gewinnzuwachs und darüber hinaus Wohlfahrtsgewinne werden allerdings nur realisiert, solange noch eine große Anzahl von Outsidern auf dem Markt verbleibt. Der Gesamt-mengeneffekt ist nur dann positiv, so daß die Gesamtwohlfahrt zunimmt.

Wir können bei der nun folgenden Betrachtung wieder das Grundmodell verwenden und setzen die für alle  $n$  Unternehmen analogen Grenzkosten auf 0, da

---

<sup>17</sup> Vgl. Creane, Anthony, und Carl Davidson, Multidivisional Firms, Staggered Competition and the Merger Paradox, Department of Economics Michigan State University, October 2000, S.1 ff.

sie das Ergebnis nicht beeinflussen. Unter Verwendung einer linearen Preis-Absatz-Funktion

$$p(Q) = a - bQ$$

ergeben sich die Standardergebnisse des Cournotgleichgewichtes. Entscheidend für ein multidivisionales Unternehmen ist die gewinnoptimale Festlegung der Anzahl  $L$  an Stackelbergführern. Die Menge darf  $L \leq m-1$  nicht überschreiten, da sonst wiederum kein Unternehmen eine herausgehobene Position inne hätte. Der Vorteil der Struktur ist die gewinnabhängige Entlohnung je Division. Der einzelne Divisionsleiter verhält sich aggressiver, da er den Gewinnrückgang der Folgerunternehmen innerhalb des eigenen Unternehmens nicht berücksichtigen muß. Aufgrund der Rückwärtsinduktion wird die Menge  $q_f$  eines Stackelbergfolgers zuerst bestimmt. Als Gewinnfunktion eines Folgerunternehmens ergibt sich zunächst

$$(1) \pi_f = q_f [a - b(q_f + Q_L + Q_o + Q_{F-f})] .$$

Als gewinnmaximierende Outputmenge des Folgers  $q_f$  folgt

$$(2) q_f = \frac{a - b(Q_o + Q_L)}{b(m - L + 1)} .$$

Die Outsider sehen sich folgender Gewinnfunktion gegenüber,

$$(3) \pi_o = q_o [a - b(q_o + Q_L + Q_F + Q_{o-o})] .$$

Ein repräsentativer Outsider setzt somit die Menge

$$(4) q_o = \frac{a - b(Q_L + Q_F)}{b(n - m + 1)} .$$

Schließlich verbleibt noch die Gewinnfunktion der Stackelbergführer

$$(5) \pi_i = q_i [a - b(q_i + Q_o + Q_F + Q_{L-i})] .$$

Setzt man die Stackelbergfolgermenge aus 2) multipliziert mit der Anzahl an Stackelbergfolgern ein, erhält man die gewinnmaximierende Menge eines Stackelbergführers

$$q_i = \frac{a - bQ_o}{b(L + 1)} .$$

Nun kann man die Mengen wechselseitig einsetzen und erhält letztlich

$$q_i = \frac{a(m - L + 1)}{b[n + 1 + L(m - L)]}$$

und

$$q_o = q_f = \frac{a}{b[n + 1 + L(m - L)]} .$$

Der Mengenvergleich mit den Cournotgleichgewichtsmengen  $q_c$  ergibt  $q_i > q_c > q_o = q_f$ . Die Gewinnfunktionen lauten

$$\pi_i = \frac{a^2(m - L + 1)}{b[n + 1 + L(m - L)]^2}$$

und

$$\pi_o = \pi_f = \frac{a^2}{b[n+1+L(m-L)]^2}.$$

Der sich bei diesem Gleichgewicht ergebende Marktpreis ist geringer als im Cournot-Gleichgewicht und hat einen negativen externen Fusionseffekt zur Folge, d.h. die Outsider sehen sich im Gegensatz zum Modell von Salant, Swytzer und Reynolds einem Gewinnrückgang gegenüber. Das Ergebnis steht ebenfalls im Widerspruch zu den Ergebnissen von Farrell und Shapiro, die bei einem Konzentrationsanstieg ohne Synergieeffekte immer einen Preisanstieg auf einem Markt prognostizieren.<sup>18</sup> Der durchschnittliche Gewinn pro Division ist am höchsten, wenn die Anzahl der Stackelbergführer auf  $L = m/2$  von der Unternehmensleitung festgelegt wird. Voraussetzung für die Teilnahme am divisionalisierten Unternehmen ist für ehemals unabhängige Unternehmen natürlich der im Vergleich zum Cournot-Gleichgewicht höhere Gewinn. Dieser Gewinn ist, und das spricht für eine Laissez-Faire Handhabung der Wettbewerbsbehörden angesichts Unternehmenszusammenschlüssen, nur größer, solange es sich nur um einen relativ geringen Anteil der Marktteilnehmer handelt.<sup>19</sup>

Ein im Ergebnis ähnlicher Ansatz wurde von Perry und Porter gewählt.<sup>20</sup> Dieses Modell erscheint aus folgenden Gründen erwähnenswert. Zunächst einmal wird eine Cobb-Douglas Produktionsfunktion mit konstanten Skalenerträgen unterstellt. Dadurch läßt sich die realistische Annahme abnehmender Grenzprodukte einzelner Produktionsfaktoren integrieren. Zusätzlich wird der oben bereits erläuterte Faktor  $\lambda$  eingeführt, der je nach Ausprägung für das wettbewerbliche Verhalten der Stackelbergführer untereinander und damit mithin für die Wettbewerbsintensität auf diesem Teilmakrt steht. Die Stackelbergführer sind in diesem Modell dadurch gekennzeichnet, daß sie über einen größeren Kapitalanteil im Verhältnis zum Gesamtkapitalstock der Branche verfügen als kleinere Unternehmen, die als der wettbewerbliche Rand bezeichnet werden. Damit kann man das unrealistische Ergebnis bei Salant, Swytzer und Reynolds, der gleich großen bzw. mächtigen Unternehmen nach einem Zusammenschluß vermeiden, indem man den Kapitalanteil als Bezugsgröße für die Größe (Macht) eines Unternehmens verwenden kann. Der Zuwachs eines zusammengeschlossenen Unternehmens kommt schließlich durch die addierten Kapitalanteile der fusionierenden

<sup>18</sup> Vgl. Farrell, Joseph, und Carl Shapiro, Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis, in: *American Economic Review* 80 (1990), S. 111 ff.

<sup>19</sup> Ein von Creane und Davidson verwendetes plastisches Beispiel läßt Zusammenschlüsse bei 100 Anbietern auf einem Markt nur profitabel ausfallen, wenn höchstens 26 dieser Anbieter dem divisionalen Unternehmen angehören. Vgl. Creane, Anthony, und Carl Davidson, *op.cit.*, S.14.

<sup>20</sup> Perry, Martin K., und Robert H. Porter, Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger, in: *American Economic Review* 75 (1985), S. 219 ff.

Unternehmen zum Ausdruck. Dies wiederum hat Auswirkungen auf die unterstellte Kostenfunktion des Unternehmens, die lautet

$$C(q, s) = sg + dq + \left( \frac{e}{2s} \right) q^2.$$

Es liegen neben den Kapitalkosten  $sg$  noch weitere variable Kostenbestandteile im Hinblick auf die produzierte Menge ( $dq$ ) vor, sowie fixe Kosten  $e$ , die abhängig vom Kapitalbestand  $s$  sind. Man erhält folglich eine linear ansteigende Grenzkostenfunktion

$$C_1(q, s) = d + \left( \frac{e}{s} \right) q.$$

Der Verlauf wird um so flacher, je größer der Kapitalanteil ausfällt, da es sich bei der Variablen  $e$  um eine Konstante handelt. Perry und Porter betreiben im folgenden eine Art Fallunterscheidung.<sup>21</sup> Im ersten Fall sprechen sie von einem wettbewerblichen Rand, d.h. sehr kleiner Unternehmen, die sich wie Polypolisten verhalten, der mit einem Gesamtkapitalanteil von mindestens  $1-s^*$  ausgestattet ist. Nun stellt sich die Frage ob diese Unternehmen des wettbewerblichen Randes einen Anreiz haben zu fusionieren, um mit den Oligopolisten  $o$ , die über einen Kapitalanteil  $s$  verfügen, gleichzuziehen. Die kleinen Unternehmen legen ihre Menge nach der Bedingung Preis gleich Grenzkosten fest, da sie so klein sind, daß sie sich wie ein Polypolist verhalten, während die Oligopolisten wie Stackelbergführer handeln und nach Einschätzung bzw. unter Berücksichtigung der Gesamtmenge aller Unternehmen des wettbewerblichen Randes ihre gewinnmaximale Menge nach der Bedingung Grenzerlös gleich Grenzkosten festlegen.

Die Ergebnisse sind nun leicht zu ermitteln. Der Anreiz zur Fusion hängt in geringerem Maße von den Steigungen der Grenzkostenfunktion sowie der Preis-Absatz-Funktion  $e$  bzw.  $b$  ab. Von entscheidenderer Bedeutung ist die Anzahl  $o$  der Oligopolisten, sowie die Wettbewerbsintensität auf dem oligopolistischen Teilmarkt. Solange noch kein Oligopolist auf einem Markt ist, steigert die erste Fusion immer den Gewinn. Weiterhin gilt, wenn das Verhalten der Oligopolisten nicht besonders wettbewerblich ausfällt  $\lambda \leq 1$ , lohnen sich Zusammenschlüsse des wettbewerblichen Randes immer, selbst wenn der wettbewerbliche Rand ganz wegschmilzt. Nimmt man jedoch an, daß eine geringe Anzahl  $o$  der Oligopolisten vorliegt, kann man davon ausgehen, daß das Verhalten aufgrund der geringen Anzahl wenig kompetitiv ist, d.h.  $\lambda > 1$ . Dann lohnt sich ein Zusammenschluß des wettbewerblichen Randes nicht in jedem Fall, da er zu einem im Verhältnis zum Preisanstieg zu großen Mengenrückgang führt. Es gilt, daß je

<sup>21</sup> Beim zweiten Fall werden statt eines wettbewerblichen Rands kleinere Oligopolisten mit einem Kapitalanteil von  $s/2$  unterstellt. Auf diesen Fall soll hier nicht näher eingegangen werden.

höher  $\lambda$ , desto höher fällt der Mengenrückgang aus. Es muß deshalb bei geringerer Wettbewerbsintensität bereits eine größere Anzahl von Oligopolisten vorliegen, um durch einen Zusammenschluß Gewinnzuwächse zu erzielen.

Trotz der interessanten Ergebnisse des Modells von Perry und Porter vermißt man, vor allem vor dem Hintergrund einer zunehmenden Anzahl von Megafusionen, den Versuch von Perry und Porter, die Anreize der bereits dominierenden Oligopolisten für einen Zusammenschluß zu untersuchen. Das würde bedeuten, der erste Zusammenschluß brächte einen Kapitalanteil von 2s mit sich und das neue Unternehmen könnte nun die Rolle eines Stackelbergführers übernehmen, der auch die Menge der restlichen Oligopolisten in seine optimale Outputentscheidung mit einbezieht. Da dieser erste Zusammenschluß ein Megaunternehmen mit sich brächte, würde es seinen Machtzuwachs sicher zu einem weiteren Preisanstieg nutzen.

Weiterhin stellt sich die Frage, wie sich bei relativ geringer Wettbewerbsintensität eine hohe Anzahl  $o$  von Oligopolisten erreichen läßt, damit ein Anreiz für eine Fusion überhaupt gegeben ist. Dazu muß dann eine erhebliche Anzahl von Unternehmen des wettbewerblichen Randes fusionieren, da die Restnachfragekurve steil genug sein muß, um den Mengenrückgang durch ausreichend steigende Preise zu kompensieren. Das eine große Anzahl kleinerer Unternehmen fusionieren, läßt sich empirisch nicht beobachten.<sup>22</sup>

Darüber hinaus erfolgen keine Implikationen im Hinblick auf die Auswirkungen auf die Wohlfahrt der Gesellschaft. Die Frage, die sich hier stellen würde, ist: Reichen die Gewinnsteigerungen der zusammengeschlossenen und der bereits vorhandenen Oligopolisten aus, um den Rückgang der Konsumentenrente infolge des Preisanstiegs zu kompensieren?

Zusammenfassend lassen sich folgende Schlußfolgerungen ableiten. In den vorangegangenen Ansätzen waren jeweils maximal 2 Unternehmensgrößen unterstellt worden, während natürlich - wie bereits beim Grundmodell angedeutet - verschiedene Unternehmensgrößen auf einem Markt vorzufinden sind. Außerdem wurden nur statische Betrachtungen vorgenommen und damit ist es nur möglich, eine bestimmte Industriekonfiguration zu untersuchen.

Salant, Swytzer und Reynolds haben als erste versucht, die Frage der Profitabilität von Unternehmenszusammenschlüssen mit dem Cournot-Mengenwettbewerb zu verknüpfen. Sie kommen zu dem überraschenden Ergebnis, daß Fusionen sich im Rahmen des wettbewerbspolitisch Erlaubten nicht lohnen. Im Gegenteil, der externe Effekt der von Unternehmenszusammenschlüssen ausgeht, erhöht

---

<sup>22</sup> Scherer und Ross stellen fest, daß nur während der ersten Welle zu Beginn des 20. Jahrhunderts überwiegend Fusionen mit mehreren Teilnehmern stattgefunden haben. Seit dem 2. Weltkrieg kommt es fast ausschließlich zu Fusionen mit nur zwei Fusionspartnern. Vgl. Scherer, Frederic M., und David Ross, op. cit., Boston 1990, S. 153.



den Gewinn der nicht an einer Fusion beteiligten Unternehmen. Sie bieten nach der Fusion eine größere Menge zu einem höheren Preis an.

Da dieser Befund mit dem tatsächlichen Auftreten von Fusionswellen nicht zu vereinbaren ist, haben zahlreiche Autoren das Grundmodell abgewandelt. Ansonsten ließen sich erstens erfolgreiche Fusionen nicht erklären und zweitens müßte bei der Motivanalyse von einer weitgehenden Selbstüberschätzung des Managements ausgegangen werden. Tatsächlich läßt eine ex post Untersuchung des Erfolgs einer Fusion nicht selten den Schluß zu, daß die Synergiepotentiale entweder nicht in ausreichendem Umfang vorhanden waren oder nicht ausgeschöpft wurden.

Die Variationen des Grundmodells von Salant, Swytzer und Reynolds sind aus den genannten Gründen deshalb zahlreich. Der Machtzuwachs eines fusionierten Unternehmens kann beispielsweise dadurch zum Ausdruck kommen, daß das nun größere Unternehmen sich wie ein Stackelbergführer verhält. Eine andere Möglichkeit, den Machtzuwachs eines fusionierten Unternehmens zu dokumentieren, ist die Erhöhung des in einer Branche verfügbaren Kapitalanteils, über den ein fusioniertes Unternehmen verfügt. Aufschlußreich ist eine Variation der Wettbewerbsintensität auf einem Markt. Die Cournot-Lösung ist beschränkt auf den Oligopolfall. Je enger das Oligopol, desto leichter kann kollusives Verhalten auf einem Markt praktiziert werden. Mit der steigenden Anzahl von Anbietern wiederum verringert sich die Interdependenz auf einem Markt. Diese Verhaltensvariationen können mit Hilfe einer konjekturalen Variation in den Cournot-Fall integriert werden. Verändert sich allerdings die Marktstruktur im Zeitablauf, sollte auch der jeweilige Wert der konjekturalen Variation angepasst werden.

Allen Abwandlungen vom Grundmodell ist gemein, daß Fusionen nur dann profitabel sind, wenn die Erlangung zunehmender Marktmacht als Motiv unterstellt wird. Insofern sind Fusionen ohne Synergieeffekte wettbewerbspolitisch besonders kritisch zu betrachten.

## **2.2. Der Domino-Effekt: Die Flucht nach vorn**

Wie im ersten Kapitel erörtert, treten Unternehmenszusammenschlüsse meist in Wellen auf. Der Auslöser von Fusionswellen sind Änderungen im Unternehmensumfeld, die Strukturanpassungen erfordern. Die bisher verwendeten, statischen Modelle waren nur dazu in der Lage, Fusionen isoliert zu betrachten. Die angesprochenen Anpassungsprozesse indizieren dagegen dynamische Veränderungen im Zeitablauf. Es liegt deshalb auf der Hand, daß die empirisch zu beobachtenden Fusionswellen durch dynamische Modelle besser erklärt werden können, denn die Wellenbewegungen lassen darauf schließen, daß Zusammenschlüsse nicht voneinander unabhängig durchgeführt werden. Warum beschließt ein Unternehmen gerade dann sich zusammenzuschließen, kurz nachdem kon-

kurrierende Unternehmen es vorgemacht haben. Diesen Domino-Effekt kann man analytisch am zutreffendsten mit dynamischen Modellen erklärbar machen. Die dynamischen Modelle haben allerdings gegenüber statischen Modellen den Nachteil, daß sie wesentlich komplexer und damit schwerer handhabbar sind. Darüber hinaus lassen sich auch die Ergebnisse nicht so leicht in konkret umsetzbare Empfehlungen an die Wettbewerbsbehörden überführen, wie das beispielsweise Farrell und Shapiro durch die Herausarbeitung eines externen Effektes, der den Eindruck vermittelt, allein zur Entscheidung über die Genehmigung einer Fusion auszureichen, versucht haben.<sup>23</sup>

Nilssen und Sorgard haben ein strategisches Fusionsmodell entwickelt, das dazu dient, die wechselseitigen Effekte auf den Gewinn und deren Einfluß auf die Fusionsentscheidung von Unternehmen herauszuarbeiten.<sup>24</sup> Es handelt sich hierbei weder um ein rein statisches noch um ein wirklich dynamisches Modell, da zwar zwei Perioden aber nicht  $t \rightarrow \infty$  Perioden betrachtet werden. Als beste Antwort dient nicht die simultane, bestgewählte Outputmenge, sondern die Frage, ob die eigene Fusion die beste Reaktion auf eine vorangegangene Fusion ist. Genauso überlegt sich das zuerst vor der Fusionsfrage stehende Unternehmen, ob der eigene Zusammenschluß Folgefusionen auslöst und inwiefern diese die eigene Gewinnsituation in Zukunft beeinflussen und umgekehrt. Falls die Folgefusion sich negativ auf den zukünftigen Gewinn auswirkt, wird möglicherweise die eigene Fusion, die isoliert betrachtet positiv erscheint, unterlassen, um Folgefusionen nicht zu initiieren.

Nilssen und Sorgard legen ihrem Modell in der Ausgangslage mindestens 4 konkurrierende Anbieter  $n$  zugrunde. Es können sich in den beiden aufeinander folgenden Perioden  $M_1$  und  $M_2$  eine Menge von mindestens 2 Unternehmen  $m_i, i \in (1,2)$  zusammenschließen. Die Situationsmenge  $S$  besteht aus 4 Szenarien. Entweder es findet kein Zusammenschluß statt, oder die Unternehmen aus  $M_1$  schließen sich zusammen ohne Folgefusion anderer Unternehmen in der nachfolgenden Periode  $M_2$  oder umgekehrt. Das vierte Szenario umfaßt den Zusammenschluß sowohl in  $M_1$  als auch in  $M_2$ . Die Entscheidung über einen Zusammenschluß ergibt sich über einen Vergleich der Gewinnsituation der verschiedenen Szenarien.

Neben den in den bisherigen Modellen stattfindenden Gewinnvergleichen eines zusammengeschlossenen Unternehmens mit dem Vorfusionszustand müssen bei zweiperiodiger Betrachtung die Wechselwirkungen mitberücksichtigt werden. Zunächst zum herkömmlichen Gewinnvergleich. Es ergibt sich

$$\Delta_i = \pi_{M_i}(s_i) - \sum_{j \in M_i} \pi_j(s_0), i \in \{1,2\}$$

<sup>23</sup> Vgl. Farrell, Joseph, und Carl Shapiro, op. cit., S. 114 ff.

<sup>24</sup> Nilssen, Tore, und Lars Sorgard, Sequential horizontal mergers, in: European Economic Review 42 (1998), S. 1683 ff.



als Gewinndifferenz der ersten Fusion, die entweder von den Unternehmen in  $M_1$  oder von der Unternehmensgruppe in  $M_2$  durchgeführt wird. Nachdem diese erste Fusion erfolgt ist, ergibt sich für den Gewinnvergleich der Folgefusion

$$\Delta_i^2 = \pi_{M_1}(s_3) - \sum_{j \in M_1} \pi_j(s_k), i, k \in \{1, 2\}, i \neq k.$$

Der erste Zusammenschluß hat, was durchaus realistisch erscheint, Einfluß auf die Erfolgsaussichten des nachfolgenden Zusammenschlusses. Für beide Zusammenschlüsse steht schließlich noch der Gewinnvergleich mit der Ausgangslage  $s_0$  an.

$$\Delta_i^3 = \pi_{M_1}(s_3) - \sum_{j \in M_1} \pi_j(s_0), i, k \in \{1, 2\}, i \neq k.$$

Ein weiterer, in den bisherigen Modellen vernachlässigter Gewinnvergleich zeigt, inwiefern ein eigener Zusammenschluß profitabel ist, im Vergleich zu einer Situation, in der die Unternehmen beschließen, nicht zu fusionieren, während die andere Unternehmensgruppe den Zusammenschluß vollzieht. Der zweite Term unterscheidet sich hier also vom ersten Gewinnvergleich

$$\Delta_i^4 = \pi_{M_1}(s_i) - \sum_{j \in M_1} \pi_j(s_k), i, k \in \{1, 2\}, i \neq k.$$

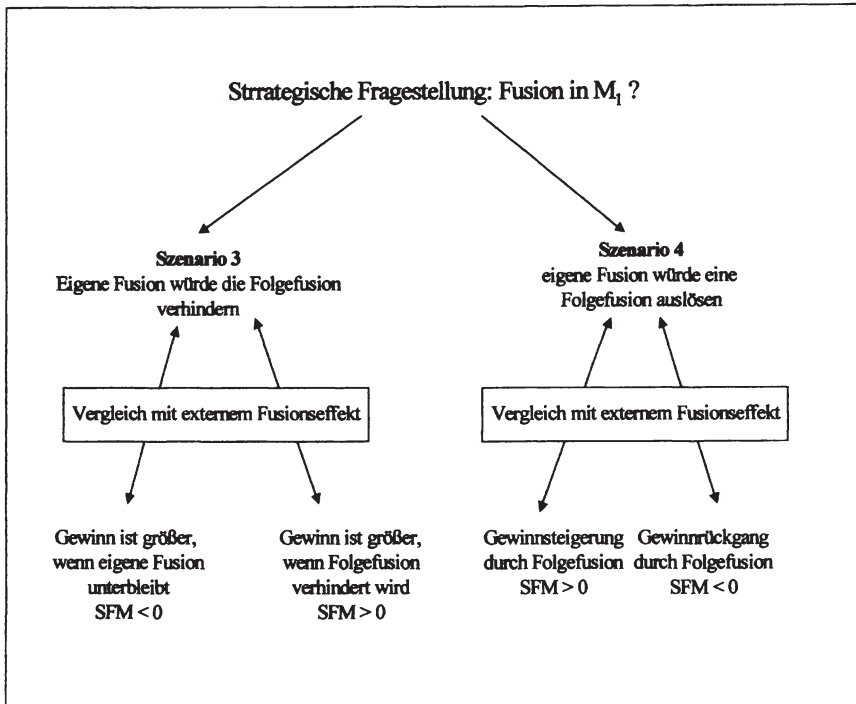
Aber es treten nicht nur Effekte durch eigene „Aktionen“ auf, sondern der eigene Gewinn wird auch durch das Fusionsverhalten der anderen Unternehmensgruppe beeinflusst (externer Effekt einer Fusion). Die Gewinndifferenz lautet

$$\Delta_{-i}^1 = \sum_{j \in M_k} \pi_j(s_i) - \sum_{j \in M_k} \pi_j(s_0), i, k \in \{1, 2\}, i \neq k$$

im Falle, daß keine eigene Fusion erfolgt, aber die andere Unternehmensgruppe fusioniert. Neben der eigenen Fusion bewirkt auch die Folgefusion eine Gewinnänderung:

$$\Delta_{-i}^2 = \pi_{M_1}(s_3) - \pi_{M_k}(s_k), i, k \in \{1, 2\}, i \neq k$$

Die Ausgangslage der Betrachtung ist die Situation  $s_0$ . Die first-mover Firmen in  $M_1$  treffen als erste die Entscheidung über einen Zusammenschluß. Die Unternehmen in der zweiten Periode  $M_2$  können also beobachten, ob sich die Unternehmen in der ersten Periode zusammenschließen und dies der eigenen Entscheidung zugrunde legen. Die Unternehmen in der ersten Periode sind nun dazu gezwungen, die Folgen ihres eigenen Handelns zu antizipieren, bevor sie ihre eigene Entscheidung treffen. Dabei ist es natürlich entscheidend, inwiefern die Unternehmen in der zweiten Periode von einer vorangegangenen Fusion profitieren oder nicht.



*Abbildung 2.1: Fusionsstrategien*

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Nilssen, Tore, und Lars Sorgard, op. cit., S. 1691.

Es lassen sich 4 Szenarien ableiten,

Szenario 1:  $\Delta_2^1 < 0$  und  $\Delta_2^2 < 0$

Szenario 2:  $\Delta_2^1 > 0$  und  $\Delta_2^2 > 0$

Szenario 3:  $\Delta_2^1 < 0 < \Delta_2^2$

Szenario 4:  $\Delta_2^1 > 0 > \Delta_2^2$ .

wobei  $\Delta_2^1$  die Gewinndifferenz für  $M_1$  anzeigt durch eine alleinige Fusion von  $M_2$  und  $\Delta_2^2$  die Auswirkungen auf den Gewinn, wenn beide Unternehmensgruppen fusionieren.

Bei den ersten beiden Szenarios hat die eigene Fusionsentscheidung keinen Einfluß auf den Zusammenschluß der Unternehmen in  $M_2$ . Im ersten Szenario werden sie nicht fusionieren und im zweiten Szenario in jedem Fall.

Damit ändert sich betreffend der Fusionsentscheidung von  $M_1$  nichts im Vergleich zur Entscheidung bei den bisher betrachteten, einperiodigen Modellen.

Die Unternehmen vergleichen einfach die Gewinnsituation nach der Fusion ( $s_1$  bzw.  $s_3$ ) mit dem Zustand vor der Fusion ( $s_0$  bzw.  $s_2$ ).

Interessant sind die Fälle, die zu abweichenden Ergebnissen im Vergleich zur einperiodigen Analyse führen können. Die Autoren leiten aus den beiden letzten Szenarien ein strategisches Fusionsmotiv ab. Folgende Strategien für die Unternehmen in  $M_1$  ergeben sich:

In Szenario 3 würde die eigene Fusion einen Folgezusammenschluß verhindern. Für den Fall, daß der externe Fusionseffekt durch eine Fusion der Unternehmen in  $M_2$ , gemessen durch  $\Delta_{-2}^1 < 0$ , größer ist als der Gewinnzuwachs der eigenen Fusion werden die Unternehmen in  $M_1$  aus strategischen Gründen nicht fusionieren. Ist auch der Gewinnzuwachs durch die Folgefusion positiv  $\Delta_{-2}^1 > 0$ , bleibt es bei der ursprünglichen Fusionsentscheidung. Im letzten Szenario folgt ein Zusammenschluß in  $M_2$ , wenn sich die Unternehmen der ersten Periode zusammenschließen. Isoliert gesehen würde die Fusion in  $M_1$  einen Gewinnrückgang mit sich bringen. Zu prüfen gilt es, wie sich der Folgezusammenschluß auf die eigene Gewinnsituation auswirkt.

Sollte auch der Folgezusammenschluß am Gewinnrückgang nichts ändern, würde die eigene Fusion von vornherein unterbleiben, um die Folgefusion nicht auszulösen. Andererseits kann ein Zusammenschluß der Unternehmen in  $M_1$  aus strategischen Gründen doch notwendig sein, weil die Fusion in  $M_2$  sonst Gewinnrückgänge erwarten läßt. Es muß dann gelten, daß der Gewinn  $\Delta_{-2}^2 > 0$  der eigenen Fusion, in Verbindung mit der Folgefusion, größer ausfällt als der Gewinn durch keinen eigenen Zusammenschluß.

Diese allgemein dargestellten Fusionsstrategien lassen sich auf alle spezifischen Modelle, die in Kapitel 2.2. erörtert wurden, anwenden. Exemplarisch haben Nilssen und Sorgard das Modell von Salant, Swytzer und Reynolds herangezogen. Sie lassen allerdings eine Änderung der Kosten offen. Sowohl die fixen als auch die variablen Kosten können nach einer Fusion steigen oder fallen. Um eine Fusion lohnend für die Unternehmen zu gestalten, müssen Kostensenkungen zumindest erreichbar erscheinen. Bei den Fixkosten, im folgenden mit  $\theta F$  bezeichnet, ist es unklar, ob sie letztendlich steigen oder fallen, d.h.  $\theta \geq 0$ .

Kostensteigernd wirken sich hierbei die Durchführungskosten des Unternehmenszusammenschlusses aus. Hierunter fallen die rechtliche und betriebswirtschaftliche Beratung sowie der mögliche Kursaufschlag im Falle einer Übernahme eines Unternehmens. Durch die Rationalisierungspotentiale und Synergieeffekte eröffnen sich demgegenüber Kostensenkungspotentiale, die den Fixkostenblock reduzieren können.

Die variablen Kosten  $dc_i$  des Unternehmens  $i$  dürfen zumindest durch einen Zusammenschluß nicht ansteigen, i.d.R. werden sie sinken. Eine lohnende Fusion hat somit eine Veränderung der variablen Kosten von  $0 \leq d \leq 1$  zur Folge.

Entscheidend für die Wahl der Fusionsstrategie der Unternehmen in  $M_1$  ist die Veränderung der Grenzkosten infolge des zweiten Zusammenschlusses in  $M_2$ . Fällt die Verringerung der marginalen Kosten in  $M_2$  gering aus, lohnt sich ein eigener Zusammenschluß nicht, wenn in der zweiten Periode eine Fusion erfolgt. Fallen die Kosten etwas stärker, so erfolgen beide Fusionen. Bei noch bedeutenderen Kostensenkungen sollte eine eigene Fusion nicht erfolgen, um die nachfolgende Fusion ebenfalls zu verhindern. Bei extremem Rückgang der variablen Kosten muß in  $M_1$  fusioniert werden, damit in der nächsten Periode nicht fusioniert wird.

Unter der Annahme, daß kein Effekt von der Fusion auf die Grenzkosten ausgeht, d.h.  $d_1 = d_2 = 1$ , lohnt sich eine eigene Fusion nur für den Fall, daß alle verbleibenden Firmen auf dem Markt in  $M_2$  ebenfalls fusionieren. Die Zahl der Strategien hängt also von der Beeinflußbarkeit der Grenzkosten ab.

### 2.2.1. Endogene Fusionsmodelle zur Erklärung von Fusionswellen

Bei der bisherigen Betrachtung ist ein entscheidender Umstand vernachlässigt worden. Ein Zusammenschluß erfolgte exogen, fiel also gleichsam vom Himmel. Der eigentliche Auswahlprozeß von geeigneten Fusionspartnern wurde nicht thematisiert, sondern eine Fusion wurde immer als bereits vollzogen unterstellt. Exogene Fusionsmodelle dienen vorrangig der Bewertung der Gewinnsituation nach dem Zusammenschluß und ermöglichen eine wohlfahrtstheoretische Beurteilung. Eine vorausschauende und damit auch zielgenaue Wettbewerbspolitik sollte sich allerdings nicht auf einen rein statischen Wohlfahrtsvergleich beschränken. Eine, wenn auch bisher noch rudimentäre, Möglichkeit, den Auswahlprozeß von Unternehmen abzubilden, sowie eine Prognose hinsichtlich der am Ende einer Fusionswelle zu erwartenden Konzentration auf einem Markt zu erstellen, bilden die sogenannten endogenen Fusionsmodelle.

Betrachtet man einen Zusammenschluß in einem Modell nicht als exogen, d.h., die Fusionspartner werden bereits „zufällig“ vorgegeben, sondern als endogen, betrachtet ein Unternehmen nicht nur eine Fusionsalternative, sondern alle denkbaren Kombinationen inklusive der Möglichkeit nicht zu fusionieren. Es werden hierzu sowohl nichtkooperative als auch kooperative Modelle herangezogen.

Kamien und Zang<sup>25</sup> haben ein nichtkooperatives Modell bei konstanten und abnehmenden Skalenerträgen betrachtet. Beiden Versionen ist gemein, daß die  $n$  Unternehmen auf einem Markt vor der eigentlichen Produktionsentscheidung in

---

<sup>25</sup> Vgl. Kamien, Morton, und Israel Zang, *Competitively Cost Advantageous Mergers and Monopolization*, in: *Games of Economic Behavior* 3 (1991), S. 323 ff., und Kamien, Morton, und Israel Zang, *The Limits Of Monopolization Through Acquisition*, in: *Quarterly Journal of Economics* 105 (1990), S. 465 ff.

der ersten Spielstufe ein Angebot zum Kauf aller anderen  $n-1$  Unternehmen sowie simultan einen Verkaufspreis für das eigene Unternehmen unterbreiten. Es wird lediglich an das meistbietende bzw. eines der meistbietenden Unternehmen verkauft, wenn der eigene Verkaufspreis erreicht oder übertroffen wird. In der zweiten Stufe wird Mengenwettbewerb à la Cournot unterstellt. Als Lösungskonzept dient das teilspielperfekte Nash-Gleichgewicht. Bei konstanten Skalenerträgen besteht keine Möglichkeit Kosten einzusparen, so daß eine Fallunterscheidung notwendig wird. Entweder ein übernehmendes Unternehmen hält die Produktion an mehreren oder allen erworbenen Produktionsstätten aufrecht oder es tritt der Fall ein, daß bis auf eine alle Produktionsstätten geschlossen werden. Unter bestimmten Voraussetzungen kann es günstiger sein, wie in Kapitel 2.1.1. bereits erläutert, eine multidivisionale Unternehmensstruktur mit unternehmensinternem Wettbewerb der Divisionen zu implementieren. Bei abnehmenden Skalenerträgen und daraus resultierender, streng konvexer Kostenfunktion ist eine Beibehaltung aller Produktionsstätten ohnehin aus Kostengründen vorteilhaft. Wird eine positive Gesamtmenge auf einem Markt produziert, erzielt man unter Verwendung des Fixpunktsatzes von Kakutani ein Cournot-Gleichgewicht in reinen Strategien. Es produzieren alle Produktionsstätten eine positive Menge und jeder Eigentümer realisiert einen positiven Gewinn. Die Anzahl  $m$  der übernommenen Unternehmen richtet sich nach dem zu erzielenden Gewinn  $m\pi_i$ , verglichen mit der Situation ohne Übernahme eines anderen Unternehmens  $\pi_i$ . Der Verkaufspreis und damit die Übernahmekosten hängen von den erzielbaren Gewinnen  $\pi_j$ , wobei  $j \neq i$ , aller anderen Unternehmen ab. Ein Unternehmen  $i$  übernimmt Firmen, solange der Gewinnzuwachs größer ausfällt als die Summe der Übernahmepreise. Es gilt also

$$m\pi_i - \pi_i > (n - m - 1) \pi_j.$$

Mit steigender Anzahl  $n$  der Unternehmen in der Ausgangslage wird ein Gewinnvergleich immer ungünstiger, bzw. es ergibt sich kein Gleichgewicht mit Unternehmenszusammenschlüssen. Dieser ungünstige Fall kann auftreten, genau so wie es zu multiplen Gleichgewichten kommen kann.

Die simultane Abgabe der Kauf- und Verkaufspreise hat den Nachteil, daß Unternehmen nicht mehr auf Angebote anderer Unternehmen reagieren können. Das scheint aber die realen Vorgänge, bei denen häufig Bieterwettbewerbe stattfinden, nicht zutreffend abzubilden.

Horn und Persson verzichten bei ihrem Ansatz auf die Details des eigentlichen Verhandlungsprozesses, d.h., es wird nicht analysiert, ob es sich um simultane oder sequentielle Verkaufs- oder Kaufangebote handelt.<sup>26</sup> Sie konzentrieren sich auf die erzielbaren Verhandlungsergebnisse. Es wird im folgenden ein „partition function form game“ betrachtet. Die Gesamtmenge  $M$  bezeichnet alle denkbaren

---

<sup>26</sup> Vgl. Horn, Henrik, und Lars Persson, Endogenous mergers in concentrated markets, in: International Journal of Industrial Organization 19 (2001), S. 1213 ff.

Eigentümerstrukturen. Unter einer Partition versteht man eine Eigentümerstruktur  $M^j$  als Partition bzw. Teilmenge an Unternehmen  $(1, \dots, n)$  in Koalitionen.  $K^j$  gibt die Menge der mehrelementigen Koalitionen (Firmen) in der zugehörigen Eigentümerstruktur  $M^j$  an. Die Gewinne der Firma  $k$  in der Marktstruktur  $M^j$  bezeichnet man als  $\pi_k^j$ . Es setzt sich letztlich die Marktstruktur durch, die bei einem binären Vergleich alle anderen denkbaren Marktstrukturen dominiert. Am besten lässt sich die Funktionsweise dieses Modells mit Hilfe eines Beispiels nachvollziehen.

Gegeben sind in der Ausgangslage vier Unternehmen. Alle möglichen Kombinationen bis auf die folgenden ergeben einen Nullgewinn.

$M^0 = (1, 2, 3, 4)$ ,  $M^T = (12, 3, 4)$ ,  $M^N = (12, 34)$ ,  $M^H = (123, 4)$  sind vier Marktkonstellationen mit den folgenden Gewinnkonstellationen.

$$\pi_1^0 = \pi_2^0 = \pi_3^0 = \pi_4^0 = 1,$$

$$\pi_{12}^T = 0, \pi_3^T = \pi_4^T = 2,$$

$$\pi_{12}^N = 5, \pi_{34}^N = 5,$$

$$\pi_{123}^H = 8, \pi_4^H = 0$$

Bei der Struktur  $M^N$  beispielsweise ereignen sich zwei Fusionen zwischen Unternehmen 1 und 2 sowie zwischen Unternehmen 3 und 4. Bei exogenen Fusionsmodellen wäre es nur möglich, die Marktstrukturen paarweise zu vergleichen. Die Marktstruktur, die alle anderen dominiert, stellt sich als Gleichgewicht ein. Auf den ersten Blick würde man vermuten, daß die Marktstruktur  $M^H$  allen anderen überlegen ist. Doch das Unternehmen 4 hat einen Anreiz, einem der 3 fusionierenden Unternehmen ein Angebot von 4 zu machen, um zur Struktur  $M^N$  zu gelangen. Das Unternehmen 4 würde sich selbst ebenfalls besser stellen, da ein Gewinn von mehr als 0 verbleibt. Für die beiden anderen Unternehmen besteht kein Anreiz ein Gegenangebot zu machen, da der gemeinsame Gewinn unter 4 fallen würde, also weniger als bei der Marktstruktur  $M^N$ .

Die weitere Analyse erfolgt in drei Teilschritten. Zunächst müssen die entscheidungsrelevanten Firmen herausgefiltert werden. Nur die Unternehmen sind von Interesse, die auch tatsächlich das Ergebnis verändern können (decisive owners). Vergleicht man beispielsweise die Besitzerstruktur  $M^A = \{1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8\}$  und  $M^B = \{1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8\}$ , dann sind die Unternehmen 6-8 nicht von Interesse, da keine weiteren Besitzstandsänderungen eintreten und keine Zahlungen zwischen diesen Firmen erfolgen können. Die Firmen 1-5 können jedoch in Verhandlungen treten, um entweder die Marktstruktur  $M^A$  oder  $M^B$  zu verwirklichen. Sie beeinflussen somit die Marktstruktur.

Der Gewinnvergleich zur Ermittlung der dominanten, gleichgewichtigen Marktstruktur (equilibrium ownership structure = EOS) enthält neben dem traditionellen Gewinnvergleich der exogenen Fusionsmodelle, bei denen immer nur eine Fusion betrachtet wird, auch alle denkbaren weiteren Fusionen und vergleicht



auch Situationen, die nicht zwangsläufig zu einer Steigerung der Konzentration führen müssen<sup>27</sup>. Der Kern kann mehr als ein Element (Marktstruktur) beinhalten oder er kann leer sein. Deshalb kann unter Umständen bei einem mehrelementigen Kern keine Aussage über die Endkonstellation gemacht werden. Es liegt wiederum das Problem multipler Gleichgewichte vor. Der Grund hierfür liegt in der Intransitivität der Dominanzrelation. Wenn unterschiedliche Entscheidungsträger in den Kernlösungen enthalten sind und deshalb keine side payments möglich sind, ist ungewiß, welche Marktstruktur sich einstellt.

Läßt man Fusionen unbeschränkt zu und besteht die Möglichkeit der Verhandlung, wird sich automatisch das Monopol einstellen, da hier der größte Gesamtgewinn erwirtschaftet wird, der schließlich an die einzelnen Unternehmenseigner verteilt werden kann. Sind Monopole aus kartellrechtlichen Gründen verboten, stellt sich die Marktstruktur mit der geringsten Anzahl an Unternehmen ein, die gerade noch erlaubt ist. Ist ein Duopol erlaubt, ist die Lösungsmenge nicht leer und darüber hinaus stellt sich das Duopol mit dem höchstmöglichen Branchengewinn ein. Für weniger konzentrierte Industrien ist das Ergebnis, wegen der oben bereits erwähnten Intransitivität der Dominanzrelation, nicht so leicht vorauszusagen. Sobald mehrere Entscheidungsgruppen involviert sind, ist keine unbeschränkte Übertragbarkeit der Gewinne mehr möglich, und es kann sich kein eindeutiges Ergebnis einstellen. Möglich ist auch, daß sich nicht das optimale Branchenergebnis einstellt wie im Monopol- und Duopolfall.

Ein Versuch, über eine rein statische hinaus eine dynamische Betrachtung von Fusionsprozessen zu ermöglichen, wurde von Gowrisankaran unternommen.<sup>28</sup> Er entwickelte einen ganzheitlichen Ansatz, d.h., er berücksichtigt neben Fusionen auch alle anderen Unternehmensstrategien, die eine Veränderung der Konzentrationsrate nach sich ziehen. Dazu gehören neben horizontalen Unternehmenszusammenschlüssen auch Erweiterungsinvestitionen sowie Marktein- und -austritte. Die Kehrseite einer ganzheitlichen Betrachtung ist ein hoher, analytischer Aufwand, dessen Ergebnisse nicht leicht nachzuvollziehen sind. Andererseits weist Gowrisankaran nicht zu Unrecht darauf hin, daß nur endogene Fusionsmodelle dazu in der Lage sind, die eigentlichen Fusionsprozesse, aufgrund der dynamischen Betrachtung, abzubilden. Ebenfalls erlauben nur endogene Fusionsmodelle Prognosen über die Auswirkungen der aktuellen bzw. einer zukünftigen Wettbewerbspolitik gegenüber Unternehmenszusammenschlüssen.

---

<sup>27</sup> Man kann sich beispielsweise recht anschaulich den Gewinnvergleich der drei möglichen Fusionen vorstellen, die ein Duopol nach sich ziehen.

<sup>28</sup> Vgl. Gowrisankaran, Gautam, A dynamic model of endogenous horizontal mergers, in: RAND Journal of Economics 30 (1999), S. 56 ff.

Im folgenden erfolgt ein kurzer Überblick über das Modell und dessen Ergebnisse.<sup>29</sup> Der Fusionsprozeß wurde so konzipiert, daß die bei den bereits diskutierten Modellen auftretenden Probleme multipler Gleichgewichte durch eine sequentielle Vorgehensweise weitgehend beseitigt werden. In jeder Periode beginnt das jeweils größte Unternehmen ein Kaufangebot für kleinere Unternehmen zu unterbreiten. Die kleineren Unternehmen setzen simultan ihren Verkaufspreis fest, was dem Vorgehen von Karnien und Zang entspricht. Falls der angebotene Preis mindestens dem Verkaufspreis eines der anderen Unternehmen entspricht, erfolgt ein Zusammenschluß. Der Prozeß startet nun erneut mit dem jetzt neu gebildeten größten Unternehmen. Sollte das ursprüngliche größte Unternehmen keine Akquisition tätigen, wird mit dem zweitgrößten Unternehmen identisch verfahren bis zum zweitkleinsten Unternehmen. Um die Nichtexistenz von Gleichgewichten zu vermeiden werden die Zusammenschlüsse, mittels einer Gleichverteilung um 0 von möglichen Einsparungen durch Synergien oder Kostensteigerungen durch beispielsweise zunehmende Bürokratisierung entweder profitabel oder unprofitabel gestaltet. Nach den Fusionsentscheidungen werden in jeder Periode die weiteren Strategiemöglichkeiten, die die Konzentration auf einem Markt beeinflussen können, in der Reihenfolge: Marktaustritt, Produktion und Investitionsentscheidung etablierter Unternehmen sowie simultan Markteintrittsentscheidungen der potentiellen Konkurrenz, betrachtet. Als Lösungskonzept verwendet Gowrisankaran das perfekte Markov-Nash-Gleichgewicht.<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> Aus Platzgründen wird auf eine ausführliche, formale Darstellung des äußerst komplexen Modells verzichtet. In einer neueren Veröffentlichung hat Gowrisankaran diesem Problem Rechnung getragen. In einem Markt, welcher aus einer dominanten Firma sowie vielen kleinen Unternehmen besteht, wird ein denkbarer Konzentrationsprozeß untersucht. Die Unternehmen unterscheiden sich nicht bezüglich der eingesetzten Technologie; es werden konstante Skalenerträge unterstellt. Es wird aber industriespezifisches Kapital eingesetzt in dem Sinne, daß eine bestimmte Organisationsstruktur und/oder Kundenbeziehungen typisch für ein Unternehmen sind, deren Erwerb mit steigenden Kosten für die dominante Firma verbunden ist. Im Ergebnis hängt die Erhaltung eines kompetitiven Wettbewerbsumfelds trotz einer dominanten Firma vom Diskontfaktor und damit der Zukunftsbezogenheit der Firmen ab. Weiterhin wird Wettbewerb durch ein elastisches Angebot von industriespezifischem Kapital sowie einer elastischen Nachfrageelastizität begünstigt. Vgl. Gowrisankaran, Gautam, und Thomas H. Holmes, Do Mergers Lead to Monopoly in the long Run ? Results from the Dominant Firm Model, National Bureau of Economic Research Working Paper 9151, Cambridge 2002.

<sup>30</sup> Vgl. Maskin, Eric, und Jean Tirole, A Theory Of Dynamic Oligopoly, I: Overview and Quantity Competition With Large Fixed Costs, in: *Econometrica* 56 (1988), S. 549 ff. Es wird bei diesem Lösungskonzept sequentiell über den Einsatz des jeweiligen Aktionsparameters entschieden. Weiterhin gehen die Autoren von einer zeitverzögerten Reaktion der Konkurrenz aus, da die Unternehmen zumindest kurzfristig an die jeweilige Aktion gebunden sind. Die Unternehmen legen der eigenen Entscheidung immer nur die Aktion des



Um die Ergebnisse zu veranschaulichen, legt Gowrisankaran die Parameterausprägungen für einen Basisfall fest und spielt das Modell per Computersimulation durch. Diesem Basisfall werden konstante Skalenerträge und somit konstante Grenzkosten zugrunde gelegt. Läßt man das Modell 20 Perioden laufen, stellt sich bei ursprünglich 4 aktiven Unternehmen ein Duopol ein, wenn Fusionen erlaubt sind. Für den Fall, daß keine Fusionen möglich sind, verbleiben 3 Unternehmen auf dem Markt. Der Verhandlungsprozeß bzw. die Möglichkeit des Markteintritts verhindern, zumindest bei geringen Markteintrittskosten, die Bildung eines Monopols. Sind Fusionen zugelassen, nähert sich die Marktstruktur wesentlich schneller dem Endzustand an als ohne Zusammenschlüsse. Fusionen verändern weiterhin die Markteintritts- und -austrittsraten, da ein vollständiger Austritt mit Vernichtung der Kapazitäten durch eine Fusion vermieden werden kann. Die Markteintrittswahrscheinlichkeit nimmt ebenfalls zu, weil nach einem erfolgreichen Markteintritt das weitere Überleben auch durch eine Übernahme gesichert werden kann. Die Investitionen in Kapazitäten sinken bei der Möglichkeit zu fusionieren beträchtlich, da internes Wachstum, welches bekanntlich länger dauert, durch schnelleres externes Wachstum substituiert werden kann. Die Wohlfahrtsauswirkungen entsprechen den bisherigen Ergebnissen bei konstanten Grenzkosten obiger Autoren. Die Produzentenrente steigt zu Lasten der Konsumentenrente. Allerdings sind die Preissteigerungen relativ gering, für den Fall daß die Markteintrittskosten nicht allzu hoch sind, da ansonsten Markteintritte drohen. Der Nettowohlfahrtseffekt hängt, wie sich bei Farrell und Shapiro unter allgemeineren Annahmen bereits gezeigt hat, vom Umfang der Effizienzgewinne durch Synergien ab.

Rodrigues entwickelte ein zweistufiges, endogenes Fusionsmodell, mit dem der Zusammenhang zwischen der Anzahl von Unternehmen und der Wettbewerbsintensität in der Ausgangslage auf einem Markt sowie den erwarteten Effizienzauswirkungen erklärt werden soll.<sup>31</sup> In der ersten Stufe fällt die Fusionsentscheidung der Unternehmen. Voraussetzung für eine Fusion ist ein Gewinnanstieg. Ein Gewinnzuwachs hängt nun einerseits von der Mengenreaktion der nichtfusionierenden Konkurrenz und andererseits von der Möglichkeit ab, Effizienzgewinne durch Fixkostendegression zu erzielen. Wohlfahrtsökonomisch sind Fu-

---

Konkurrenzunternehmens aus der letzten Periode zugrunde. Insofern werden auszahungsrelevante Entscheidungen aus früheren Perioden schlichtweg ignoriert. Dies wird mit der höheren Wirkung neuerer Aktionen im Vergleich länger zurück liegender Aktionen begründet.

<sup>31</sup> Vgl. Rodrigues, Vasco, Endogenous mergers and market structure, in: International Journal of Industrial Organization 19 (2001), S. 1245 ff. Dockner und Gaunersdorfer haben den Fall eines unendlich wiederholten Spiels untersucht, in dem die Unternehmen Markov-Strategien anwenden. In diesem Modell sind Fusionen immer profitabel und verringern dabei nicht zwangsläufig die Wohlfahrt, da die Unternehmen bei dynamischer Betrachtung eine höhere Menge anbieten als bei statischen Cournot-Modellen. Vgl. Dockner, Engelbert, und Andrea Gaunersdorfer, in: Japan and the World Economy 13 (2001), S. 195 ff.

sionen bei einer Zugrundelegung dieses Modells nur dann negativ zu bewerten, wenn ein Markt durch extreme Wettbewerbsintensität gekennzeichnet ist oder nur sehr eingeschränkte Einsparungen durch Fixkostendegression erzielt werden können. Die Bereitschaft zu fusionieren wird im Gegensatz zu Kamien und Zang nicht simultan, sondern sequentiell, wie bei Gowrisankaran, kundgegeben. Auf Angebots- und Nachfragepreise kann somit von nachfolgenden Unternehmen reagiert werden. Auf die Bestimmung einer Reihenfolge dieses Bieterwettbewerbes kann verzichtet werden, da es sich um identische Unternehmen handelt. Die Einschätzung des Autors ist zu teilen, daß ein sequentieller Mechanismus den realen Fusionsabläufen besser gerecht wird. In der zweiten Stufe erfolgt die Ermittlung der gewinnmaximalen Outputmenge.

Neben einer linearen Nachfrage greift Rodrigues auch auf die Verwendung einer konjunkturalen Variation  $\lambda$  zur Bestimmung der Wettbewerbsintensität zurück.

Im Unterschied zu der Mehrzahl bereits betrachteter Modelle werden hier Fixkosten  $F$  angenommen, um deren Auswirkungen auf das Ergebnis prognostizieren zu können. Es handelt sich um eine Annäherung an reale Märkte, da Fixkosten auf fast allen Märkten signifikant sind.<sup>32</sup> Darüber hinaus kann der Einfluß der Fixkostendegression auf die Fusionsentscheidung gemessen werden. Häufig ist die Möglichkeit der Einsparung von Fixkosten entscheidend für eine Gewinnsteigerung durch eine Fusion. Anderenfalls tritt sehr schnell das Ergebnis von Salant, Swytzer und Reynolds, das Merger-Paradox, ein. Die Gesamtkosten für das Unternehmen  $i$  sind demnach

$$C_i = c q_i + F.$$

Er führt darüber hinaus einen Faktor  $0 \leq \theta \leq m$  ein, der das Ausmaß der Fixkostendegression mißt. Herrscht vollkommene Konkurrenz auf dem Markt, d.h. es gilt  $\lambda = -1$ , hängt die Profitabilität eines Zusammenschlusses ausschließlich von der Möglichkeit ab, Fixkosten einzusparen.

Folgende Mengen- bzw. Gewinnsituation ergibt sich,

$$q_i = \frac{a - c}{n + \lambda + 1}$$

$$\pi_i = \frac{\lambda + 1}{(n + \lambda + 1)^2} (a - c)^2 - F$$

---

<sup>32</sup> In einem Beitrag von Böckem ist ein ähnliches Modell um heterogene Unternehmen erweitert worden. Im Ergebnis haben Niedrigkostenanbieter einen größeren Anreiz zu fusionieren als Unternehmen mit ungünstigerer Technologie. Die Asymmetrie kompensiert den ansonsten größeren Gewinnanstieg der Außenseiter, wie es beispielsweise beim Modell von Salant, Swytzer und Reynolds der Fall war. In der Ausgangssituation unrentable Fusionen werden als Folgefusionen unter der neuen Marktkonstellation profitabel, so daß eine Fusionswelle ausgelöst wird. Vgl. Böckem, Sabine, Fusionsdomino: Eine industrieökonomische Erklärung von Fusionswellen, in: Fusionen, Franz, Wolfgang, Hans Jürgen Ramser und Manfred Stadler (Hrsg.), Tübingen 2002, S. 141 ff.

Die Anzahl der fusionierenden Unternehmen bezeichnet Rodrigues, abweichend von bisherigen Ansätzen, nicht mit  $m$ , sondern mit  $m+1$ .<sup>1</sup> Die neue Gesamtzahl der Unternehmen beträgt somit  $n' = n - m$ . Wie im Standardmodell produzieren alle Unternehmen nach einer Fusion die analoge Menge

$$q_m = \frac{a - c}{n - m + \lambda + 1}.$$

Nach der Fusion erstreckt sich der Gewinnvergleich auch auf die mögliche Fixkostendegression. Es ergibt sich als Gewinnfunktion  $\pi_i^m$  nach der Fusion

$$\pi_i^m = \frac{\lambda + 1}{(n - m + \lambda + 1)^2} (a - c)^2 - \frac{m + 1}{\theta + 1} F$$

Die Funktion  $\Delta$  bezeichnet die Gewinndifferenz des fusionierten Unternehmens im Vergleich zu der Summe der Gewinne der unabhängigen Unternehmen vor der Fusion

$$\Delta = \pi_i^m - (m + 1) \pi_i$$

$$\Delta = (\lambda + 1) (a - c)^2 \left[ \frac{1}{(n - m + \lambda + 1)^2} - \frac{m + 1}{(n + \lambda + 1)^2} \right] + \frac{\theta(m + 1)}{\theta + 1} F.$$

Mit Hilfe der Funktion  $\Delta$  kann man nun Ergebnisse in Abhängigkeit der Wettbewerbsintensität ableiten. Nimmt  $\lambda$  den Wert  $-1$  an, herrscht vollkommener Wettbewerb. In diesem Fall sind lediglich Einsparungen durch Fixkostendegression möglich. Das andere Extrem: perfekt kollusives Verhalten, lässt keinen Spielraum für Fusionen ( $\lambda = n - 1$ ), da die Unternehmen ohnehin die Monopolmenge anbieten - es sei denn, man stellt auf die Vorteile einer dauerhaften Bindung (Monopol anstatt bloßes Kartell) ab.

Es zeigt sich, daß je höher die Fixkosten sind und je mehr diese durch eine Fusion reduziert werden können, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, das sich in der Branche ein Monopol einstellt. Weiterhin ist das Auftreten eines Monopols abhängig von der Wettbewerbsintensität auf einem Markt. Dabei gilt, je höher die Wettbewerbsintensität, um so geringer fallen die Gewinnzuwächse durch eine Fusion aus. Der Grund hierfür ist die unveränderte Gesamtmenge auf dem Markt bei vollkommener Konkurrenz. D.h., der Mengenrückgang der fusionierenden Unternehmen wird genau ausgeglichen und hat somit keinen Preisanstieg zur Folge. Lediglich eine Monopolbildung erbringt einen Gewinnanstieg.

---

<sup>1</sup> Bei der bisher üblichen Schreibweise kann das Problem auftreten, daß kein Unternehmen fusioniert, aber ein Unternehmen mehr auf dem Markt vorliegt als in der Ausgangslage, da  $n - m + 1$ .

### **2.2.2. Möglichkeiten und Grenzen endogener Fusionsmodelle**

Eine Annäherung an das reale Fusionsgeschehen wird insofern erreicht, als genauer untersucht wird, welche Zusammenschlüsse sich aus einem Pool von möglichen ergeben. Das bedeutet, daß ein profitabler Zusammenschluß unter Umständen aufgrund einer noch lukrativeren Fusionsmöglichkeit nicht erfolgt. Bei einem Fusionsmodell, daß den Zusammenschluß exogen vorgibt, lohnt sich jede Fusion mit Gewinnzuwachs, ohne daß eine weitere Fusionsmöglichkeit in Betracht gezogen worden wäre. Es kann immer nur eine Fusion isoliert von allen anderen betrachtet werden. Insofern erscheinen endogene Fusionsmodelle interessant für die Anwendung bei Märkten, auf denen eine Vielzahl von Fusionen zu beobachten ist.

Darüber hinaus können endogene Fusionsmodelle hilfreich sein, ein strategisches Fusionsmotiv zu generieren. Bedenkt man beispielsweise den Fall, daß der kritische Konzentrationsgrad aus wettbewerbspolitischer Sicht fast erreicht ist, so ist es für Unternehmen möglicherweise ratsam, sich als first-mover zu betätigen, bevor weitere Zusammenschlüsse von den Wettbewerbsbehörden untersagt werden.

Ein weiterer Vorteil endogener Fusionsmodelle besteht im wesentlichen darin, daß bei der Suche nach der endgültigen Marktstruktur vielfältige Verhandlungen und Vereinbarungen auftreten können, die durch exogene Fusionsmodelle nicht abgebildet werden können. Wenn ein Unternehmen vor der Entscheidung über einen Zusammenschluß steht, kann es im folgenden alle möglichen Marktkonstellationen in Betracht ziehen.

Die konventionelle kooperative Spieltheorie ist wiederum nicht in der Lage externe Fusionseffekte abzubilden. Auf oligopolistischen Märkten spielen allerdings Externalitäten eine wesentliche Rolle.

### **2.3. Erwerb intangibler Vermögen**

Neben dem leicht zu identifizierenden Motiv der Gewinnsteigerung können noch andere Beweggründe mit einem Unternehmenszusammenschluß bzw. mit einer Übernahme verbunden sein. Es liegt reichlich empirische Evidenz vor, daß Unternehmen mit Hilfe von Übernahmen an technologisches Wissen gelangen wollen (z.B. Daimler / AEG oder Daimler / MBB). Der dadurch zu erzielende technologische spillover kann für den Heimatmarkt genutzt werden, da es sich bei technologischem Wissen innerhalb eines Unternehmens um ein öffentliches Gut handelt. Fosfuri und Motta haben versucht, diesen Zusammenhang in ein

formales Modell zu überführen.<sup>34</sup> Bereits frühere Arbeiten haben gezeigt, daß technologische spillovers mit der geographischen Entfernung abnehmen.<sup>35</sup>

Es lässt sich für ein technologisch unterentwickeltes Unternehmen ein Anreiz ableiten, sich räumlich in der Nähe der Marktführer niederzulassen, um vom Know-How zu profitieren. Es liegt nahe, daß eine Akquisition die Wahrscheinlichkeit der Erlangung überlegenen technischen Wissens erhöht. Umgekehrt ist es für das technologisch führende Unternehmen eher von Nachteil, die Standorte zu streuen, da so eine Gefahr der Diffusion des technologischen Wissens besteht.

Die Autoren gehen von zwei Anbietern homogener Güter in räumlich unterschiedlichen Märkten aus, die beim Bedienen des jeweiligen anderen Marktes vor der Entscheidung stehen, ihre Güter entweder zu exportieren, im Ausland zu produzieren oder den Auslandsmarkt nicht zu bedienen. Sie messen die Wahrscheinlichkeit, mit der die überlegene Technologie übernommen werden kann, mit einer Variablen  $w_i$ , wobei der Index für die beiden Länder steht. Die Auszahlungen der Unternehmen sind immer auch abhängig von der gewählten Strategie des anderen Unternehmens.

Im Ergebnis ergeben sich zwei konträre Strategien. Zwei Komponenten sind für die jeweiligen Strategien entscheidend. Die in den bisherigen Modellen verwendete, traditionelle Komponente beschreibt den Anreiz für eine Direktinvestition abhängig von den im Auslandsmarkt zu erzielenden Gewinnen und von der Höhe der Transportkosten. Je höher die Transportkosten ausfallen, um so günstiger wird eine Direktinvestition, die eher Fixkostencharakter hat. Wenn die Grenzkosten im Heimatmarkt größer sind, kommt noch eine spillover-Komponente hinzu, da das Unternehmen die bessere Technologie im eigenen Unternehmen einsetzen möchte. Selbst wenn die Akquisitionskosten den auf dem Auslandsmarkt zu erzielenden Gewinn übersteigen, kann sich der Erwerb im Ganzen lohnen, da auch auf dem Heimatmarkt zu günstigeren Kosten und damit mit höheren Gewinnen produziert werden kann. Fällt die Technologielücke sehr groß aus, nimmt zwar der spillover-Effekt zu, im Gegenzug sinken aber die Gewinnmöglichkeiten im Auslandsmarkt. In diesem Fall spricht also noch mehr für eine Direktinvestition als für den Export.

Das Modell ist dazu in der Lage, technisches Wissen als Akquisitionsmotiv zu verdeutlichen. Es fehlt aber an Erklärungsansätzen für gegenläufige spillovers. Man kann davon ausgehen, daß bei den Unternehmenszusammenschlüssen im größeren Maßstab beide Unternehmen in bestimmten Bereichen über einen technologischen Vorsprung verfügen. In der bisherigen Ausgestaltung würde

---

<sup>34</sup> Vgl. Fosfuri, Andrea, und Massimo Motta, Multinationals without Advantages, in: *Scandinavian Journal of Economics* 101 (1999), S. 617 ff.

<sup>35</sup> Vgl. Audretsch, David B., und M.P. Feldman, R&D Spillovers and the Geography of Innovation and Production, in: *American Economic Review* 86 (1996), S. 630 ff.

das Modell keinen spillover-Effekt für den Fall prognostizieren, daß die unterschiedlichen Stärken der Unternehmen sich letztlich aufheben und somit gleiche Grenzkosten nach sich ziehen.

## 2.4. Metaökonomische Ziele (empire building-policy)

Bereits in den 60er Jahren wurde die entscheidende Rolle des Management erkannt, wenn die Eigner des Unternehmens nicht selber das Unternehmen leiten. Zunächst wurde, in der Euphorie der damaligen Fusionswelle, das Management als treibende Kraft für Unternehmenszusammenschlüsse identifiziert, die für eine Lenkung aller Ressourcen in die jeweilige beste Verwendung sorgen. Dazu wurde ein perfekter Kapitalmarkt unterstellt, denn dann spiegelt der Unternehmenswert exakt die Leistung des Managements wider. Wird ein Unternehmen unterdurchschnittlich bewertet, liegt der Schluß nahe, daß das Management im Wege einer Übernahme durch ein besser bewertetes, also überlegenes Management abgelöst werden sollte. Das überlegene Management kann vorhandene Effizienzpotentiale als Gewinn aus der Übernahme realisieren. Es besteht also ein ständiger Wettbewerb von Managementteams um die Kontrolle über Unternehmen.<sup>36</sup> Darüber hinaus wird ein drohender Bankrott des Zielunternehmens mit dem Verlust von Produktionskapazitäten verhindert. Unterstellt man, daß ein intensiver Wettbewerb um den Markt für Unternehmenskontrolle vorliegt, hätte das Management keinerlei diskretionären Spielraum, um seine eigenen Interessen zu verfolgen.

Unter dem Eindruck der mageren Ergebnisse, die bis in die 80er Jahre mit der Diversifizierungsstrategie erzielt wurden, entstand die Free Cash Flow-Hypothese.<sup>37</sup> Demnach sind Übernahmen häufig wertmindernd, da das Management diskretionär über Cash flow verfügen kann. Betroffen sind Branchen mit hohem Cash flow, aber wenig Wachstumschancen. Eine Maßnahme, diese diskretionären Spielräume zu unterbinden, kann eine höhere Verschuldung des Unternehmens sein. Aufgrund dessen sind Übernahmen, die mit Fremdkapital oder Cash durchgeführt werden, mutmaßlich erfolgreicher als ein Erwerb mit eigenen Aktien. Liegt eine höhere Verschuldung des Unternehmens vor, sinken somit die Überwachungskosten des Managements.

Unabhängig von der Form der Finanzierung sieht Richard Roll ebenfalls das Management als treibende Kraft für Fusionen und insbesondere Akquisitionen.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> Vgl. Manne, Henry G., Mergers and the Market for Corporate Control, in: The Journal of Political Economy 73 (1965), S. 110 ff.

<sup>37</sup> Vgl. Jensen, Michael C., Agency Costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, in: American Economic Review 76 (1986), S. 323 ff.

<sup>38</sup> Vgl. Roll, Richard, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in: Journal of Business 59 (1986), S. 197 ff.



Er stellte die Hypothese auf, daß das Management des übernehmenden Unternehmens seine Fähigkeiten, ein übernommenes Unternehmen besser zu leiten, überschätzt. Da der Marktwert eines Unternehmens durch seinen Börsenwert reflektiert und davon ausgegangen wird, daß in diesem Marktwert alle unternehmensrelevanten Informationen verarbeitet sind, kann es sich bei Übernahmeangeboten, die Prämien auf den Marktpreis enthalten, nur um irrationale Bewertungsfehler eines sich selbst überschätzenden Managements handeln. Weiterhin gilt auf vollkommenen Märkten, daß alle Produktionsfaktoren optimal eingesetzt werden. Diese Annahme gilt auch für das Management des Zielunternehmens, dessen Wertgrenzprodukt seinen Faktorkosten entspricht.

Er stützt seine Hypothese auf zahlreiche empirische Untersuchungen, die netto keine signifikante Steigerung des Marktwertes des übernehmenden Unternehmens feststellen konnten. Die Zunahme des Marktwertes des Zielunternehmens ging bei fehlgeschlagenen Übernahmeversuchen ebenfalls wieder ungefähr auf das Ausgangsniveau zurück.

Ein alternativer Erklärungsansatz löst sich von der Vorstellung der Interessengkongruenz zwischen Eigentümern und Management. Es ist eher davon auszugehen, daß das Management neben dem Ziel der Gewinnmaximierung weitere Ziele wie beispielsweise Umsatzmaximierung verfolgt. Häufig ist das Gehalt des Vorstandes an die Größe des Unternehmens gebunden.<sup>39</sup> Insofern besteht ein Anreiz, das Unternehmen möglichst schnell durch Unternehmenszusammenschlüsse zu vergrößern, anstatt Dividenden an die Aktionäre auszuschütten.<sup>40</sup> Das Management verhält sich nicht rational im Sinne der Gewinnmaximierung, sondern verfolgt das Ziel einer persönlichen Nutzenmaximierung. Die nutzensteigernden Ziele können neben der Vergütung auch schwer meßbare Verhaltensaspekte, wie Prestige- oder Machtzuwächse, beinhalten. Weiterhin erhöht sich die Arbeitsplatzsicherheit in dem nun größer gewordenen Unternehmen und zwar nicht zuletzt deshalb, weil das eigene Unternehmen nun schwieriger übernommen werden kann. Darüber hinaus wächst der Druck auf die staatlichen Entscheidungsträger, beschäftigungs-politisch zu intervenieren, je größer die Zahl der bedrohten Arbeitsplätze ist. Letztlich bieten sich insbesondere für das mittlere Management neue Aufstiegsmöglichkeiten und Talente können somit gehalten werden.

Eigene Ziele können aufgrund mangelhafter Kontrolle durch die Unternehmens-eigner verfolgt werden. Kleinaktionäre haben ohnehin nur einen geringen Anreiz zur effektiven Kontrolle des Vorstandes, da die Kontrollkosten der Informationsgewinnung, Entscheidungsvorbereitung und -durchsetzung die eher gering-

---

<sup>39</sup> Vgl. Murphy, Kevin J., Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis, in: Journal of Accounting and Economics 7 (1984), S. 11 ff.

<sup>40</sup> Vgl. Jensen, Michael C., op. cit., S. 323.

fürigen Aktienerträge übersteigen würde.<sup>41</sup> Aber auch der Einfluß der Großaktionäre wird durch einen Zusammenschluß geringer, wenn sie nicht an beiden Unternehmen bereits vor der Fusion beteiligt waren. Selbst der Aufsichtsrat bzw. das „board of directors“ greift nur zum Mittel der Ablösung des Vorstandes, falls im Vergleich zum Branchendurchschnitt deutlich schlechtere Ergebnisse erzielt werden.<sup>42</sup> Ansonsten gilt auch für den Aufsichtsrat, daß der Aufwand für eine effektive Kontrolle zu groß ist, so lange die Mitglieder nicht nennenswerte Aktienpakete als Vergütung beziehen. Letztendlich ist der Aufsichtsrat bei seiner Tätigkeit auf die Qualität der vom Vorstand zur Verfügung gestellten Informationen abhängig.<sup>43</sup> Diese Abhängigkeit könnte nur durch einen Stab qualifizierter Mitarbeiter beseitigt werden, die zwar vom Unternehmen bezahlt, jedoch allein dem Aufsichtsrat verantwortlich sind. Die höheren Überwachungskosten müssen mit dem daraus resultierenden Gewinnzuwachs verglichen werden. Abhilfe können auch Aktienoptionen (stock options) schaffen, die dem Management in Form von Aktien des eigenen Unternehmens als variabler Gehaltsbestandteil in Aussicht gestellt werden.<sup>44</sup> Die Aktienoptionen werden so ausgestaltet, daß sie nach einer festgelegten Frist und nur bei einer bestimmten, zu erreichenden Kurshöhe ausgegeben werden. Allerdings ist dieser variable Gehaltsanteil insbesondere in Deutschland bisher häufig zu gering, um die Interessen vollkommen gleichzuschalten. Es zeigt sich, daß der Gehaltsanstieg durch die Vergrößerung des Unternehmens die Gehaltsschmälerung durch einen eventuell niedrigeren Aktienkurs, zumindest im Falle von Bankenfusionen, überkompensiert.<sup>45</sup>

Faulli-Oller und Motta bestätigen die Auffassung, daß die Manager nicht aufgrund von Selbstüberschätzung oder Risikoaversität Akquisitionen tätigen, sondern daß die Ursache in den von den Eigentümern gesetzten Anreizen begründet liegt.<sup>46</sup> Es handelt sich demzufolge bei der Beziehung zwischen Eigentümern und Management eines Unternehmens um ein Principal-Agent-Problem. Die Interessen des Managements weichen von den Interessen der Aktionäre ab und diese sind, wie bereits erörtert, nicht dazu in der Lage, das Management effektiv

---

<sup>41</sup> Vgl. Firth, Michael, Takeovers, Shareholder Return, and the Theory of the Firm, in: *Quarterly Journal of Economics* 94 (1980), S. 235 ff.

<sup>42</sup> Vgl. Randall, Morck, Andrei Shleifer, und Robert W. Vishny, Alternative Mechanisms of Corporate Control, in: *American Economic Review* 79 (1989), S. 852.

<sup>43</sup> Vgl. Shleifer, Andrei, und Robert W. Vishny, Value Maximization and the Acquisition Process, in: *Journal of Economic Perspectives* 2 (1988), S. 9.

<sup>44</sup> Vgl. Grossman, S.J., und O.D. Hart, Implicit contracts under asymmetric information, in: *Quarterly Journal of Economics* 98 (1983), S. 123 ff.

<sup>45</sup> Vgl. Bliss, Richard T., und Richard Rosen, CEO compensation and bank mergers, in: *Journal of Financial Economics* 61 (2001), S. 110.

<sup>46</sup> Vgl. Faulli-Oller, Ramon, und Massimo Motta, Managerial Incentives for Takeovers, in: *Journal of Economics and Management Strategy* 5 (1996), S. 497 ff.



zu kontrollieren. Insofern müssen anreizkompatible Verträge mit dem Management über deren Entlohnung abgeschlossen werden, um eine möglichst hohe Interessenkongruenz sicherzustellen. Im Rahmen dieser Verträge verhalten sich die Manager wiederum vollkommen rational.

Es werden 3 Unternehmen A, B und C betrachtet. Während die Unternehmen B und C eigentümergeführt sind, wird das Unternehmen A von einem Manager geleitet. Das Gehalt hängt ab vom Gewinn  $\pi_A$  und den Verkaufszahlen  $q_A$ . Folgender Zusammenhang bestimmt das Gehalt  $G$  des Managements

$$G = d\pi_A + (1-d)q_A$$

Es werden eine lineare Nachfrage und gleiche variable Kosten  $c$  für alle Unternehmen angenommen. Der Manager wird diesem Anreizsystem zufolge versuchen, sein Gehalt zu maximieren.<sup>47</sup>

$$G(q_m) = d\left(1 - \frac{Q}{s} - c\right)q_m + (1-d)\left(1 - \frac{Q}{s}\right)q_m$$

Die gewinnmaximierende Bedingung des managergeführten Unternehmens sieht demnach folgendermaßen aus

$$as - (n-1)q_r - 2q_m - dcs = 0$$

Als gewinnmaximierende Menge für das managergeführte Unternehmen ergibt sich

$$q_m = \frac{[a - c + (1-d)cn]s}{n+1},$$

während die eigentümergeführten Unternehmen eine Menge

$$q_r = \frac{(a - 2c + dc)s}{n+1}$$

erstellen.

Das Modell enthält eine Variable  $s$ , mit der die Größe eines Marktes variiert werden kann. Die Mengen der eigentümergeführten Unternehmen werden mit  $q_r$  bezeichnet. Von der Gesamtzahl  $n$  der Unternehmen auf dem Markt muß das managergeführte abgezogen werden, das die Menge  $q_m$  produziert. Die Variable  $d$  entspricht dem Effekt der Grenzkosteneinsparungen infolge von Synergieeffekten aus dem Modell von Nilssen und Sorgard.

Ausgehend von diesen Annahmen wird untersucht, ob das Management sein Gehalt dadurch erhöhen kann, daß es entweder eines oder beide anderen Unternehmen übernimmt. Es zeigt sich, daß je größer das Gewicht bei den Verkaufszahlen liegt, um so größer ist der Anreiz, die beiden eigentümergeführten Unternehmen zu übernehmen. Wird gewinnabhängig entlohnt, entscheidet sich das

---

<sup>47</sup> Vgl. Fershtman, Chaim, und Kenneth L. Judd, Equilibrium Incentives in Oligopoly, in: American Economic Review 77 (1987), S. 931 f.

Management gegen eine Übernahme ab einem  $d \geq \frac{72}{77}$ . Das Management wird

sich bei einer umsatzorientierten Entlohnung aggressiver auf dem Markt verhalten, d.h., die Absatzzahlen erhöhen und dadurch die Gewinne der anderen Unternehmen indirekt schmälern. Dies wiederum vereinfacht bzw. erlaubt eine kostengünstigere Übernahme, da das Angebot für die eigentümergeführten Unternehmen mindestens dem erwarteten Gewinn entspricht, den die Unternehmen eigenständig erzielen. Insofern wirkt sich  $d$  nicht nur bezüglich der Fixierung des Managements auf den Umsatz aus, sondern verringert die Grenzkosten nach einer Übernahme.

Bei der Frage, wie die Anreize vom Eigentümer gewinnmaximierend gesetzt werden sollen, kommen Faulli-Oller und Motta zu folgenden Ergebnissen.

Die Übernahmeentscheidung sollte zwar delegiert werden und nicht vom Eigentümer vorgegeben werden. Es besteht dann aber die Möglichkeit für unprofitable Übernahmen durch das Management. Abhängig ist die Profitabilität von den Grenzkosten. Die Grenzkosten sind eher dem Management aus dem Tagesgeschäft bekannt als den Eigentümern. Daher sollte die Entscheidung betreffend Übernahmen delegiert werden. Eingeschränkt werden können unprofitable Übernahmen durch die Einführung einer „Übernahmesteuer“, die dem Manager von seinem Gehalt abgezogen wird. Die obigen Ergebnisse stimmen mit der Free Cash Flow-Hypothese überein, daß Projekte lieber extern über Verschuldung finanziert werden sollten als mit eigenen Mitteln.

Das Übernahmeangebot entspricht im Modell lediglich dem Gewinn einer Periode eines eigentümergeführten Unternehmens. Selbst wenn man unterstellt, daß dieser Wert in etwa einem börsengeführten Unternehmenswert entspricht, muß beachtet werden, daß für börsengeführte Unternehmen ein i.d.R. bis zu 50-prozentiger Aufschlag bezahlt werden muß, um ein Unternehmen erfolgreich übernehmen zu können. Insofern erscheint ein Angebot eines Jahresgewinnes als stark untertrieben.<sup>48</sup> Da aber die Übernahmekosten die Profitabilität dieses Modells stark beeinflussen, muß von einem weit größeren Anteil unprofitabler Unternehmenszusammenschlüsse ausgegangen werden. Weiterhin weisen die Autoren auf die fehlende Möglichkeit hin, daß die eigentümergeführten Unternehmen selbst Übernahmeangebote erstellen können. Diese Einschränkung erscheint wiederum recht realitätsnah, bedenkt man, daß kaum eine Übernahme mehr ohne Aktientausch erfolgt. Die Möglichkeit, unprofitable Übernahmen durch Aktienbeteiligungen des Managements zu verhindern, erscheint bedenkenswert. Allerdings sollten die zu erreichenden Kurse anspruchsvoll ausgestaltet werden und sich an Branchenergebnissen orientieren.

---

<sup>48</sup> Die Bewertungsmethoden zur Ermittlung eines Kaufspreises gehen z.T. sogar von unendlichen Zahlungsströmen aus. Siehe auch Kapitel 4.1.3.

Ziss untersucht in seinem Modell die Unterschiede in der Profitabilität von Unternehmenszusammenschlüssen bei Delegation der Entscheidung und ohne.<sup>49</sup> Ein wesentlicher Unterschied zum Modell von Motta und Faulli-Oller besteht darin, daß das Management neben den variablen Gehaltsbestandteilen auch ein Fixgehalt bezieht. Weiterhin unterscheidet er nicht in manager- und eigentümergeführte Unternehmen. Der variable Gehaltsbestandteil ist abhängig vom Umsatz und vom erzielten Gewinn. Dieser variable Gehaltsbestandteil entspricht dem Faktor  $d$  aus dem obigen Modell. Unterstellt man eine managergeführte Industrie, ergeben sich Grenzkosten von  $d \cdot c = g_i$ . Sobald also  $d < 1$  ist, also die Entlohnung eine Umsatzkomponente enthält, verschärft sich der Mengenwettbewerb. Dies gilt für alle Unternehmen, so daß auf dem Markt eine größere Menge zu einem geringeren Preis angeboten wird. Etwas allgemeiner gefaßt ist das Modell, indem es wie bei Farrell und Shapiro nur allgemeine Anforderungen an die Nachfragefunktion stellt. Sie muß demnach konkav und abnehmend im Preis verlaufen.<sup>50</sup>

Findet nun eine Fusion statt, hängt der Erfolg vom eigenen Outputeffekt und von der Reaktion der verbliebenen Konkurrenz ab. Da die Gewinnmarge vor der Fusion bereits geringer ist als ohne Delegation, fällt auch der externe Fusionseffekt geringer aus. Das bedeutet, die Gewinnverlagerung vom fusionierenden zu den nichtfusionierenden Unternehmen fällt geringer aus. Im Ergebnis ist der Anteil der Unternehmen, der bei einem Unternehmenszusammenschluß beteiligt sein muß, um ihn auch ohne Synergieeffekte profitabel zu gestalten, geringer als ohne Delegation.

Die besprochenen Modelle dienen möglicherweise als Erklärungsansatz dafür, daß im besonderen Maße Aktiengesellschaften „fusionsanfälliger“ sind als eignergeführte Unternehmen, da sie neben dem reinen Gewinnspekt ebenfalls die Größe, gemessen in Verkaufszahlen bzw. Umsatz sowie die Börsenbewertung im Entscheidungskalkül mitberücksichtigen.

Nicht nur das Top-Management versucht mit einem Zusammenschluß seine eigenen Ziele zu verfolgen.<sup>51</sup> Die jeweiligen Divisionsleiter sehen sich ebenfalls bei einem horizontalen Zusammenschluß neuer Konkurrenz um knappes Kapital ausgesetzt. Trotz einer multidivisionalen Organisation mit internen Verrechnungspreisen muß die Unternehmensleitung selektiv in Entscheidungsprozesse eingreifen. Die Frage ist, in welchem Ausmaß und zu wessen Gunsten greift das Management ein.

---

<sup>49</sup> Vgl. Ziss, Steffen, Horizontal mergers and delegation, in: International Journal of Industrial Organization 19 (2001), S. 471 ff.

<sup>50</sup> Vgl. Farrell, Joseph, und Carl Shapiro, Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis, in: American Economic Review 80 (1990), S. 107 f.

<sup>51</sup> Vgl. Milgrom, Paul, und John Roberts, Economics, Organization and Management, New Jersey 1992, S. 192 ff.

Es besteht aufgrund dieser Konstellation ein Anreiz auf Seiten der Tochtergesellschaften, die Entscheidung des Top-Managements zu beeinflussen. Die Unternehmensleitung kann ohne umfassende Informationsgrundlage keine fundierten Entscheidungen treffen. Die untergeordneten Ebenen wenden Zeit dafür auf, diese Informationen zu generieren und dem Top-Management zu berichten. Die jeweilige Tochtergesellschaft wird versuchen, Informationen so einzusetzen, daß Entscheidungen in ihrem Sinne gefällt werden. Es resultieren also Kosten für den Aufwand zur Beeinflussung des Managements. Gelingt die Umsetzung der angestrebten Entscheidung, sind zusätzlich Folgekosten einer eventuell falschen Investition zu tragen.

Die Folge ist geradezu ein Wettlauf der verschiedenen Abteilungen um die Erringung knapper, finanzieller Ressourcen. Diese ohnehin immer vorliegenden Probleme werden durch einen Zusammenschluß von zwei Organisationen, die grundlegend unterschiedlichen Entscheidungskulturen entstammen, vervielfacht.

### **3. Exemplarische Analyse von Unternehmenszusammenschlüssen**

Im folgenden werden Unternehmenszusammenschlüsse aus vier Industrie- und Dienstleistungssektoren betrachtet. Es soll einerseits untersucht werden inwiefern die theoretischen Modelle tatsächlich reale Branchensituationen abzubilden vermögen und andererseits ist von Interesse, ob substantielle Unterschiede zwischen rein deutschen bzw. ausländischen Unternehmensen sowie cross-border Zusammenschlüssen mit deutscher Beteiligung bestehen. Im Hinblick auf die folgenden Kapitel werden die bisherigen Erfolge bzw. Mißerfolge der jeweiligen Fälle kritisch hinterfragt.

#### **3.1. Überblick über die Entwicklung der Automobilindustrie**

Um die heutige Wettbewerbssituation auf dem Automobilmarkt besser einschätzen zu können, erfolgt einleitend ein kurzer Überblick über die maßgeblichen Entwicklungen dieser Branche seit dem 2. Weltkrieg.

Im Laufe der 50er Jahre hat die Automobilindustrie ein rasantes Wachstum erlebt. Der Anstieg der Pkw-Zulassungen wurde begleitet durch einen Zuwachs an unabhängigen Anbietern. Noch in den 50er Jahren waren die europäischen Automobilmärkte heutiger EU-Länder allerdings stark voneinander abgeschottet. Die Folge war eine sehr begrenzte Wahlmöglichkeit der Konsumenten, die aufgrund hoher Zölle und Kontingente (Mengenbeschränkungen) und anderer Handelshemmnisse fast ausschließlich auf die wenigen Anbieter auf dem Heimatmarkt zurückgreifen mußten. Erst in den 60er Jahren und beschleunigt durch die Bildung der Zollunion 1968 nahm der Wettbewerb, gemessen an den Importquoten der Neuzulassungen, deutlich zu. Der intensivere Wettbewerb fiel zusammen mit einem deutlichen Anstieg der Pkw-Dichte und einer Verbreiterung des Sortiments der Hersteller. Für die Konsumenten hatten diese Entwicklungen eine erfreuliche Steigerung der Angebotsvielfalt und damit eine verbesserte Bedürfnisbefriedigung zur Folge. Auf die gewachsenen Ansprüche der Kunden reagierten die Automobilunternehmen mit der Strategie, eine komplette Fahrzeugpalette anzubieten, um keinen Rückgang der Marktanteile hinnehmen zu müssen. Dieser drohte im Falle eines Wechsels der Kunden, die infolge eines gestiegenen Einkommens vielfach in eine höhere Preisklasse aufsteigen wollten (Upgrading). Was heute von Automobilunternehmen als überlebenswichtige Strategie angesehen wird, führte damals nicht zwangsläufig zum Ausscheiden aus dem Markt, da rückläufige Marktanteile auf ein starkes Marktwachstum tra-

fen und somit der Umsatz u.U. unterdurchschnittlich, aber doch auch bei leistungsschwächeren Unternehmen zunahm.<sup>1</sup>

Insofern kam der Eintritt der japanischen Konkurrenz in europäische Märkte für die erfolgsverwöhnten europäischen Anbieter überraschend; eine angemessene Reaktion der vielfach staatlich kontrollierten Unternehmen erfolgte erst mit erheblicher Zeitverzögerung. Die Rezepte zur Abwehr der Konkurrenz waren dementsprechend auch eher politischer, denn unternehmerischer Natur. So wurden in den meisten europäischen Ländern Kontingente für japanische Einfuhren festgelegt mit dem Ziel, den Marktanteil gering zu halten. Verstärkend kamen eine Abschwächung der Wachstumsdynamik, sowie eine immer stärkere Nischenbildung hinzu, in denen z.T. bis heute höhere Margen zu erzielen waren als in den Volumenmärkten der konventionellen Limousinen. Diese Entwicklungen hatten eine Marktberreinigung zur Folge, d.h., einige Anbieter verschwanden vom Markt, wiederum andere wurden übernommen.<sup>2</sup>

Anfang der 90er Jahre wurden die nationalstaatlichen Regelungen für den Import japanischer Kfz durch eine Regelung der Europäischen Kommission abgelöst, die ein jährliches Kontingent von 1,23 Millionen Einheiten vorsah. Durch die Verbesserung der Wettbewerbsposition der europäischen Anbieter wurde diese Quote in den letzten Jahren nie ausgeschöpft, zumal die Kontingente durch eigene Fertigungsstätten der japanischen Hersteller in Europa umgangen werden konnten, so daß seit dem Jahr 2000 auf die Kontingentierung verzichtet wird.<sup>3</sup>

In den letzten Jahren setzte ein erneuter Konsolidierungsprozeß ein, dem ein Rückgang der Anbieterzahl auf nunmehr 14 unabhängige Unternehmen folgte.<sup>4</sup>

Den Anfang machte BMW mit der Übernahme von Rover 1994. Unter großen Verlusten wurde Rover bis auf die Marke Mini wieder verkauft. Die Volumenmodelle der Rover Cars wurden am 9. Mai 2000 an das britische Konsortium Phoenix veräußert und die Nischenmodelle des Land Rover gingen am 30.06.2000 an Ford über. Zunächst hatte sich BMW von der Idee des Massen-anbieters verabschiedet und lediglich, beispielsweise mit der Übernahme von Rolls-Royce, neue Nischen besetzt. Mit der Einführung des 1er Modells ver-

---

<sup>1</sup> Vgl. Berg, Hartmut, Integrationsinduzierte Wettbewerbsprozesse: Das Beispiel des europäischen Pkw-Marktes, Dortmunder Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftspolitik Nr. 118, Dortmund 2002, S. 6 ff.

<sup>2</sup> In Deutschland wurden die NSU Motorenwerke durch VW übernommen und in Frankreich verlor Citroen seine Eigenständigkeit und wurde durch Peugeot aufgekauft. In Italien überlebte nur ein Volumenanbieter, da Fiat sowohl Lancia als auch Alfa Romeo übernahm.

<sup>3</sup> Vgl. Berg, Hartmut, op. cit., S. 14 ff.

<sup>4</sup> Als unabhängig gilt ein Unternehmen dann nicht mehr, wenn ein verbundenes Unternehmen mehr als 33,4 % der Anteile des Unternehmens erworben hat und aufgrund der Sperrminorität direkt, gegebenenfalls durch Einsetzen eines aus dem eigenen Haus stammenden Vorstandsvorsitzenden, auf die unternehmerischen Entscheidungen Einfluß nimmt.



sucht BMW allerdings, zukünftig eigenständig den Flottenverbrauch zu senken und gleichzeitig zum Massenanbieter zu werden.

Eine Ausnahme bildete der Zusammenschluß zwischen Daimler-Benz und Chrysler im November 1998, da es sich hier um eine Verschmelzung bzw. einen sogenannten „merger of equals“ handelt. Seitdem hat sich ein neuer Trend zu einer loseren Unternehmenszusammenschlußform durchgesetzt. Häufig wird ein Anbieter nicht vollständig übernommen bzw. es findet keine Verschmelzung statt, sondern die Unternehmen bevorzugen aufgrund des geringer erscheinenden Risikos eine finanzielle Beteiligung, die trotzdem einen Einfluß auf die unternehmerischen Entscheidungen zuläßt. Besonders bei Zusammenschlüssen mit asiatischen Unternehmen agieren die europäischen bzw. amerikanischen Unternehmen inzwischen vorsichtiger.

So erwarb Renault 1999 zunächst 36,8 % an Nissan und steigerte diesen Anteil auf inzwischen 44,4 %. Nissan stieg, nach erfolgreicher Restrukturierung des Unternehmens, Ende 2001 mit 15% bei Renault ein.

Ford besitzt, allerdings schon seit 1979, 25 % an Mazda (heute 33 %) und neigt ansonsten eher zu vollständigen Übernahmen. So übernahm Ford 1999 Volvo und Land Rover von BMW sowie Jaguar mit dem Ziel, in den Markt der oberen Preisklassen einzutreten. Die Versuche, sich mit eigenen Modellen zu etablieren - wie beispielsweise mit dem Ford Scorpio - schlugen in der Vergangenheit fehl..

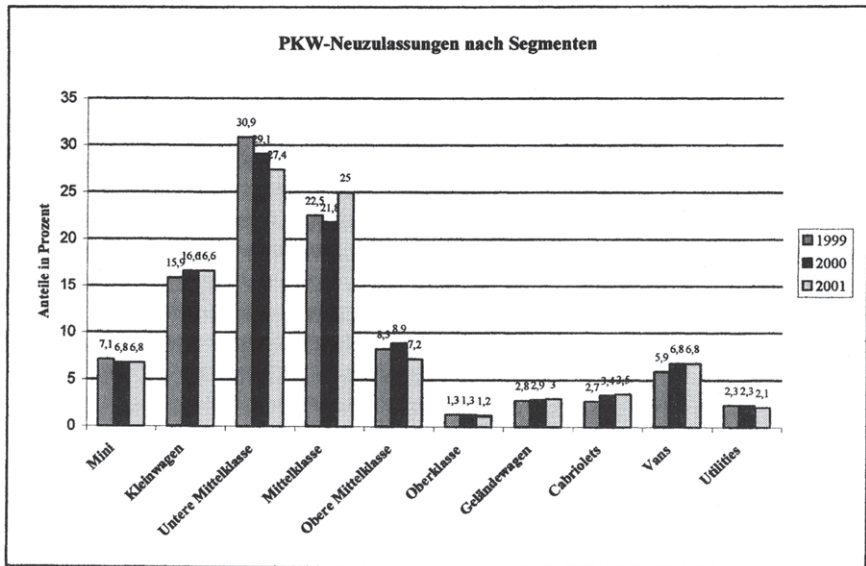
Saab zu 50 % und Lotus gehören inzwischen zu General Motors, die ebenfalls an Isuzu (49,1 %), Suzuki (10 %) und seit dem 30.04.2002 am südkoreanischen Anbieter Daewoo (42,1 %) beteiligt sind. Eine strategische Allianz in Form eines Aktientauschs erfolgte im März 2000 mit Fiat, d.h., General Motors besitzt 20 % der Fiat-Anteile und im Austausch hält Fiat 5,1 % an General Motors.

Langfristig wird ein weiterer Rückgang auf bis zu 6 Anbieter prognostiziert (General Motors und Ford, ein französisches und ein deutsches sowie 2 asiatische Unternehmen). Die Konzentrationsraten bei den Neuzulassungen von Personenkraftwagen haben durch diesen Konzentrationsprozeß auf den ersten Blick besorgniserregende Werte erreicht. So vereinigen die 3 größten Unternehmen  $CR_3 = 56,56\%$  in Deutschland im Jahr 2001 auf sich. Der  $CR_6$  mit 79,07 % bestätigt den Eindruck, daß auf dem Markt für Pkw ein relativ enges Oligopol vorliegt.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Die Werte ergeben sich aus der Zulassungsstatistik des Kraftfahrzeugbundesamtes. Den Konzernen wurden jeweils die Mehrheitsbeteiligungen zugerechnet. Zu Ford gehören demnach die Unternehmen Volvo, Land Rover, Jaguar sowie Aston Martin. An Mazda ist Ford dagegen lediglich mit 33% beteiligt und wird somit als eine reine Finanzbeteiligung gewertet. Die Konzentrationsraten  $CR_3$  und  $CR_6$  geben die Marktanteile der größten 3 bzw. 6 Unternehmen einer Branche an.



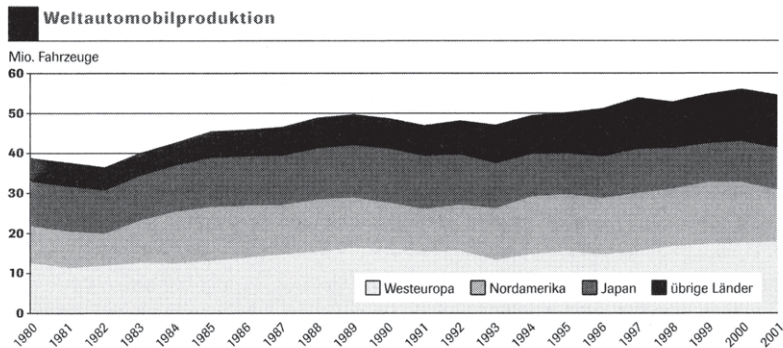


*Abbildung 3.1.1: Pkw-Neuzulassungen nach Segmenten in der Bundesrepublik Deutschland*

Quelle: Verband der Automobilindustrie, Jahresbericht 2002, Frankfurt am Main 2002, S. 43.

Sachlich werden die Automobilmärkte i.d.R. nach dem Konzept der Substitutionslücken abgegrenzt.<sup>6</sup> Die Wettbewerbsintensität zwischen zwei Kleinwagenmodellen wird demnach höher eingeschätzt, als zwischen einem Kleinwagen und einem Modell der unteren Mittelklasse. Die Modelle werden hierbei preislich der jeweiligen Klasse zugeordnet. Man unterscheidet die herkömmlichen Märkte nach ansteigenden Preisen in Mini, Kleinwagen, untere Mittelklasse, Mittelklasse, obere Mittelklasse sowie Oberklasse. In den 90er Jahren haben sich zahlreiche Nischenmärkte herausgebildet, die häufig zusätzlich zur Einteilung nach Preisklassen aufgeführt werden. Dazu gehören z.B. Vans, Utilities (leichte Nutzfahrzeuge) Geländewagen oder Cabriolets.

<sup>6</sup> Vgl. Robinson, Joan, *The Economics of Imperfect Competition*, 2<sup>nd</sup> edition, New York 1969, S. 4.



**Abbildung 3.1.2: Entwicklung der Weltautomobilproduktion**

Quelle: Verband der Automobilindustrie, op. cit., S.23.

Die Weltautomobilkonjunktur hat sich im Jahr 2001 leicht abgekühlt. Die Nachfrage nach Kraftfahrzeugen ging um ein Prozent auf 55 Millionen verkaufter Einheiten zurück.

**Neuzulassungen von Personenkraftwagen in Westeuropa nach Ländern**

Pkw-Neuzulassungen nach Ländern	Jahr 2001		Marktanteil in %		00/99 in %
	Einheiten	01/00 in %	2001	2000	
Belgien	491.491	-5,1	3,3	3,5	5,1
Dänemark	95.802	-15,0	0,8	0,8	-21,6
Deutschland	3.341.544	-1,1	22,5	22,9	-11,1
Finnland	109.428	-18,7	0,7	0,9	-1,2
Frankreich	2.254.732	5,7	15,2	14,5	-0,7
Griechenland	280.213	-3,4	1,9	2,0	10,9
Großbritannien	2.458.769	10,7	16,6	15,1	1,1
Irland	164.744	-28,6	1,1	1,6	32,6
Italien*	2.425.300	0,1	16,4	16,4	3,8
Luxemburg	42.833	2,2	0,3	0,3	3,5
Niederlande	530.287	-11,3	3,6	4,1	-2,3
Österreich	294.233	-4,9	2,0	2,1	-1,5
Portugal**	248.553	-3,6	1,7	1,7	-5,5
Schweden	246.581	-15,1	1,7	2,0	-1,6
Spanien	1.436.948	4,0	9,7	9,4	-2,0
<b>Europäische Union</b>	<b>14.421.458</b>	<b>0,7</b>	<b>97,3</b>	<b>97,2</b>	<b>-2,1</b>
Norwegen	91.916	-5,6	0,6	0,7	-3,8
Schweiz	314.973	0,2	2,1	2,1	-0,2
<b>Westeuropa gesamt</b>	<b>14.828.347</b>	<b>0,6</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,1</b>
<b>Westeuropa ohne Deutschland</b>	<b>11.486.803</b>	<b>1,1</b>	<b>77,5</b>	<b>77,1</b>	<b>0,9</b>

\* geschätzt \*\* Verkäufe

**Abbildung 3.1.3: Neuzulassungen von Pkw in Westeuropa**

Quelle: Verband der Automobilindustrie, op. cit., S.33.

Während in Westeuropa der Absatz leicht zulegen konnte, setzte in den USA eine Konjunkturlaute ein, die durch die Ereignisse des 11. Septembers verschärft wurde. Der Rückgang der Verkaufszahlen fiel angesichts der Ereignisse dennoch gering aus, da die großen Anbieter in den USA die Verkäufe mit massiven Rabatten und einer Null-Zins-Politik stützten.<sup>7</sup>

Die Entwicklung in Westeuropa verlief dagegen uneinheitlich. In einigen kleineren Staaten wie beispielsweise Irland, Österreich und Finnland kam es zu massiven Einbrüchen der Verkaufszahlen. Diese wurden aber überkompensiert von den stark gestiegenen Absatzzahlen vor allem in Großbritannien, aber auch in geringerem Maße in Frankreich und Spanien. Die westeuropäische Automobilproduktion soll in den nächsten Jahren zumindest moderat steigen, parallel zur Entwicklung bei den Neuzulassungen.

Die asiatischen Märkte entwickelten sich ebenfalls recht unterschiedlich. In Japan, dem größten Automobilmarkt dieser Region, trugen die konjunkturellen Maßnahmen, die den privaten Konsum ankurbeln sollten, nicht zur Stabilisierung des Marktes bei. Es wurden 2001 1 Prozent weniger Fahrzeuge abgesetzt als im Jahr zuvor. Die Stagnation in Südkorea hielt ebenfalls an. Lediglich China, Malaysia und Thailand verzeichneten im asiatischen Raum einen deutlichen Anstieg der Verkaufszahlen. In Südamerika, insbesondere in den Mercosur-Staaten, mußte die Automobilindustrie um die Jahrtausendwende deutlich Rückschläge verkraften. Ausgelöst wurde diese Entwicklung durch die schwere Wirtschaftskrise in Argentinien.<sup>8</sup>

Der deutsche Markt verzeichnete für das Jahr 2001 einen Rückgang der Zulassungszahlen von etwas über einem Prozent. Dieser Befund sollte allerdings unter Berücksichtigung der Tatsache gewürdigt werden, daß es sich beim deutschen Markt um einen weitgehend gesättigten Markt handelt. Die Automobilkonjunktur in Deutschland hängt deshalb maßgeblich von der Neigung der Konsumenten zur Ersatzbeschaffung ab. Je nach gesamtwirtschaftlicher Situation wird ein Autokauf zeitlich vorgezogen oder verschoben. Von 1952 bis 2001 stieg der Pkw-Bestand in Deutschland von knapp einer Million auf 44,4 Millionen Pkw. Im Jahr 2001 wurden 3,34 Millionen neue Pkw zugelassen. Damit besitzen von 1000 Einwohnern in Deutschland 539 einen Pkw und statistisch gesehen 44 sogar ein Nutzfahrzeug.<sup>9</sup> Anhand dieser Zahlen kann man die Bedeutung dieser Branche für die deutsche Volkswirtschaft ermesen.

---

<sup>7</sup> Vgl. Verband der Automobilindustrie e.V. (VDA), op. cit., S. 23 ff.

<sup>8</sup> Vgl. Verband der Automobilindustrie e.V., op. cit., S. 28 ff.

<sup>9</sup> Vgl. Verband der Automobilindustrie e.V., op. cit., S. 36 ff.

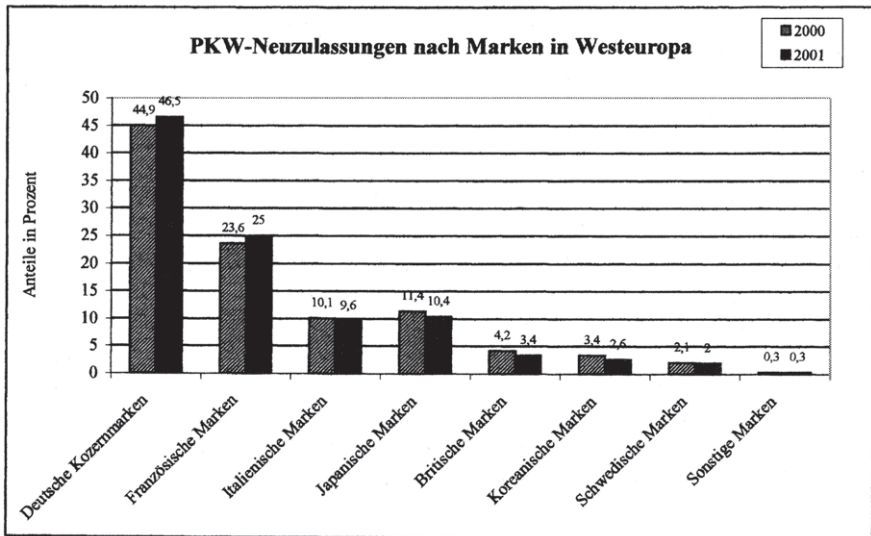
Hersteller	Insgesamt
Audi (D)	241 336
BMW	237 825
Citroen (E/F)	57 827
DaimlerChrysler (D)	394 416
Fiat (I)	123 674
Ford (D)	269 550
Mazda (B/J)	64 964
Nissan (E/GB/I/NL)	66 265
Opel	394 586
Peugeot (F)	100 597
Renault (F)	190 189
Skoda (CZ)	75 331
Toyota (B/D/GB/I/USA)	89 508
Volkswagen	633 075
Sonstige	402 575
Insgesamt	3 341 718

*Abbildung 3.1.4: Neuzulassungen von Pkw im Jahr 2001 nach Herstellern*

Quelle: Kraftfahrzeugbundesamt, [www.kba.de](http://www.kba.de), Zulassungszahlen des Jahres 2001, Flensburg 2002.

Die deutschen Konzernmarken konnten sich entgegen dem schwachen Markt gut behaupten und verzeichneten einen steigenden Marktanteil auf 71,8 %. Zugeschrieben wurde dieser Erfolg der deutschen Marken in den letzten Jahren dem besonders innovativen Design vieler Modelle, die den neuen Trend zur Individualität besonders gut bedienten. Anbieter wie Opel oder Ford und auch einige asiatischen Anbieter haben dagegen mit eher spröden Modellen stark an Marktanteilen eingebüßt. Der leichte Rückgang der Neuzulassungen wurde auf die gestiegenen Kraftstoffpreise sowie die Erhöhungen der Kraftfahrzeug- und der Versicherungssteuer zurückgeführt. Unterstützt wurde diese Entwicklung

durch ein generell gedämpftes Wirtschaftswachstum und die eher angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt. Bei den ausländischen Marken auf dem deutschen Markt fällt ein Rückgang der asiatischen zugunsten eines Zuwachses der französischen Marken auf.



*Abbildung 3.1.5: Pkw-Neuzulassungen nach Marken in Westeuropa*

Quelle: Verband der Automobilindustrie, op. cit., S. 45.

Erweitert man die Betrachtung auf die westeuropäischen Märkte, so ist ebenfalls ein Zuwachs der deutschen und französischen Konzernmarken ersichtlich.

Bei den eingesetzten Wettbewerbsparametern kann man sowohl Elemente eines Mengen- als auch eines Preiswettbewerbes erkennen. Der Mengenwettbewerb erfolgte im wesentlichen durch den Einsatz der Modellpolitik. Die Absatzzahlen sollen durch eine immer häufigere Abfolge neuer Modelle hoch gehalten werden, um den immer stärkeren Sättigungstendenzen auf den großen Volumenmärkten in Westeuropa sowie in den USA und Japan entgegenzuwirken. Dieser scharfe Mengenwettbewerb stößt auf immer größere Probleme, da die Modellabfolge in immer kürzeren Zyklen erfolgt. Darauf läßt sich, neben der gestiegenen Abhängigkeit von elektronischen Bauteilen, das Phänomen der zunehmenden Rückrufaktionen zurückführen. Aber nicht nur Produktrisiken gilt es zu berücksichtigen. Wie die Ereignisse des Septembers 2001 schonungslos offenbart haben, sind alle Konsumgütermärkte dem Risiko politischer Schocks ausgesetzt, die schnell in eine unberechenbare Wirtschaftskrise münden können. Weitere

Unsicherheiten ergeben sich durch falsch eingeschätzte Konjunkturerwartungen, Kraftstoffpreise sowie unvorhergesehene Änderungen der gesetzlichen Bestimmungen, wie es beispielsweise die Einführung einer Ökosteuer darstellt. Auf europäischer Ebene wurde eine Senkung des Flottenverbrauchs der Automobilhersteller beschlossen, um die auf der Weltklimakonferenz in Kyoto beschlossene Reduktion des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes um 8% innerhalb der EU erfüllen zu können. Demnach dürfen neu zugelassene Pkws mit Benzinmotoren bis zum Jahr 2005 durchschnittlich nur noch 120g/km CO<sub>2</sub> ausstoßen bzw. 5 Liter Benzin auf 100 km verbrauchen. Für Dieselmotoren liegt der angestrebte Wert bei 4,4 Liter/100 km.<sup>10</sup> Insofern können die Risiken nur gering gehalten werden, indem die Entwicklungszeiten bis zur Markteinführung neuer Modelle verkürzt werden.

Letztlich zeigt sich, daß der Käufergeschmack ausschlaggebend für den Erfolg eines neuen Modells ist. Sollte jener nicht getroffen werden, lassen sich diese Versäumnisse weder durch Preissenkungen noch durch verstärkte Werbung beheben. Um die Risiken der Kundenakzeptanz zu reduzieren, reagieren die Hersteller mit einer ständigen Erweiterung des Sortiments und der Besetzung weiterer Nischen. Fehlschläge können alternativ durch die kontinuierliche Weiterentwicklung eines erfolgreichen Modells vermieden werden, was eher einer defensiven Strategie entspricht.

Die Zahl der angebotenen Marken ist seit Mitte der 80er Jahre deutlich gestiegen. Insofern ist nichts von einer Einschränkung der Wettbewerbsintensität durch die zahlreichen Übernahmen bzw. Fusionen der letzten Jahre zu spüren. Den wettbewerbspolitischen Zielen der Konsumentensouveränität und der Anpassungsflexibilität hinsichtlich geänderter Konsumentenpräferenzen wird in den letzten Jahren offensichtlich entsprochen. Maßgeblichen Anteil an diesem Trend hat die Liberalisierung der Automobilmärkte. Dies gilt im besonderen Maße für die europäischen Märkte.

Innerhalb der oben genannten Preisklassen kommt es zu einem mehr oder weniger intensiven Preiswettbewerb. Zwischen verschiedenen Preisklassen dürfte der Parameter Preis jedoch nur eine untergeordnete Rolle spielen. Preise innerhalb der oberen Preisklassen werden meist nur nach oben angepaßt. Erhöht ein Anbieter den Preis, ziehen die Konkurrenten i.d.R. nach. Insofern handelt es sich um eine Art von Preisführerschaft; der Preiswettbewerb scheint auf den ersten Blick relativ wenig intensiv ausgeprägt zu sein.

Bei den unteren Preisklassen ist der Preis von größerer Bedeutung als bei den höheren, da bei jenen das Image und Prestige wichtiger erscheint als der Preis. Der Preiswettbewerb wird in Europa und insbesondere auf dem nordamerikanischen Markt allerdings im wesentlichen über die Zahlungsmodalitäten ausgetragen. So verkaufen die amerikanischen Massenhersteller GM und Ford sowie

---

<sup>10</sup> Vgl. Entscheidung Nr. 1753/2000 EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Juni 2000.



Chrysler ihre Fahrzeuge mit Rabatten bis zu 3000 \$ und darüber hinaus gewähren sie häufig zinslose Ratenkäufe. Es handelt sich also eher um einen versteckten Preiswettbewerb.

Die Hersteller innerhalb Europas bzw. der Europäischen Union betreiben zusätzlich Preisdifferenzierung, um die jeweilige Kaufkraft innerhalb eines Marktes möglichst optimal abzuschöpfen. Die Automobilunternehmen üben hierzu Druck auf ihre Händler aus, nicht an Ausländer zu verkaufen bzw. keine Reimporte zuzulassen. Dies widerspricht allerdings diametral dem Binnenmarktgedanken der Europäischen Union, bei dem der freie Handel über die europäischen Grenzen hinweg im Vordergrund steht. Diese Freiheit sollte allerdings nicht nur für die Hersteller von Konsumgütern gelten, sondern auch für die Konsumenten. Die oben genannten Praktiken veranlaßten die Europäische Kommission Bußgeldstrafen in dreistelliger Millionenhöhe beispielsweise im Fall von VW im Jahr 1998 von ca. 200 Millionen DM zu verhängen.<sup>11</sup> Verstoßen dagegen mehrere Automobilhersteller gegen Artikel 81 (I) EGV, so fallen derartige Praktiken unter das Verbot wettbewerbsbeschränkender Vereinbarungen und Verhaltensweisen sowie gegen die bis zum 30.09.2002 geltende Gruppenfreistellungsverordnung (GVO).

Wettbewerbsverschärfend wird voraussichtlich die von der Europäischen Kommission beschlossene Änderung der GVO wirken, die am 1.10.2002 in Kraft getreten ist. Bereits seit Jahren ist die bisherige Regelung der Generaldirektion Wettbewerb ein Dorn im Auge. Die Automobilindustrie ist demnach als einzige Industrie weitgehend vor Wettbewerb im Vertriebsbereich geschützt. Als Begründung für die Sonderbehandlung wird von Seiten der Automobilverbände (VDA und ZDK etc.) angeführt, daß die Komplexität des Produkts einen qualitativ hochwertigen Service erfordere. Durch die Neuregelungen soll das bisher geltende selektive Vertriebssystem im Automobilhandel stärkerer Konkurrenz durch alternative Vertriebsformen ausgesetzt werden. Der Wettbewerb soll insbesondere durch die freien Werkstätten intensiviert werden, denen zukünftig der Zugang zu sämtlichen technischen Informationen von Seiten der Hersteller ermöglicht werden soll. Dazu ist in der neuen GVO die Trennung von Vertrieb und Service vorgesehen. Die Händler hingegen sind vom Zwang, auch Reparaturleistungen anbieten zu müssen, befreit und können sich ganz auf den Verkauf konzentrieren. Dabei sieht die GVO vor, daß ein Händler mehrere Marken unter einem Dach anbieten kann. Der Händler hat zusätzlich bei der Kundenauswahl einen größeren Spielraum und kann seine Autos an Weiterverkäufer wie Supermärkte oder über das Internet absetzen. Das zweite Ziel ist eine Preisharmonisierung innerhalb der EU-Mitgliedsstaaten. Selbst im Zuge der Einführung des Eu-

---

<sup>11</sup> Vgl. Entscheidung der Kommission im Fall VW - Audi, ABI EG Nr. L 124, S. 60 ff.; Neben VW hat die Kommission auch gegen die Hersteller Opel und DaimlerChrysler Bußgeldstrafen aufgrund ähnlicher Praktiken ausgesprochen.



ro, so hat die Generaldirektion in einem Bericht nachgewiesen, sind die Preisunterschiede in den Mitgliedsländern nicht geringer geworden.<sup>12</sup> Durch die erhöhte Wettbewerbsintensität erwartet die Kommission Preissenkungen, besonders in den Staaten mit bisher hohen Preisen. Der Ausnahme vom Kartellverbot des Art. 81 (III) EGV werden somit im Endeffekt engere Grenzen als bisher gesetzt, ohne sie völlig zu beseitigen. So dürfen beispielsweise Niederlassungen von Händlern in anderen EU-Ländern erst ab dem Jahr 2005 erfolgen. Weiterhin ist es den Automobilherstellern erlaubt, einen selektiven Vertriebsweg mit den angesprochenen Einschränkungen aufrecht zu erhalten.<sup>13</sup>

Obwohl es sich beim Automobil um ein weitgehend ausgereiftes Produkt mit langer Tradition handelt, spielt der Bereich Forschung und Entwicklung eine bedeutende Rolle. Besonders die deutsche Automobilindustrie hat durch Forschungsanstrengungen ihre Wettbewerbsfähigkeit, die in den 80ern rückläufig war, wieder zurückgewonnen. Besondere Anstrengungen sind zukünftig in den Bereichen neue Antriebstechniken und eine generelle Zunahme der Elektrik bzw. Elektronik im Fahrzeug zu erwarten. Seit der Rezession 1993, von der die Automobilindustrie besonders stark betroffen war, steigt der Anteil der Wertschöpfungstiefe der Zulieferer verbunden mit einem ebenfalls größeren Anteil am technischen Fortschritt (Outsourcing). Das Ziel ist eine Minimierung der Entwicklungskosten der Automobilunternehmen.

Die Fertigungstiefe der Fahrzeughersteller in Deutschland beträgt nur noch knapp 25 Prozent. Dies dient der Kostendämpfung der Automobilhersteller, erhöht aber andererseits deren Abhängigkeit von Technologieführern der Zuliefererindustrie. Das Risiko des Scheiterns einer Entwicklung wird dabei ebenfalls auf die Zulieferer überwälzt. Sie müssen selbst erfolgsversprechende Neuentwicklungen vorfinanzieren, worauf die Automobilhersteller dann im Bedarfsfalle zurückgreifen können. Die Zulieferer entwickeln sich darüber hinaus immer mehr zu Systemlieferanten, die nicht nur Einzelteile liefern, sondern ganze Fahrzeugkomponenten zunächst entwickeln und schließlich montieren. Um die finanziellen Hürden zu bewältigen, sind viele Zulieferer allein zu klein. Insofern wird bei den Zulieferern neben neuen Entwicklungskooperationen auch eine Zunahme von Unternehmenszusammenschlüssen erwartet. Zwangsläufig wird eine Verringerung der Anzahl von Zuliefererunternehmen die Folge sein.

---

<sup>12</sup> Vgl. Generaldirektion Wettbewerb, Car prices in the European Union: still substantial price differences, especially in the mass market segments, Press Release – IP/02/1109 – 22.07.2002.

<sup>13</sup> Vgl. die Verordnung Nr. 1400/2002 der Kommission über die Anwendbarkeit von Art. 81(3) auf vertikale Vereinbarungen in der Automobilindustrie (neue Gruppenfreistellungsverordnung), in: ABl EG 2002, Nr. L 203/30, S. 30 ff. und zum Vergleich die bisherigen Regelungen (alte GVO) in: ABl EG 1999, Nr. L 336, S. 21 ff.

Für das Jahr 2002 wird mit einem Rückgang der Zulassungen in Deutschland um ca. 2,8 Prozent auf 3,25 Millionen gerechnet. Erst für die darauffolgenden Jahre soll eine deutliche Erholung des deutschen Automobilmarktes einsetzen. Für 2003 wird von einem Zuwachs von knapp 8 % und 2004 von über 8% ausgegangen. Gründe für den Anstieg sind eine neue Modelloffensive der Hersteller, besonders der Volumenmodelle. Zusammen mit einer einsetzenden Konjunkturerholung dürfte die Talsohle im Jahr 2002 erreicht sein. Dem kräftigen Anstieg der Verkaufszahlen folgt unweigerlich die Steigerung der Produktion in Deutschland. Der größte Volumenmarkt in Europa wird auch die europäische Automobilindustrie beflügeln, wobei der Anstieg in Resteuropa geringer ausfallen wird.<sup>14</sup>

### **3.1.1. Daimler-Benz AG / Chrysler Corporation (DaimlerChrysler)**

#### **3.1.1.1. Ausgangslage vor der Fusion: Fall Daimler-Benz AG / Chrysler Corporation**

Bis Mitte der 80er Jahre konzentrierte sich das Traditionsunternehmen Daimler-Benz auf das Angebot von Personenkraftwagen der Premiumklasse und hochwertige Nutzfahrzeuge aller Art. Der ehemalige Vorstandsvorsitzende Edzard Reuter wich erstmals von dieser bis dato erfolgreichen Strategie ab und setzte auf externes, konglomerates Unternehmenswachstum. Das Unternehmen sollte dadurch unabhängiger von der Automobilkonjunktur mit ihren Unwägbarkeiten werden. Es wurde hierzu auf eine Diversifizierungsstrategie gesetzt, die aus einem Automobilunternehmen einen integrierten Technologiekonzern formen sollte. Eines der neuen Betätigungsfelder bildete die Luft- und Raumfahrt durch die Übernahme von Dornier und MBB sowie Fokker. Mit diesen Unternehmen wurde Daimler-Benz auch zum größten Anbieter von Wehrtechnik. Durch die Übernahme von AEG erhoffte sich Daimler-Benz einen technologischen Schub in den Bereichen Automatisierungstechnik, Bahnsysteme, Mikroelektronik und Elektrotechnik. Ein wesentliches Ziel dieser Akquisitionen war es, spillovers für den Automobilsektor zu generieren, d.h., Forschungsergebnisse aus den Hochtechnologiebereichen als Abfallprodukt für den Automobilsektor nutzbar zu machen. Es lag hier offensichtlich auch ein gehöriges Maß an Selbstüberschätzung (Hybris-Hypothese) vor: ein angeschlagenes Unternehmen - wie es die AEG bereits seit Jahren war - mit vertretbarem Aufwand wieder flott zu bekommen angesichts der vergeblichen Versuche des bisherigen Managements. Wie sich folglich Mitte der 90er Jahre herausstellte, stand der Aufwand, man spricht von

---

<sup>14</sup> Vgl. Marketing Systems, Automobilmarkt in Deutschland, in: automotive trends Nr.1 (2002), S.2.

2,6 Mrd. DM, in keinem angemessenen Verhältnis zu dem angestrebten Erfolg technologischer spillovers.<sup>15</sup>

Durch den Austausch des Vorstandsvorsitzenden erfolgte auch der längst erwartete Strategiewechsel. Jürgen Schrempp verfolgte dem Branchentrend folgend, u.a. von Chrysler ausgelöst, eine Ausrichtung des Unternehmens auf die Kernkompetenzen im Fahrzeugbau. Die Diversifizierungsstrategie wurde seit 1995 durch eine Produkt- bzw. Markerweiterungsstrategie ersetzt. Um der Devise von Jürgen Schrempp „Speed, speed, speed“ zu genügen, mußte allerdings weiterhin auf externes statt auf langsames organisches bzw. internes Unternehmenswachstum gesetzt werden.

Eine ähnliche Strategie der konglomeraten Diversifikation verfolgte Chrysler in den 80er Jahren. Mit einer gut gefüllten Kriegskasse dank der Erfolge der frühen 80er kaufte sich Chrysler in die Elektronik- und Raumfahrtsparte ein. Im selben Zeitraum wurde die chronisch schmale Produktpalette des Kerngeschäfts Automobil erweitert. Die spektakulärste Akquisition bildete der Erwerb der American Motors Corporation, die u.a. die Marke Jeep umfaßte. Mit der letzten Krise der Chrysler Corporation Ende der 80er bis Anfang der 90er Jahre wurden so gut wie alle Akquisitionen, die nicht dem Kerngeschäft angehörten, wieder abgestoßen. Diese Strategie hatte zusammen mit einer neuen Modellpalette durchgreifenden Erfolg und machte den Erwerb des Unternehmens für Daimler-Benz sehr teuer.<sup>16</sup>

### 3.1.1.2. Durchführung der Fusion

Der Zusammenschluß mit Chrysler wurde am 6. Mai 1998 im neutralen London bekannt gegeben. De facto handelte es sich aber um eine Übernahme von Chrysler durch Daimler-Benz, da den Chrysler-Aktionären ein Umtauschkurs gewährt wurde, der einer stattlichen Übernahmeprämie entsprach.<sup>17</sup> Die Marktkapitalisie-

---

<sup>15</sup> Vgl. Berg, Hartmut, und Jens Müller, Auf der Suche nach Wettbewerbsvorteilen konglomerater Diversifizierung: Zur Transformation der Daimler-Benz AG vom Automobilproduzenten zum „integrierten Technologiekonzern“, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik 40 (1995), S. 367 ff.

<sup>16</sup> Vgl. Berg, Hartmut, und Jens Müller, Kriterien der Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen: Die Chrysler Corporation zwischen Triumph und Krise: in: Kruse, Jörn, Kurt Stockmann, und Lothar Vollmer, (Hrsg.), Wettbewerbspolitik im Spannungsfeld nationaler und internationaler Kartellrechtsordnungen, Baden Baden 1997, S. 217 ff.

<sup>17</sup> Da mehr als 90% der Aktionäre dem Zusammenschluß zugestimmt haben, konnte die „Pooling of Interests“ Methode angewendet werden um die Fusion durchzuführen. Für die Aktionäre von Daimler-Benz kam deshalb ein günstigerer Umtauschkurs zur Anwendung. Es konnte jeweils eine Daimler-Benz Aktie in 1,005 DaimlerChrysler Aktien umgetauscht werden. Hätte es eine geringere Zustimmungsquote gegeben, wäre 1 zu 1 getauscht worden. Da es sich um eine Verschmelzung durch Neugründung handelte, tauschten die Chrysler Aktio-

nung der Unternehmen vor der Ankündigung des Zusammenschlusses hätte einen Anteil von Chrysler von 31,6% am neuen Unternehmen nahe gelegt. Tatsächlich aber erhielten die ehemaligen Chrysler-Aktionäre 41,4% der neu gegründeten DaimlerChrysler AG. Aufgrund dieser Überlegungen ergibt sich eine Übernahmeprämie von ca. 31%. Lediglich 58% statt 68,4% des nun zu DaimlerChrysler verschmolzenen Unternehmen wurden den ehemaligen Daimler-Benz Aktionären ausgehändigt.<sup>18</sup> In diesem Licht erscheint die Klage des ehemaligen Großaktionärs der Chrysler Corporation absurd, der sich darauf beruft, daß ihm eine gleichberechtigte Führung des Unternehmens bei seiner Entscheidung zur Zustimmung zur Fusion angekündigt wurde. Wenn dem so gewesen wäre, hätte Kerkorian allerdings auf eine Übernahmeprämie verzichten müssen.

Das vorherrschende Ungleichgewicht bei der erstmaligen Besetzung des neuen Vorstands belegt, daß bereits von Anfang an eine Übernahme geplant war. Dieser wurde, um die interne Zustimmung zur Fusion nicht zu gefährden, zunächst einmal einfach addiert. Im neuen Vorstand saßen, wegen der Unternehmensaktivitäten außerhalb des Automobilsektors der ehemaligen Daimler-Benz AG, 10 deutsche und 8 amerikanische Vertreter. Die doppelt besetzte Vorstandsspitze stellte hierbei nur eine Übergangslösung dar. Hierbei wurde aus den Fehlern der Doppelspitze vorangegangener Fusionen gelernt.<sup>19</sup> Eine Verkleinerung des Vorstands war ebenfalls von Beginn an geplant. Robert Eaton sollte nach der erfolgten Integration der beiden Unternehmen ausscheiden. Mit der Umsetzung der Fusion wurde ein innerer Vorstandszirkel, das neu gegründete Chairmen's Integration Council, eingerichtet. Dieses Gremium galt als besonders einflußreich, da im Chairmen's Integration Council alle Informationen über die Integrationsfortschritte der Fusion zusammenliefen. Auch hier spiegelte sich das Übergewicht der deutschen Seite wider, da ihm 5 deutsche sowie 3 amerikanische Vorstände angehörten. Robert Eaton galt aus amerikanischer Sicht darüber hin-

---

näre ebenfalls ihre Aktien im Umtauschverhältnis einer Chrysler Aktie zu 0,6235 DaimlerChrysler Aktien. Die Zustimmung auf den jeweiligen Hauptversammlungen betrug bei Chrysler 97,5 % sowie bei Daimler-Benz 99,9 des anwesenden Kapitals. Bei geringerer Zustimmung hätte die wesentlich ungünstigere Methode des „Purchase Accounting“ angewendet werden müssen. Der wesentliche Unterschied besteht darin, daß die amerikanische Börsenaufsicht SEC den Zusammenschluß als Übernahme Chryslers durch Daimler-Benz gewertet hätte. In diesem Fall hätte der Geschäftswert - dieser ergibt sich aus der Differenz zwischen Kaufpreis und den Unternehmensaktiva Chryslers - über 40 Jahre abgeschrieben werden müssen. Das hätte eine jährliche Abschreibung von 1,4 Mrd. DM bedeutet und den Konzerngewinn somit beträchtlich geschmälert.

<sup>18</sup> Vgl. Blasko, Matej, Jeffrey M. Netter und Joseph F. Sinkey, Value Creation and challenges of an international transaction – The Daimler Chrysler merger, in: International Review of Financial Analysis 9 (2000), S. 85.

<sup>19</sup> Häufig wurde aus Akzeptanzgründen, wie beispielsweise im Falle Thyssen/Krupp, eine Doppelspitze eingerichtet. Diese wirkt allerdings zumeist kontraproduktiv, da langwierige Machtkämpfe die Folge sind.

aus von Beginn an als „lame duck“, da der Einfluß, insbesondere auf strategische Entscheidungen, nach seinem angekündigten Rücktritt stark zu schwinden drohte. Insofern wäre es möglicherweise besser gewesen, angesichts der zunehmenden Akzeptanzprobleme bei der Belegschaft und den ehemaligen Aktionären von Chrysler, von Anfang an offiziell von einer Übernahme zu sprechen.

Die Kosten des Zusammenschlusses wurden mit knapp 700 Millionen DM veranschlagt. 210 Millionen entfielen auf die Investmentbanken, die an der Durchführung des Zusammenschlusses in Form beispielsweise der Unternehmensbewertung maßgeblich beteiligt waren. 340 Millionen verschlangen die Rechtsberatung und die Tätigkeit der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften. Mit 160 Millionen wurden die Grunderwerbssteuern des neu gegründeten Unternehmens beziffert. Daneben mußte man womöglich den personellen Aufwand berücksichtigen, der aufgrund des Arbeitsaufwandes der 98 Post-Merger-Integration-Teams angefallen ist. In dieser Zeit hätten die Mitglieder dieser Teams sich der Entwicklung bzw. dem Verkauf von Fahrzeugen widmen können. Ähnlich verhält es sich mit der überwiegenden Anzahl der Vorstandsmitglieder, die ebenfalls erhebliche zeitliche Ressourcen auf die Integration der Konzerne verwenden mußten. Nicht zuletzt schlägt die verstärkte Reisetätigkeit mit verringerter Nettoarbeitszeit zu Buche.

### 3.1.1.3. Motive für den Zusammenschluß

Der Vorstand von Daimler handelte offensichtlich in der Überzeugung, daß nur ein weltweit vertretenes Automobilunternehmen langfristig auf dem Markt überleben kann. Im Hinblick auf die räumliche Marktabgrenzung verkaufte Chrysler über 90 % seiner Fahrzeuge auf dem nordamerikanischen Markt, während Daimler Benz über 80 % in Europa absetzte. Ein Vorteil besteht in der Möglichkeit der Risikodiversifizierung, da die Automobilkonjunkturen in Europa und Amerika häufig nicht gleichförmig verlaufen. Deshalb war nach Überzeugung des Managements Chrysler der optimale Fusionspartner.<sup>20</sup> Es erwachsen lediglich geringe Marktanteilszuwächse auf beiden Märkten. Betrachtet man neben den räumlichen die sachlich relevanten Märkte bestätigt sich der Eindruck, daß aus Sicht der Wettbewerbsbehörden keinerlei Eingreifen notwendig erschien, da Mercedes-Benz Fahrzeuge der Premiumklasse anbietet, während Chrysler die Volumenmärkte bedient. Dementsprechend konnte das Motiv Marktmacht zu erlangen oder zu verstärken zumindest nicht als abschließendes Ziel des Zusammenschlusses gewertet werden.

---

<sup>20</sup> Es gab parallel Fusionsgespräche mit Ford. Dabei kristallisierte sich schnell heraus, daß Daimler-Benz bei einer solchen Konstellation der Juniorpartner gewesen wäre. Daran hatte das Management von Daimler-Benz allerdings kein Interesse. Vgl. Appel, Holger, und Christoph Hein, *Der DaimlerChrysler Deal*, Stuttgart 1998, S. 70 ff.



Eine Neuerung bei einem Zusammenschluß dieser Größe war, daß beide Unternehmen aus einer vermeintlichen Position der Stärke heraus fusioniert haben. Sowohl Chrysler als auch Daimler-Benz verzeichneten 1997 ansteigende Marktanteile und Gewinne. Daraus leitete die neue Unternehmensführung eine stärkere Wettbewerbsposition ab, die als Grundlage neuer Wertsteigerungspotentiale dienen sollte. Aufgrund der zu diesem Zeitpunkt ebenfalls starken Chrysler Corporation wurde der Zusammenschluß, um Widerstände und Vorbehalte der öffentlichen Meinung - wie sie bei der Übernahme von Rover durch BMW aufgetreten sind - möglichst zu vermeiden, als „merger of equals“ verkauft. Ein weiteres Wachstum der Daimler-Benz AG lediglich im Premiumsegment erschien nicht im gewünschten Ausmaß möglich, da die asiatischen Wachstumsmärkte eher nach einfacheren Fahrzeugen verlangen. Dringt Mercedes-Benz in die Volumenmärkte vor, droht dagegen die Verwässerung der Marke. Deshalb dienen die Marken von Chrysler als Angebot auf Volumenmärkten. Durch die größere Vielfalt an Marken, so die Zielsetzung, verringerte sich darüber hinaus die Abhängigkeit vom zunehmend härter umkämpften Premiumsegment, obwohl in diesem Marktsegment immer noch am meisten verdient wird.

Dieser wachsende Wettbewerbsdruck begründete den Zwang, angemessen zu reagieren, wonach ein Automobilunternehmen zukünftig auf allen Märkten der Welt vertreten sein sollte.

	1999 (in Mio. DM)	Ab 2001 (in Mio. DM)
Einkauf (unspezifische Teile, z.B. Reifen, Mikroelektronik)	900	2700
Gesamtintegration, Finanzdienstleistungen	360	900
Forschung und Technologie, „Plattform“-Integration	180	900
Vertriebsinfrastruktur	540	540
Höherer Absatz	540	1350
Gesamt	2520	6390

*Abbildung 3.1.6: Einsparpotentiale*

Quelle: Daimler-Benz, Informationen zum Unternehmenszusammenschluß von Daimler-Benz und Chrysler, Stuttgart 1998, S. 37.

Betont wurde von der neuen Unternehmensspitze Robert Eaton und Jürgen Schrempp ausdrücklich, daß die Fusion hauptsächlich ein schnelleres Wachstum ermöglichen soll. So wurde als eines der Hauptmotive die vereinfachte Erschließung des asiatischen Marktes durch gemeinsam entwickelte Modelle unter einer gemeinsamen neuen Marke genannt. Die Wachstumsmaxime wurde möglicherweise ausgegeben, um trotz der bescheidenen Einsparziele im Verhältnis zur

Einkaufssumme des neu entstehenden Konzerns, die Fusion in ein besseres Licht zu rücken. Außerdem mögen die geringfügigen Effizienzgewinne der überwiegenden Anzahl von Zusammenschlüssen zur Vorsicht gemahnt haben. Laut dem Verschmelzungsbericht der Daimler-Benz AG betrugen die gesamten Einsparmöglichkeiten im ersten Jahr rd. 2,5 Mrd. DM. In Stufen sollten diese Einsparungen 2001 einen Wert von mehr als 6 Mrd. DM erreichen.

Der Löwenanteil der Einsparungen sollte im Einkauf realisiert werden. Wie sich beim Sanierungskonzept (Milestones) von Chrysler gezeigt hat, dürften Kostenersparnisse im Einkauf aber im wesentlichen auf eine verstärkte Nachfragemacht des nun größer gewordenen Konzerns zurückzuführen sein. Es lagen somit vermutlich überwiegend pekuniäre economies of scale vor und demzufolge verringerte Gewinne der Zulieferer und lediglich in geringem Umfang Effizienzvorteile durch eine verbesserte Ressourcenallokation. Weitere Einsparpotentiale ergaben sich im Bereich Forschung und Entwicklung. Die jeweiligen Forschungsergebnisse können wechselseitig beim Fusionspartner eingesetzt werden. Beispielsweise hat Chrysler eine überlegene Computersimulation bei der Fahrzeugentwicklung, die von Mercedes-Benz übernommen wurde. Weitere Synergieeffekte versprach man sich von einer gemeinsamen Fertigung im österreichischen Graz bei der Steyr-Daimler-Puch-Fahrzeugtechnik AG & Co. KG. Dort sollte zukünftig neben dem Van und dem Jeep Grand Cherokee von Chrysler auch die Produktion der M-Klasse für den europäischen Markt erfolgen. Daimler-Benz ließ von dem Spezialisten bereits die G-Klasse und die Allradversion der E-Klasse herstellen. Da aber die unterschiedlichen Produktionsstandards beibehalten werden sollten, dürften die Einsparseffekte geringer als erwartet ausfallen.

Die überlegenen und günstigeren Dieselmotoren von Mercedes-Benz können zukünftig auch in Chrysler-Fahrzeuge eingebaut werden. Nach einer gewissen Vorlaufzeit besteht die Möglichkeit, die technischen Neuerungen, die aufgrund des wesentlich größeren Entwicklungsaufwand bei Mercedes-Benz generiert werden, auch bei den Chryslermodellen einzusetzen. Nur in letztgenannten Fällen kann man tatsächlich von fusionspezifischen Synergieeffekten sprechen.<sup>21</sup>

Im Vertrieb wurden die Kostenreduktionen relativ gering veranschlagt, da die Marken von Chrysler nicht zusammen mit Mercedes-Benz vermarktet werden sollen, um Imageschäden der Marke Mercedes zu vermeiden.<sup>22</sup> Insofern können Einsparungen eigentlich lediglich durch die Zusammenlegung der Vertriebsorganisation bzw. -zentralen erfolgen. Dazu wäre aber, im Gegensatz zu anderslautenden Ankündigungen, die Freisetzung von Personal erforderlich. Ähnlich

<sup>21</sup> Vgl. Daimler-Benz, op. cit., Stuttgart 1998, S. 10 f.

<sup>22</sup> Vgl. Berg, Hartmut, und Armin Rott, DaimlerChrysler: Ein Unternehmenszusammenschluß neuer Qualität ?, Dortmunder Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftspolitik Nr. 89, Dortmund 1998, S. 3 ff.



dürfte es sich mit den Einsparungen bei den Finanzdienstleistungen verhalten. Bei beiden Positionen handelt es sich also nicht um Synergieeffekte im engeren Sinne.

Der Zusammenschluß kann durchaus als Reaktion auf bereits erfolgte bzw. sich abzeichnende Konzentrationsprozesse gesehen werden. Erklärtes Ziel war es demzufolge, an die Spitze der Entwicklung zum global agierenden Automobilunternehmen zu gelangen. Es handelt sich bei DaimlerChrysler in gewissem Sinne um ein im theoretischen Teil angesprochenen Führerunternehmen, dessen Anspruch es ist, größere Gewinne als die Folgerunternehmen zu erzielen.<sup>23</sup>

#### 3.1.1.4. Bisherige Erfolge bzw. Mißerfolge der Fusion



Abbildung 3.1.7: Kursverlauf der Namensaktien der DaimlerChrysler AG<sup>24</sup>  
Quelle: [www.onvista.de](http://www.onvista.de)

Das erfolgreiche Jahr 1998 verursachte bereits vor der Ankündigung der Fusion steigende Kurse der Daimler-Benz AG. Einen ersten Einbruch, zumindest der Chrysler-Papiere, löste die Ankündigung im Oktober 1998 aus, das DaimlerChrysler von Standard & Poor nicht in den S&P-500 Index aufgenommen wird. Der Aktienkurs sank nach dem bisherigen Höchstwert von 93,5 € Ende April

<sup>23</sup> Siehe auch Kapitel 2.1.1.

<sup>24</sup> Der jeweilige Unternehmenschart ist jeweils mit dem 38-tägigen Durchschnittswerten unterlegt, damit er vom jeweiligen Index unterschieden werden kann.

1999 bis zum tiefsten Stand Ende 2001 auf 32,6 €. Seitdem ist der Kurs wieder leicht gestiegen, liegt allerdings deutlich unter dem Performanceindex des Dax.

1999 war bei reiner Betrachtung der Umsatz- und Gewinnzahlen ein sehr erfolgreiches Jahr. Der Umsatz wuchs um 14 % auf knapp 150 Mrd. € und der Operating Profit wurde gar um 28 % auf 11 Mrd. € gesteigert. Trotz dieser guten Zahlen sank der Aktienkurs bereits im ersten Jahr auf nur noch ca. 67 € am Jahresende. Die Aktienmärkte hatten offensichtlich ein noch wesentlich besseres Ergebnis erwartet. Probleme bereitete vor allem der Kleinwagen Smart, der ca. 500 Millionen Verlust erwirtschaftete sowie die Bahntochter Adtranz, deren Verluste zusammen mit den Kosten der vollständigen Übernahme vom bisherigen Teilhaber ABB die eingetretenen Einsparseffekte der Fusion aufzehrten. Bereits 1999 wurde das Ende des Automobilbooms in den USA vorausgesagt und damit gerechnet, daß die Verkaufszahlen von Chrysler nur mit Rabatten gehalten werden könnten.

Die prognostizierten „Synergien“ wurden 1999 in der Summe übertroffen. Nach Bereichen aufgeteilt, weist der Geschäftsbericht in Einkauf und Gesamtintegration (Finanzen und Dienstleistungen) höhere Einsparungen auf als erwartet. In den übrigen Bereichen wurden die Ziele allerdings nicht erreicht.<sup>25</sup>

Die kulturelle Integration gestaltete sich im ersten Jahr ebenfalls schwierig. Die Zustimmung zur Fusion fiel besonders den amerikanischen Managern leicht, dank einer Beschäftigungsgarantie für die nächsten 2 Jahre und hohen Abfindungszahlungen bei einem früheren Ausscheiden aus dem Unternehmen. Insgesamt beliefen sich diese Abfindungssummen auf knapp 100 Millionen \$. Allein Bob Eaton standen 41 Millionen DM an Abfindung zu. Zusätzlich erhielt er für die Durchführung der Fusion weiterhin ca. 6,3 Millionen DM sowie knapp 630.000 DaimlerChrysler Aktien und weitere 2,27 Millionen Stock appreciation rights (Phantomaktien).<sup>26</sup> Natürlich wären die Bezüge für Bob Eaton auch ohne einen Zusammenschluß hoch ausgefallen. Aber unter dem Gesichtspunkt, daß er die weitere Verantwortung des Unternehmens an Jürgen Schrempp abgeben konnte, handelte es sich durchaus um eine lohnende Altersteilzeit. Durch die großzügigen Regelungen erscheint die hohe Fluktuation bereits im ersten Jahr nach dem Zusammenschluß der übrigen amerikanischen Topmanager wenig überraschend - zumal die Frage, wer die Führung zukünftig übernimmt - schnell

<sup>25</sup> Vgl. DaimlerChrysler, Geschäftsbericht DaimlerChrysler 1999, S. 24

<sup>26</sup> Vgl. Blasko, Matej, Jeffrey M. Netter und Joseph F. Sinkey, op. cit., S. 84. Bei Stock Appreciations Rights (SAR) spricht man deshalb von Phantomaktien, weil bei Ausübung nicht Aktien ausgegeben werden, sondern die Differenz zwischen dem Ausübungspreis und dem Aktienkurs bei Gewährung der SARs in bar ausgezahlt wird. Der Vorteil besteht darin, daß der Wert der Aktien nicht durch die Ausgabe weiterer Aktien an das Management verwässert wird. Die SARs können je zur Hälfte nach zwei bzw. drei Jahren ausgeübt werden. Alle bisherigen fixen Stock-Options-Pläne wurden durch 22,3 Mio. SARs ersetzt. Vgl. Geschäftsbericht DaimlerChrysler 1999, S. 93.

zugunsten der deutschen Seite entschieden wurde. Das Management von Chrysler hatte deshalb wegen geringerer Aufstiegschancen einen starken Anreiz, das Unternehmen vorzeitig zu verlassen, zumal es seine Aktienoptionen voll im ersten Jahr nach dem Zusammenschluß ausüben konnte. Dieser Umstand beließ auch genügend zeitlichen Spielraum, um einen neuen lukrativen Job zu finden und zusätzlich die hohe Abfindung einzustreichen. Mit der Entlassung des gehandelten Nachfolger von Schrempp, Thomas Stallkamp, Ende 1999 war die Machtfrage endgültig geklärt.

Das deutsche Management profitierte im Gegensatz zu den amerikanischen Managern kurzfristig weniger vom Zusammenschluß. Mittel- und langfristig gesehen hat und wird sich das Gehaltsgefüge der beiden Konzernteile allerdings weiter angleichen. Da die Amerikaner zukünftig wohl kaum auf Gehalt verzichten werden, mußte die deutsche Vergütung, um international wettbewerbsfähig zu bleiben, nach oben angepaßt werden. Die höheren variablen Gehaltsbestandteile der üblichen Vergütung in den USA wurden dabei übernommen. Der nun „geringere“ fixe Bestandteil für das deutsche Management wurde ungefähr in der Höhe des bisherigen Gesamtgehaltes angesetzt (Hohes Fixum + geringerer variabler Bestandteil).<sup>27</sup> Das bedeutet, selbst wenn die Fusion scheitern sollte, würden die Gehälter der deutschen Manager konstant bleiben. Es besteht somit bei Scheitern der Fusion für das Management kein Risiko. Inwiefern hierin ein Anreiz zu größeren Anstrengungen begründet sein soll, bleibt schleierhaft. Für das deutsche Management besteht – wenn überhaupt – ein Anreiz zu größeren Anstrengungen darin, daß die jetzige oder zukünftige Position in einem größeren Gesamtkonzern ausgeübt werden kann. Als variabler Gehaltsbestandteil wurden 11,4 Millionen der oben bereits erläuterten SARs im Februar 1999 gewährt. Der Aufsichtsrat bezieht ebenfalls eine höhere Festvergütung. Über eine zusätzliche ertrags- oder wertorientierte Zahlung wird zumindest nachgedacht. Die hohe Zustimmung der Unternehmensleitung und auch des Kontrollgremiums kann somit im Ergebnis nicht überraschen.

Das Kleinwagengeschäft wurde 1999, trotz der A-Klasse, noch als Problemfall von DaimlerChrysler angesehen, da weder Mercedes-Benz noch Chrysler in diesem Segment über ein adäquates Angebot verfügten. DaimlerChrysler sah und sieht sich gezwungen, sich verstärkt in den Volumensegmenten zu engagieren, da neben den Regelungen auf EU-Ebene eine Selbstverpflichtung der Industrie eine Absenkung des Flottenverbrauchs der Automobilhersteller auf 5,8 Liter pro 100 Kilometer vorsieht. Deshalb wurde lange über Kooperationen bzw. gar über eine wechselseitige Beteiligung an Peugeot oder Fiat spekuliert. In diesem Zusammenhang sind auch die Vorstöße im asiatischen Raum zu sehen. Neben dem dortigen Nutzfahrzeugmarkt wird auch ein Einstieg mit Volumenmodellen bei den PKW erwogen. Das angekündigte Ziel, eigenständig Modelle für die asiati-

---

<sup>27</sup> Vgl. Appel, Holger, und Christoph Hein, op. cit., S. 165.

schen Märkte zu entwickeln, wurde schnell verworfen. Neben der Entwicklungszeit neuer Modelle für den asiatischen Markt sprach wohl der noch langwierigere Aufbau eines Vertriebsnetzes gegen eine selbständige Erschließung asiatischer Märkte. Die Zeit zur eigenständigen Eroberung neuer Märkte scheint insbesondere aufgrund des Drucks der Kapitalmärkte, die meist nur schnelle Erfolge honorieren, nicht mehr vorhanden zu sein. Der erste Versuch, mittels einer Beteiligung an Nissan den Marktzutritt in den Volumenmärkten Asiens zu verwirklichen, scheiterte 1999. Die Börse hingegen honorierte diese Überlegungen - verstärkt in die Volumenmärkte einzusteigen - nicht, da die Margen wesentlich geringer sind. Der Kurs sank während der Verhandlungen folgerichtig um 6% und stieg nach deren Beendigung wieder um 5% an.<sup>28</sup>

Im März 2000 wurden Verhandlungen mit Mitsubishi aufgenommen. Zu diesem Zeitpunkt war Mitsubishi ein stark angeschlagener Konzern mit 17 Mrd. € Schulden. Deshalb wurden zunächst nur 34 % der Anteile erworben, was die Bilanzoptik im Hinblick auf den Nichtausweis der hohen Verschuldung des anteilig erworbenen Unternehmens aufhellt, allerdings auch vorerst keine universellen Eingriffsmöglichkeiten in das operative Geschäft bei Mitsubishi. Es wurden darüber hinaus nur Anteile am Pkw-Geschäft erworben. Strategisches Ziel war es allerdings, in das stark boomende Geschäft in ganz Asien mit leichten Nutzfahrzeugen einzusteigen. An der Nutzfahrzeugsparte von Mitsubishi war aber bereits Volvo beteiligt. Im Juni 2000 erfolgte deshalb der Einstieg beim größten koreanischen Anbieter Hyundai, der ebenfalls in Schwierigkeiten steckte. Angestrebt wurde eine gemeinsame Nutzfahrzeugproduktion.

Bei Chrysler verschärfte sich die bereits 1999 absehbare Krise, da die Absatzzahlen nur noch durch hohe Rabatte beibehalten werden konnten und gleichzeitig mehrere Modellwechsel bewältigt werden mußten.<sup>29</sup> Das Problem der Überbürokratisierung von Großunternehmen mit einhergehenden Ineffizienzen trat bei DaimlerChrysler offen zu Tage. Im Vergleich zu den Wettbewerbern Ford und General Motors wurde auf die heraufziehende Krise auf dem US-Automobilmarkt zunächst zu langsam und zu wenig konsequent reagiert. Im Sommer 2000 wurde den Beschwichtigungen von Chrysler-Chef James P. Holden, daß die Lage Chryslers nicht so schlimm sei, in der Konzernzentrale noch

---

<sup>28</sup> Vgl. Blasko, Matej, Jeffrey M. Netter und Joseph F. Sinkey, op. cit., S. 98.

<sup>29</sup> Hier zeigt sich eine Parallele zur Fusionswelle der 60er Jahre. Die konglomeraten Zusammenschlüsse dienten ebenfalls der Risikodiversifizierung. Die Lehren hieraus waren, daß der durchschnittliche Gewinn durch eine solche Strategie geringer ausfällt, weil es immer neben boomenden auch kränkelnde Branchen innerhalb eines Unternehmens gab. Die Gewinnausschläge nach unten mögen dadurch geringer ausfallen. Der maximal zu erzielende Gesamtgewinn sinkt aber ebenfalls. Wenn die Probleme bei Chrysler also irgendwann gelöst sind, werden sich mit einiger Sicherheit neue Brandherde beispielsweise bei den asiatischen Beteiligungen bilden. Selbst die Geschichte von Mercedes-Benz ist, wie sich beispielsweise bei der Rezession des Jahres 1993 gezeigt hat, nicht völlig immun gegen Absatzeinbrüche.

Glauben geschenkt. Bis Oktober 2000 wurde eine stärkere Kontrolle von Chrysler von Stuttgart aus, laut Jürgen Schrempp, nicht für notwendig erachtet. Eine angemessene Reaktion, die Entlassung des Chrysler-Chefs James P. Holden, erfolgte erst im November 2000. Es verblieben nach dieser Entscheidung nur noch 2 Amerikaner im inzwischen auf 11 Köpfe verkleinerten Vorstand. Die Kräfteverhältnisse haben sich damit weiter in Richtung deutsches Management verschoben. Bei Mitsubishi fiel ebenfalls ein Verlust von 1,5 Mrd. € an. Bei beiden Töchtern sollten daraufhin deutsche Manager, Dieter Zetsche bei Chrysler und Rolf Eckrodt bei Mitsubishi, einen harten Konsolidierungskurs durchsetzen. Die Frage stellt sich, ob die Managementkapazität bei so vielen Brandherden auf Dauer ausreichen wird. Das Restrukturierungsprogramm bei Chrysler sah Kosteneinspareffekte beim Material von 13,2 Mrd. DM vor, die durch Preissenkungen von zunächst 5 % und in einer weiteren Stufe von 10% nach Beratungen mit den Zulieferern erreicht werden sollten. Darüber hinaus wurden mehrere Werke geschlossen und 26.000 Stellen bis 2003 bei Chrysler abgebaut. Ein weiteres Problem bestand im Vertrieb, da die im Gegensatz zu den europäischen, weitgehend eigenständig handelnden Händler in den USA für Rabatte und Marketingaufwendungen von 2 Mrd. \$ verantwortlich waren. Im 4. Quartal 2000 wies Chrysler einen Verlust von 1,4 Mrd. € aus. Von einst stattlichen Gewinnbeiträgen in den ersten beiden Quartalen blieb für das Gesamtjahr ein Gewinnbeitrag von Chrysler von nur noch 500 Mio. € übrig. Der Konzerngewinn konnte allerdings im Vergleich zu 1999 ungefähr gehalten werden - aufgrund des Einmalertrages durch den Verkauf von 50,1 % der Anteile des Tochterunternehmen Debis an die Deutsche Telekom. Kosteneinsparungen werden im Geschäftsbericht 2000 nicht mehr beziffert.

Im Jahr 2001 verzeichnete die Bilanz von Daimler Chrysler Einmalaufwendungen für die Restrukturierungspläne bei den Problemfällen Chrysler, Freightliner und Mitsubishi von 2,7 Mrd. €. Bereinigt um alle Einmaleffekte wies der Konzern einen operativen Verlust von 1,3 Mrd. € auf.<sup>30</sup> Positive Einmaleffekte ergaben sich durch die weitere Konzentration auf das Fahrzeuggeschäft, indem sowohl das Bahnunternehmen Adtranz an Bombardier als auch die restlichen Anteile der Dienstleistungstochter Debis an die Deutsche Telekom veräußert wurden. Demgegenüber steht der Erwerb der Nutzfahrzeuganteile, die Volvo an Mitsubishi gehalten hatte. Diese Möglichkeit ergab sich, nachdem DaimlerChrysler mit Hilfe seiner Sperrminorität den Aufkauf weiterer Anteile durch Volvo verhindert hatte.

Trotz sinkender Marktanteile von 16,2 % auf nur noch 13 % in den USA gab es 2001 bereits erste Anzeichen, daß der Turnaround bei Chrysler gelingen könnte. Erstmals wurden beim neuen Chryslermodell Crossfire Komponenten und Teile verwendet sowie „best practices“ bzw. überlegene Fertigungstechnologien von

<sup>30</sup> Vgl. DaimlerChrysler, Geschäftsbericht DaimlerChrysler 2001, S. 8 f.



Mercedes-Benz eingesetzt. Dem Kosteneinsparziel wurde offensichtlich inzwischen gegenüber dem Ziel der absoluten Markentrennung der Vorrang gegeben. Die Einspareffekte erwiesen sich bei Chrysler als großer Erfolg, da im ersten Quartal 2002, zum ersten Mal nach 6 Verlustquartalen, wieder Gewinne von 127 Mio. € erwirtschaftet wurden. Die Entwicklung für das übrige Jahr blieb äußerst positiv, so daß inzwischen mit einem Konzerngewinn von über 5 Mrd.. € für das Jahr 2002 gerechnet wird. Sorgen bereiten bei Chrysler allerdings die weiterhin hohen Rabatte, die vornehmlich von General Motors gewährt werden und auch Chrysler zu preisgünstigen Angeboten zwingen. Auf dem europäischen Markt sind, nach dem gescheiterten Mittelklassemodell Neon, keine Fortschritte erzielt worden. Geplant ist für die kommenden Jahre, zusammen mit Mitsubishi gemeinsame Plattformen zu entwickeln, um Kosten in der Entwicklung einzusparen und durch eine größere Anzahl verkaufter Einheiten zusätzlich die Produktionskosten zu senken.

Bei Mitsubishi übernahm Rolf Eckrodt im Juni 2002 die endgültige Führung des Unternehmens und bekleidete den Posten des CEO. Inzwischen wurde, wie bei Nissan, der Zuliefererverbund aufgelöst, um den Einkauf zukünftig global zu gestalten. Im September 2002 erwarb DaimlerChrysler endgültig die gewünschte führende Position bei der Nutzfahrzeugsparte von Mitsubishi, indem sie 43% der Anteile zum Kaufpreis von 760 Mio. € erwarb. Bis Ende des Jahres 2002 soll darüber hinaus eine 50-prozentige Beteiligung an der Hyundai Motor Company übernommen werden. Ziel beider Transaktionen ist es, am prognostizierten starken Wachstum des asiatischen Nutzfahrzeugmarktes zu partizipieren. Geplant ist eine enge Zusammenarbeit in der Entwicklung sowie die gemeinsame Verwendung von Komponenten, Aggregaten und sonstigen Teilen u.a. auch mit der Nutzfahrzeugsparte von Mercedes Benz.. Wie es scheint, ist aus dem Versäumnis im Falle Chrysler, die Kosteneinsparspotentiale von Beginn an konsequenter zu nutzen, inzwischen gelernt worden.

### **3.1.2. BMW (Bieter) / Rover (Ziel)**

#### **3.1.2.1. Ausgangslage vor der Übernahme: BMW Group und Rover Group**

BMW ist 1916 gegründet worden und blickt seit dieser Zeit auf ein erfolgreiches Nischenangebot an Premiumfahrzeugen zurück. Seit den 70er Jahren werden vornehmlich 3 Modellpaletten angeboten. Die Palette reicht von den Mittelklassemodellen der 3er-Reihe und führt über die gehobene Mittelklasse der 5er-Reihe bis zur Oberklasse, die mit der 7er Reihe bedient wird. Erfolgreich ist BMW seit dem 2. Weltkrieg darüber hinaus als Anbieter von ebenfalls hochklassigen Motorrädern. Die Diversifizierung ist in den 80er Jahren von BMW bei weitem nicht im gleichen Maße forciert worden wie beim Konkurrenten Daimler-Benz AG. Nur kleinere Ausflüge, beispielsweise durch die Übernah-

men der Triebwerksparte von Rolls-Royce und des Softwarespezialisten Softlab, wurden unternommen. Insgesamt summieren sich diese Randaktivitäten allerdings auf nicht einmal 5 % des Umsatzes, so daß bei BMW bei genauerer Betrachtung zu keinem Zeitpunkt von einer Diversifizierungsstrategie gesprochen werden konnte. Der ehemalige Vorstandsvorsitzende Eberhard von Kuenheim hatte ein Angebot unterhalb der 3er Reihe immer ausgeschlossen, da die Margen in diesen hart umkämpften Volumenmärkten nicht gerade vielversprechend sind und eine Imageverschlechterung drohe. Sein Nachfolger Bernd Pischetsrieder änderte diese Strategie unter dem Eindruck des Einbruchs der Automobilkonjunktur 1993, obwohl BMW als einziger Hersteller mit Zuwächsen gestärkt aus der Krise hervorging. Möglicherweise hatte BMW deshalb als einziger Automobilanbieter die Ressourcen für eine Übernahme zur Verfügung. Die übrigen Anbieter waren noch mit der Bewältigung der Absatzrückgänge des Rezessionsjahres beschäftigt. Für die BMW-Verantwortlichen schien zu diesem Zeitpunkt eine Strategie zum Komplettanbieter unvermeidbar, um angesichts des Globalisierungsdrucks langfristig als unabhängiger Anbieter überleben zu können.

Die britische Automobilindustrie könnte für BMW ein warnendes Beispiel gewesen sein. Bis auf die Rover Group konnte bis Anfang der 90er Jahre kein einziger Hersteller seine Unabhängigkeit bewahren. Selbst starke Marken wie Jaguar wurden längst - wie in diesem Fall - von Ford übernommen. Rover kann auf eine lange und ruhmreiche Unternehmensgeschichte zurückblicken. Bereits 1884 wurde das Unternehmen mit der Herstellung von motorisierten Dreirädern gegründet. 1904 folgte die erste erfolgreiche Entwicklung eines Automobils. Bereits früher und vor allem konsequenter als auf dem europäischen Festland setzten in der britischen Automobilindustrie Konzentrationsprozesse ein. Aus einem Zusammenschluß vieler, kleiner Hersteller und Marken entstand schließlich zunächst die British Leyland Motor Corporation, die 1986 nach dem Hersteller mit dem größten Marktanteil in Rover Group umbenannt wurde.<sup>31</sup> Insgesamt gehören zur Rover Group 14 Marken, u.a. die äußerst erfolgreichen Land Rover und Mini. Die meisten Pkw werden allerdings unter der Marke Rover abgesetzt. Dazu gehören die Kleinwagen der 100er Serie sowie die 200er Modelle, die die untere Mittelklasse abdecken. Die Mittelklasse sowie die obere Mittelklasse, die auf den ersten Blick in direkter Konkurrenz zu BMW-Modellen der 3er und 5er-Reihe stehen, werden mit der 400er, 600er und 800er-Reihe bedient. Insofern konnte von idealer Ergänzung durch Rover keine Rede sein. Andererseits ist die Intensität der Konkurrenz durch Rover-Modelle stark zu bezweifeln, da es sich wohl kaum um Fahrzeuge im jeweiligen Premiumsegment handelt. Rover galt trotz der erst 1988 erfolgten Privatisierung als einer der modernsten europäischen Automobilhersteller hinsichtlich Qualität und Technik. Diese Einschätzung verdankte Rover nicht etwa den damaligen Eigentümern British Ae-

---

<sup>31</sup> Vgl. BMW. Geschäftsbericht BMW Group 1994, S. 55 ff.



rospace (BA), die nicht über ausgewiesene Erfahrungen im Automobilsektor verfügten, sondern einer engen Kooperation mit Honda, die in den 80er Jahren hinsichtlich Fertigung und Organisation als weltweit führend galten.

### 3.1.2.2. Durchführung der Übernahme

Honda besaß bis zur Übernahme von BMW 20% der Anteile an der Rover Group mit der Option weitere zu erwerben. An mehr als 50% war Honda allerdings nicht interessiert. Diese Entscheidung gab für BMW den Ausschlag, da British Aerospace sich offensichtlich so schnell wie möglich aus dem Automobilmarkt zurückziehen wollte.<sup>32</sup> Die Übernahme von Rover wurde am 01.02.1994 bekannt gegeben und am 18.03.1994 schließlich vollzogen. Der vereinbarte Kaufpreis von ca. 2 Mrd. DM galt in Londoner Finanzkreisen als guter Deal für British Aerospace. Das Tochterunternehmen Rover wurde zunächst als völlig eigenständiges Unternehmen weiter geführt. Dies galt sowohl im Hinblick auf den Vertrieb als auch für die Produktion. Das Management von Rover erhielt, da es sich um eine reine Übernahme handelte, keine Posten im Vorstand der BMW Group. Was auf den ersten Blick positiv für BMW gewertet werden kann, da schmerzhaft Maßnahmen sich im Prinzip leichter durchsetzen ließen, konnte aber auch zu einem langsamen und ungenauen Informationsfluß über die tatsächliche Lage bei Rover führen.

### 3.1.2.3. Motive für die Übernahme

Die Übernahme von Rover schien aus Sicht des BMW-Vorstandes der schnellere Weg zu sein bezüglich der Strategie des Ausbaus des Kerngeschäfts hin zum Komplettanbieter. Synergieeffekte sollten durch wechselseitige Produktion von Komponenten erzielt werden. Gemeint waren damit wohl eher economies of scale durch größere Stückzahlen, die eine Fixkostendegression bewirken. Im Vertrieb könnten - so die Ankündigung - zumindest geeignete Produkte von Rover über BMW-Händler angeboten werden. Darüber hinaus wurden Kosteneinsparungen durch eine günstigere Verhandlungsposition im Einkauf in Aussicht gestellt.

Ein BMW-Vorstand kündigte gar Synergien durch die Entwicklung eines gemeinsamen Modells für die Marken Rover und BMW beim nächsten Generationenwechsel des 5er BMW an. Diese Idee wurde aber offensichtlich wieder verworfen, da das Image der Marke BMW mit Sicherheit stark unter einer solchen Entscheidung gelitten hätte. Im Gegensatz zu BMW verfügen die Pkws von Ro-

---

<sup>32</sup> British Aerospace hatte sich bei der Übernahme 1988 dazu verpflichtet, die Rover Group mindestens 5 Jahre zu behalten. Es bestand also frühestens im Jahre 1993 die Möglichkeit, das Unternehmen zu veräußern.

ver über Frontantrieb. Diese Technik hätte folglich zukünftig auch bei neuen Modellen von BMW eingesetzt werden können. Sparsamere und technisch ausgereifere Motoren von BMW sollten wiederum bei Land Rover eingebaut werden. Beim Einstieg in das lukrative Segment der Sports Utilities Vehicles (SUV) mittels eines eigenen Geländewagens konnte BMW auf die seit 1948 vorliegenden, jahrzehntelangen Erfahrungen von Land Rover zurückgreifen. Die Entwicklung des X5 konnte dadurch erheblich beschleunigt werden und kostengünstiger erfolgen. Einsparungspotentiale wurden zwar in großer Zahl benannt, allerdings in ihrem Umfang von BMW nicht beziffert.

Marktmachtzuwächse waren bei dieser Übernahme nicht übermäßig zu erwarten. Bis auf die oben genannten Überschneidungen bei den 3er und 5er Modellen, die bei der sachlichen Marktabgrenzung allerdings nicht oder nur eingeschränkt den selben Märkten zuzuordnen sind, bestand kein gemeinsames Angebot. Die räumliche Marktabgrenzung ergab ebenfalls nur geringe Überschneidungen, da Rover auf dem deutschen Markt einen Marktanteil von unter einem Prozent besaß. Auf dem britischen Markt ist BMW zwar etwas stärker vertreten, aber von einer marktbeherrschenden Stellung konnte sicher nicht ausgegangen werden. Marktmacht schien somit nicht das vorrangige Ziel der Übernahme gewesen zu sein.<sup>33</sup> Ähnlich wie bei DaimlerChrysler sollte wohl eher die starke Abhängigkeit vom Premiumsegment verringert und somit eine Risikodiversifizierung erreicht werden.

#### 3.1.2.4. Verlauf der Übernahme und Verkauf der Rover Group

Unter der Rezession 1993 litt auch der BMW-Kurs massiv. Der Tiefsstand läge, legt man einen Wert nach dem Aktiensplit zugrunde, bei 6,90 €. Die Übernahme wirkte wie ein Befreiungsschlag für die Aktie, denn es wurde ein positiver Ankündigungseffekt bzw. eine abnormale Rendite von nahezu 14% innerhalb der ersten beiden Tage erzielt. Im Krisenjahr von Rover 1998 litt der Aktienkurs und fiel deutlich. Er fing sich wieder etwas und legte nach der Ankündigung der Trennung von Rover wieder deutlich zu. Seitdem behauptete sich der Kurs im Vergleich zum Dax weit überdurchschnittlich.

Das erste gemeinsame Jahr 1994 konnte noch als Erfolg gewertet werden. Die weltweiten Auslieferungen der Rover Group stiegen um 11% auf 475500 Einheiten an. Alle wichtigen Segmente konnten Zuwächse verzeichnen.

---

<sup>33</sup> Zu diesem Ergebnis kommt auch die EU-Kommission. Vgl. Entscheidung der Kommission im BMW / Rover Fall, Case No. IV/M.416 – BMW/Rover, S. 4.



Abbildung 3.1.8: Kursverlauf der BMW-Stammaktien

Quelle: [www.onvista.de](http://www.onvista.de)

Besonders gravierend war der Anstieg der Marke Land Rover, deren Verkäufe gar um 23% zulegte.<sup>34</sup> Aber bereits auf der Hauptversammlung im Mai 1995 mußte Bernd Pischetsrieder einen Absatzrückgang im ersten Quartal 1995 eingestehen. Ursachen hierfür seien ein Modellwechsel des 400er-Modells sowie die Zunahme der Wettbewerbsintensität in Großbritannien gewesen. In den folgenden Jahren verzeichnete die Rover-Tochter moderate Zuwachsraten beim Absatz. Das starke Pfund verhinderte aber Ertragszuwächse. Rover blieb somit ein Zuschußgeschäft und Pischetsrieder sprach noch auf der Hauptversammlung 1997 - drei Jahre nach der Übernahme - von einer Zukunftsinvestition.

Bis 1998 wurden keine nennenswerten Synergien ausgewiesen. Die beiden Unternehmen wurden weitgehend unabhängig voneinander geführt. Erst als sich hohe Verluste abzeichneten, reagierte die Konzernführung und entsandte BMW-Manager nach Großbritannien. Werner Sämman sollte die Restrukturierung von Rover in Angriff nehmen. Erst jetzt bemerkte das BMW-Management den katastrophalen Zustand von Rover. Das Werk Longbridge beispielsweise, das noch 1994 laut Finanzvorstand Doppelfeld einen hervorragenden Eindruck hinterlassen hatte, wies noch 4 Jahre nach der Übernahme einen Produktivitätsrückstand im Vergleich zum BMW-Standard von 30% auf. Man ging offensichtlich fälschlicherweise davon aus, daß Honda vor der Übernahme alle Werke saniert und der lean production unterworfen hatte. BMW unterlag wohl gravierenden Fehl-

<sup>34</sup> Vgl. BMW, Geschäftsbericht BMW Group 1994, S. 69.

einschätzungen bereits bei der Unternehmensbewertung 1994. Das dieses Versäumnis aber 4 Jahre unbemerkt blieb, war wohl die eigentliche unternehmerische Fehlleistung.<sup>35</sup>

Nachdem das Scheitern bei Rover nicht mehr beschönigt werden konnte, vollzog der Vorstandsvorsitzende Bernd Pischetsrieder zumindest verbal eine strategische Kehrtwendung. Er hielt die Größe eines Unternehmens inzwischen nicht mehr für entscheidend, um erfolgreich auf dem Automobilmarkt agieren zu können. Die einzigen Nutznießer bei Fusionen und Übernahmen, so äußerte er sich gegenüber der Presse, seien die Investmentbanker. Ein Unternehmen muß seiner Einschätzung nach führbar bleiben. Eine Plattformstrategie ist nicht sinnvoll, da die Kunden eine solche Strategie schnell durchschauen.

1998 wies Rover einen hohen Verlust von 1,7 Mrd. DM auf. Begründet wurden die hohen Verluste mit dem ungünstigen Wechselkurs, der auf dem für Rover wichtigen britischen Markt immer mehr zur Belastung wurde. BMW stellte hingegen 1998 einen Absatzrekord auf. Insofern konnten die Verluste durch Gewinne bei BMW mehr als ausgeglichen werden. Als Reaktion auf die sich abzeichnenden hohen Verluste wurden zusätzliche Manager von BMW bei Rover eingesetzt, um die Produktivitätsrückstände durch erhöhte Arbeitsflexibilität bis auf 5% zu verringern. Die Maßnahmen gingen erstmals auch mit Stellenstreichungen von 2500 Mitarbeitern einher. Besonders das Werk Longbridge galt inzwischen als völlig veraltet. Es sollte mit einer Investitionssumme von 1 Mrd. € saniert werden. BMW erhoffte sich dabei Subventionen bzw. Investitionszuschüsse von der britischen Regierung, die bereits im Falle Jaguar an Ford geflossen waren. Nachdem das ganze Ausmaß der Krise bei Rover augenscheinlich geworden war, mußten am 5. Februar 1999 der Vorstandsvorsitzende von BMW Pischetsrieder und der Produktionsvorstand Reitzle, der eine Trennung von Rover forderte, das Unternehmen nach einer Krisensitzung verlassen.

Der neue Vorstandsvorsitzende Joachim Milberg kündigte bereits einen Monat später einen harten Sanierungskurs an. Die Marken- und Produktplanung sollten zukünftig zentral von München aus gesteuert werden. Die strenge Trennung der Marken wurde aufgehoben, indem ein durchgängiges Baukasten- und Gleichteilekonzept auf den Weg gebracht werden sollte. Mit diesen Maßnahmen sollten Einsparungen von bis zu 1 Mrd. € erzielt werden.

Dieses Konzept wurde ab Juni 1999 flankiert von einem Investitionsprogramm, das Investitionen von 30 Mrd. DM in neue Produkte, Produktionsanlagen und in den Vertrieb in den nächsten 5 Jahren vorsah. 10 Mrd. DM sollten bei Rover u.a.

---

<sup>35</sup> Ein Beispiel für verspätete Eingriffe bildete der Bereich Einkauf. Obwohl BMW seit Jahren über ein vorbildlich funktionierendes „Global Purchasing System“ verfügte, wurde der Einsatz bei Rover zunächst als zu teuer und unpraktikabel verworfen. Erst 1998 wurde das IT-Beratungsunternehmen Candle damit beauftragt, die Integration von Rover in das erfolgreiche Einkaufssystem zu bewerkstelligen.

in die Sanierung des Werkes Longbridge und in ein neues Modell der Kompaktklasse investiert werden. Die Planung sah vor, das Rover, sofern der Pfundkurs die 3 DM Grenze nicht überschreiten würde, 2002 in die Gewinnzone zurückkehren könnte.

Im zweiten Halbjahr spitzte sich die Lage bei Rover aber weiter zu. Der Absatz verringerte sich um 33% und löste einen Gewinnrückgang beim Gesamtkonzern aus. Besonders auf dem britischen Markt setzte ein Preisverfall ein, da aufgrund des hohen Pfundkurses die Importfahrzeuge sehr günstig angeboten werden konnten. Im Oktober 1999 wurde der Abbau weiterer 8000 Stellen bei Rover beschlossen. Die Investitionsbeihilfe im Umfang von 141 Millionen Pfund für das Werk Longbridge stieß auf den Widerstand der EU-Kommission. Sie bezweifelte, daß BMW ernsthaft einen Standort außerhalb der EU als Alternative zu Longbridge in Erwägung gezogen hatte. Dies war aber eine zentrale Voraussetzung für die Rechtmäßigkeit der Gewährung einer Investitionsbeihilfe durch die britische Regierung.

Nachdem die Verluste bei Rover ein weiteres mal beträchtlich gestiegen waren und die Rückkehr in die Gewinnzone in näherer Zukunft nicht mehr erreichbar schien, beschloß BMW genau 6 Jahre nach der Übernahme am 18.3.2000 den weitgehenden Verkauf von Rover. Land Rover wurde für 3 Mrd. € an Ford verkauft, da hiermit die Aufwendungen für Rover zum Teil beglichen werden konnten und inzwischen mit dem X5 ein eigenes Modell in diesem Segment entwickelt worden war. Rover Cars gab BMW an die britische Investorengruppe Phoenix ab. Diese übernahm Rover Cars für einen symbolischen Preis von 10 Pfund und darüber hinaus schuldenfrei, d.h., BMW mußte zunächst sämtliche Schulden beglichen. Lediglich die Marke Mini mit dem zugehörigen, durch umfangreiche Investitionen modernisierten Werk Oxford verblieb bei BMW.<sup>36</sup>

Die ursprüngliche Planung von Mitte 1999 war nicht mehr zu halten, da das britische Pfund allein 1999 um 34 Pfennig gegenüber der Deutschen Mark zugelegt hatte und damit die Bilanz mit 1 Mrd. DM belastete. In diesem Zusammenhang zeichnete sich auch eine baldige Entscheidung der britischen Regierung nicht ab, dem Europäischen Währungsraum so schnell wie möglich beizutreten. Die Absatzzahlen waren - Land Rover ausgenommen - im gleichen Jahr um ein Viertel regelrecht eingebrochen, was zusammen mit dem hohen Pfundkurs einen operativen Verlust bei Rover von 1,2 Mrd. € nach sich zog. Zusammen mit der Risikovorsorge von 3,15 Mrd. € ergab sich bei BMW ein Fehlbetrag von 2,49 Mrd. €. Der Streit um die Investitionsbeihilfen mit der EU-Kommission stellte zusätzlich den Turnaround-Plan in Frage.

Der Gesamtaufwand summierte sich über den gesamten Übernahmezeitraum auf ca. 20 Mrd. DM, wovon ca. 5,2 Mrd. DM den aggregierten operativen Verlusten seit 1994 entsprachen. 2,1 Mrd. betrug der Kaufpreis sowie eine Risikovorsorge

---

<sup>36</sup> Vgl. BMW, Geschäftsbericht der BMW Group 2000, S. 1 ff.



von über 6 Mrd. DM für die Abschreibungen auf Sachanlagen, Umstrukturierungskosten wie Abfindungen und Vertragsstrafen. Zusätzlich fielen weitere Kosten für die Schuldenfreistellung von Rover an. Drei Vorstände, die trotz der Krise an Rover festhalten wollten und denen eine Teilschuld wegen zögerlichen Eingreifens bei Rover gegeben wurde, mußten BMW verlassen.

Im Anschluß an den Verkauf von Rover erzielte BMW in den folgenden Jahren jeweils Rekordabsätze, beginnend mit einem Anstieg von 9,4 % im Jahr 2000 auf 822.000 Einheiten. Der Jahresüberschuß wuchs ebenfalls auf 1,03 Mrd. €. <sup>37</sup> und im Jahre 2001 ein weiteres Mal auf 1,86 Mrd. € nach Steuern. Der positive Trend setzte sich auch - entgegen dem Abwärtstrend der großen Automobilmärkte - im Jahr 2002 fort. Der Absatz wird bei planmäßigem Verlauf des restlichen Jahres erstmals über eine Million Fahrzeuge der Marken BMW und Mini aufweisen.

Die konsequente Ausrichtung auf Premiumfahrzeuge ist offensichtlich erfolgreich umgesetzt worden. Mit der Trennung von Rover läutete BMW das vorübergehende Ende des Fusionstrends in der Automobilindustrie ein. Seitdem werden Überkreuzbeteiligungen und somit die in ihren Konsequenzen weniger tiefgreifende Strategische Allianz als Unternehmenszusammenschlußform bevorzugt. Es scheint auch die Erkenntnis gereift zu sein, daß kleinere Unternehmen in Krisenzeiten schneller und wendiger sind, um auf neue Herausforderungen zu reagieren. Entscheidend mag auch der Umstand sein, daß die Kosten von Fusionen bzw. Übernahmen in Abschwungzeiten nicht aufgebracht werden können.

### **3.1.3. Renault Group / Nissan Motor Co. Ltd.**

#### **3.1.3.1. Ausgangslage vor der Beteiligung: Fall Renault Group / Nissan Motor Co. Ltd.**

Das Unternehmen Renault ist nach seinem Gründer Louis Renault benannt, der bereits 1898 sein erstes Automobil mit dem Namen „Type A“ entwickelte. Neben den Pkws kam im Verlauf des ersten Weltkriegs die Produktion von Lkw und Panzerfahrzeugen hinzu. In den 20er Jahren expandierte das Unternehmen u.a. auch im Ausland und entwickelte sich zum Marktführer in Frankreich. Gegen Ende des 2. Weltkrieges wurde Renault unter staatliche Kontrolle gestellt, wovon sich das Unternehmen bis heute noch nicht vollständig befreit hat. Bis Mitte der 80er Jahre war das Unternehmen vor allem im Kleinwagensegment mit den Modellen R 4 und R 5 erfolgreich. Bis zu dieser Zeit verfolgte Renault eine mäßig erfolgreiche Diversifizierungsstrategie. Durch den überaus erfolgreichen Markteintritt der japanischen Konkurrenz kamen besonders die staatlich

---

<sup>37</sup> Vgl. BMW, Geschäftsbericht der BMW Group 2000, S. 8 f.



geführten Automobilunternehmen in starke finanzielle Bedrängnis, da sie besonders ineffizient wirtschafteten. Im Zuge einer Rückkehr zu den Kernaktivitäten kam Renault 1987 wieder in die Gewinnzone. Anfang der 90er Jahre wurde eine Allianz mit Volvo geschmiedet, die 1993 beendet wurde, da eine geplante Fusion an der Zustimmung der Volvo-Aktionäre scheiterte.<sup>38</sup> 1996 schließlich wurde Renault teilprivatisiert, um das Unternehmen für den Kapitalmarkt zu öffnen.<sup>39</sup> Diese Maßnahme wurde notwendig, da Renault auf dem Heimatmarkt drastische Einbrüche hinnehmen mußte, die 1996 einen Verlust von 0,79 Mrd. € verursachten. Eine weitere Reaktion hierauf war ein Kostensenkungsprogramm, dem ein weiteres Sparprogramm für die Jahre 1998 bis 2000 folgte. Der durchgreifende Erfolg versetzte Renault bereits 1999 wieder in die Lage, im Fusionspoker mitzumischen.

Nissans Wurzeln reichen bis ins Jahr 1911 zurück, als die erste Automobilfabrik in Tokio unter der Leitung von Masujiro Hashimoto entstand. Es handelte sich beim ersten Fahrzeug um einen Vorläufer der späteren Marke Datsun. Aus den Unternehmen Automobile Manufacturing Co. Ltd. und der Tobata Casting Co. Ltd.- zu Letztgenannter gehörte inzwischen nach einigen Zusammenschlüssen die Fahrzeugproduktion der Marke Datsun - entstand ein gemeinsames Unternehmen mit dem Namen Nissan Motor Co. Ltd., daß von Yoshisuke Aikawa im Jahre 1934, gegründet worden war. Im Krieg begann - eine Parallele zu Renault - die Produktion von Militärlastwagen und darüber hinaus Flugzeug- und sogar U-Boot-Motoren. Nach dem Krieg hatte das Unternehmen mit den Kriegsfolgen zu kämpfen und verlor zunächst den technologischen Anschluß. Erst Ende der 50er Jahre, mit dem zunehmenden Motorisierungsgrad in Japan, erholte sich das Unternehmen. Ein weiterer Boom wurde durch die Ölkrise der 70er Jahre ausgelöst, da die Fahrzeuge von Nissan inzwischen zu den sparsamsten und qualitativ hochwertigsten Fahrzeugen zählten und somit von den Benzinpreiserhöhungen profitierten. Besonders groß waren die Vorteile gegenüber den amerikanischen Anbietern, so daß besonders auf jenem Markt große Erfolge erzielt wurden. Die Reaktion waren Importquoten und Behinderungen bei der Errichtung eigener Werke in den USA, aber auch in Europa.<sup>40</sup> Die japanischen Automobilhersteller, mit Ausnahme von Toyota und Honda, wurden von der lang anhaltenden Wirtschaftskrise der 90er Jahre stark geschwächt. Eine bis zu diesem Zeitpunkt nicht für möglich gehaltene Übernahme von einstmals übermächtig erscheinenden japanischen Automobilunternehmen wurde dadurch möglich. Die

---

<sup>38</sup> Eine vertiefte Analyse der gescheiterten Fusion stammt von Robert F. Bruner, Vgl. Bruner, Robert F., *An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault*, in: *Journal of Financial Economics* 51 (1999), S. 125 ff.

<sup>39</sup> Vgl. Renault, Geschäftsbericht Renault Group 1999, S. 2.

<sup>40</sup> Vgl. Nissan, [www.nissanmotors.com](http://www.nissanmotors.com), Short History of Nissan Motor Company, S. 1 ff.

Krise hinterließ bei Nissan einen Schuldenberg, der sich auf knapp 19 Mrd. € belief.

### 3.1.3.2. Durchführung der Beteiligung

Am 27. März 1999 schlossen der Präsident von Nissan Yoshikazu Hanawa und der Renault-Chef Louis Schweitzer ein Abkommen, das den Erwerb von 36,8 % des Kapitals von Nissan Motor sowie von 22,5 % von Nissan Diesel zu einem Preis von knapp 5 Mrd. € durch Renault vorsah. Dadurch entstand, wenn man beide Unternehmen als Einheit betrachtet, das viertgrößte Automobilunternehmen der Welt mit einem Absatz von knapp 5 Millionen Fahrzeugen. Eine Beteiligung von über 33,4 % sicherte hierbei die Sperrminorität. Demzufolge besitzt Renault ein Vetorecht bei wichtigen Entscheidungen und besetzte zu diesem Zweck unmittelbar drei Vorstandsposten. Den einflußreichsten hiervon, die Position des Chief Operating Officer (COO), wurde vom bereits bei Renault erfolgreichen Sanierer Charlos Ghosn eingenommen. Zusätzliche 40 Führungskräfte wurden entsandt, um Ghosn bei der Restrukturierung des angeschlagenen Unternehmens zu unterstützen. Weiterhin wurde eine transnationale Einrichtung (Global Alliance Committee) geschaffen, die Strategien entwickeln sollte, um sämtliche Synergiepotentiale auch tatsächlich aufzuspüren und auszuschöpfen. Diesem Gremium untergeordnet - vornehmlich für die operative Umsetzung verantwortlich - sind 11 Arbeitsgruppen (Cross Company Teams). Die Mitglieder der Gremien stammen jeweils aus beiden Unternehmen.<sup>41</sup> Der Zusammenschluß wurde durch die Politik begleitet und befürwortet. Bei Renault kam der Einfluß der Politik über den nach wie vor hohen Staatsanteil von 44,4 % an Renault zum Tragen. Die damalige japanische Regierung griff ebenfalls zustimmend ein, da nach mehreren spektakulären Unternehmenszusammenbrüchen - vor allem im Bankensektor - ein weiterer vermieden werden sollte.

### 3.1.3.3. Motive der Beteiligung

Durch die Beteiligung an Nissan erreichte Renault nach Meinung vieler Experten die Mindestgröße für ein langfristig eigenständiges Überleben des Unternehmens. Folgerichtig sprach der Renault-Chef Schweitzer in der Presse von einem Zeitgewinn für Renault, da man nun eigene Expansionspläne verfolgen könne, ohne selbst von einer Übernahme bedroht zu sein. Sein Ziel ist ein Absatzzuwachs der Marke Renault auf 4 Millionen Einheiten jährlich innerhalb der nächsten 10 Jahre.

Nissan schien die optimale Ergänzung für Renault zu sein, da die beiden Unternehmen geographisch fast perfekte Komplemente bilden. Renault ist mit seiner

---

<sup>41</sup> Vgl. Renault, Geschäftsbericht der Renault Group 2000, S. 30.

starken Basis auf dem französischen Heimatmarkt und den übrigen westeuropäischen sowie nordafrikanischen Märkten und einem soliden Standbein in Südamerika der optimale Partner für Nissan mit seiner starken Marktstellung in Japan und den wichtigsten asiatischen Märkten. Im Gegensatz zu Renault ist Nissan ebenfalls auf dem wichtigen US-Markt erfolgreich. Jeder räumlich relevante Markt ist somit besetzt und insofern war Renault sogar vielen, z.B. DaimlerChrysler, einen strategischen Schritt voraus. Darüber hinaus hat Renault durch den anteiligen Erwerb von Nissan Diesel ganz nebenbei den Sprung auf den asiatischen Nutzfahrzeugmarkt geschafft. Im Gegensatz zu den Fusionen mit deutscher Beteiligung wurden von Beginn an recht konkrete Einsparziele benannt, so beispielsweise die Verringerung der Produktivitätsnachteile bei Nissan, die auf eine zu hohe Anzahl von 27 Plattformen zurückzuführen war. Renault hatte diesbezüglich seine größten Erfolge erzielt und seine Plattformanzahl bereits vor der Allianz auf 7 reduziert. Insgesamt sollte die Zahl der Plattformen für beide Unternehmen auf 10 und darüber hinaus die Anzahl an Motoren- bzw. Getriebevarianten von 27 auf 8 verringert werden. Einsparungen sollten weiterhin beim Einkauf erzielt werden sowie durch die gemeinsame Nutzung von Werken. Es wurde geplant und ab Dezember 2000 auch umgesetzt, das Renaultmodell Scenic im mexikanischen Werk von Nissan für den mexikanischen Markt fertigen zu lassen. Die südamerikanischen Werke von Renault dienten wiederum Nissan als Möglichkeit in diesem Markt Fuß zu fassen.<sup>42</sup> Insgesamt verringerten beide Partner die starke Abhängigkeit von ihren jeweiligen Heimatmärkten, so daß für beide ein gewisser Grad der Risikodiversifizierung erreicht wurde. Insgesamt wurden die Einsparziele bis 2002 auf über 3 Mrd. € beziffert.

Ein weiterer Vorteil lag offenbar in der Form des Zusammenschlusses. Eine Kapitalbeteiligung läßt einerseits - den schnellen Sanierungserfolgen nach zu urteilen - genügend Einflußnahme auf unternehmerische Entscheidungen durch Renault zu, ohne andererseits die hohen Schulden des japanischen Partners in die eigene Bilanz aufnehmen zu müssen. Dazu wäre man bei einer vollständigen Übernahme laut internationalen Bilanzierungsregeln verpflichtet gewesen. Diesem Beispiel ist im übrigen u.a. DaimlerChrysler bei dem anteiligen Erwerb von Mitsubishi gefolgt. Nissan konnte von der Allianz allerdings ebenfalls profitieren, indem zumindest ein Teil der Schulden durch den Kaufpreis von knapp 5 Mrd. € abgetragen werden konnte. Die kulturellen Differenzen kamen ebenfalls weniger zum Tragen als bei einer Übernahme, da mit Hanawa, der den Posten des CEO weiterhin inne hatte, der Anschein gewahrt blieb, daß das Unternehmen weiter in japanischer Hand war. Nach Aussagen des Renault-Chefs Schweitzer soll Nissan auch zukünftig ein japanisches Unternehmen mit eigener Markenidentität bleiben.

---

<sup>42</sup> Vgl. Renault, Geschäftsbericht der Renault Group 2000, S. 31 f.

### 3.1.3.4. Bisherige Erfolge bzw. Mißerfolge der Beteiligung



Abbildung 3.1.9: Kursverlauf der Renault Group

Quelle: [www.onvista.de](http://www.onvista.de)

Der Aktienkurs von Renault war vor der Beteiligung an Nissan trotz guter Zahlen stark gefallen. Der Kurs sank nach einer ersten Ankündigung Ende Januar 1999 kurzzeitig weiter um über 5 %. Die Börse reagierte verstimmt, da Nissan hoch verschuldet war und auch Renault eher als ertragsschwach galt und beide Unternehmen nicht dazu in der Lage schienen, diese Schwäche durch eine technologische Führerschaft zu kompensieren. Der Vollzug der Transaktion Ende März löste aber nach kurzem Kursturz eine Trendwende aus, die zu einem zwischenzeitlichen Höchststand Ende Oktober 2000 - nachdem sich die ersten Erfolge der Allianz einstellten - von 58,60 € führte. Nach einer Talfahrt infolge veralteter Modelle bei Renault und ungünstigeren Rahmenbedingungen erholte sich der Kurs im Laufe des Jahres 2002 wieder aufgrund neuer, innovativer Modelle und demzufolge wachsenden Marktanteilen.

Bereits ein halbes Jahr nach seinem Antritt legte Carlos Ghosn einen umfassenden Sanierungsplan für Nissan vor, der eine Rückkehr in die Gewinnzone innerhalb von 2 Jahren in Aussicht stellte. Zu diesem Zweck sollten 5 Werke geschlossen werden, um die Überkapazitäten auf dem japanischen Markt entscheidend abzubauen. Dadurch sollte die Auslastung der verbleibenden Werke von 53 auf 77% erhöht werden. Die Folgen waren einerseits die Entlassung von 21000 Mitarbeitern und andererseits längere Schichten der restlichen Mitarbeiter. Insgesamt sollten durch diese Maßnahmen bis zum Geschäftsjahr 2002/03

knapp 9 Mrd. € eingespart werden. Der Sanierungsplan sah weiterhin eine Halbierung der Fremdverschuldung von bisher 12,3 Mrd. € vor. Notwendig erschien Ghosn darüber hinaus eine Kapitalspritze von Renault in einem Gesamturnfang von 18,5 Mrd. €. Da die Befürchtungen vieler Analysten im Hinblick auf die Belastungen durch Nissan augenscheinlich erfüllt wurden, löste der Sanierungsplan nach seinem zuvor erreichten Allzeithoch einen Kursrückgang bei Renault aus.

Entscheidender als die Eingriffe in der Produktion, die lediglich mit 10 % der Kosteneinsparungen veranschlagt wurden, erschien die Senkung der Beschaffungskosten. Dieser Bereich versprach ein großes Einsparpotential, da die Zulieferer bisher z.T. keinem internationalen Wettbewerb ausgesetzt waren und enge Verflechtungen - häufig in Form einer Kapitalbeteiligung von Nissan - mit den Zulieferern bestanden. Das Ziel in diesem Bereich war es demgemäß, die Kapitalbeteiligungen aufzugeben und den Einkauf global aufzustellen. Die Zulieferer sollten ebenfalls global tätig sein und nach ihrer Leistungsfähigkeit zum Zuge kommen. Leistungsfähigkeit wird an den Kostensenkungsanforderungen gemessen, die mit 20% recht ambitioniert ausfielen. Dadurch kam es automatisch zu einer Verringerung der Anzahl an Zulieferern. Geplant wurde eine Halbierung der Anzahl an Zulieferern. Dank dieser Maßnahmen rechneten sich nun auch europäische Zulieferer Chancen auf neue Aufträge aus. Die Einsparungsanstrengungen wurden im April 2001 durch die Gründung einer gemeinsamen globalen Einkaufsorganisation (Renault Nissan Purchasing Organization) weiter forciert. Sie sollte zunächst 30% der Beschaffungssumme beider Partner übernehmen. Dieser Anteil soll zukünftig sukzessive auf 70% ausgebaut werden <sup>43</sup>

Im Vertrieb wurde die Anzahl der Verkaufsstützpunkte reduziert. Wechselseitig sollte von beiden Partnern die bereits vorhandene Vertriebsinfrastruktur genutzt werden, d.h. beispielsweise, daß Renault die Vertriebsinfrastruktur von Nissan für den Markteintritt im Mai 2001 in Australien nutzte. In Europa wurden gemeinsame Vertriebsgesellschaften gegründet.

Renault und Nissan planten zügig eine mit Volkswagen vergleichbare Plattformstrategie umzusetzen. Nach nur wenigen Monaten begann noch 1999 die Entwicklung der gemeinsamen B-Plattform für die Kleinwagen Twingo, Clio sowie die Nissan-Modelle Micra, March und Cube. Es folgte die C-Plattform im Jahr 2001 für die Mittelklassemodelle Renault Megane, Scenic und Nissan Almera. Beide Plattformen sind inzwischen auf dem Markt. Weitere Einsparungen ermöglichte ein wechselseitiger Einsatz der Motorenpalette. Beispielsweise setzte Renault den 3,5 Liter V 6-Motor der Geländewagen von Nissan im neu entwickelten Oberklassemodell Vel Satis ein. Aber auch Neuentwicklungen wie ein

---

<sup>43</sup> Vgl. Renault, Geschäftsbericht der Renault Group 2001, S. 34.



neuer Dieselmotor für Kleinwagen wurden durch beide Unternehmen gemeinsam durchgeführt.<sup>44</sup>

Renault rundete seine Anstrengungen zu weltweitem Wachstum durch den Erwerb zweier weiterer Automobilhersteller ab. So übernahm Renault im September 1999 51 % der Anteile des rumänischen Herstellers Dacia und stockte in einer zweiten Transaktion den Anteil auf 80 % auf. Mit diesem Hersteller soll eine Neuentwicklung im Kleinwagensegment für ein besonders preisgünstiges Angebot in Osteuropa und in Schwellenländern erfolgen. Aus ähnlichen Motiven erwarb Renault wohl 70,1 % der Anteile an Samsung Motors, um auf dem koreanischen Markt Fuß zu fassen.<sup>45</sup>

Es fällt auf, daß Renault von Beginn an bei Nissan stark in Unternehmensentscheidungen eingriff. Im Juni 2001 löst Ghosn den Japaner Hanawa als CEO von Nissan ab und hat nun auch nominell die Führung des Unternehmens inne. Bereits zuvor schien Hanawa nicht mehr das Sagen zu haben - wurde aber offensichtlich - um die Mitarbeiter von Nissan nicht zu demotivieren auf seinem Posten als Chief Executive Officer belassen. Die französische Dominanz wird überdies an der neu gegründeten Dachorganisation, Renault-Nissan b.v., deutlich. Zwar gehört die holländische Gesellschaft beiden Unternehmen zu gleichen Teilen. Das leitende Gremium der Gesellschaft, das Alliance Board, wird aber von Louis Schweitzer geleitet. Neben ihm gehören 4 weitere Franzosen dem Gremium an, während nur 3 japanische Vertreter im Board vertreten sind.<sup>46</sup> Daraus wird ersichtlich, daß trotz der im Mai vollzogenen Beteiligung von 15 % durch Nissan an Renault die Franzosen weiterhin den Ton angeben. Jene haben Anfang März 2003 von ihrer Option auf eine Kapitalerhöhung Gebrauch gemacht und ihren Anteil an Nissan auf 44,4 % erhöht. Die neue Holdinggesellschaft dient vorrangig dem Zweck, wie eine sogenannte Giftpille zu wirken und einer schleichenden Übernahme eines der beiden Partner vorzubeugen.

Hinsichtlich der Gewinnsituation fielen bei Nissan im Jahr 1999 ein außerordentlicher Sanierungsaufwand von 1,8 Mrd. € an, der sich aber bereits im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2000/01 in einen Gewinn von 1,78 Mrd. € verwandelte.<sup>47</sup> Durch die Kapitalbeteiligung trug Nissan im Jahr 2001 mit 497 Mio. € fast die Hälfte zum Gesamtgewinn von Renault nach Steuern von 1,1 Mrd. € bei. Ein ähnlicher Beitrag zeichnete sich im ersten Halbjahr 2002 ab, das entspricht 425 Mio. € von 894 Mio. € Gesamtgewinn. Nach einem schwächeren Jahr 2001 bei Renault, ausgelöst durch veraltete Modelle und einem Einbruch

---

<sup>44</sup> Vgl. Homepage von Renault, [www.renault.com](http://www.renault.com), Alliance in brief 2001 (ohne Seitenangaben).

<sup>45</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Renault Group 2000, S. 34.

<sup>46</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Renault Group 2001, S. 32.

<sup>47</sup> Das Geschäftsjahr von Nissan weicht vom Kalenderjahr ab und geht vom 1.03. bis zum 28.02. des darauffolgenden Jahres.



wichtiger Absatzmärkte beispielsweise in Südamerika, hellt sich die Lage bei Renault im laufenden Jahr wieder etwas auf. Eine neue Strategie unter dem Werbeslogan „Createur Automobiles“, dem futuristische, neue Modelle wie dem Avantage und dem Vel Satis folgten, verspricht eine erfolgreiche Rückkehr in die margenstärkere Oberklasse. Das unkonventionelle Design dient der Abgrenzung von der bisher übermächtigen deutschen Konkurrenz in der Oberklasse. Der staatliche Anteil und mithin auch Einfluß ist auf 25 % gesunken, durch einen Verkauf von Aktien an institutionelle Investoren.

### 3.2. Überblick über die Entwicklung im Bankensektor

Im Gegensatz zur Automobilindustrie entspricht die räumliche Ausdehnung der Märkte beim Bankensektor bzw. der Finanzdienstleistungsbranche im wesentlichen den Landesgrenzen. Eine europäische Integration, wie sie im Hinblick auf die Geldpolitik durch die Einführung einer gemeinsamen Währung weitgehend umgesetzt wurde, ist erst im Entstehen begriffen. Eine Begründung hierfür könnten die geringeren Kosteneinsparpotentiale grenzüberschreitender Zusammenschlüsse - im Vergleich zu rein inländischen - sein. Das Filialnetz kann beispielsweise nicht im gleichen Maße abgebaut werden. Während bezüglich der Integration im Wertpapiergeschäft bereits große Fortschritte erzielt wurden, schreitet sie im Privatkundengeschäft nur sehr langsam voran. Die Beratung und besonders in Deutschland die inländische Marke spielen immer noch eine dominierende Rolle. Die seit Jahren bestehenden Bank-Kunden-Beziehungen zusammen mit den Wechselkosten schränken die Mobilität der Kunden, trotz moderner Kommunikationstechniken, erheblich ein.

Im Vergleich zu anderen Märkten unterscheidet sich der Bankensektor dahingehend, daß Marktaustritte die Gefahr bergen, das Vertrauen der Wirtschaftssubjekte in die Stabilität der Finanzmärkte zu erschüttern. Darüber hinaus können einzelwirtschaftliche Schwierigkeiten im Bankgewerbe u.U. auch zu gesamtwirtschaftlichen Verwerfungen führen. Den Banken fehlt seit dem Einbruch der Finanzmärkte im Frühjahr 2001 vermehrt ein finanzieller Puffer gegen auftretende Risiken, die bei Finanzgeschäften üblich sind. Besonders in Deutschland deutete sich eine Ertragskrise der Banken bereits vor der Aktienbaisse des Jahres 2001 an. So verzeichneten die deutschen Banken im Durchschnitt eine Halbierung ihrer Jahresüberschüsse innerhalb der letzten 10 Jahre. Die deutsche Einheit und andere Sonderfaktoren haben die notwendige Konsolidierung auf dem deutschen Markt verzögert. Die sinkenden Margen im traditionellen Kreditgeschäft haben die Banken in den 90er Jahren veranlaßt, ihr Geschäft mit risikoreicheren Finanzanlagen wie Investment Banking, Vermögensverwaltung und Investmentfonds auszuweiten. Der BdB bezifferte den Anteil des klassischen Sparbuchs, das vor 15 Jahren immerhin noch 15 % der Bilanzsumme einer Bank ausgemacht hat, nur noch auf etwas über 2 %. Die Zinserträge der Banken sind gefallen zugunsten steigender aber auch volatilerer Gebühreneinnahmen und Provisionen beispielsweise von Wertpapierdepots und mittels Börsengängen von Unternehmen.<sup>48</sup>

Bei sinkender Rentabilität können wiederum zwangsläufig nicht mehr allzu hohe Risiken eingegangen werden. Die Folge ist ein Rückgang der Investitionstätigkeit insbesondere kleinerer und mittlerer Unternehmen aufgrund steigender

---

<sup>48</sup> Vgl. Bundesverband der deutschen Banken, Bericht 2002, S. 27 ff.

Kreditzinsen bzw. der Rationierung des Kreditumfangs von Seiten der Kreditinstitute. Der Mittelstand ist aber auf Fremdfinanzierung und damit auf den Bankensektor mehr angewiesen als Großunternehmen.<sup>49</sup> Diese haben sich durch ihre verbesserte Bonität in den letzten Jahren verstärkt selbst durch die Ausgabe von Unternehmensanleihen oder der Emission neuer Aktien mit Kapital versorgt.<sup>50</sup> Die Banken werden für große Unternehmen somit teilweise entbehrlich.<sup>51</sup>

Die Fusionswelle, die fast alle Branchen erfaßt hat, ist unter Berücksichtigung der zunehmenden Disintermediation, d.h., Verzicht auf Geschäftsbanken als Finanzintermediäre, ein zweischneidiges Schwert für die Banken, die zwar durch höhere Provisionseinnahmen ihrer vergrößerten Investmentzweige von Unternehmenszusammenschlüssen profitieren, aber andererseits von den größer und möglicherweise unabhängiger gewordenen Unternehmen zukünftig nicht mehr zur Unternehmensfinanzierung in Anspruch genommen werden. Weitere Konkurrenz droht durch branchenfremde Unternehmen der Automobil- und Handelsunternehmen, die ihre Vertriebsbemühungen zunehmend durch eigene Banken unterstützen. Diese wiederum verbreitern schrittweise ihr Produktangebot und bieten z.T. Kontokorrentkonten sowie Kapitalanlagemöglichkeiten an.<sup>52</sup>

Die Disintermediation umfaßt zunehmend auch die privaten Haushalte, deren Anteil an Bankeinlagen bei der privaten Geldvermögensbildung aufgrund sinkender Erträge von 52 % im Jahre 1975 auf 27 % 1999 gesunken ist.<sup>53</sup> Den Banken erwächst zunehmende Konkurrenz durch institutionelle Investoren bzw. Kapitalanlagegesellschaften, die einen immer größer werdenden Anteilsbesitz an den Unternehmen auf sich vereinen und eine zunehmende Alternative für Privatkunden in Fragen der Vermögensanlage wurden.

Ausgelöst wurden oben genannte Entwicklungen im Privatkundenbereich nicht zuletzt durch eine geänderte Risikoneigung der Kunden, die mit steigendem Geldvermögen risikobereiter wurden und deren hauptsächliches Anlagemotiv inzwischen die zu erzielende Rendite ist.

---

<sup>49</sup> Vgl. Görgens, Egon, Karlheinz Ruckriegel und Franz Seitz, Europäische Geldpolitik – Theorie, Empirie, Praxis, 2. Aufl., Düsseldorf 2001, S. 254 f.

<sup>50</sup> Begünstigt wurde diese Entwicklung von der fortschreitenden Deregulierung der Finanzmärkte. Unternehmen sind z.B. seit dem 31.12.1990 von der Genehmigungspflicht vor der Ausgabe von Unternehmensanleihen durch das Finanzministerium befreit worden.

<sup>51</sup> Vgl. Weber, Manfred, Die deutschen Banken im europäischen Binnenmarkt, in: Die Bank 42 (2002), S. 514 ff.

<sup>52</sup> Vgl. Kriener, Eberhard, Wettbewerbliche Veränderungen im Bankensektor und ihre Auswirkungen auf die Geldpolitik der EZB, Wiesbaden 2002, S. 96 f.

<sup>53</sup> Vgl. Görgens, Egon, Karlheinz Ruckriegel und Franz Seitz, op. cit., S. 267 f.

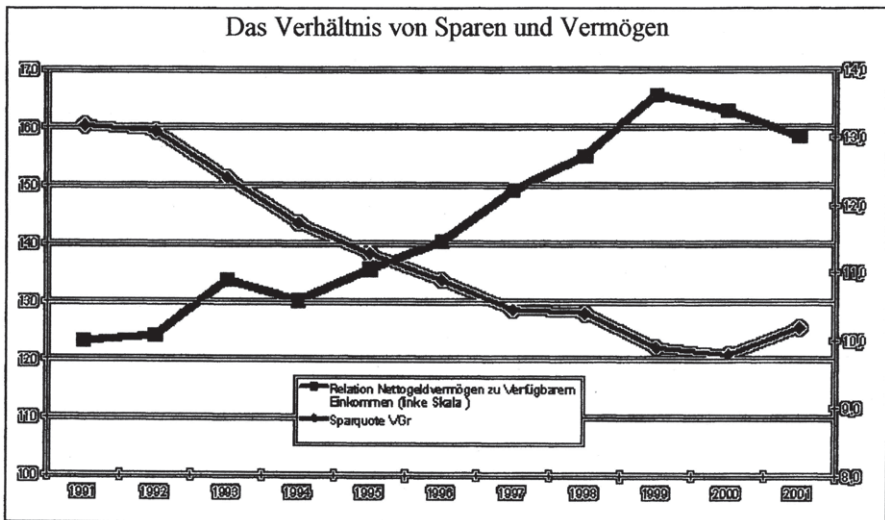


Abbildung 3.2.1: *Verhältnis von Sparen und Nettogeldvermögen*

Quelle: Bundesverband der deutschen Banken, Geldvermögensbildung der privaten Haushalte in Deutschland und die Bedeutung der Banken, [www.bdb.de](http://www.bdb.de), November 2002, S. 1.

Ein weiterer Trend ist der Rückgang der Sparquote in Deutschland, die 1999 erstmals unter 10 % gefallen war. Aktien, Anleihen und Fondsanteile versprochen über Jahre hinweg höhere Renditen als traditionelle Bankeinlagen. In den letzten Jahren ist die Sparquote wieder leicht gestiegen auf 10,3 % im Jahr 2002. Mit den gestiegenen Anforderungen der Kunden ist auch ihre Wechselbereitschaft gestiegen. Diese könnte durch die geplante Einführung der Portabilität der Kontonummern weiter forciert werden. Durch den Abschwung auf den Aktienmärkten trat die schlechte und teilweise sogar bewußt falsche Beratung der Kunden durch einige Banken in den Blickpunkt. Aus diesem Grunde und wegen einiger aufgedeckter Bilanzskandale im Jahr 2002, überwiegend in den USA, litt sowohl die Reputation der Investmentsparten der Banken als auch der bislang untadelige Ruf der Wirtschaftsprüfer.

Als Reaktion auf die Mißstände wurde in vielen Ländern die Bankenaufsicht reformiert. Während sich einige Länder nur zu einem „memorandum of understanding“ durchringen konnten, wurden in Deutschland im Mai 2002 die bisher getrennten Bundesaufsichtsämter für das Versicherungs- und Kreditwesen sowie für den Wertpapierhandel in einer einheitlichen Aufsichtsbehörde, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFIN) zusammengelegt und die Zusammenarbeit mit der Bundesbank intensiviert.

Verbesserungen der Bankenaufsicht werden zusätzlich von der Revision der Baseler Eigenkapitalübereinkunft (Basel II) erarbeitet. Die Eigenkapitalunterlegung soll dazu zukünftig an das tatsächliche Kreditrisiko angepaßt werden. Das würde bedeuten, daß die Eigenkapitalunterlegung bei der Kreditvergabe bei Kunden schlechterer Bonität und damit einhergehendem höherem Risiko steigen sollte. Die Folge wäre eine größere Spreizung der Kreditkonditionen. Ökonomisch betrachtet ist eine solche Regelung zu befürworten, da eine bessere Allokation des Faktors Kapital erreicht werden könnte. Widerstand gegen eine solche Regelung leisten bisher ausgerechnet die deutschen Banken, die Gefahren für den in Deutschland besonders ausgeprägten Mittelstand sehen, der i.d.R. zumindest durchschnittlich eine schlechtere Bonität aufweist als Großunternehmen. Die Folge wäre eine weitere Einschränkung bzw. Verteuerung der Kreditvergabe an den Mittelstand, der - wie oben angesprochen - überwiegend seine Investitionen über Fremdkapital finanziert.

Ziel ist es zudem, ein internes Rating zur Ermittlung des Kreditausfallsrisikos zuzulassen, ergänzend zu dem bisher üblichen externen Rating der Agenturen.<sup>54</sup> Diesbezüglich sollen einheitliche Mindeststandards in der Risikobeurteilung festgelegt werden. Die Beschlüsse dieser Übereinkunft sollen 2006 oder 2007 in Kraft treten.<sup>55</sup>

Beschleunigt wurde der Strukturwandel im Bankensektor mit seinen kapitalverzehrenden, großen Filialnetzen durch den Markteintritt von Direktbanken und Discountbrokern, die mit kostengünstigen Anrufzentralen die Universalbanken zunehmend herausforderten. Die Markteintrittsbarrieren sind aufgrund dieser Entwicklung gesunken und der Wettbewerb um günstigere Konditionen hat sich intensiviert. Ein Vorteil für die Kunden besteht weiterhin in der schnelleren und flexibleren Abwicklung, beispielsweise der Wertpapiertransaktionen. Dadurch wurden vornehmlich junge Kunden mit Interneterfahrung angelockt. Allerdings geht durch diese Entwicklung in zunehmenden Maße die traditionell enge Bank-Kunden-Beziehung verloren. Der Einbruch der Aktienmärkte hat allerdings gezeigt, daß auf eine kompetente Beratung bei den meisten Kunden, wie sie im Falle der Direktbanken i.d.R. nicht oder nur rudimentär erfolgt, nicht verzichtet werden kann. Besonders die älteren, oft vermögenden Kunden wollen auf die umfangreiche Beratung einer Bank in Vermögensfragen nicht verzichten. Nach den anfänglichen Erfolgen der Direktbanken hat sich deshalb inzwischen Er-

<sup>54</sup> Im Verhältnis zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber liegt das Problem einer Informationsasymmetrie vor. Der Kreditnehmer hat einen Anreiz, das wahre Kreditausfallrisiko für die kreditgebende Bank zu verschleiern. Es stellt sich diesbezüglich in Basel die Frage, ob diese Informationsasymmetrien eher durch ein externes Rating überwunden werden können, das weniger anfällig für die aktuelle Geschäftspolitik einer Bank ist, oder die Informationszuwächse - die im Zuge einer langjährigen Geschäftsbeziehung erworben wurden - diesen Nachteil überkompensieren.

<sup>55</sup> Vgl. Bundesverband der deutschen Banken, op. cit., S. 47 ff.

nüchterung eingestellt. Die Bedeutung des Internet Banking wurde offensichtlich im Boom der New Economy von vielen Banken überschätzt. Im Internet wurden bislang im wesentlichen lediglich einfache Dienstleistungen abgewickelt. Die anhaltende Erfolglosigkeit zwang manche Direktbanken unter das Dach einer Universalbank, wie im Falle der Übernahme der einst gefeierten Consors durch Banque Nationale de Paris (BNP). Zukünftig müssen Banken multiple Vertriebskanäle vorhalten, d.h., neben der Direktbank auch weiterhin ein traditionelles Filialnetz aufrecht erhalten.

Letztlich trägt auch die allgemeine Wachstumsschwäche in Deutschland dazu bei, die Banken zu schwächen, da die Insolvenzzahlen stetig steigen und somit die Kreditrisiken zunehmen. Weiterhin besitzen die deutschen Banken immer noch vergleichsweise hohe Industriebeteiligungen, deren Wert inzwischen nur noch einen Bruchteil des ursprünglichen beträgt. Erstmals kursierten im Oktober 2002 Gerüchte über Liquiditätsprobleme einer deutschen Großbank aufgrund hoher Verluste beim Derivatehandel.

	insgesamt		Einwohner je Bankstelle:	
	1998	2001	1998	2001
Belgien	5.676	5.727 <sup>a)</sup>	1.800	1.785 <sup>a)</sup>
Deutschland <sup>1)</sup>	66.764	56.627	1.230	1.450
Finnland	1.964	-	2.630	-
Frankreich	26.611	25.657 <sup>3)</sup>	2.270	2.375 <sup>3)</sup>
Griechenland	2.401	2.447 <sup>a)</sup>	4.380	4.305 <sup>a)</sup>
Italien	26.252	27.170 <sup>3)</sup>	2.190	2.125 <sup>3)</sup>
Luxemburg	289	310 <sup>a)</sup>	1.475	1.395 <sup>a)</sup>
Niederlande	6.854	6.830 <sup>a)</sup>	2.290	2.315 <sup>a)</sup>
Österreich	5.498	5.391 <sup>a)</sup>	1.470	1.500 <sup>a)</sup>
Portugal	5.056	5.491 <sup>3)</sup>	1.970	1.820 <sup>3)</sup>
Spanien	39.039	39.040	1.010	1.008
Euro-Raum	186.404 <sup>2a)</sup>	176.654 <sup>3)</sup>	1.600 <sup>2a)</sup>	1.750 <sup>3)</sup>
Dänemark	2.185	2.099	2.425	2.550
Großbritannien	15.873	15.470 <sup>a)</sup>	3.730	3.845 <sup>a)</sup>
Schweden	2.197	2.024	4.030	4.390
EU	206.659	193.630	1.875	1.960

Abbildung 3.2.2: Anzahl der Filialen und Filialdichte

Quelle: Bundesverband der deutschen Banken (BdB), Statistik-Service, Berlin 2002, S. 5

Die Reaktion auf den Aktienmärkten war ein massiver Kursverlust aller deutschen aber auch vieler europäischer Bankentitel. Experten werteten dies als Zeichen schwindenden Vertrauens des Kapitalmarktes, was zusätzlich durch eine



Abstufung der Kreditwürdigkeit durch die führenden Ratingagenturen bestätigt wurde.

Eine weitere Besonderheit des deutschen Bankenmarktes ist der äußerst starke Sparkassen- und Genossenschaftsbanken-zweig. Sie tragen hauptsächlich zu der hohen Filialdichte in Deutschland bei, die hinter Spanien und Luxemburg die höchste in der EU aufweist. Sie erschweren durch ihren Marktanteil von ca. 40 % bislang eine weitergehende Konsolidierung auf dem deutschen Markt, da Zusammenschlüsse über die Bankensäulen hinweg bisher nicht unternommen wurden.

Aufgrund des Widerstands der öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute, die eine beschleunigte Konsolidierung des deutschen Bankensektors durch Zusammenschlüsse mit der privaten Konkurrenz bisher verhindern, haben die Privatbanken einen vergleichsweise kleinen Marktanteil, der sich weder durch organisches Wachstum noch durch Zusammenschlüsse in den letzten Jahren wesentlich steigern ließ. Zahlreiche Fusionen erfolgten lediglich innerhalb der drei Säulen der Bankenlandschaft in Deutschland. Die Zahl der Volksbanken verringerte sich von 3380 auf inzwischen 1620 und die Zahl der Sparkassen ging von 770 auf 535 Institute zurück.

Der deutsche Bankensektor ist dennoch am wenigsten konzentriert in Europa mit einem CR<sub>5</sub> von ca. 20 %. Dem steht in einem Staat in vergleichbarer Größe wie Frankreich ein CR<sub>5</sub> von 40 % sowie im Durchschnitt der EU von 55 % gegenüber. Einen Schub für die schleppende Konsolidierung in Deutschland könnte die Abschaffung von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung mit sich bringen.<sup>56</sup>

---

<sup>56</sup> Die Europäische Bankenvereinigung legte am 21.12.1999 Beihilfebeschwerde ein. Die Europäische Kommission urteilte, daß es sich bei der Anstaltslast sowie der Gewährträgerhaftung um mit dem gemeinsamen Markt unvereinbare staatliche Beihilfen handelt. Bei der Anstaltslast verpflichtet sich der Gewährträger, die wirtschaftliche Basis einer Anstalt zu sichern, d.h., etwaige finanzielle Lücken müssen durch Zuschüsse oder auf andere geeignete Art und Weise ausgeglichen werden. Damit ist eine Insolvenz eines öffentlich-rechtlichen Kreditinstituts praktisch unmöglich. Im Rahmen einer Gewährträgerhaftung verpflichtet sich eine Gebietskörperschaft gegenüber den Gläubigern eines öffentlich-rechtlichen Kreditinstituts für alle Verbindlichkeiten im Falle von Zahlungsunfähigkeit oder Liquidation eines Institutes aufzukommen. Die Haftung muß zukünftig auf die staatliche Einlage beschränkt bleiben. Weiterhin ist an den jeweiligen staatlichen Eigentümer eine Teilhabe am Wertzuwachs des Unternehmens sicherzustellen, z.B. in Form einer Gewinnausschüttung. Die Eigentümer werden somit einem haftenden Gesellschafter einer GmbH gleichgestellt. Vgl. Europäische Kommission, Staatliche Beihilfe Nr. E 10/2000 – Deutschland - Anstaltslast und Gewährträgerhaftung, Brüssel 2002.

CR5-Share of the 5 largest credit institutions in total assets (%)						
Country		Year				
		1997	1998	1999	2000	2001
BE	Belgium	54	63	70	75	78
DK	Denmark	70	71	71	60	68
DE	Germany	17	19	19	20	20
GR	Greece	56	63	67	65	66
ES	Spain	45	45	52	54	53
FR	France	40	41	43	47	47
IE	Ireland	41	40	41	41	43
IT	Italy	31	26	26	23	29
LU	Luxembourg	23	25	26	26	28
NL	Netherlands	79	82	82	81	82
AT	Austria	48	42	41	43	45
PT	Portugal	46	45	44	59	60
FI	Finland	89	86	86	87	80
SE	Sweden	87	86	88	88	N/A
UK	United Kingdom	28	28	29	30	30

Abbildung 3.2.3: Die Entwicklung der Konzentrationsrate  $CR_5$  in den EU-Mitgliedsländern

Quelle: ECB, Structural Analysis of the EU banking sector, Frankfurt November 2002, S. 54.

Dadurch sind zukünftig Zusammenschlüsse über die Banksektoren hinweg denkbar, was die Möglichkeit der Suche nach neuen Organisationsmodellen eröffnet. Die öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute verdanken bisher diesen staatlichen Garantien beste Einstufungen bei den Ratingagenturen. Daraus resultierten wiederum beträchtliche Refinanzierungsvorteile gegenüber den privaten Banken, die zu günstigeren Konditionen im Wettbewerb um die Kunden eingesetzt werden konnten. Übernahmen auf dem deutschen Markt durch ausländische Großbanken sind nicht zu erwarten, da hierdurch deren eigene, bessere Ertragsituation verwässert würde. Insbesondere der Druck der Investmentbanken zu weiteren Fusionen, die den Mangel an Marktkapitalisierung sowie die geringe Ertragskraft der deutschen Banken beklagen, nimmt ständig zu.

Viele Studien über den Erfolg von Bankzusammenschlüssen stimmen allerdings skeptisch.<sup>57</sup> Die Unternehmensberatung Bain & Company kam beispielsweise zu dem Ergebnis, daß von 40 Bankenfusionen, die weltweit untersucht wurden, lediglich ein Viertel als erfolgreich bewertet werden konnte. Häufige Defizite waren laut Studie

<sup>57</sup> Vgl. Weimer, Theodor, und Cornel Wißkirchen, Sechs Thesen zur Fusionswelle im Bankenbereich, in: Die Bank 39 (1999), S. 756 ff. sowie Siroh, K.V., Are Bigger Banks better?, The Conference Board, New York 1999, S. 1. ff.

- eine mangelhafte Unternehmensprüfung (due diligence) hinsichtlich der Organisationsstruktur,
- die Abdeckung von Kundensegmenten wurde falsch eingeschätzt,
- die Integration von EDV-Plattformen gestaltete sich schwierig,
- Schwierigkeiten bei der Zusammenlegung von Bearbeitungs- und Entscheidungsprozessen und
- Streitigkeiten bzw. Motivationsprobleme wegen unterschiedlicher Gehaltssysteme.

Während der Umbruchphase bzw. der Abarbeitung oben genannter Startschwierigkeiten des neuen Unternehmens gehen viele Kunden verloren, da das Management mit aufgeblähten Fusionszielen ausgelastet ist und darüber die Kommunikation am Markt vernachlässigt wird.<sup>58</sup>

Das Conference Board in New York kam zu dem Ergebnis, daß bei Bankfusionen in den USA keine nennenswerten Synergieeffekte bzw. Kosteneinsparungen erzielt wurden. Deshalb seien das vorrangige Ziel der Zusammenschlüsse nicht Rentabilitätsabwägungen, sondern eher eine Steigerung der Marktmacht gewesen. Bei 60 % der europäischen Zusammenschlüsse mit einem Börsenwert von über einer Milliarde US-\$ lag die Rendite nach 2 Jahren allerdings unter dem Branchendurchschnitt. Neben Marktmachtaspekten steht bei einigen Zusammenschlüssen das eigene Überleben im Vordergrund. Die Optionen werden, so suggeriert es die Fusionslogik, mit jedem weiteren Zusammenschluß immer weniger. Das veranlaßt einige Bankvorstände zu vorschnellen Zusammenschlüssen. Ein prägnantes Beispiel mangelhafter Vorbereitung ist der gescheiterte Zusammenschluß von Deutscher und Dresdner Bank im Jahr 2000, bei dem es u.a. auch die beratenden Investmentbanker von Goldman Sachs versäumt haben, die wichtigen Investmentbanker der beteiligten Banken für die Fusion zu gewinnen. An deren Widerstand scheiterte letztlich die Fusion.

Zweifel an der Sinnhaftigkeit von grenzüberschreitenden Fusionen im Bankensektor werden von einer Untersuchung von Berger, Dai, Ungena und Smith genährt, die die Auswahl einer Bank bei grenzüberschreitenden Investitionen von international agierenden Konzernen untersuchten.<sup>59</sup> Sie kommen zu dem überraschenden Ergebnis, daß fast zwei Drittel der untersuchten Unternehmen eine

---

<sup>58</sup> Zahlreiche Mitarbeiter, die häufig lange auf Entscheidungen über die neue Organisationsstruktur, d.h. über den Zuschnitt ihrer eigenen Abteilung und ihrer zukünftigen Funktion warten müssen, hegen schnell Abwanderungsgedanken. Besonders die hoch qualifizierten Mitarbeiter werden schnell neue Beschäftigungsmöglichkeiten finden oder gezielt von der Konkurrenz abgeworben werden. Unter dieser Nabelschau leidet natürlich der Service gegenüber den Kunden.

<sup>59</sup> Vgl. Berger, Allen, Qinglei Dai, Steven Ongena und David C. Smith, To What Extent Will the Banking Industry be Globalized? A Study of Bank Nationality and Reach in 20 European Countries, Federal Reserve Board (Hrsg.), New York 2002, S.1 ff.

Bank im Gastland ihrer Niederlassung für das Cash Management wählten. Offensichtlich schätzten die Unternehmen den Türöffnereffekt bzw. die besseren Kenntnisse beim Umgang mit der Bürokratie im Gastland sowie sonstige Eigenheiten des jeweiligen Marktes sehr hoch ein. Weniger als 20 % entschieden sich für eine Bank aus dem Land der Konzernzentrale. Im Gegensatz zu bestimmten Zuliefererverhältnissen im verarbeitenden Gewerbe scheint also eine Globalisierungsstrategie von Banken, den Kunden ins Ausland zu folgen, nicht besonders erfolgsversprechend zu sein.

Es scheint, daß aufgrund der vielfältigen, meist negativen Erfahrungen mit Unternehmenszusammenschlüssen die Fusionstätigkeit in den letzten Jahren deutlich zurückgegangen ist. Viele Banken nehmen inzwischen eine abwartende Position ein. Lediglich einige wenige grenzüberschreitende Zusammenschlüsse wurden vollzogen, vorwiegend in kulturell nahe stehenden Nachbarländern wie im Fall der Übernahme der Bank Austria durch die HypoVereinsbank. Daneben kam es in Osteuropa zu einigen Übernahmen ehemals staatlicher Banken.

Branchenübergreifende Zusammenschlüsse, wie beispielsweise die Übernahme der Dresdner Bank durch die Allianz, sind dagegen Ausdruck neuerer Strategien. Die Allfinanzidee hat neben dem grenzüberschreitenden Verkauf von Bankprodukten an Bedeutung gewonnen. Die Diversifikationsstrategie im Sinne einer Ausweitung der angebotenen Finanzprodukte gewinnt zunehmend an Bedeutung. Eine abschließende Würdigung dieser Strategie ist bisher noch nicht möglich. Andere favorisieren eine strategische Allianz, um die Zusammenarbeit auf ihren Kern – den gemeinsamen Vertrieb von Finanzprodukten – zu konzentrieren. Prominentestes Beispiel hierfür ist die Zusammenarbeit zwischen der HypoVereinsbank und der Münchner Rückversicherung. Ansonsten stehen schlankere und klarere Managementstrukturen sowie Outsourcing im Vordergrund und eine damit möglicherweise verbundene Zusammenlegung bestimmter Aktivitäten, die nicht zum Kerngeschäft gehören. Darunter subsumiert man beispielsweise die IT-Aktivitäten sowie die Wertpapierabwicklung. Bei den Genossenschaftsbanken beispielsweise ist der Wertpapier- und Derivatehandel bereits bei den jeweiligen Genossenschaftlichen Zentralbanken gebündelt. Das Hypothekengeschäft der Frankfurter Großbanken wurde ebenfalls in der neu gegründeten Eurohypo AG zusammengelegt. Mit all diesen Entwicklungen ist allerdings ein weiterer Stellenabbau verbunden.

Die Entwicklung der europäischen Märkte im Euroraum entspricht jener in Deutschland in abgeschwächter Form. Die Zahl der Monetären Finanzinstitute (MFI) ist inzwischen um ein Viertel auf etwa 9000 zurückgegangen. Der deutsche Anteil der gemeinsamen Bilanzsumme entspricht ca. 35 % und ist verglichen mit dem BSP-Anteil leicht überdurchschnittlich.

	insgesamt		darußer:			
	Jan. 1999	Dez. 2001	Kreditinstitute		Geldmarktfonds	
			Jan. 1999	Dez. 2001	Jan. 1999	Dez. 2001
Belgien	152	132	123	112	29	20
Deutschland	3.279	2.575	3.238	2.526	41	50
Finnland	353	391	348	369	5	22
Frankreich	1.937	1.714	1.226	1.050	710	663
Griechenland	101	102	59	61	42	41
Irland	95	252	78	88	17	164
Italien	943	872	934	843	9	29
Luxemburg	675	633	212	194	463	438
Niederlande	667	573	634	561	28	8
Österreich	909	850	898	836	9	14
Portugal	227	215	227	212	0	3
Spanien	607	545	402	366	205	179
Euro-Raum	9.844	8.856	8.320	7.218	1.516	1.631
Dänemark	215	206	212	203	3	3
Großbritannien	554	498	521	452	33	46
Schweden	178	179	148	149	29	29
EU	10.893	9.738	9.260	8.022	1.623	1.709

Abbildung 3.2.4: Anzahl der Kreditinstitute in den EU-Mitgliedsländern

Quelle: Bundesverband der deutschen Banken (BdB), Statistik-Service, Berlin 2002, S. 3.

Der Zinsüberschuß ist auch europaweit deutlich gefallen; dieser Ertragsrückgang wurde in Kombination mit zu hohen Verwaltungskosten aber lange durch gestiegene Gebühren- und Provisionseinnahmen infolge der Hausse auf den Kapitalmärkten überkompensiert.<sup>60</sup>

Es bestehen beträchtliche Ineffizienzen bei der grenzüberschreitenden Abwicklung von Wertpapiergeschäften wegen Unterschieden in der technischen Abwicklung sowie in der steuerlichen Behandlung. Dadurch traten Wettbewerbsprobleme in diesem Segment auf, da infolge der nationalen Konsolidierung der Konzentrationsgrad CR<sub>5</sub> in den Ländern Belgien, Niederlande, Finnland und Schweden bereits über 70 % beträgt. Die in diesen Märkten aktiven ausländischen Großbanken konzentrieren sich bisher auf den Wertpapiermarkt und verzichten weitgehend auf den Aufbau eigener Filialnetze. Teilweise ist die Kreditvergabe an Privatkunden sowie kleine und mittlere Unternehmen bereits einge-

<sup>60</sup> Vgl. ECB, Structural Analysis of the EU banking sector, Frankfurt November 2002, S. 14 ff.

schränkt bzw. nur zu höheren Preisen möglich, wie eine Untersuchung des britischen Schatzamtes ergeben hat.<sup>61</sup>

Der französische Bankenmarkt ist gekennzeichnet durch großen staatlichen Einfluß. Ausschlaggebend dafür war die Verstaatlichung der Banque de France sowie der vier größten französischen Geschäftsbanken nach dem 2. Weltkrieg. Die Kreditvergabe richtete sich in dieser Zeit mehr danach aus, politisch gewollte Investitionen zu finanzieren, als dem betriebswirtschaftlichen Ziel der Renditemaximierung zu genügen. Erst Anfang der 90er Jahre begann die Reprivatisierung aufgrund des Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit der französischen Banken im zunehmend globalen Bankgeschäft. Ein weiterer Grund waren die Liberalisierungszwänge im Zuge des europäischen Einigungsprozesses. Letztere sind dafür verantwortlich, daß die französische Notenbank 1994 in die Unabhängigkeit entlassen werden mußte. Im Zuge der Reprivatisierung erfolgte eine rasche nationale Konsolidierung des Bankensektors.<sup>62</sup>

Im spanischen Bankensektor ist die Konsolidierung ebenfalls weit fortgeschritten - einem Markt, der aufgrund seines ebenfalls starken Sparkassensektors am ehesten mit dem deutschen Bankenmarkt verglichen werden kann. Die führenden Privatbanken haben sich, gemessen an der Marktkapitalisierung, bislang durchaus erfolgreich zusammengeschlossen. Die daraus hervorgegangenen Banco Bilbao Vizcaya Argentina (BBVA) und Banco Santander Central Hispano (BSCH) gehören im europäischen Markt inzwischen zu den größten zehn Banken. Für das Gelingen dieser Zusammenschlüsse war ausschlaggebend, daß sie nach Branchenmeinung rechtzeitig erfolgten und somit nicht aus der Not heraus geboren waren, sondern als „First-mover“ gefeiert wurden. Bei der Umsetzung erwiesen sich die Spanier - im Vergleich zu Teilen der deutschen Konkurrenz - ebenfalls als professioneller, da bis zur Ankündigung absolute Geheimhaltung gewahrt wurde und danach die Personalfragen sehr zügig geklärt wurden. Ein Vorteil der spanischen Banken rührte allerdings daher, daß sie in Lateinamerika einen Wachstumsmarkt für Bankdienstleistungen erobern konnten und daher keine Kosteneinsparziele und damit einhergehende Entlassungen in Spanien im Vordergrund standen.

Der US-amerikanische Bankensektor war bis Mitte der 80er Jahre besonders zersplittert, da der McFadden Act und das Douglas Amendment auf Bundesebene - aber auch Gesetze der einzelnen Bundesstaaten - eine räumliche Ausdehnung über die Grenzen eines Bundesstaates hinweg untersagten. Das rigide

---

<sup>61</sup> Selbst in Großbritannien scheint die nationale Konsolidierung an ihre Grenzen zu stoßen, denn ein weiterer Zusammenschluß auf dem britischen Markt zwischen den Großbanken Lloyds TSB und Abbey National wurde aufgrund der Ergebnisse des „Cruikshank reports“ untersagt. Vgl. HM Treasury, Review of banking services in the UK („Cruikshank report“), London 2000, S. 1 ff.

<sup>62</sup> Vgl. Kriener, Eberhard, op. cit., S. 182 f.



Bankengesetz, der Glass-Steagall-Act, ließ zudem lediglich ein Trennbankensystem zu, welches eine Produkterweiterung im Sinne einer europäischen Universalbank ausschloß. Nachdem diese restriktiven Regelungen nicht mehr in voller Strenge angewendet wurden, setzte eine bislang beispiellose Fusionswelle im amerikanischen Bankenmarkt ein. Verantwortlich für die Konsolidierung war zusätzlich der einsetzende Disintermediationsprozeß, der in den USA weitaus früher als in Europa einsetzte.<sup>63</sup> Allein im Bankenmarkt wurden im Zeitraum von 1980 bis 1998 annähernd 8000 Unternehmenszusammenschlüsse registriert, deren Transaktionswerte insbesondere ab Mitte der 90er Jahre immer schneller wuchsen. Inzwischen ist die Zahl der Kreditinstitute von 14407 auf 8097 zurückgegangen und die größten US-Banken unterschieden sich kaum noch von den Universalbanken in Europa. Ein interessanter Aspekt wurde durch die Untersuchung der Federal Reserve Bank zutage gefördert. Trotz der großen Zahl an Zusammenschlüssen und somit einer sinkenden Anzahl unabhängiger Banken stieg die Zahl der Bankfilialen an.<sup>64</sup> Berücksichtigt man allerdings das geringe Ausgangsniveau ist dieser Trend nicht weiter überraschend. Während in den USA die Zahl der Einwohner je Bankfiliale bis 1998 auf 3795 gesunken ist, beträgt sie beispielsweise in Deutschland 1500, neben Spanien das Land mit der höchsten Filialdichte in Europa.

Innerhalb der europäischen und nordamerikanischen Märkte erfolgte allerdings dennoch eine mehr oder weniger weit fortgeschrittene Konsolidierung des Bankensektors. Diese ist insoweit positiv zu bewerten als ineffiziente Anbieter aussortiert worden sind. Das Risikomanagement hat sich durch die Entwicklung neuer Finanzprodukte wie Kreditderivate weiterentwickelt, so daß eine verbesserte Risikosteuerung gewährleistet ist. Durch die Intensivierung des Wettbewerbs aufgrund einer erhöhten Markttransparenz sind die Margen unter Druck geraten und als Folge hiervon konzentrieren sich die meisten Banken inzwischen wieder auf ihre Kernaktivitäten.<sup>65</sup>

---

<sup>63</sup> Vgl. Mishkin, Frederic, Bank consolidation: A central banker's perspective, in: Amihud, Yakov, und Geoffrey Miller (Hrsg.), Bank Mergers & Acquisitions, Boston 1998, S. 3 ff.

<sup>64</sup> Vgl. Roades, Stephen, Bank Mergers and Banking Structure in the United States, 1980 – 1998, Federal Reserve Board (Hrsg.), New York 2000, S. 3 ff.

<sup>65</sup> Vgl. ECB, op. cit., S. 5 f.

### 3.2.1. Vereinsbank (Bieter) / Hypo-Bank (HypoVereinsbank)

#### 3.2.1.1. Ausgangslage vor der Fusion: Bayerische Vereinsbank AG / Bayerische Hypotheken- und Wechselbank AG

Die Bayerische Vereinsbank wurde 1869 in München von König Ludwig II. gegründet. Von Beginn an stand die Finanzierung von Immobilien im Mittelpunkt. Externes Unternehmenswachstum in nennenswertem Umfang erfolgte erst spät durch den Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an der Vereins- und Westbank im Jahr 1990. Durch die Kooperation mit der Victoria Versicherungsgruppe und der Victoria Bauspar AG in den 90er Jahren erweiterte die Vereinsbank ihr Betätigungsfeld und gründete eine eigene Bausparkasse. Zusätzlich vertrieb sie Fondsprodukte der Adig, an der sie 42,7 % der Anteile hielt, welche nach der Fusion zur HypoVereinsbank an die Commerzbank verkauft wurden. Als eine der ersten Großbanken gründete die Vereinsbank schließlich - gemeinsam mit der Commerzbank - eine eigene Direktbank. Der gelegentlich im Raum stehende Kauf einer amerikanischen Investmentbank oder einer amerikanischen Fondsgesellschaft, mit dem Ziel ein nennenswerter Komplettanbieter zu werden, wurde dagegen nie realisiert.

Die Bayerische Hypotheken- und Wechselbank wurde bereits 1835 ebenfalls von König Ludwig II. gegründet und fungierte u.a. als bayerische Notenbank. Im 19. Jahrhundert war die Bank stark im Geschäft der langfristigen Finanzierung mit Pfandbriefen engagiert. Die Hypo-Bank expandierte erst nach dem 2. Weltkrieg nennenswert über die bayerischen Landesgrenzen hinaus.<sup>66</sup> Sie hat sich in jüngster Zeit vor allem im Geschäftsfeld Vermögensverwaltung durch den Kauf von zunächst 50% der britischen Vermögensverwaltungsgesellschaft Foreign & Colonial Management Ltd. im Jahr 1989 einen Namen gemacht.<sup>67</sup>

#### 3.2.1.2. Durchführung der Fusion

Die Fusion unter Gleichen zur neu gegründeten HypoVereinsbank wurde am 21. Juli 1997 bekanntgegeben, nachdem beide Hauptversammlungen dem Verschmelzungsvertrag zugestimmt hatten. Die neue HypoVereinsbank nahm dagegen erst am 1. September 1998 ihre Geschäfte auf. Es handelte sich, trotz anders lautender Beteuerungen, um eine Übernahme der Hypo-Bank durch die Ver-

<sup>66</sup> Vgl. European Association for Banking History, Handbook on the History of European Banks, Frankfurt 1994, S. 350 f.

<sup>67</sup> Vgl. Schewe, Gerhard, Mirco Schaecke und Matthias Münstermann, Post Merger Integration: Der Fall Bayerische Vereinsbank / Bayerische Hypotheken- und Wechselbank, Arbeitspapiere des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insb. Organisation, Personal und Innovation der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster Nr. 13 ( 2000 ), S. 2.

einsbank, die dazu kostensparend - weil steuerfrei - in einem ersten Schritt ihren achtprozentigen Anteil an der Allianz AG gegen 45% der Aktien der Hypo-Bank im Verhältnis 6:1 tauschte. Kritik kam auf, da bei einem solchen Tausch nur Steuerfreiheit gewährt werden darf, wenn es sich um art-, wert- und funktionsgleiche Aktien handelt. Das danach ermittelte Wertverhältnis legte ein Umtauschverhältnis von 60 zu 40 nahe. Tatsächlich wurde aber im Verhältnis 57 zu 43 getauscht – ein Umstand, der die These einer Übernahme stützt. Im Februar 1998 wurde ein Umtauschverhältnis von vier Aktien der Hypo-Bank gegen drei der Vereinsbank beschlossen. Zusätzlich erhielten die Hypo-Bank-Aktionäre eine Zuzahlung von 0,26 DM pro Aktie.<sup>68</sup> Auffällig bei diesem Zusammenschluß waren die großen Überschneidungen der Geschäftsbereiche beider Banken, so daß man weitgehend von einem horizontalen Zusammenschluß sprechen konnte. Dies galt sowohl im Hinblick auf das Produktangebot als auch hinsichtlich der Märkte, wenn die Vereinsbank auch etwas internationaler aufgestellt war.

### 3.2.1.3. Motive für die Fusion

Die Fusion hatte einen defensiven Charakter, da eine Übernahme durch eine Frankfurter Großbank im Raum stand, seit die Deutsche Bank am 10. Juli 1996 bekannt gab, mehr als 5 % der Anteile an der Vereinsbank zu besitzen. Die bayerische Landespolitik unterstützte deshalb die Abwehrstrategie in Form der Fusion, um München als Bankenstandort zu erhalten.<sup>69</sup> Ein gewichtiges Wort konnte die Politik mitreden, da sie besonders an der Vereinsbank direkt über staatlich kontrollierte Stiftungen beteiligt war und indirekt über den damaligen Großaktionär Viag, an dem der bayerische Freistaat ebenfalls nennenswerte Anteile besaß. Das Verhalten der Hypo-Bank hing demgegenüber von den Großaktionären Allianz und Münchner Rück ab.

Das Motto einer „Bank der Regionen“ wurde als strategisches Leitbild ausgegeben, um damit eine große Kundennähe zu suggerieren. Die Expansionspläne waren dagegen eher bescheiden, denn die gemeinsame Bank wollte sich, wie bisher die Einzelinstitute, auf die Geschäftsfelder Immobilienfinanzierungen, Langfristfinanzierungen im gewerblichen Bereich sowie auf die Vermögensverwaltung konzentrieren. Im lukrativen Investment Banking blieb die neue HypoVereinsbank nach wie vor schwach vertreten. Investment Banking im globalen Maßstab wollte die HypoVereinsbank nach eigenem Bekunden bis heute auch gar nicht betreiben, sondern sich auf bestimmte Bereiche und Kundengruppen wie den Mittelstand beschränken. Auf den oben genannten Geschäftsfeldern

---

<sup>68</sup> Vgl. HypoVereinsbank, Geschäftsbericht der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG 1998, München 1999, S. 14.

<sup>69</sup> Vgl. Fokken, Ulrike, Die Welt AG, München 1999, S. 138.

blieb der HypoVereinsbank die starke Konkurrenz der Genossenschaftsbanken und Sparkassen erhalten. Von einem bedenklichen Zuwachs an Marktmacht konnte man trotz des horizontalen Unternehmenszusammenschlusses darum nicht ausgehen. Preissteigerungseffekte in Form von Zinserhöhungen lassen sich auf den hart umkämpften Märkten wohl ebenfalls kaum durchsetzen.

Der Sinn der Fusion erschließt sich daher eher anhand von Kosteneinspareffekten, die ab 2001 jährlich rund 1 Mrd. DM betragen sollten. Die Gesamtkosten der Fusion wurden demgegenüber mit 1,3 Mrd. DM veranschlagt. Durch die geographische Überschneidung konnten schlicht Zweigstellen abgebaut und bei der Zusammenlegung der Zentralen weiteres Personal abgebaut und damit Skaleneffekte realisiert werden. Geplant war die Zusammenlegung von bisher 500 auf 220 Filialen bis zum Jahr 2000. Dadurch läßt sich die für Anleger wichtige Eigenkapitalrentabilität verbessern und damit neues Kapital für zusätzliches Wachstum - vornehmlich in Europa - generieren. Als Ziel wurde eine Eigenkapitalrentabilität von 15% nach Steuern ab 2002 ausgegeben.<sup>70</sup> Mit dem zusätzlichen Kapital sind teure Investitionen in die Informationstechnologie gemeinsam leichter zu stemmen und aufgrund der größeren Kundenbasis wiederum economies of scale. Diesbezüglich war der Zusammenschlußzeitpunkt geschickt gewählt, da im Zuge der Umstellungen auf den Euro ohnehin größere Veränderungen im IT notwendig waren.<sup>71</sup>

#### 3.2.1.4. Bisheriger Erfolg der Fusion

Trotz eines schwächeren Verlaufs des Aktienkurses im letzten Quartal 1998 infolge der Asienkrise konnte man zunächst von einer positiven Kursentwicklung sprechen. Zeitweise verfügte die HypoVereinsbank über eine höhere Marktkapitalisierung als die Deutsche Bank. Im Jahr 1999 schwankte der Kurs allerdings stark und erhöhte sich am Jahresende nur leicht gegenüber dem Vorjahr. Angesichts des kräftigen Anstiegs des Dax entwickelte sich die Aktie dennoch weit unterdurchschnittlich.

Im Oktober 1998 mußte Vorstandschef Schmidt einen weiteren Wertberichtigungsbedarf von 3,5 Mrd. DM für Altlasten aus dem Immobiliengeschäft der alten Hypo-Bank einräumen. Zuvor mußten bereits im März 1998 1,5 Mrd. DM als außerordentliche Wertberichtigung abgeschrieben werden.

---

<sup>70</sup> Vgl. HypoVereinsbank, Geschäftsbericht der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG 1998, op. cit., S. 37.

<sup>71</sup> Vgl. Penzel, Hans-Gert, und Christian Pietig, MergerGuide – Handbuch für die Integration von Banken, München 2000, S. 12 ff.

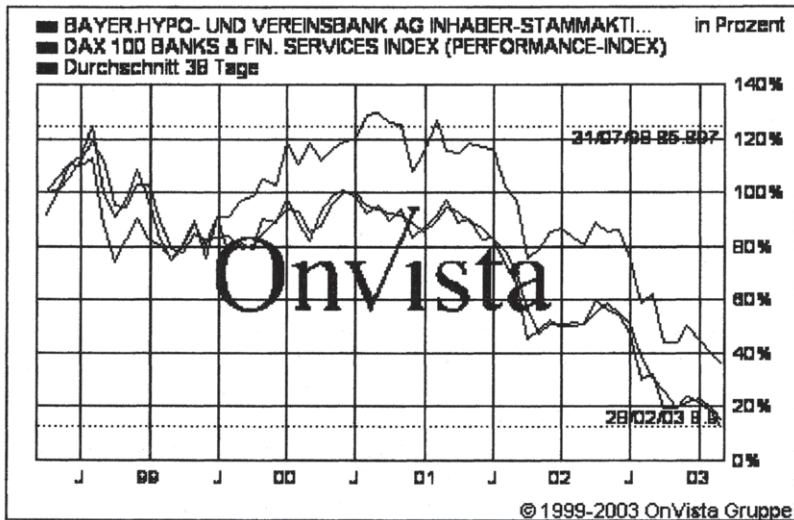


Abbildung 3.2.5: Kursverlauf der Bayerischen Hypotheken- und Vereinsbank AG

Quelle: [www.onvista.de](http://www.onvista.de)

Beide Ereignisse führten vorübergehend zu einem großen Vertrauensverlust der neu fusionierten Bank. Als Folge des öffentlichen Streits zwischen dem Ex-Chef der Hypo-Bank Eberhard Martini und Albrecht Schmidt als designiertem Vorstandschef der Hypovereinsbank, trat der Aufsichtsratschef der früheren Hypo-Bank und der neuen Bank Klaus Götte zurück, da er weder die Führungskrise entscheidend entschärfen konnte, noch seiner früheren Kontrollfunktion im Aufsichtsrat der Hypo-Bank gerecht geworden war.<sup>72</sup> Die Unternehmensbewertungen durch zwei interne Prüfungen waren vor der Fusion offensichtlich völlig unzureichend durchgeführt worden. Um die Verantwortlichkeiten zu klären wurde gar ein Sonderprüfungsbericht angeordnet und die Entlastung des Vorstands und des Aufsichtsrats bis zur Bekanntgabe der Ergebnisse dieses Berichts verschoben. Mit letzterer Maßnahme konnte der neue Aufsichtsratsvorsitzende Kurt Viermetz die Wogen insbesondere auf der Hauptversammlung etwas glätten. Der Sonderprüfungsbericht bestätigte schließlich im Oktober 1999 die Dar-

<sup>72</sup> Der Wutausbruch des Vorstandsvorsitzenden Albrecht Schmidt in der Öffentlichkeit zeugte nicht von einem professionellen Umgang mit einer Krise im Unternehmen. Das Überbringen schlechter Nachrichten muß gut vorbereitet sein und eher von einem Spezialisten wie dem Pressesprecher verkündet werden, um einen möglichen Vertrauensverlust zu begrenzen. Vgl. Penzel, Hans-Gert, und Christian Pietig, op. cit., S. 176 ff.

stellung des Vorstandsvorsitzenden Schmidt und ermittelte einen Wertberichtigungsbedarf von über 3,6 Mrd. DM. Der Schaden konnte schließlich durch eine teilweise Auflösung stiller Reserven an Wertpapieren von 14 Mrd. DM behoben werden. Sieben ehemalige Manager der Hypo-Bank wurden daraufhin zum Rücktritt genötigt, darunter vier Vorstände der neuen HypoVereinsbank sowie der letzte Vorstandsvorsitzende der Hypo-Bank Eberhard Martini. Nachträglich wurde die Wertberichtigung als die Folge eines Methodenwechsels bei der Immobilienbewertung verkauft. Trotz der Beilegung des internen Konflikts wuchs sicherlich die Unzufriedenheit und Unsicherheit über die eigene Zukunft, besonders bei den ehemaligen Hypo-Bank Mitarbeitern.

Die Ergebnisse des Jahres 1998 waren eher enttäuschend. Die Ankündigung stark steigender Gewinne konnte genau so wenig eingehalten werden wie die angepöhlten Kostensenkungen. Die Fusionskosten lagen bei 458 Mio. DM und damit leicht über dem geplanten Wert. Zudem mußte die Risikovorsorge um weitere 500 Mio. DM auf 3,2 Mrd. DM aufgestockt werden. Ein Verlust von 304 Millionen DM im Firmenkundengeschäft mußte eingeräumt werden, da sich die Geschäftsrisiken infolge der Fusion teilweise zu so genannten „Klumpenrisiken“ addierten. Das Betriebsergebnis fiel deshalb mit 2,467 Mrd. DM um 405 Mio. DM geringer aus als 1997. Das trotzdem ein Jahresüberschuß von 3,8 Mrd. DM ausgewiesen werden konnte, lag an den außerordentlichen Erträgen, die einen Verschmelzungsgewinn von 2,364 Mrd. DM enthielten.<sup>73</sup>

Die Zusammenlegung von Filialen führte zum Verlust von Kunden und folgerichtig zu Ertragsrückgängen. Die Altlasten aus dem Immobiliengeschäft schlugen voll auf das Betriebsergebnis durch, so daß der Jahresüberschuß 1999 auf 0,4 Mrd. € regelrecht einbrach. Dieses Ergebnis entsprach einer Eigenkapitalrentabilität von mageren 4,4 %. Die Kreditrisikovorsorge mußte auf 2,472 Mrd. € aufgestockt werden. Die Aufwands-Ertragsrelation (Verwaltungsaufwendungen/operative Erträge) hatte sich um knapp 2% auf 61,6% erhöht.<sup>74</sup>

Anfang 2000 wurde über eine Übernahme der Dresdner Bank durch die HypoVereinsbank spekuliert. Ursache der Gerüchte war die hohe Beteiligung der Allianz AG an beiden Banken und der zunehmende Konsolidierungsdruck in der deutschen Bankenlandschaft. Überraschend wurde dann Anfang März die Fusion von Deutscher Bank und Dresdner Bank verkündet.<sup>75</sup>

<sup>73</sup> Ein Verschmelzungsgewinn ergab sich aus der Differenz zwischen dem anteiligen Buchwert des Eigenkapitals der ehemaligen Hypo-Bank und dem Buchwert der Beteiligung von 44,2 %. Diese Beteiligung hatte die Vereinsbank infolge des Umtauschs des achtprozentigen Anteils an der Allianz in Hypo-Bank Aktien erworben und jene Beteiligung ist mit der Fusion untergegangen. Vgl. HypoVereinsbank, Geschäftsbericht der Bayerischen Hypotheken- und Vereinsbank AG 1998, op. cit., S. 25.

<sup>74</sup> HypoVereinsbank, Geschäftsbericht der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank 1999, München 2000, S. 90 ff.

<sup>75</sup> Auf diesen Fusionsversuch wird in Kapitel 3.2.2.4. etwas näher eingegangen.



Die Fusion der Hypovereinsbank wurde nach abgeschlossener Integration der IT-Systeme im April 2000 als erfolgreich abgeschlossen verbucht. Die Fusionskosten konnten nach Unternehmensangaben leicht unter 1,3 Mrd. DM gehalten werden, und die Schließung von 250 Filialen mit einhergehenden Stellenabbau wurde bis zu diesem Zeitpunkt ebenfalls fast vollständig umgesetzt.

Statt der Dresdner Bank übernahm die HypoVereinsbank im Juli 2000 die Bank Austria. Dabei wurde das Verfahren einer All-Share-Transaktion angewendet. Dabei wurde das operative Geschäft der Bank Austria in eine Tochtergesellschaft ausgegliedert und diese dann durch die Ausgabe von 114 Mio. neuer Aktien, im Zuge einer Kapitalerhöhung, von der HypoVereinsbank erworben. Das paritätische Umtauschverhältnis entsprach einer Prämie von 34 % für die Aktionäre der Bank Austria. Das Ziel war eine Verbesserung der Wettbewerbsposition in Österreich und im übrigen östlichen Zentraleuropa. Durch eine Bereinigung von Überschneidungen in Europa und den weltweiten Finanzzentren sollten jährlich 500 Mio. € eingespart werden, bei Einmalkosten von 350 Mio. €. Die übernommene Bank Austria diente als eine Fortführung der Strategie „Bank der Regionen“ in Österreich sowie den zentral- und osteuropäischen Staaten.<sup>76</sup>

Im Geschäftsjahr 2000 erzielte die HypoVereinsbank einen mehr als verdoppelten Gewinn nach Steuern von 1,184 Mrd. €. Die operativen Erträge konnten im guten Jahr 2000 um 10,3% auf 8176 Mio. € gesteigert werden. Die Eigenkapitalrendite lag allerdings mit 9,2 % noch deutlich unter den für das Jahr 2002 angepeilten 15 %. Dagegen sank das Verhältnis zwischen Verwaltungsaufwendungen und den operativen Erträgen wieder unter 60 %. Die bisher problematisch hohe Risikovorsorge konnte um fast die Hälfte auf 1,186 Mrd. € verringert werden.

Diese guten Ergebnisse wurden durch einen Einbruch des Geschäfts mit Privatkunden und mittelständischen gewerblichen Kunden im darauffolgenden Jahr konterkariert. Der Gewinn nach Steuern ging daher im Jahr 2001 um über 30 % auf gut 935 Mio. € zurück. Aufgrund des Ertragsrückgangs wiederum verschlechterte sich die Aufwands-Ertragsrelation auf 68%. Die Bank reagierte mit weiteren Einschnitten in das Filialnetz und kündigte einen Abbau von 9100 Stellen an. Mit einer Zusammenlegung ihrer Fondsgesellschaften sollte die Kostenbasis weiter gesenkt werden. Als sich eine Ertragswende auch im Jahr 2002 nicht abzeichnete, wurden sogar Einsparungen bei Dienstwagen, Reisen, Telekommunikation und Büroeinrichtungen vorgenommen. Allerdings brachen die Erträge noch schneller weg als die Kosten. Nur durch den Verkauf von Allianz-Anteilen konnte ein Verlust im 2. Quartal vermieden werden. Neben einem Rückgang des Zinsüberschusses mußte die HVB als größter Kreditgeber wegen des schlechten Konjunkturverlaufs mehrmals ihre Risikovorsorge auf am Ende

---

<sup>76</sup> Vgl. HypoVereinsbank, Geschäftsbericht der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank 2000, München 2001, S. 27 f.

2,5 Mrd. € anheben. Angesichts der sich weiter verschlechternden Situation wurden alle unrentablen Tochtergesellschaften überprüft und sollten dann eventuell verkauft, geschlossen oder abgewickelt werden. Im 3. Quartal kam die Bank aber nicht mehr an einem Verlust vorbei, der mit 447 Mio. € auch noch beträchtlich hoch ausfiel. Im Gesamtjahr schließlich mußte die HypoVereinsbank erstmals einen Jahresverlust von 858 Mio. € ausweisen.

Im Jahr 2003 machte die HypoVereinsbank weitere negative Schlagzeilen, als Gerüchte über die Emission einer Zwangswandelanleihe zur dringend notwendigen Kapitalerhöhung der angeschlagenen Bank kolportiert wurden. Grundlage der Gerüchte war die inzwischen dünn gewordene Eigenkapitaldecke, denn die für Banken entscheidende Kernkapitalquote lag nur noch bei 5,6 %. Daraufhin sackte der ohnehin schon arg in Mitleidenschaft gezogene Aktienkurs, der immerhin einen Höchststand von über 90 € vorweisen kann, um weitere 15 % auf zeitweise unter 8 € ab. Um weiteren Schaden von der Bank abzuwenden, sah sich sogar die Deutsche Bundesbank dazu genötigt, der HypoVereinsbank eine ausreichende Kapitaldecke zu bescheinigen. Ende März 2003 gab die HypoVereinsbank den Verkauf von einem Viertel der Anteile der erst im Jahr 2000 erworbenen Bank Austria bekannt. Damit soll die Kernkapitalquote wieder bis Ende des Jahres auf annehmbare 7% angehoben werden.

Der Zusammenschluß von Hypo-Bank und Vereinsbank konnte zwar seine Kosteneinsparziele weitgehend erfüllen. Allerdings drangen die Fehleinschätzungen über den Wertberichtigungsbedarf bei der Hypo-Bank nicht nur schnell an die Öffentlichkeit. Auch die Verantwortlichkeit wurde öffentlich diskutiert, was der Reputation der Bank sicherlich abträglich war und Schwierigkeiten der Integration schonungslos offenbarte. Als noch größere Schwierigkeit erwies sich allerdings die Ertragsseite, die im Zuge der sich eintrübenden Konjunktur, unter der die HypoVereinsbank als größter Kreditgeber Europas besonders leidet, massiv unter Druck geriet. Statt gemeinsamem Wachstum hat sich die HypoVereinsbank inzwischen ein Gesundshrumpfen zum Ziel gesetzt.

### **3.2.2. Deutsche Bank (Bieter) / Bankers Trust**

#### **3.2.2.1. Ausgangslage vor der Übernahme: Deutsche Bank AG / Bankers Trust Corporation**

Bankers Trust wurde bereits 1903 von Henry Davison gegründet. Der Tätigkeitsschwerpunkt der Bank umfaßte zunächst die Vermögensverwaltung. Dieser Geschäftszweig wurde zügig ausgebaut und um das Wertpapiergeschäft ergänzt. Durch eine weitere Ausweitung der Geschäftsfelder galt Bankers Trust nach dem 2. Weltkrieg als Großkundenbank. Die internationale Expansion wurden im folgenden vorangetrieben, u.a. wurden auch in Deutschland Anteile an der ehemaligen Unionsbank erworben.

In den 80er Jahren spezialisierte sich Bankers Trust auf das M&A-Geschäft, insbesondere die damals üblichen Leveraged-Buy-Outs und trennte sich ganz vom Privatkundengeschäft. Die Welle feindlicher Übernahmen mit anschließender Umstrukturierung und Zerschlagung der Unternehmen versprach aus damaliger Sicht wesentlich höhere Erträge. Nach dem Ende dieses Booms konzentrierte sich Bankers Trust auf den aufblühenden Derivatehandel, bei dem sich das Unternehmen allerdings verspekulierte und schließlich, nach erfolgreichen Klagen geschädigter Kunden, 400 Mio. \$ Schadensersatz zahlen mußte. Durch Zukäufe spezialisierter Banken konzentrierte sich das Unternehmen seitdem wieder auf Fusionen und Übernahmen, die in Zahl und Transaktionsvolumen in den 90er Jahren stark zulegten.<sup>77</sup>

In den Jahren 1997 und 1998 folgten neuerliche Rückschläge infolge der Asienkrise und der Beteiligung am hochspekulativen Long-Term Capital Management. Dabei handelte es sich um einen sogenannten Hedgefonds, der laut Alan Greenspan ganze Volkswirtschaften in den Abgrund hätte reißen können.<sup>78</sup> Deshalb mußten die beteiligten Banken, u.a. Bankers Trust, viel Kapital zur Stützung des Fonds einsetzen. 1998 war Bankers Trust durch die Spekulation in hochriskante, kurzfristige Staatsanleihen von der Währungskrise in Rußland betroffen. Im dritten Quartal kulminierten die Schwierigkeiten zu einem Verlust von 488 Mio. \$. In den USA zählte Bankers Trust dennoch durchaus zu den größten und auch traditionsreichsten Banken, die Bilanzsumme der Aktiva wies 133 Mrd. \$ aus. Daran gemessen war Bankers Trust 1998 vor der Übernahme durch die Deutsche Bank die achtgrößte Bank der USA.

Die Deutsche Bank wurde 1870, unterstützt von der preußischen Regierung angesichts der fortschreitenden Industrialisierung von Albert Delbrück, einem Privatbankier, und dem Politiker Ludwig Bamberger in Berlin gegründet. Von Beginn an war die Ausrichtung der Deutschen Bank international, d.h., die beginnende außenwirtschaftliche Verflechtung mit europäischen Ländern sowie weltweit sollte durch die Bank gefördert werden. Bereits in den 80er Jahren des 19. Jahrhunderts wendete sich die Bank alternativen Geschäftsbereichen zu, u.a. der Finanzierung bedeutender Unternehmen wie AEG, Mannesmann, Siemens u.v.a., so daß die Bank früh den Grundstein zur Universalbank legte. Bis zum 1. Weltkrieg expandierte die Deutsche Bank durch zahlreiche Übernahmen und

<sup>77</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bank 1998, Frankfurt am Main 1999, S. 14 f.

<sup>78</sup> Hedgefonds dienen ursprünglich dem Zweck der Absicherung gegen Schwankungen am Kapitalmarkt. Inzwischen gelten sie aber eher als Spekulationsanlagen. Vermögensverwalter von Kapitalanlagegesellschaften wetten dabei mit so genannten Leerverkäufen darauf, daß eine Aktie an Wert verliert. Dazu leihen sie sich von Banken oder Fonds gegen eine Gebühr Aktien und verkaufen diese an der Börse zum aktuellen Kurs. Danach hoffen die Spekulanten darauf, das ihre Wette auf sinkende Kurse aufgeht, und sie die Aktien zu einem späteren Zeitpunkt zu einem niedrigeren Preis zurückkaufen können, um sie an den Verleiher zurück zu geben. Mit diesem Instrument können Renditen auch bei sinkenden Kursen erzielt werden.

Allianzen und eröffnete Filialen in allen aufstrebenden Wirtschaftszentren. Der Verlust der Auslandsvermögen sowie die nach dem Krieg einsetzende Inflation und Depression erschütterten die Bank. Die Wirtschaftskrise von 1930 erfaßte die Banken ein Jahr später ein weiteres Mal mit voller Wucht. Während des Dritten Reiches konnte sich die Deutsche Bank der üblichen Verstaatlichung im Dritten Reich zwar erfolgreich entziehen. Trotzdem war der staatliche Einfluß auf die Geschäftspolitik sehr groß. Diese unselige Rolle während der Zeit des Nationalsozialismus wurde lange verdrängt und hätte die Bank bei der geplanten Übernahme von Bankers Trust fast wieder eingeholt. Die deutsche Bankenszene erholte sich im Verlauf der Wirtschaftswunderjahre und die ehemals nach dem 2. Weltkrieg zerschlagene Deutsche Bank wurde im Jahr 1957 neu gegründet.<sup>79</sup>

Der erste Versuch, im Investment Banking den internationalen Rückstand aufzuholen, wurde 1989 mit dem Erwerb der britischen Morgan Greenfell für einen Kaufpreis von 2,6 Mrd. \$ unternommen. Der Erfolg war ausgeblieben, da die Deutsche Bank zunächst auf eine vollständige Integration verzichtete und sich die traditionsbewußten Mitarbeiter der Deutschen Bank im Bereich Investment Banking nicht der Führungsrolle der britischen Seite unterwerfen wollten. Die spät vollzogene, vollständige Integration wiederum erhöhte die Fluktuation auf britischer Seite, was den eigentlich angestrebten Know-How Erwerb zunichte machte.

### 3.2.2.2. Durchführung der Übernahme

Am 30. November 1998 wurde der Übernahmevertrag von Bankers Trust durch die Deutsche Bank unterzeichnet. Da die Marktkapitalisierung der deutschen Bank unzureichend war, mußten alle ausstehenden Stammaktien von Bankers Trust für einen Kaufpreis von 93 \$ pro Aktie und einer gesamten Kaufsumme von 17,1 Mrd. DM erworben werden. Angesichts des hohen Kaufpreises kam unmittelbar Kritik an der Transaktion auf, da Bankers Trust nach Einschätzung einiger Analysten nicht zur ersten Wahl der international führenden Investmentbanken zählte. Ein weiterer Nachteil bestand darin, daß bei einem Kauf im Gegensatz zu einem Aktientausch, der Firmenwert (Goodwill) von 5 Mrd. \$ gewinnschmälernd abgeschrieben werden mußte.

Es handelte sich überwiegend um einen Markterweiterungszusammenschluß, da die Deutsche Bank in den USA bisher nur schwach repräsentiert war. Die Finanzprodukte, die sich überschnitten, betrafen ebenfalls überwiegend Geschäftsbereiche, in denen die Deutsche Bank noch unzureichend vertreten war. Die Zustimmung von Aktionären und Aufsichtsbehörden in den USA hing nicht zuletzt von der Reaktion der Deutschen Bank auf die Forderungen des Jüdischen

---

<sup>79</sup> Vgl. European Association for Banking History, Handbook on the History of European Banks, Frankfurt 1994, S. 384 f.

Weltkongresses ab, die Entschädigungsfrage der NS-Opfer zu regeln. Außerdem gab es Bedenken in der amerikanischen Finanzszene, daß die amerikanische Hegemonie auf den Finanzdienstleistungsmärkten durch eine erstmalige Übernahme einer der zehn größten Banken der USA gefährdet oder gar verloren gehen könnte.<sup>80</sup> Es wurde sogar über Gesetzesänderungen des Bank Holding Company Act und des International Banking Act nachgedacht, die zukünftige Übernahmen erschweren sollten.

Bereits einen Tag nach dem Vollzug der Fusion begann die Arbeit der Integrationssteams auch auf höchster Ebene unter dem Vorsitz des Vorstandsvorsitzenden Rolf Breuer.

### 3.2.2.3. Motive für die Übernahme

Angestrebt wurde, eine weltweit führende Position im Investment Banking durch die Übernahme zu erobern sowie eine bereits starke Stellung in der Vermögensverwaltung auszubauen. Nach der mehr oder weniger gescheiterten Übernahme von Morgan Grenfell im Jahre 1989 wurde hierfür 1998 erneut eine angelsächsische Investmentbank erworben, um die Präsenz auf dem weltweit größten Kapitalmarkt der USA zu verstärken. Dem vorrangigen Ziel, im Geschäft mit Fusionen und Übernahmen einen größeren Marktanteil zu akquirieren um letztlich mit den großen amerikanischen Investmentbanken Goldman Sachs, Merrill Lynch und J.P. Morgan gleichzuziehen, kam die Deutsche Bank mit dieser Übernahme allerdings nicht näher. Bankers Trust betriet lediglich kleinere und mittlere Unternehmen mit der 1997 übernommenen Tochter Alex. Brown. Überlegungen, eine der großen Investmentbanken zu übernehmen, wurden zuvor wegen des hohen Kaufpreises verworfen. Gestärkt hingegen sind die Bereiche Vermögensverwaltung sowie die Verwahrung von Wertpapieren aus dem Zusammenschluß hervorgegangen. Die Deutsche Bank konnte in letztgenannten Geschäftsbereichen, zumindest gemessen an Marktanteilen, in die Weltspitze vorstoßen. Eine Verbesserung der Wettbewerbsposition wurde ebenfalls für das Anleihengeschäft erwartet. Bei wettbewerbspolitischer Betrachtung läßt sich das Argument einer zunehmenden Marktmacht infolge der Übernahme nicht anführen, da beide Banken überwiegend in räumlich unterschiedlichen Märkten tätig waren.

Möglicherweise gab es auch das nicht veröffentlichte Ziel, sich den Spitzengehältern der amerikanischen Bankenszene anzunähern. Allein an Bonuszahlungen hat der Chef von Bankers Trust, Frank Newman, im Jahr 1997 17 Mio. \$ erhalten. Durch den erfolgreichen Vollzug der Fusion konnte Newman nach Schätzungen weitere 40 Mio. \$ einstreichen. Zusätzlich profitierten er sowie die lei-

---

<sup>80</sup> Vgl. Anason, Dean, und Jaret Seiberg, Trans-Atlantic Merger: German-U.S. Bank Pairing Facing No Unique Hurdles, in: American Banker 24.11.98, New York 1998, S. 2.



tenden Angestellten der Bank durch die an Bankers Trust gehaltenen Aktien von der stattlichen Übernahmeprämie der im Angebot der Deutschen Bank enthaltenen 93 \$ je Aktie. 400 Mio. \$ flossen als Treueprämie an die leitenden Mitarbeiter, die die Bank aber im Anschluß an die Übernahme – um den Anspruch auf die vollständige Auszahlung zu erwerben - 3 Jahre nicht verlassen durften. Den fünf führenden Mitarbeitern stand eine garantierte Summe von 187 Mio. \$ zu, die völlig risikolos eingestrichen werden konnte.

Die Topbanker der Deutschen Bank erkaufte sich ihre steigenden Gehälter aber offenbar zumindest mit einem größeren Arbeitsplatzrisiko. Seit Rolf Breuer im Jahre 1997 Vorstandsvorsitzender wurde, mußten 5 von 10 Vorständen ihren Posten mehr oder weniger freiwillig räumen. Diese Maßnahmen verdeutlichen drastisch den Kulturunterschied zwischen einer vom Investment Banking geprägten amerikanischen Bank und einer eher konservativen - im Sinne von risikoaversen - europäischen Universalbank.

Im Zentrum fast aller Bankfusionen stehen die zu erwartenden Synergieeffekte, die durch einen Zusammenschluß realisiert werden sollen. In diesem Fall ging die Deutsche Bank von Synergieeffekten bzw. präziser Kosteneinsparzielen von 1,7 Mrd. DM pro Jahr aus, wobei in den ersten beiden Jahren diese Summe den Restrukturisierungskosten der Fusion entsprach. Bei den Kosten handelte es sich im wesentlichen um Abfindungen der 5500 Mitarbeiter, die bei Bankers Trust freigesetzt wurden sowie um die oben erwähnten Bleibepremien. Inwiefern eine solche Maßnahme gerechtfertigt und erfolgsversprechend ist, um eigennutzmaximierende Mitarbeiter dauerhaft auf die eigenen Ziele einzuschwören, erscheint zweifelhaft. Frank Newman, als prominentestes Beispiel, schied bereits im Juni 1999 aus dem Unternehmen aus, nachdem seine Prämien aus dem vorangegangenen Jahr fällig wurden. Dieser Entscheidung folgte ein wahrer Massenexodus an Führungskräften bei Bankers Trust.

Weitere Kosteneinsparungen wurden im Inland bei der Deutschen Bank in den Bereichen Controlling, Revision, Recht und Personalmanagement durch Entlassungen von Mitarbeitern realisiert. Für die neue, größere Deutsche Bank wurde eine Gewinnsteigerung pro Aktie ab dem Jahr 2001 von 10-15 % angestrebt. Das Betriebsergebnis sollte bis zum Jahr 2001 auf 12 Mrd. DM wachsen durch eine Senkung der Aufwands-Ertragsrelation auf 65% und gleichzeitiger Erhöhung der Eigenkapitalrendite auf 25%.

Der Börsengang an die Wall Street wurde bereits seit geraumer Zeit angestrebt und durch die Übernahme einer amerikanischen Bank möglicherweise erleichtert.



### 3.2.2.4. Bisheriger Erfolg der Übernahme

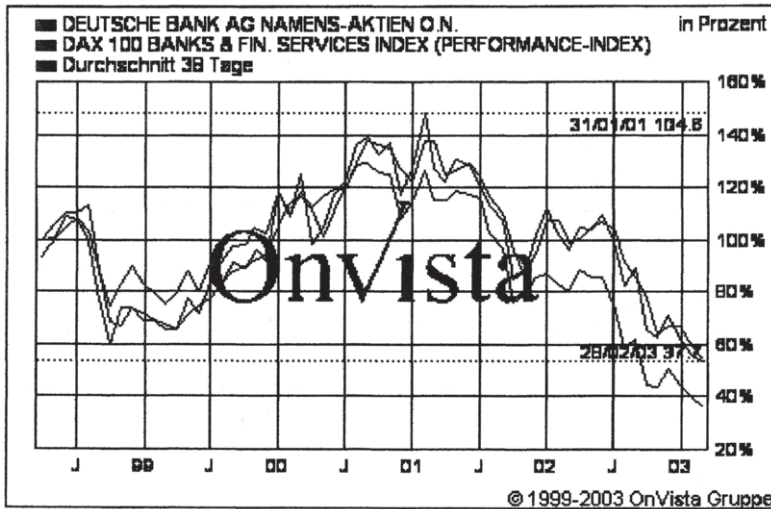


Abbildung 3.2.6: Kursverlauf der Deutsche Bank AG

Quelle: [www.onvista.de](http://www.onvista.de)

Die Ankündigung des Zusammenschlusses am 30.11.1998 löste einen Kursrückgang von 1% auf 104,70 DM aus. In diesem Rückgang kamen der hohe Kaufpreis sowie die Skepsis im Hinblick auf die erwartete schwierige Integration zum Ausdruck. Weiterhin ist der Abschlag auf den geringen Fortschritt beim lukrativen M&A-Markt zurückzuführen sowie auf die zukünftig größere Schwankungsanfälligkeit durch ein stärkeres Gewicht risikoreicherer Geschäfte. Im weiteren Verlauf stieg der Aktienkurs allerdings deutlich an und verdoppelte sich innerhalb von 2 Jahren. Der ziemlich parallele Verlauf zum Branchenindex der Banken erklärt sich durch den hohen Anteil der Deutschen Bank an diesem Index von über 60 %.

Lediglich wenige Tage später erfolgte eine weitere Übernahme durch die Deutsche Bank. Zur Stärkung der Stellung in Europa akquirierte die Deutsche Bank die belgische Tochtergesellschaft der französischen Credit Lyonnais, die Credit Lyonnais Belgium für 1 Mrd. DM.

Für ersten Unmut sorgten die überbordenden Bonus- bzw. Gehaltszahlungen an die ehemaligen Bankers Trust Mitarbeiter. Die deutschen Mitarbeiter verwiesen auf die fehlende Loyalität und Leistung der Investmentbanker von Morgan Grenfell beim Ausbau des Investment Banking in London trotz doppelter oder gar dreifacher Gehälter. In Deutschland sind die Gehälter im kommerziellen

Bankgeschäft vergleichsweise deutlich niedriger. Die hohen finanziellen Anreize an die Führungskräfte von Bankers Trust sorgten für eine Steigerung des Verwaltungsaufwandes um über 21 % im ersten Quartal 1999 auf bis zu 76,5 % im dritten Quartal. Überlagert wurden diese Effekte allerdings durch eine Verbesserung der operativen Ergebnisse in fast allen Geschäftsbereichen. Die Integration der übernommenen Bank wurde von Beginn an konsequenter und schneller vollzogen als im Fall von Morgan Grenfell. Die angekündigten Einspareffekte durch Synergien wurden allerdings in weitaus geringerem Ausmaß realisiert als geplant. Eine klare Kommunikation der zukünftigen Strategie der Deutschen Bank wurde ebenfalls versäumt. Es läßt sich allerdings trotzdem eine strategische Schwerpunktverlagerung zu den Geschäftsfeldern Investment Banking, Handel und Asset Management erkennen.

Für das Jahr 1999 wies die Deutsche Bank Rekordergebnisse aus. Nach Steuern ergab sich ein Jahresüberschuß von 2,6 Mrd. €, der zu einem wesentlichen Teil aus dem durch die Übernahme von Bankers Trust gestärkten Bereich Globale Unternehmen und Institutionen stammte, dem auch das Investment Banking angehört. Ein nicht unwesentlicher Anteil des Gewinnsprungs ist auf die Absenkung der Körperschaftsteuer im Zuge der 1. Stufe der Steuerreform zurückzuführen. Die Aktie der Deutschen Bank erfuhr 1999 eine Wertsteigerung um 76% und übertraf damit sämtliche relevanten Indizes bei weitem.

Durch die Übernahme von Bankers Trust sah sich die Deutsche Bank zu einer Kapitalerhöhung zur Stärkung der Eigenkapitalbasis gezwungen. Es erfolgte eine Emission neuer Aktien die 3,3 Mrd. € erlöste. Mit Jahresbeginn 1999 gliederte die Deutsche Bank ihr Privatkundengeschäft in die Bank 24 AG aus. Die Integrationskosten von Bankers Trust wurden als Restrukturierungsaufwand mit 1,2 Mrd. € veranschlagt.<sup>81</sup>

Überraschend wurde am 8.3.2000 der Zusammenschluß von Deutscher und Dresdner Bank angekündigt, der von den Investmentbanken vorschnell als Startsignal für die Konsolidierung der deutschen Bankenlandschaft gefeiert wurde. Als Architekt dieses Zusammenschlußvorhabens galt die Allianz AG, die zu diesem Zeitpunkt an beiden Bankhäusern beteiligt war und mit dem Erwerb der Fondsgesellschaft DWS sowie mit einer maßgeblichen Beteiligung an der Deutschen Bank 24, dem neu ausgegründeten Privatkundengeschäft der Deutschen Bank und darüber hinaus mit der Übernahme des Versicherungszweigs der Deutschen Bank, dem Deutschen Herold, entgolten werden sollte. Die Zweifel am Erfolg der neuen Megabank ließen die Aktienkurse stark fallen und verunsicherten die Mitarbeiter, da eine klare Strategie, abgesehen von Hinweisen auf die Addition von Marktanteilen, nicht zu erkennen war. Dieser Mangel an Überzeugungskraft wurde vor allem im Privatkundengeschäft sichtbar durch die An-

---

<sup>81</sup> Vgl. Deutsche Bank, Geschäftsbericht der Deutschen Bank 1999, Frankfurt am Main 2000, S. 17 ff.

kündigung, die Privatkunden bis zu einer Grenze von 200 000 DM Geldvermögen durch die Deutsche Bank 24 zu betreuen, während die vermögendere Kunden bei der Deutschen Bank verbleiben sollten. Die Einteilung in gute und weniger gute Kunden stieß auf wenig Gegenliebe bei den Kunden und wurde von vielen mit Abwanderung quittiert. Die Fusion schien eher defensiven Charakter zu besitzen, um möglichen Vorhaben anderer zuvor zu kommen. Es drohten vermeintlich Übernahmen auf dem deutschen Bankenmarkt durch japanische oder amerikanische Großbanken. Am 4. April wurde überraschend das Ende der Fusionsgespräche bekannt gegeben. Die bereits angekündigte Fusion scheiterte am Widerstand der Investmentbanker der Dresdner Kleinwort & Benson, die sich vehement gegen die Forderung der Deutschen Bank - 90% der Mitarbeiter zu entlassen - wehrten. Die Führung beider Banken hatte es versäumt, die Frage der Integration dieses so wichtigen Bereichs, vorab zu klären. Der angekündigte Merger of equals entpuppte sich immer mehr als geplante Übernahme der Dresdner Bank durch die Deutsche Bank. Der Anspruch, beim Geschäft mit Fusionen und Übernahmen zukünftig ein gewichtiger Faktor mit entsprechender Reputation zu sein, mußte dadurch von beiden Banken zunächst aufgegeben werden, zumal die eigene Fusion derart kläglich gescheitert war. Der Vorstandsvorsitzende der Dresdner Bank Bernhard Walter zog zwei Tage nach dem Scheitern der Fusionsverhandlungen die Konsequenzen und trat zurück. Rolf E. Breuer geriet nicht zuletzt durch diesen Schritt ebenfalls massiv unter Druck.

Dank hervorragender Ergebnisse im Jahr 2000 konnte Breuer die gescheiterte Fusion allerdings schnell vergessen machen. Die Deutsche Bank wies einen Jahresüberschuß von 4,95 Mrd. € aus. Die Frage stellte sich wiederum, inwiefern die Akquisition von Bankers Trust diesen Gewinnsprung verursacht hat, denn die Kapitalmärkte boomten in den Jahren 1999 und 2000 derart, daß die Investmentsparte, wie im übrigen das ganze Handelsergebnis, besonders gut abschnitt. Einen Anteil von 11% des Ertragszuwachses wurde durch den Verkauf von 2,8% der Allianz-Aktien erzielt. Die Aktienentwicklung verlief weiterhin positiv, d.h. die Aktie stieg im Jahresverlauf um 6,8 %, während der Branchenindex CDAX und der DAX an Wert verloren.<sup>82</sup> Der neu strukturierte Geschäftsbereich Globale Unternehmen und Institutionen konnte nicht zuletzt dank der erfolgreichen Integration von Bankers Trust eine deutliche Steigerung des Gewinns vor Steuern auf 4,0 Mrd. € erzielen. Besonders im Investment Banking schien sich die Akquisition bei einem allerdings wachsenden Markt durch überproportionales Wachstum auszuzeichnen. Bei der Fusionsberatung fiel die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone, an der die Deutsche Bank beteiligt war, stark ins Gewicht. Insgesamt wuchs der Anteil am Gesamtgewinn aus dem Provisionsgeschäft und dem Handelsbereich von 40% 1995 auf fast zwei Drittel im Jahr

---

<sup>82</sup> Vgl. Deutsche Bank, Geschäftsbericht der Deutschen Bank 2000, Frankfurt am Main 2001, S. 2 ff.

2000. Insofern liegt der Schluß nahe, daß das erste Jahr, in dem die Akquisition von Bankers Trust voll in das Ergebnis eingeht, als Erfolg verbucht werden konnte. Welchen exakten Anteil Bankers Trust an dem guten Geschäftsjahr hatte, geht allerdings nicht eindeutig aus dem Geschäftsbericht 2000 hervor. Lediglich der gestiegene Provisionsüberschuß wird zu fast zwei Dritteln auf organisches Wachstum und zu einem Drittel auf Erstkonsolidierungen sowie auf Bankers Trust zurückgeführt. Eine präzisere Aufschlüsselung unterblieb allerdings. Auf der Aufwandsseite schlugen sich der um 5,3 Mrd. € erhöhte Verwaltungsaufwand nieder, wovon der überwiegende Anteil aus der Erhöhung des Personalaufwands um 3,5 Mrd. € resultierte. Die überproportionale Bezahlung der übernommenen Mitarbeiter von Bankers Trust kommt in der überproportionalen Erhöhung des Personalaufwands zum Ausdruck, der bei einem Anstieg der Mitarbeiterzahl von 13% um 40% gestiegen ist. Weitere 501 Mio. € mußten auf den Firmenwert von Bankers Trust abgeschrieben werden. Es drängt sich insgesamt angesichts der Zahlen der Eindruck auf, daß das Geschäftsjahr 2000 ohne die zusätzlichen Aufwendungen von Bankers Trust, mindestens genauso erfolgreich verlaufen wäre.

Vom Abschwung auf den Kapitalmärkten seit März 2001 blieb auch die Deutsche Bank nicht verschont. Seit seinem Höchststand am 31.01.2001 von 105,64 € sank der Aktienkurs in mehreren Schüben unaufhaltsam bis auf unter 40 € Anfang 2002. Damit war die Bewertung der Deutschen Bank vor der Übernahme von Bankers Trust deutlich höher. Der drastisch gesunkene Jahresüberschuß von 13,5 Mrd. € auf nur noch 167 Mio. € resultierte im wesentlichen aus der Steuerreform aus dem Jahr 2000, die den Gewinn aus dem Verkauf von Beteiligungen ab dem 01.01.2002 steuerfrei stellte, was zu einem Steuerertrag von 9,3 Mrd. € im Jahr 2000 führte. Die Auflösung latenter Steuern auf unrealisierte Gewinne aus Wertpapieren bildete dabei die Hauptquelle mit 6,2 Mrd. € für den Jahresüberschuß im Jahr 2000; in geringerem Maße war die Absenkung der Körperschaftssteuer auf 25 % unabhängig von der Gewinnverwendung, die seit dem 01.01.2001 gilt, ursächlich.<sup>83</sup> Das Ergebnis des Jahres 2001 wurde dagegen aufgrund der Steuersatzänderungen um 995 Mio. € verringert.<sup>84</sup> Bemerkenswert ist, daß sich der „Effekt aus der Übernahme von Bankers Trust in den beiden Jahren nicht von den sonstigen Wachstumsfaktoren einschließlich der günstigen Marktsituation trennen“<sup>85</sup> läßt. Eine Erfolgskontrolle der Übernahme fällt anhand der Geschäftsberichte daher schwer. Lediglich im Unternehmensbereich Private Banking wird Bankers Trust infolge des eingebrochenen Wertpapiergeschäfts in den USA für das schlechte Abschneiden maßgeblich verantwortlich gemacht.

<sup>83</sup> Die Auflösung latenter Steuerverbindlichkeiten hat nach den Bilanzierungsregeln des US GAAP in der Bilanzperiode des gesetzlichen Inkrafttretens zu erfolgen.

<sup>84</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bank 2001, Frankfurt am Main 2002, S. 57 ff.

<sup>85</sup> Deutsche Bank, Geschäftsbericht der Deutschen Bank 2001, op. cit., S. 67.

Allgemein kann man festhalten, daß die sinkenden zinsunabhängigen Erträge auf die sinkenden Wertpapierkurse aus zu Handelszwecken gehaltenen Positionen zurückgeführt werden konnten. Weiterhin sanken die Erträge aus der Vermögensverwaltung, da die Provisionen vom Wert des für den Kunden verwalteten Vermögens oder vom Erfolg bei der Verwaltung des Vermögens abhängig sind. Außerdem mußte die Deutsche Bank Abschreibungen und Wertanpassungen für die eigenen Finanzanlagen vornehmen. Nicht zuletzt schlug sich die verminderte Geschäftstätigkeit infolge verringerter Kundentransaktionen im Ergebnis nieder.<sup>86</sup> Insofern setzte sich die Deutsche Bank mit ihrer Strategie, sich vermehrt im Investment Banking einschließlich Handel und Vermögensverwaltung zu engagieren, den stärkeren Marktschwankungen in diesen Geschäftsbe-  
reichen aus.

Trotz des Erfolgsrückgangs wurde auf eine proportionale Senkung der, immerhin 40% des Personalaufwands ausmachenden, erfolgs- und zielabhängigen Bonuszahlungen verzichtet, um wertvolle Mitarbeiter von einer Abwanderung abzuhalten. Der Personalaufwand verringerte sich demzufolge nur um ein Prozent bei nur leicht gestiegener Mitarbeiterzahl. Erfolgs- und zielabhängige Bezahlung soll die Mitarbeiter zu höheren Leistungen motivieren. Größere Anstrengungen werden allerdings mutmaßlich ausbleiben, wenn Bonuszahlungen im Mißerfolgsfall in annähernd gleicher Höhe gezahlt werden. Darüber hinaus hat sich die ungünstige Aufwand-Ertragrelation weiter von 75 auf 82% verschlechtert, die bei deutschen Banken seit längerer Zeit massiv in der Kritik steht.

Am 22. Mai 2002 kam es zu einem Wechsel an der Konzernspitze. Der ehemalige Vorstandssprecher Rolf E. Breuer wechselte an die Spitze des Aufsichtsrats und der angelsächsisch geprägte Schweizer Josef Ackermann übernahm den Vorstandsvorsitz. Damit verstummten vorerst die Gerüchte, daß Ackermann ein Board of Directors nach angelsächsischem Vorbild mit einem Chief Executive Officer einrichten wollte. Dies hätte wohl einen Umzug der Deutschen Bank nach London bedeutet, da eine einstufige Unternehmensleitung nicht mit deutschem Recht vereinbar gewesen wäre. Trotzdem wurde die Führungsstruktur reformiert, indem ein Group Executive Committee eingerichtet wurde. Dieses Gremium besteht aus dem Konzernvorstand sowie den Leitern der drei im Februar 2001 neu eingerichteten Unternehmensbereiche, Unternehmen und institutionelle Kunden (Corporate and Investment Bank, Corporate Investments) sowie Vermögensverwaltung und Privatkunden (Asset Management und Private Clients).

Der Gewinn vor Steuern hat sich im Jahr 2002 fast verdoppelt auf 3,5 Mrd. €. Bereinigt um die um 0,9 Mrd. € aufgestockte Risikovorsorge im Kreditgeschäft und andere Effekte fällt der Gewinn allerdings mit 1,9 Mrd. € geringer aus als

---

<sup>86</sup> Vgl. Deutsche Bank, Geschäftsbericht der Deutschen Bank 2001, op. cit., S. 67.



2001. Als Erfolg verbuchte die Deutsche Bank, daß die Kosten überproportional um 17% gesenkt werden konnten, während die Erträge nur um 10 % in einem schwierigen Marktumfeld zurückgegangen sind.<sup>87</sup>

Zunächst erschien die Übernahme aufgrund boomender Märkte ein Erfolg zu werden. Kosteneinsparziele standen dabei weniger im Vordergrund als gemeinsames Wachstum. Dem Ziel höherer Eigenkapitalrenditen im vermeintlich ertragsstärkeren Investment Banking ist die Deutsche Bank aber in den letzten beiden Jahren aufgrund schwacher Märkte nicht entscheidend näher gekommen. Durch die Übernahme bleibt der Deutschen Bank das Problem der zu hohen Kostenbasis dagegen erhalten, wenn es sich aufgrund hoher Bleibepremien nicht sogar verschärft hat.

### **3.2.3. BNP (Bieter) / Paribas**

#### **3.2.3.1. Ausgangslage vor der Übernahme: Banque Nationale de Paris / Compagnie Financière de Paribas**

Die Banque Nationale de Paris hat ihre Wurzeln in der Revolution von 1848 mit der Gründung der Comptoir Nationale d'Escompte de la Ville de Paris (CNEP). Das Unternehmertum zur Zeit der Industrialisierung konnte mit den damals etablierten Banken nicht mehr adäquat zusammenarbeiten, so daß die Regierung der 2. Republik die CNEP gründete. Die Funktion der neuen Bank bestand darin, die zunehmend internationale Expansion der französischen Unternehmen durch Niederlassungen im Ausland zu unterstützen. Der zweite Ursprungsstrang von BNP bildete die Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie (BNCI). Sie wurde als Reaktion auf die deutsche Besatzung im Juni 1940 zur Finanzierung des Widerstands in Algerien gegründet und breitete sich schnell in den französischen Kolonien in Afrika aus. In den fünfziger Jahren expandierte die Bank weltweit. 1966 fusionierten die CNEP und die BNCI zur heute bekannten Banque Nationale de Paris. Schon damals stand das Motiv international konkurrenzfähig zu sein im Vordergrund, was durch die geographische Komplementarität der beiden Banken erreicht werden sollte. In den 80er Jahren begründete BNP eine Kooperation mit der Dresdner Bank und unterlegte dies mit einer Überkreuzbeteiligung von 1%. Frankreichs Großbanken waren sehr lange in staatlicher Hand, so daß die BNP erst 1993 privatisiert wurde.<sup>88</sup>

Die Banque de Paris et des Pays-Bas als Vorgängerinstitut der Compagnie Financière de Paribas wurde am 27. Januar 1872 in Paris gegründet. Die Bank galt schnell als die führende Vermittlerbank bei der Ausgabe von Staats- und

<sup>87</sup> Vgl. Deutsche Bank, Presse-Information der Deutschen Bank, Frankfurt 2003, S. 1 ff.

<sup>88</sup> Vgl. European Association for Banking History, Handbook on the History of European Banks, Frankfurt 1994, S. 213 ff.



Unternehmensanleihen. Während den Weltkriegen spielte die Bank eine wichtige Rolle bei der Kriegsfinanzierung. Nach dem Krieg hatte die Bank zunächst ihren Schwerpunkt in der Exportfinanzierung und der Auslandsfinanzierung vor allem im Bereich des Rohstoffabbaus. In dieser Zeit begann Paribas einen umfangreichen Bestand an Unternehmensbeteiligungen aufzubauen, den die Bank bis zur Übernahme durch die BNP beibehalten hat. In den 60er Jahren entwickelte sich Paribas immer mehr zu einer Investmentbank mit Niederlassungen in den angelsächsischen Finanzzentren New York und London. Ein weiteres Geschäftsfeld wurde die Vermögensverwaltung ab den 70er und 80er Jahren. Der Verstaatlichung hatte sich Paribas bis 1982 erfolgreich entziehen können. Die Bank blieb anschließend nur wenige Jahre unter staatlicher Kontrolle und wurde 1987 reprivatisiert.<sup>89</sup>

### 3.2.3.2. Durchführung der feindlichen Übernahme

Der Akquisition von BNP war ein Angebot von Société Générale zur Übernahme von Paribas per Aktientausch im Februar 1999 vorausgegangen. Die Banque Nationale de Paris wäre bei einer solchen Konstellation als Verlierer der französischen Bankenkonsolidierung leer ausgegangen und erarbeitete nicht zuletzt deshalb bis zum 8. März 1999 ein eigenes, feindliches Übernahmeangebot für beide Banken. Das Angebot sah einen Umtausch von 11 eigenen Aktien gegen 8 Aktien der Paribas sowie 15 BNP-Aktien gegen 7 Aktien der Société Générale vor. Das hätte einer Übernahmeprämie zwischen 14 und 18% für Société Générale bzw. Paribas entsprochen. Für ein feindliches Übernahmeangebot ist eine solche Prämie eher gering, weshalb das Angebot als „abenteuerlich“ ausgeschlagen wurde, zumal nach der Ankündigung die Kurse bereits fast auf das Niveau des Gebots von BNP stiegen. Mit einer Bilanzsumme von knapp 1 Bio. € wäre die größte Bank der Welt entstanden. Die Société Générale konterte mit einem Heraufsetzen der Kosteneinsparziele und der angepeilten Eigenkapitalrendite im Falle der eigenen Übernahme von Paribas. Nach etlichen Zeitungskampagnen der beiden Kontrahenten fiel Ende August 1999 die französische Bankenaufsicht Comité des Etablissements et des Entreprises d'Investissements (CECEI) die Entscheidung, daß ein bis zu diesem Zeitpunkt von BNP erworbener Anteil von 37,15 % nicht ausreicht, um die vollständige Kontrolle über Société Générale auszuüben. Der BNP blieb nur die „kleine“ Fusion, da mit 65,1% zum Stichtag genügend Kapitalanteile von Paribas übernommen werden konnten. Nach einer weiteren Angebotsfrist zu verbesserten Konditionen bis zum 4. November 1999 erreichte BNP einen Anteil von 96,3% der Paribas-Anteile.<sup>90</sup> Das Angebot beinhaltete einen Tausch von 29 BNP-Aktien gegen 20 Aktien von

<sup>89</sup> Vgl. European Association for Banking History, op. cit., S. 246 ff.

<sup>90</sup> Vgl. BNP, Interim Report BNP 1999, Paris 1999, S. 8 ff.

Paribas. Die aus Sicht von BNP immanenten Vorteile des großen Zusammenschlusses, inklusive der Übernahme von Société Générale, konnten offensichtlich nicht überzeugend genug darlegt werden. Während der Präsident der BNP, Michel Pébereau, auf eine sofortige Kontrolle über die Société Générale als Entgegenkommen verzichten wollte, plädierte sein Widerpart Daniel Bouton für Kooperationen in einigen Geschäftsbereichen bei Aufrechterhaltung der Unabhängigkeit seiner Bank.

### 3.2.3.3. Motive für die Übernahme

Als Auslöser des Übernahmepokers galt die anstehende Privatisierung der letzten französischen Großbank, der Crédit Lyonnais. Für die bereits Anfang der 90er Jahre privatisierten Banken BNP und Société Générale war dieser Schritt das Signal, sich in Frankreich neu zu positionieren, da die nationale Konsolidierung in den Nachbarländern bereits weiter vorangeschritten war. Es bestand die Gefahr, daß ausländische Banken bei Untätigkeit der französischen Großbanken durch eine Übernahme in den französischen Markt eintreten und somit einer nationalen Lösung zuvorgekommen wären. Befürworter einer großen französischen Lösung des Konflikts, im Sinne einer Bündelung der Bankenkkräfte, waren insbesondere die französische Regierung und die - nicht in gleichem Maße wie die Bundesbank unabhängige - Banque de France.

Trotz eines sich überschneidenden Filialnetzes sollte kein größerer Personalabbau vorgenommen werden. Die Banken sollten weiterhin eigenständig weitergeführt werden. Dieses Vorgehen verringerte aber die Möglichkeit Kosten einzusparen. Die Ankündigung von Kosteneinspareffekten in Höhe von 1,3 Mrd. € waren somit in Zweifel zu ziehen. Bei einer erfolgreichen Übernahme beider Banken wäre es dagegen zu einer wettbewerbspolitisch brisanten Situation gekommen.

Als schließlich nur die Übernahme der Paribas zur BNP Paribas glückte, wurden die Kosteneinsparziele etwas niedriger gesteckt. Bis zum Jahr 2002 sollten demnach 750 Mio. € eingespart und zusätzliche Einnahmen von lediglich 150 Mio. € erzielt werden. Die Kosten der Fusion von 595 Mio. € fielen demgegenüber nicht viel geringer aus. Trotzdem sollte die Eigenkapitalrendite bis 2002 auf 16% sowie der Ertrag pro Aktie um 16% steigen. Die geringen Kosteneinsparungen sind auf die geringen Überschneidungen einer Filialbank mit einer Investment Bank zurückzuführen. Aber auch unter Wachstumsgesichtspunkten erschienen die Zielsetzungen wenig ambitioniert, da BNP bereits in den Jahren zuvor bereits nahe an den anvisierten 16% Eigenkapitalrendite war. Es verfestigte sich somit vielmehr der Eindruck, daß es sich eher um einen defensiven Zusammenschluß handelte, der sich gegen das Ausland richtete.

Positiv für BNP konnte der Zuwachs im Investment Banking gewertet werden. Dieser Geschäftsbereich ging eindeutig gestärkt aus der Übernahme hervor. Zu-

sätzlich verfügte Paribas über zahlreiche Unternehmensbeteiligungen überwiegend in Frankreich mit entsprechenden Einflußmöglichkeiten auf die Unternehmenspolitik. Außerdem konnte sich die Bank, in der anstehenden Konsolidierung des Bankensektors über Landesgrenzen hinweg, eine gute Ausgangsposition durch den Zusammenschluß verschaffen. Denn neben der sich ergänzenden Produktpalette ergab sich auch eine geographische Komplementarität. Paribas ist stark auf den wichtigen angelsächsischen Märkten vertreten, während BNP sein Standbein überwiegend in Kontinentaleuropa aber auch in Asien hatte.<sup>91</sup>

### 3.2.3.4. Bisheriger Erfolg der Übernahme

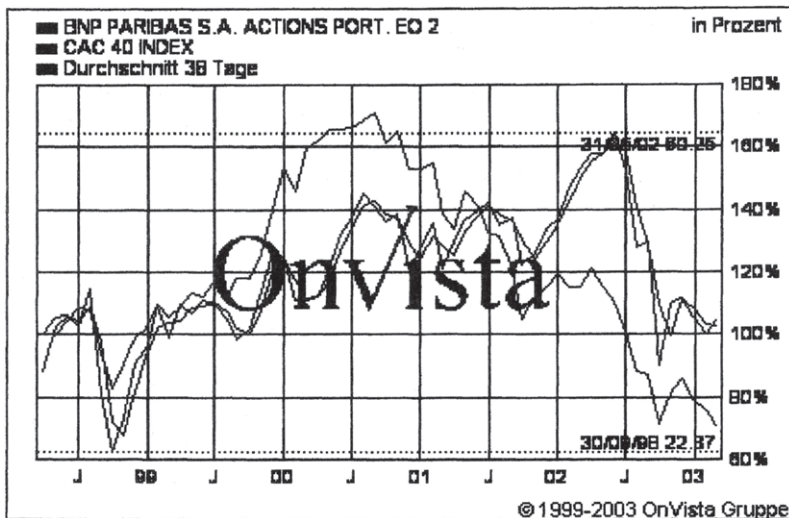


Abbildung 3.2.7: Kursverlauf der BNP Paribas

Quelle: [www.onvista.de](http://www.onvista.de)

Der Aktienkurs schwankte im Jahr 1999 sehr stark, schloß allerdings mit einem Zuwachs von über 30 % nach erfolgreicher Übernahme von Paribas das Jahr sehr gut ab und näherte sich dem französischen CAC 40 Index an, der dem deutschen DAX für französische Aktienwerte entspricht. Im Zeitraum von Februar bis August 2000 stieg die Aktie von 75 auf zwischenzeitlich bis zu 110 €. Am 20. Februar 2002 wurde der nominelle Wert der Aktie halbiert, um den Kauf bzw. Zugang privater Anteilseigner zu erleichtern. Im weiteren Verlauf stabilisierte sich der Wert auf hohem Niveau.

<sup>91</sup> Vgl. BNP Paribas, Annual Report 1999 BNP, Paris 2000, S. 6 ff.

Bereits 1999 wurde das Renditeziel der Übernahme erreicht. Die Eigenkapitalrendite erreichte einen für deutsche Großbanken seit Jahren unerreichten Wert von 18,5 %, der das Ziel von 16 % noch übertroffen hat. Angesichts eines Ausgangswertes der Eigenkapitalquote im ersten Jahr der Privatisierung im Jahr 1993 von 2,2 % eine durchaus beeindruckende Entwicklung. Der Anteil der Restrukturierungskosten, der der Übernahme von Paribas zugeschlagen wurde, betrug im Jahr 1999 595 Mio. €. Der Net Income (Betriebsergebnis nach Steuern) stieg 1999 um über 86 % auf knapp 2,1 Mrd. €. Bereinigt um die Restrukturierungskosten verblieb immerhin ein Anstieg um 33,2% auf knapp 1,5 Mrd. €. Natürlich muß dabei zur Kenntnis genommen werden, daß diese Ergebnisse im Windschatten eines exzellenten Marktumfelds erzielt wurden.<sup>92</sup>

1. Top 10 des französischen Bankgewerbes	
Bilanzsumme 2001 in Mrd. EUR	
BNP Paribas	727,3
Crédit Agricole Groupe	496,4
Société Générale	451,7
Groupe Caisse d'Epargne	304,1
Crédit Mutuel	272,7
Crédit Lyonnais	178,4
Groupe Banques Populaires	170,6
CCF (Crédit Commercial de France)	69,6
Banque Sudameris	18,1
Banque Worms	4,9

*Abbildung 3.2.8: Bilanzsummen der französischen Banken 2001*

Quelle: Goedeckemeyer, Karl-Heinz, Frankreichs Großbankensektor formiert sich neu, in: Die Bank 43 (2003), S. 81

Die Wettbewerbsintensität ist trotz eines starken Sparkassen- und Genossenschaftsbankensektors, besonders erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang die Credit Agricole mit einem Bilanzvolumen von knapp 500 Mrd. € die Nr. 2 in Frankreich, mit einem Marktanteil dieses Sektors von gut 20% deutlich niedriger als vergleichsweise auf dem deutschen Markt. Die Konzentration im französischen Bankensektor ist mit einem CR<sub>5</sub> von 42,7 wesentlich höher als in Deutschland. Beide Faktoren ermöglichen den französischen Banken, höhere Margen im Kreditgeschäft durchzusetzen. Darüber hinaus profitierten die fran-

<sup>92</sup> Vgl. BNP Paribas, Annual Report 1999 BNP, op. cit., S. 66 ff.

zösischen Großbanken überproportional vom vergleichsweise starken Wirtschaftsaufschwung in Frankreich.<sup>93</sup>

Der bei vielen Banken zu beobachtende „Brain Drain“ hielt sich bei BNP Paribas in Grenzen. Neben den schnellen Entscheidungen über die neue Organisationsstruktur ist dieser Umstand der Schlüsselfaktor in dem Bemühen, die Kunden an die neue Bank zu binden und mithin nicht an die Konkurrenz zu verlieren. Kritisch anzumerken bleibt der fehlende Ausweis von Synergieeffekten, die in einer Höhe von über 750 Mio. € bis zum Jahr 2002 veranschlagt wurden.

Das Jahr 2000 verlief noch erfolgreicher als das vorangegangene mit einem Betriebsergebnis nach Steuern von 4,12 Mrd. €. Die Eigenkapitalrendite erreichte gar einen Wert von 20,9% nach Steuern. Wie alle Banken profitierte BNP Paribas von den weltweit günstigen Bedingungen auf den Kapitalmärkten. Insbesondere der durch die Übernahme von Paribas gestärkte Geschäftsbereich Corporate and Investment Banking trug mit einem operativen Ergebnis von 2,577 Mrd. € wesentlich zur Ergebnisverbesserung bei. Die Aufwand-Ertragsrelation lag um die 60% und fiel somit im europäischen Vergleich äußerst moderat aus.<sup>94</sup>

Die Ergebnisse des Jahres 2001 fielen, unter Berücksichtigung sich abschwächender Kapitalmärkte, vergleichsweise positiv aus. Das Betriebsergebnis nach Steuern (Net Income) sank nur minimal von 4,124 auf 4,018 Mrd. €. Die Marktkapitalisierung legte auf 44,5 Mrd. € zu, trotz schwach verlaufender Aktienmärkte.<sup>95</sup>

2002 wurden die Direktbankenaktivitäten durch die relativ preisgünstige Übernahme der deutschen Consors-Bank für knapp 500 Mio. € gestärkt. Zusammen mit der eigenen Internetbanksparte Cortal verfügte BNP Paribas über den größten Kundenstamm in diesem Geschäftsfeld in Europa mit 1,2 Mio. Kunden. Zur Expansion des internationalen Filialgeschäfts, mit Schwerpunkt in den USA, wurde die United California Bank übernommen.

Im November 2002 erwarb BNP, im Zuge einer Auktion, die restlichen 10,91% der staatlichen Anteile an der erst 1999 privatisierten Credit Lyonnais. Das großzügige Angebot von 58 € je Aktie entsprach einem Aufschlag von 49% auf den Aktienkurs der Credit Lyonnais. Aufgrund des hohen Kaufpreises gab die BNP-Aktie um 10% nach. Beim folgenden Bieterstreit mit der Credit Agricôle stockte BNP Paribas den Anteil an der Crédit Lyonnais auf 16,4% auf. Mit einem Übernahmeangebot im Volumen von 19,5 Mrd. € machte dann aber Crédit Agricôle das Rennen und stieg damit zum härtesten Konkurrenten von BNP Paribas auf.<sup>96</sup>

<sup>93</sup> Vgl. Henke, Claudia, *Tour des Banques: Die letzten Etappen*, in: *Die Bank* 41 (2001), S. 88 ff.

<sup>94</sup> Vgl. BNP Paribas, *Annual Report 2000* BNP Paribas, Paris 2001, S. 2 ff.

<sup>95</sup> Vgl. BNP Paribas, *Annual Report 2001* BNP Paribas, Paris 2002, S. 3 ff.

<sup>96</sup> Vgl. Goedeckemeyer, Karl-Heinz, *op. cit.*, S. 80 f.

Der Druck auf das Betriebsergebnis verstärkte sich und BNP mußte einen Rückgang im Jahr 2002 auf 3,295 Mrd. € verkraften. Im europäischen Vergleich steht die Bank aber aufgrund der guten Ergebnisse im Filialgeschäft weiterhin gut da. Dem schlechten Marktumfeld ist ebenfalls die gestiegene Aufwands-Ertrags-Relation auf inzwischen 65,2 % zuzuschreiben. Die hohen Margen im Filialbankgeschäft - im Vergleich zu deutschen Banken - trugen zu dem anhaltend positiven Ergebnis entscheidend bei. Im Investment Banking und der Vermögensverwaltung mußte dagegen auch BNP Paribas Ertragseinbußen hinnehmen. Das Ziel, die Eigenkapitalrendite im Jahr 2002 auf 16 % zu steigern, wurde zwar in den Jahren 1998 und 1999 übererfüllt, im eigentlichen Zieljahr 2002 mit 13,5 % allerdings nicht erreicht.<sup>97</sup>

Man muß konstatieren, daß der Zusammenschluß von BNP und Paribas, insbesondere wenn man Bankenfusionen ähnlicher Größenordnung zum Vergleich heranzieht, als erfolgreich gewertet werden kann. Gründe hierfür liegen in der relativ reibungslosen Integration der Banken sowie in der günstigen Konjunktur im Hauptmarkt Frankreich in den letzten Jahren. Die gelungene Integration kann möglicherweise durch die größere Veränderungsbereitschaft im französischen Bankengewerbe im Vergleich zu Deutschland begründet sein. Bereits die Privatisierung der französischen Großbanken Anfang der 90er Jahre hat eine große Anpassungsfähigkeit erfordert, während die deutschen Banken über Jahrzehnte eher moderaten Änderungen der Rahmenbedingungen im Wettbewerb unterworfen waren. Außerdem lassen sich im Zuge des sich verschärfenden Konzentrationsprozesses der letzten Jahre offenbar höhere Margen als in Deutschland durchsetzen.

---

<sup>97</sup> Vgl. BNP Paribas, Press Release vom 05.02.2003 BNP Paribas, S. 1 ff.



### 3.3. Überblick über die Entwicklung im Telekommunikationssektor

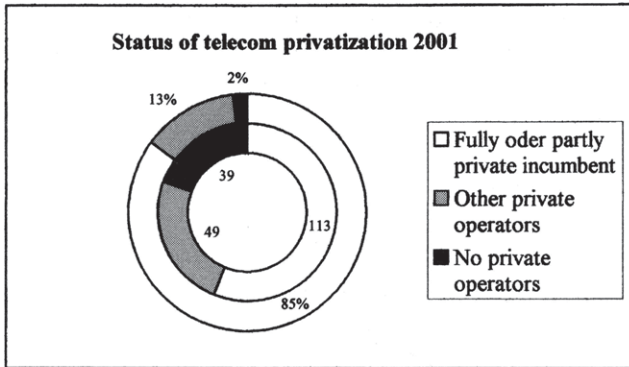
Der Telekommunikationssektor ist einer der weltweit am stärksten wachsenden Märkte der letzten Jahre. Deutlich wird das Wachstum sowohl am gestiegenen Umsatz der Branche als auch am demgegenüber noch stärker gewachsenen Telekommunikationsverkehr. Ursächlich hierfür ist die Schlüsselstellung der Telekommunikationsindustrie in ihrer Funktion als „Nervensystem“ beim Strukturwandel von der Industrie- zur Dienstleistungs- und seit einigen Jahren zur Informationsgesellschaft. Diese Entwicklungen wurden begünstigt durch den technischen Fortschritt, der sich besonders prägnant in der Digitalisierung der Datenverarbeitung sowie der Vervielfachung der Übertragungskapazitäten durch Glasfaserleitungen bzw. schmal- und breitbandige Telekommunikationsnetze (ISDN, DSL) offenbarte. Obwohl die Telekommunikationsindustrie mit ihren Innovationen maßgeblich zur Globalisierung der Wirtschaft beigetragen hat, ist sie selber noch stark durch die ehemaligen nationalen Monopole geprägt.

Die internationale Zusammenarbeit, insbesondere bei Fragen der Interoperabilität der nationalen Telekommunikationsnetze, wird durch die International Telecommunication Union (ITU) geregelt. In dieser Organisation, die bereits 1865 gegründet wurde, haben bis heute die ehemaligen Monopolisten ein Übergewicht. Die ITU ist im wesentlichen für die Ausarbeitung allgemeiner Regelungen für die grenzüberschreitende Telekommunikation bei Fragen der Festlegung von Tarifierungs- und Verrechnungsmechanismen, der Standardisierung von Telekommunikationsdiensten und -geräten sowie bei der Allokation von Funk- und Satellitenfrequenzen zuständig.

Die Liberalisierung der Telekommunikationsmärkte setzte vergleichsweise spät ein. Die Ineffizienzen, die in der Branche besonders grassierten, konnten vor einer breiteren Öffentlichkeit nicht mehr länger durch Lobbying und politische Protektion gerechtfertigt werden. Zu offensichtlich war die gängige Praxis der Quersubventionierung von Ortsgesprächen und die Versorgung ländlicher Gebiete durch Geschäftskunden oder Fern- und Auslandsgespräche. Das Argument eines natürlichen Monopols aufgrund eines leitungsgebundenen Netzes konnte durch das Auftreten neuer Technologien, wie z.B. Richtfunk mit weniger ausgeprägten economies of scale, nicht mehr länger aufrecht erhalten werden.<sup>98</sup> Inzwischen werden 98 % des weltweiten Umsatzes auf ganz oder teilweise liberalisierten Märkten erwirtschaftet.

---

<sup>98</sup> Vgl. Laffont, Jean-Jacques, und Jean Tirole, *Competition in Telecommunications*, Cambridge 2000, S. 3 f.



*Abbildung 3.3.1: Liberalisierungsintensität der Telekommunikationsmärkte*

Quelle: International Telecommunication Union, World Telecommunication Development Report 2002, Geneva 2002, S. 5.

Da insbesondere der Unternehmenssektor auf funktionsfähige und unter Kosten Gesichtspunkten wettbewerbsintensive Telekommunikationsmärkte angewiesen ist, verstärkte sich in den 80er Jahren der Druck auf die staatlichen Entscheidungsträger, gegen die bis dahin staatlichen Monopole im Telekommunikationssektor vorzugehen. Die Wachstumseuphorie, die durch die weltweite Liberalisierungswelle einsetzte, kam 2001 in Schlüsselmärkten wie dem Mobilfunk und dem Internet abrupt zum Erliegen. Durch eine Kombination dieser beiden Märkte und daraus sich entwickelnde neue Anwendungen erhoffen sich die Unternehmen neue Wachstumsmöglichkeiten in der Zukunft. Insbesondere in Europa sollen allzeit und mobil verfügbare Datendienste per Handy, die mit dem Aufbau der UMTS-Netze möglich werden, den gebeutelten Unternehmen neue Umsätze beschern. Die nächsten Jahre werden zeigen, ob genügend Zahlungsbereitschaft vorhanden ist, um die hohen Infrastruktur- und Lizenzaufwendungen zu refinanzieren.

Im Gegensatz zur Monopolkommission, die in ihrem Sondergutachten auf Preis- und Qualitätsunterschiede sowie auf die komplementäre Nutzung hinwies, gelangte die International Telecommunication Union in ihrem World Telecommunication Development Report 2002 zu der Auffassung, daß der Mobilfunk bzw. das Internet durchaus als ein Substitut für Festnetztelefonie angesehen werden können.<sup>99</sup> Demnach ist trotz Aufrechterhaltung des Monopols im Fest-

<sup>99</sup> Vgl. International Telecommunication Union, World Telecommunication Development Report 2002, S. 8 und Monopolkommission, Wettbewerb auf den Telekommunikations- und Postmärkten ?, Sondergutachten Nr. 29, Baden Baden 1999, S. 6., sowie eine ausführliche

netz durch die sachliche Markterweiterung Wettbewerb möglich. Besonders in Entwicklungsländern und dünn besiedelten Industrieländern wie beispielsweise Finnland dient der Mobilfunk mangels einem bezahlbaren Festnetzanschluß z.T. als vollständiges Substitut.

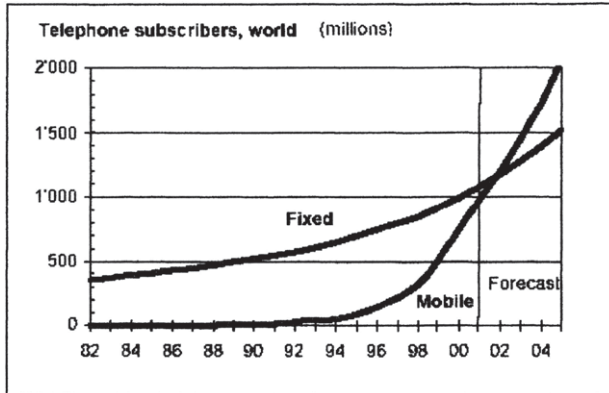


Abbildung 3.3.2: Verhältnis zwischen Fest- und Mobilanschlüssen

Quelle: International Telecommunication Union, op. cit, S. 9.

Aufgrund der Attraktivität der neuen Mobilfunkdienste hat die Zahl der Mobilfunkanschlüsse inzwischen die Zahl der Festnetzanschlüsse überholt. Mit knapp 1 Mrd. Mobilfunkkunden hatte Ende 2001 jeder sechste Weltbewohner einen Mobilfunkanschluß, während es zehn Jahre zuvor nicht einmal ein Prozent der Weltbevölkerung waren.

Zusätzlich angefacht wird der Wettbewerb durch die Globalisierung der Telekommunikationsunternehmen, d.h., es gibt keinen nationalen Markt von Bedeutung mehr, auf dem der etablierten Unternehmung nicht zumindest ein global agierender Konkurrent die Stirn bietet.<sup>100</sup> Durch die grenzüberschreitende Tätigkeit der Unternehmen wird auch das Dienstangebot im Mobilfunk zunehmend international angeboten.<sup>101</sup>

---

Diskussion im neueren Sondergutachten. Vgl. Monopolkommission, Wettbewerbsentwicklung bei Telekommunikation und Post 2001: Unsicherheit und Stillstand, Sondergutachten Nr.33, Baden Baden 2001, S. 67 ff.

<sup>100</sup> In einigen Fällen handelt es sich allerdings um ausländische, ehemals auf dem eigenen Heimatmarkt als Monopolist auftretende Unternehmen (z.B. die DT AG bei Markteintritten im Ausland).

<sup>101</sup> Vgl. International Telecommunication Union, 2002 World Telecommunication Development Report 2002, S. 4.

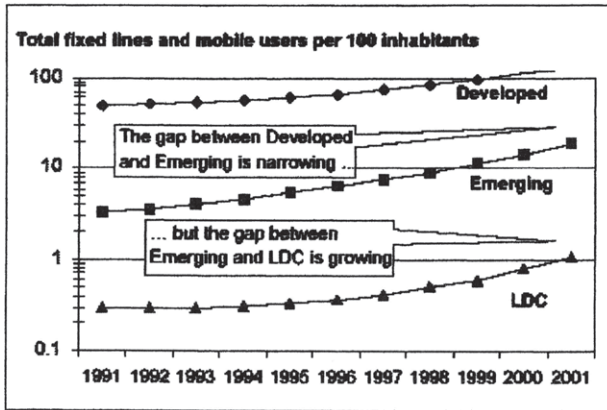


Abb. 3.3.3: Festnetz- und Mobilfunkanschlüsse

Quelle: International Telecommunication Union, op. cit., S. 7.

Der Entwicklungsvorsprung der entwickelten Länder gegenüber den Schwellenländern ist gesunken, während er wiederum beim Vergleich zwischen den Schwellen- und Entwicklungsländern weiter gewachsen ist. Der so genannte „digital divide“ verhinderte bisher den Anschluß der Entwicklungsländer an die Informationsgesellschaft und den damit verbundenen ökonomischen Fortschritt. Einerseits haben einige Entwicklungsländer große Fortschritte bei der schnellen Verbreitung des Mobilfunks erzielt, andererseits fehlt aber eine geeignete Infrastruktur, die den Zugang zum Internet flächendeckend gewährleistet.

Vorreiter der einsetzenden, weltweiten Liberalisierungswelle waren die USA, die bereits 1984 den Monopolanbieter AT&T zerschlagen haben. AT&T war im Unterschied zu den meisten Monopolisten Europas kein staatliches Unternehmen, sondern ein bereits seit 1934 von der Regulierungsbehörde Federal Communications Commission (FCC) kontrolliertes Privatunternehmen. Die Monopolstellung war deshalb in größerem Maße durch private Konkurrenz beispielsweise auf dem Fernnetz- und Endgerätemarkt bedroht. Der Zugang zum Ortsnetz blieb allerdings auch in den USA ein Engpaß, der zur Behinderung der Konkurrenz durch wettbewerbswidrige Verhaltensweisen wie Dumpingpreise oder mittels Verzögerungen der Bereitstellung von Übertragungswegen an Konkurrenten mißbraucht wurde. Infolge einer Klage des US-Justizministeriums wurde in einem Vergleich im Jahr 1984 die Abtrennung der zahlreichen Tochtergesellschaften, die das Ortsnetzgeschäft betrieben, von AT&T akzeptiert. Den dadurch unabhängigen Ortsnetzbetreibern wurden zahlreiche Verhaltensauflagen mit auf den Weg gegeben, die eine Remonopolisierung verhindern sollten. Sie durften u.a. nicht in den Fernverkehrsmarkt eintreten sowie keine Mehrwert-

dienste anbieten. Aufgrund des technischen Fortschritts wurden die Marktgrenzen aber zunehmend wieder aufgelöst und in der Folge kam es zu zahlreichen Gerichtsurteilen, die eine regulatorische Trennung zwischen Orts- und Fernnetzaktivitäten in Frage stellten. Die Aufweichung der Marktgrenzen bewog den Gesetzgeber dazu, die künstliche Trennung der Märkte im Telecommunications Act von 1996 aufzuheben. Dadurch setzte ein durch zahlreiche Fusionen vorangetriebener Konsolidierungsprozeß ein.<sup>102</sup>

In Europa setzte die Deregulierung der Branche bis auf Großbritannien und Finnland erst im Verlaufe der 90er Jahre ein, nachdem die gesamtwirtschaftlichen Nachteile eines nicht wettbewerblich organisierten Telekommunikationsmarktes evident wurden. Ursache für die frühe Liberalisierung in Großbritannien war ein Umschwenken der Wirtschaftspolitik unter der konservativen Regierung von Margaret Thatcher. Die notwendige Netzmodernisierung sollte nach Maßgabe einer neoklassischen Wirtschaftspolitik nicht vom Steuerzahler finanziert werden; zugleich sollte das ineffiziente Management unter Zugzwang gesetzt werden. Bereits 1981 wurden mit der Verabschiedung des Telecommunication Acts erste Schritte zur Öffnung des Marktes unternommen, wobei die zunächst eingeschlagene Strategie, einem Duopol den Markt zu überlassen, um den möglichen Verlust von Skalen- und Verbundvorteilen zu minimieren, letztlich scheiterte. Lediglich an einen Wettbewerber (Mercury Communications) wurde eine Lizenz zum Aufbau eines konkurrierenden Netzes vergeben. Zur weiteren Förderung des Wettbewerbs wurde 1984 die unabhängige Regulierungsbehörde OFTEL (Office of Telecommunications) gegründet. Aufgrund der weiterhin marktbeherrschenden Stellung des ehemaligen Monopolisten British Telecom wurde 1991 der Markt für Wettbewerber geöffnet, in dem die Begrenzung der Lizenzvergabe generell aufgehoben sowie der Marktzutritt in die Sprachtelefonie durch Kabel TV- Netzbetreiber zugelassen wurde. Innerhalb weniger Jahre haben 60 Wettbewerber eine Lizenz erworben.<sup>103</sup>

Abgesehen vom britischen Markt herrschte auf den übrigen europäischen Märkten bis Ende der 90er Jahre eine monopolistische Marktstruktur vor, sowohl im Bereich der Netzinfrastruktur als auch hinsichtlich der darauf angebotenen Dienste und Endgeräte. Der erste zaghafte Liberalisierungsschritt wurde mit dem Grünbuch zur Telekommunikation vollzogen.<sup>104</sup> Das Grünbuch lieferte den entscheidenden Denkanstoß zur ordnungspolitischen Reform des Telekommunikationssektors, der gleichzeitig zu einer Konvergenz der bereits eingeleiteten

---

<sup>102</sup> Vgl. Gerpott, Torsten, Wettbewerbsstrategien im Telekommunikationsmarkt, 3. Aufl., Stuttgart 1998, S. 129 ff.

<sup>103</sup> Vgl. Gerpott, Torsten, op. cit., S. 105 ff.

<sup>104</sup> Vgl. Europäische Kommission, Towards a dynamic European Economy, Green Paper on the development of the common market for telecommunication services and equipment, Com (87) 290, June 1987, S. 1 ff.

staatlichen Reformbemühungen in den europäischen Staaten führen sollte. Dienstvielfalt und Innovationen hatten im Grünbuch einen größeren Stellenwert als die Größenvorteile im Hinblick auf die Netzinfrastruktur des etablierten Anbieters. Das Grünbuch unterschied Basis- bzw. Grunddienste, die der allgemeinen Dienstversorgung dienen (Universaldienste), von so genannten Wettbewerbsdiensten (Mehrwertdienste), für die ein ungehinderter Netzzugang geschaffen werden sollte. Die Basisdienste umfaßten die einfache Sprachübermittlung und Telex. Letztendlich liefen die Regelungen auf eine Teilliberalisierung hinaus, die die Endgeräte und Mehrwertdienste beinhalteten. Die Monopolstellung betreffend der Netzinfrastruktur sowie bei den Basisdiensten blieb aber zunächst unangetastet, wobei die Monopolisten einen nichtdiskriminierenden Netzzugang für andere Anbieter gewähren sollten.

Da Grünbücher lediglich Empfehlungscharakter haben, wurde die rechtlich verpflichtende Liberalisierung des Telekommunikationssektors in der Folge schrittweise im Zuge mehrerer Richtlinien vollzogen, die - mit entsprechenden Fristen versehen - von den Mitgliedsländern umgesetzt werden mußten. Die erste Richtlinie vom 16. Mai 1988 öffnete den Wettbewerbern die Endgerätemärkte. Bis zum 01.01.1993 wurde die Vorgabe gesetzt, den Markt für Mehrwertdienste zu öffnen. Für einen reibungslosen, grenzüberschreitenden Telekommunikationsverkehr wurde eine Open Network Provision (ONP)-Richtlinie vom 28.06.1990 verabschiedet, die eine Zusammenschaltung verschiedener Netze mittels standardisierter Schnittstellen ermöglichen sollte. Um eine interne Quersubventionierung zu verhindern, wurde eine getrennte Rechnungslegung insbesondere betreffend der Monopolbereiche gefordert. Die letzte Bastion der Basisdienste fiel mit einem Ministerbeschluß vom 22.06.1993. Der Beschluß verfügte eine Liberalisierung des öffentlichen Sprachtelefondienstes bis zum 01.01.1998. Italien zählte wie bei den meisten Liberalisierungsvorhaben eher zu den Nachzüglern. Die Liberalisierungsvorgaben der EU wurden immer erst mehrere Jahre später umgesetzt. Der bisherige Monopolist Telecom Italia wurde erst 1997 fast vollständig privatisiert. Das Unternehmen galt als besonders ineffizient aufgrund eines großen Personalüberhangs. Um den Wettbewerbsprozeß zu beschleunigen, wurde ein neues Telekommunikationsgesetz 1997 erlassen, das u.a. eine unabhängige Regulierungsbehörde (AGCOM) vorsah. Aber auch die Regulierungsbehörde reagierte vielfach sehr träge. Insbesondere ergaben sich Schwierigkeiten bei der Lizenzvergabe an neue Wettbewerber. Deshalb kam der Wettbewerb nur schleppend in Gang, und folgerichtig ist das Preisniveau in Italien im Vergleich zu anderen Mitgliedsländern der EU hoch. Andererseits verfügt Italien aufgrund seiner Mobilfunkaffinität über eine Spitzenposition bei der Marktpenetration mit Mobiltelefonen.<sup>105</sup>

<sup>105</sup> Vgl. Frühbrodt, Lutz, Die Liberalisierung der Telekommunikationsdienste, Wiesbaden 2002, S. 284 ff.



In Deutschland folgte man sukzessive den Empfehlungen zur Deregulierung der Telekommunikation der EU-Kommission. Die Aufspaltung des ehemaligen Monopolbetriebes Deutsche Bundespost wurde im Zuge des Poststrukturgesetzes (Postreform I) im Jahre 1989 vollzogen.<sup>106</sup> Zunächst wurde die formelle Privatisierung umgesetzt, indem die ehemalige Deutsche Bundespost in drei neue Geschäftsfelder; Gelbe Post (Beförderung von Briefen und Paketen), Postbank (Postgiro und Postsparkasse) sowie Graue Post (Telekommunikation), aufgespalten wurde. Den neuen Einheiten wurde zwar die organisatorische Eigenständigkeit insoweit zugestanden, als eine Trennung in betriebliche sowie politisch-hoheitliche Aufgaben vollzogen wurde. Sie blieben aber öffentlich-rechtliche Unternehmen mit weitgehenden Einflußmöglichkeiten der Politik. Der Monopolbereich wurde bis auf die Grundversorgung durch die Festnetzinfrastruktur sowie die zugehörige Sprachtelefonie deutlich beschnitten. Die Märkte für Endgeräte und allen übrigen Telekommunikationsdienstleistungen wurden liberalisiert.

Der Konstruktionsfehler lag allerdings in der unvollständigen materiellen Unabhängigkeit begründet, denn etwaige defizitäre Bereiche mußten mittels Quersubventionierung unterstützt werden. Weiterhin konnte die DBP-Telekom als öffentliches Unternehmen nicht im Ausland Telekommunikationsnetze erwerben bzw. aufbauen. Die wichtigste Ursache für weitere Reformen bildete aber die Deutsche Einheit, die den Aufbau eines modernen Telekommunikationsnetzes in den neuen Bundesländern erforderte. Das dazu erforderliche Kapital machte eine Umwandlung der DBP-Telekom in eine privatrechtliche Aktiengesellschaft notwendig.

Die Privatisierung wurde schließlich mit der Postreform II im Jahr 1994 umgesetzt. Der Monopolbereich wurde dabei nicht weiter eingeschränkt, sondern unverändert an die neue Deutsche Telekom AG (DT AG) übertragen. Erste Lizenzen im Mobil- und Satellitenfunk, damals noch Nischenmärkte, wurden bereits 1990 u.a. an die Mannesmann Mobilfunk GmbH vergeben. Unternehmensnetzwerke (Corporate Networks) wurden 1993 zugelassen und lockerten das Netzmonopol der DT AG allmählich auf. 1996 wurde mit dem Telekommunikationsgesetz der Regulierungsrahmen zur restlichen Öffnung der Telekommunikationsmärkte, inklusive der Netzinfrastruktur, geschaffen.

Erst die Postreform III gab dem Wettbewerb den Vorrang vor der bisher im Vordergrund stehenden flächendeckenden Grundversorgung mit Telekommunikationsdienstleistungen.<sup>107</sup> Regelt wurden im neuen TKG sowohl der Marktzutritt als auch dessen Wertschöpfungsumfang sowie zugehörige Auflagen durch die Vergabe mehrerer Lizenzklassen. Man unterscheidet gemäß § 6 Abs. 4

<sup>106</sup> Vgl. Regierungsentwurf eines Poststrukturgesetzes, BT-Drs. 11/2854. S. 1 ff.

<sup>107</sup> Vgl. Klein, Christina, Die Liberalisierung des Telekommunikationsmarktes in der Europäischen Union, Hamburg 2000, S. 340 f.

TKG vier Lizenzklassen - Mobilfunk, Satellitenfunk, andere Übertragungswege für Telekommunikationsdienstleistungen für die Öffentlichkeit und Sprachtelefondienst. Die Anzahl der Lizenzen, die vergeben werden können, ist prinzipiell unbegrenzt, so lange die Leistungsfähigkeit und Fachkunde sowie die Ressourcenknappheit von Funkfrequenzen einer Lizenzvergabe nicht im Wege stehen. Dadurch wurde ein schnellerer Abbau der Dominanz des etablierten Anbieters angestrebt als es bei stark eingeschränkter Lizenzvergabe in den USA und Großbritannien der Fall war. Alle übrigen Dienstleistungen unterliegen keiner Lizenzierungspflicht. Überwacht und vor allem gesteuert werden sollte dieser Liberalisierungsprozeß von der neu eingerichteten Regulierungsbehörde für Telekommunikation und Post (Reg TP). Sie gestaltet die asymmetrische Regulierung des marktbeherrschenden Anbieters und dessen Universaldienstverpflichtungen. Es wurde diesbezüglich auf eine ex ante Kontrolle gesetzt, da sich beispielsweise in Großbritannien und Neuseeland die ex post Mißbrauchskontrolle des allgemeinen Wettbewerbsrechts nicht bewährt hat. Der effektive Marktzutritt von Newcomern konnte wegen gerichtlicher Auseinandersetzungen über die Modalitäten des Zugangs zur Netzinfrastruktur oder den dafür erhobenen Entgelten, aufgrund jahrelanger und sich über mehrere Instanzen hinziehender Verfahren, durch den Etablierten massiv verzögert werden.

Der Regulierungsumfang wird laut § 81 Abs. 3 TKG alle 2 Jahre auf die Möglichkeit der Rückführung überprüft. Damit beauftragt wurde die Monopolkommission, die jeweils ein Sondergutachten anfertigt, welches ein Urteil über die Entlassung einzelner Märkte in den Wettbewerb bzw. Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen anregen kann. Bisher verfügt die Deutsche Telekom AG auf fast allen Teilmärkten noch über eine marktbeherrschende Stellung und selbst auf Märkten mit hohen Marktanteilen der Wettbewerber wie bei den Inlandsferngesprächen ist der Wettbewerb nicht strukturell gesichert, sondern steht und fällt mit der Regulierung. Sollte die Regulierung aufgehoben werden, droht deshalb eine Remonopolisierung durch die DT AG, so daß eine Rückführung des Regulierungsumfangs derzeit wenig wahrscheinlich ist. Ein ausreichender Aufbau alternativer Telekommunikationsnetze durch Wettbewerber ist bisher nicht erfolgt.<sup>108</sup> Diese Haltung wurde von einigen Ökonomen bzw. Juristen kritisiert, die aufgrund der vergleichsweise schnellen Marktanteilsverluste von einem funktionsfähigen Markt ausgehen, der trotz verbliebener hoher Marktanteile der DT AG durch potentielle Konkurrenz auf Wettbewerbskurs gehalten wird, es sich mithin also um einen angreifbaren Markt handelt.<sup>109</sup> Einige Ökonomen

<sup>108</sup> Vgl. Monopolkommission, op. cit., S. 18 ff.

<sup>109</sup> Vgl. Kruse, Jörn, Müssen Telefongespräche noch reguliert werden? Anmerkungen zum Sondergutachten der Monopolkommission, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 70 (2000), S. 765 ff., und Knieps, Günter, Rückführung der sektorspezifischen Regulierung auf dem deutschen TK-Markt. Die verpaßte Chance des Sondergutachtens der Monopolkommission, in:

fordern deshalb eine paßgenaue Regulierung, die optimal dosiert werden soll. Dabei handelt es sich um einen disaggregierten Regulierungsansatz, der nur dort stabile Marktmacht vermutet, wo Größenvorteile zusammen mit versunkenen Kosten auftreten.<sup>110</sup> Die Konzeption angreifbarer Märkte als Voraussetzung einer disaggregierten Regulierung setzt allerdings voraus, daß keinerlei versunkene Kosten bei einem etwaigen Marktaustritt auftreten.<sup>111</sup> Davon ist aber allein aufgrund immenser Werbungskosten, bei einem Markteintritt nennenswerten Umfangs, nicht auszugehen. Auch wenn man nur geringe versunkene Kosten unterstellt, lösen diese deshalb extrem vom Idealzustand abweichende Marktergebnisse aus.<sup>112</sup> Außerdem besteht die Möglichkeit der Reputationsbildung durch den Etablierten, der wie im Falle der DSL Dumpingpreisangebote bereits demonstriert wurde, Wettbewerber möglicherweise dauerhaft von einem Markteintritt abhalten kann, selbst wenn er zu einem späteren Zeitpunkt die Preise erhöht.<sup>113</sup> Angesichts zögerlicher Investoren ist ein riskanter Markteintritt eines Newcomers, der auf Fremdkapital angewiesen ist, zur Zeit eher unwahrscheinlich.

---

Multimedia und Recht 3 (2000), S. 266 ff., sowie Immenga, Ulrich, Relevante Märkte und Marktbeherrschung in der Regulierungspraxis, in: Multimedia und Recht 3 (2000), S. 196 ff.

<sup>110</sup> Vgl. Gabelmann, Anne, und Wolfgang Groß, Telekommunikation: Wettbewerb in einem dynamischen Markt, in: Knieps, Günter, und Gert Brunekreeft (Hrsg.), Zwischen Regulierung und Wettbewerb, 2. Aufl., Heidelberg 2003, S. 93 ff.

<sup>111</sup> Das Konzept bestreitbarer Märkte sowie dazu notwendige und hinreichende Bedingungen stammen ursprünglich von Baumol, William J., John C. Panzar und Robert D. Willig, Contestable Markets and The Theory of Industry Structure, New York 1982, S. 1 ff.

<sup>112</sup> Die Gleichgewichtsbedingungen zur Bestreitbarkeit von Märkten sind recht restriktiv und sind nur gültig für den Fall, daß

- eine Industriestruktur als zulässig betrachtet wird, wenn die nachgefragte Menge  $Q(p)$  nach einem homogenen Gut bedient wird und die Unternehmen  $i = 1, \dots, n$  ihre produzierte Menge  $q_i$  zu kostendeckenden Preisen  $p_i$  verkaufen können. Es gilt demgemäß,

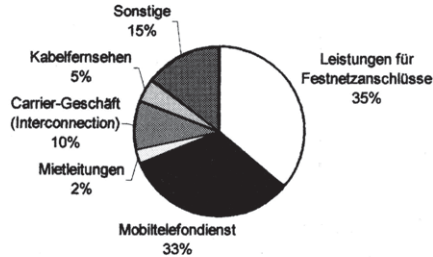
$$\sum_{i=1}^n q_i = Q(p) \text{ und } p q_i - C(q_i) \geq 0 \text{ für } i = 1, \dots, n.$$

- eine Industriestruktur nachhaltig bzw. dauerhaft bestehen bleibt, wenn kein potentieller Konkurrent zu geringeren Preisen  $p^e$  einen gewinnbringenden Eintritt in den Markt vollziehen kann. Es gilt also,

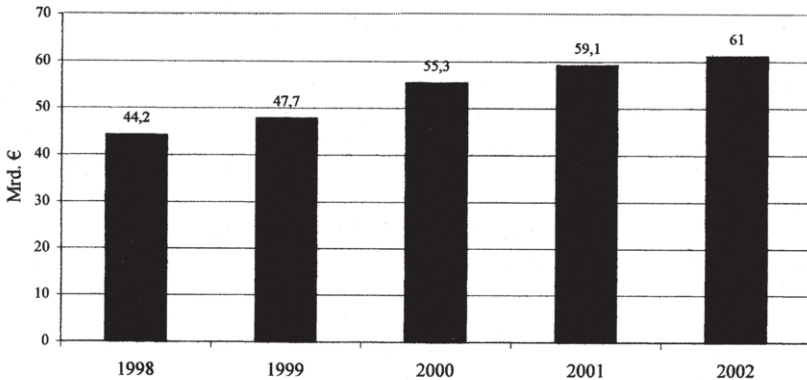
$$p^e q^e \leq C(q^e) \text{ für alle } p^e \leq p \text{ und } q^e \leq Q(p^e)$$

<sup>113</sup> Vgl. Bolton, Patrick, Joseph F. Brodley und Michael H. Riordan, Predatory Pricing: Strategic Theory and Legal Policy, in: Georgetown Journal, 88 (2000) S. 2241 ff.

### Umsatzerlöse der Unternehmen 2002 mit Telekommunikationsdienstleistungen



### Umsatzerlöse der Unternehmen mit TK-Dienstleistungen 1998-2002



**Abbildung 3.3.4: Umsatzerlöse der Unternehmen mit Telekommunikationsdienstleistungen in Deutschland**

Quelle: Regulierungsbehörde für Telekommunikation und Post, Jahresbericht 2002, Marktbeobachtungsdaten der Regulierungsbehörde für Telekommunikation und Post, Bonn 2003, S. 14.

Telefonkanäle					
Anteile der DT AG und deren Wettbewerber					
	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Wettbewerber</b>					
Anzahl Kanäle insgesamt/ Mio.	0,16	0,40	0,86	1,58	2,35
davon analog	15%	21%	17%	14%	10%
davon ISDN	85%	79%	83%	86%	90%
Anzahl Anbieter	21	40	55	61	64
<b>DT AG</b>					
Anzahl Kanäle insgesamt/ Mio.	46,37	47,61	49,36	50,70	51,37
davon analog	76%	72%	65%	60%	56%
davon ISDN	22%	28%	35%	40%	44%
<b>Summe (DT AG + Wettbewerber)</b>					
Anzahl Kanäle insgesamt/ Mio.	46,53	48,21	50,22	52,28	53,72
Anteil Wettbewerber	0,3%	0,6%	1,7%	3,0%	4,4%
Anteil DT AG	99,7%	99,2%	98,3%	97,0%	95,6%

inkl. oTel

*Abbildung 3.3.5: Marktanteile bei Festnetzanschlüssen*

Quelle: Regulierungsbehörde für Telekommunikation und Post, op. cit., S. 18.

Eine zusätzliche Behinderung der Wettbewerber eröffnet sich durch bewußte Verzögerungen bei der Zusammenschaltung mit Wettbewerbern, die bisher nur zögerlich geahndet werden, da die DT AG alle Rechtsmittel ausschöpft und selbst bei einer Verurteilung nur mit geringen Bußgeldern rechnen muß. Eine in jüngster Zeit intensiv genutzte Methode, den Wettbewerbern den Marktzutritt oder –verbleib zu erschweren, ist das Bündeln von Leistungen, die verschiedenen Teilmärkten zuzurechnen sind und vom Wettbewerber den simultanen Markteintritt in mehrere Märkte durch ähnliche Bündelangebote erfordert.

Die Umsätze mit Telekommunikationsdienstleistungen in Deutschland sind seit der endgültigen Liberalisierung deutlich gestiegen, wie der Abbildung 3.3.4 entnommen werden kann, wobei die Zuwachsraten zuletzt stagnierten. Dem härtesten Wettbewerb seit dem Eintritt in die Konsolidierungsphase konnten viele Unternehmen nur noch mit Beschäftigungsabbau entgegenen. Zum ersten Mal seit 1998 ging deshalb die Zahl der Beschäftigten der Branche um 5 % zurück. Es setzt also inzwischen eine gewisse Konsolidierung ein, denn der jüngste Beschäftigungsabbau ist fast ausschließlich auf die neuen Wettbewerber zurückzuführen, während die DT AG ihre Beschäftigtenzahl weitgehend konstant hielt.

Das Ortsnetz wird zusammen mit dem Festnetzanschluß aus Sicht der Kunden als ein Markt angesehen, da Ortsgespräche bisher grundlegend mit dem Anbieter des Netzanschlusses geführt werden. Darin kommt die Einteilung einzelner

Märkte nach dem Bedarfsmarktkonzept zum Ausdruck. Die weiteren Telekommunikationsmärkte werden eingeteilt in Inlands- sowie Auslandsferngespräche im Festnetz, Mobilfunk und Vorleistungen für alternative Anbieter von Telekommunikationsdiensten.<sup>114</sup>

Der Anteil der Wettbewerber an den Festnetzanschlüssen ist zwar leicht gestiegen, allerdings im wesentlichen bei den ISDN- und Primärmultiplexanschlüssen. Insgesamt ist der Marktanteil aber so gering, daß weiterhin von einer Monopolstellung der DT AG gesprochen werden kann. Ursache für den langsamen Marktanteilszuwachs der Wettbewerber, selbst bei höherwertigen Anschlüssen, ist u.a. die schleppende Umstellung der Anschlüsse, welche potentielle Kunden vom Wechsel zu alternativen Anbietern abschreckt. Regional allerdings konnten Wettbewerber z.T. erhebliche Marktanteile erobern, so beispielsweise in Hamburg 12%, in Köln 21 % und in Oldenburg gar 23 %. Allerdings sind die Wettbewerber überwiegend, d.h. zu 90 % vom Zugang zur Teilnehmeranschlußleitung bzw. den zugehörigen Kollokationsräumen der DT AG abhängig. Insofern ist ein diskriminierungsfreier, entbündelter Zugang zum Telekommunikationsnetz der DT AG von zentraler Bedeutung.<sup>115</sup> Der Mietpreis für die TAL nimmt mit 12,48 € in Europa einen mittleren Platz ein.<sup>116</sup> Bei der neuesten Überprüfung im April 2003 wurde eine Absenkung um 5,5% auf 11,80 € beschlossen. Trotzdem eröffnet sich dadurch eine Preis-Kosten-Schere, da der Anschlußpreis für die Endkunden mit derzeit 11,49 € netto unterhalb der Kosten der Wettbewerber für den gemieteten Anschluß liegt. Zwar hat die DT AG ihre Grundentgelte für alle Anschlußarten angehoben, aber in so geringem Ausmaß, daß das Problem der Kosten-Preis-Schere nicht befriedigend gelöst wurde.

Inzwischen hat die Europäische Kommission aufgrund einer eingereichten Klage der Wettbewerber in dieser Frage ein Vertragsverletzungsverfahren eingeleitet. Die DT AG wurde am 21. 05.2003 zur Zahlung eines Bußgelds von 12,6 Mio. € verurteilt, da sie mit ihrer Marktmacht den Wettbewerb in unzulässiger Weise beschränkt hat.<sup>117</sup> Der diskriminierungsfreie Zugang zum Ortsnetz ist für den Einstieg ins Massengeschäft entscheidend und Voraussetzung für einen

---

<sup>114</sup> Vgl. Monopolkommission, op. cit., S. 17 f.

<sup>115</sup> Entbündelt bedeutet in diesem Zusammenhang, daß das marktmächtige Unternehmen nicht nur ein Gesamtangebot für alle Leistungen im Paket anbieten muß, sondern auch ein Angebot für einzelne Teilleistungen bzw. Netzelemente vorlegen muß. Ansonsten bestünde die Gefahr, daß Wettbewerber für Leistungen zahlen, die sie gar nicht in Anspruch nehmen. Aktuelle Bedeutung hat das so genannte Line Sharing erlangt. Dabei könnte der Etablierte weiterhin Sprachtelefonie anbieten, während ein Wettbewerber breitbandigen Internetanschluß oder andere Dienste mit der gleichen Leitung vertreibt.

<sup>116</sup> Vgl. Jahresbericht 2002, op. cit., S. 19.

<sup>117</sup> Vgl. Presseerklärung der Europäischen Kommission, IP 03/717 vom 21.05.2003, Kommission verhängt Geldbuße gegen Deutsche Telekom wegen wettbewerbswidriger Entgelte für den Ortsnetzzugang, (ohne Seitenangaben).



Wettbewerb auf gleicher Augenhöhe mit der DT AG. Der Aufbau eines Telekommunikationsnetzes im gleichen Umfang wie die DT AG ist nicht erforderlich und angesichts des Ressourceneinsatzes möglicherweise auch volkswirtschaftlich nicht wünschenswert (Netz als natürliches Monopol).

Die Zahl der Internetnutzer hat in den letzten Jahren zwar deutlich zugenommen. In Addition mit deutlich gestiegenen Nutzungsdauern verschärfte sich der Preiswettbewerb massiv. Die Zugangstarife sind daher von Februar 1999 bis Ende 2002 um 81 % gesunken.<sup>118</sup> Für den Internetzugang ist ein breitbandiger Anschluß via DSL (Digital Subscriber Line) am besten geeignet. Durch Signalverarbeitungstechnik kann die Übertragungskapazität der herkömmlichen Kupferdoppelkabel deutlich erhöht werden, um damit Datendienste kostengünstig anbieten zu können. Die DT AG hat mit Hilfe einer Dumpingpreisstrategie bei der Einführung von DSL-Anschlüssen sowohl die Rentabilität des Ausbaus alternativer Technologien untergraben als auch eine Monopolstellung beim breitbandigen Internetzugang erobert. Nach und nach erhöhte die DT AG den DSL-Tarif, um die eigenen Verluste zu begrenzen. Die RegTP hat erst spät eingegriffen und die Übertragung der Monopolstellung vom Ortsnetz auf den Markt mit breitbandigen Anschlüssen nicht wirksam verhindern können; möglicherweise hat sie es gar nicht beabsichtigt. Begründet wurde diese Haltung mit der Ansicht, daß eine schnelle und kostengünstige Verbreitung der neuen Technologie in Deutschland nur durch die DT AG in ausreichendem Maße gewährleistet werden kann. Wichtige Vorprodukte wurden den Wettbewerbern erst nach langwierigen gerichtlichen Auseinandersetzungen angeboten.

Zukünftig sollten neue Telekommunikationsdienste der DTAG nur mit der Auflage genehmigt werden, daß den Wettbewerbern zeitgleicher und diskriminierungsfreier Zugang zu den dazu erforderlichen Vorleistungen nach § 33 Abs.1 TKG angeboten wird, also ohne eine Preis-Kosten-Schere wie im Falle des DSL-Tarifs. Falls die Gefahr einer Verschleppung durch Klagen der DTAG vor den Verwaltungsgerichten droht, sollte bei der anstehenden Novellierung des TKG ein Vermarktungsverbot der neuen Dienste bei Zuwiderhandlung der DT AG aufgenommen werden. Dies sollte immer dann greifen, wenn die DT AG mit dem Angebot neuer Endkundendienstleistungen nicht simultan für ein entsprechendes Angebot auf der Vorleistungsebene sorgt.<sup>119</sup>

Die weit verbreitete Hoffnung, daß alternative Anschlußtechnologien den Wettbewerb im Festnetz beleben würden, haben sich bisher nicht erfüllt, da technische wie finanzielle Hürden einem Ausbau weiterhin im Wege stehen. Durch die Dumpingpreisstrategie haben viele Kabelnetzbetreiber und Anbieter von Wireless Local Loop von weiteren Investitionen Abstand genommen bzw. sind

<sup>118</sup> Vgl. Regulierungsbehörde für Telekommunikation und Post, op. cit., S.28.

<sup>119</sup> Vgl. Junghanns, Volker, Preis-Kosten-Scheren in der Telekommunikation, in: Wirtschaft und Wettbewerb 52 (2002), S. 574 ff.

inzwischen insolvent. Eine allzu frühe Entlassung in den Wettbewerb aufgrund alternativer Anschlußtechnologien, mit denen ein monopolistisches bottleneck umgangen werden kann, ist also nicht angebracht.<sup>120</sup>

Im September 2002 wurde eine erste Änderung des TKG zur Netzbetreiberauswahl bei Ortsgesprächen beschlossen. Der DT AG ist es allerdings gelungen, aufgrund von technischen Problemen die tatsächliche Öffnung des Ortsnetzes durch Call by Call bis zum 24. April 2003 hinaus zu zögern. Preselection, d.h. die dauerhafte Voreinstellung auf einen neuen Anbieter, wird gar erst ab 8. Juli 2003 angeboten werden können. Das Prinzip des Inkassos durch die DT AG wurde ausgehöhlt, da der Monopolist nur noch die Rechnungsstellung, aber nicht mehr das Mahnwesen für die Wettbewerber übernimmt. Damit müssen die neuen Anbieter, bei häufig sehr kleinen Rechnungsbeträgen, hohe Mahngebühren verlangen; eine Maßnahme, die der Akzeptanz der Wettbewerber nicht gerade zuträglich ist.

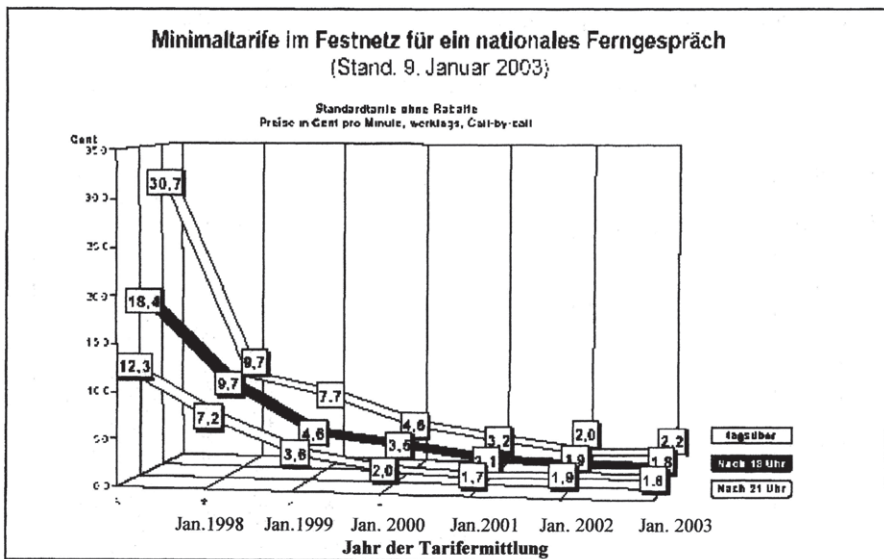


Abbildung 3.3.6: Entwicklung der Festnetztarife seit 1997

Quelle: Regulierungsbehörde für Telekommunikation und Post, op. cit., S. 23.

<sup>120</sup> Einige Ökonomen verwiesen bereits beim ersten Sondergutachten auf einen funktionsfähigen Markt im Fernverkehr und einen potentiellen Wettbewerb im Ortsnetz bzw. TAL durch alternative Technologien wie bspw. WLL (wireless local loop). Vgl. Knieps, G., Rückführung sektorspezifischer Regulierung auf dem deutschen TK-Markt, op.cit., S. 269.

Erreicht die DT AG das angestrebte Ziel, die Rechnungsstellung für Wettbewerber gar nicht mehr zu übernehmen, wird Call by Call viel an Attraktivität einbüßen, da die Kosten der Rechnungsstellung bei kleinen Beträgen nicht gedeckt sind.

Im Gegensatz zu den Ortsgesprächen betragen die Ferngespräche im Inland nur noch ca. 7% des ursprünglichen Monopolpreises. Dasselbe Ergebnis gilt für Auslandsgespräche, die teilweise über 95% günstiger wurden. Im Unterschied zu den Ferngesprächen sind die Auslandsgespräche auch im Jahr 2002 z.T. drastisch gesunken. Es ist der Monopolkommission zuzustimmen, die mit § 19 Abs. 2 und 3 GWB argumentiert, daß die DT aufgrund weiterhin hoher Marktanteile sowie einer im Vergleich zu den Wettbewerbern überragenden Finanzkraft und Stellung auf den Vorleistungsmärkten sowie den Vorteilen beim Kundenkontakt, weiterhin eine marktbeherrschende Stellung auf den Fern- und Auslandsgesprächsmärkten inne hat. Diese Stellung wird durch die Konsolidierung auf den Telekommunikationsmärkten eher wieder gefestigt, zumal ein hoher Anteil der Erlöse ohnehin über die Vorleistungen an die DT AG zurückfließen.<sup>121</sup>

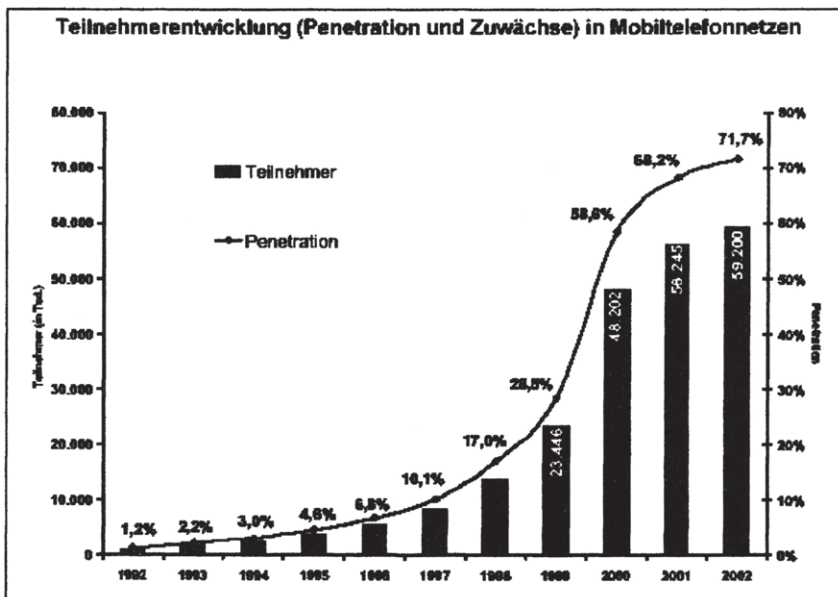


Abbildung 3.3.7: Teilnehmerentwicklung in Mobiltelefonnetzen

Quelle: Regulierungsbehörde für Telekommunikation und Post, op. cit., S. 25.

<sup>121</sup> Vgl. Monopolkommission, op. cit., S. 19.

Auf dem Mobilfunkmarkt herrscht dagegen ein intensiver, sich selbst tragender Wettbewerb. Die Penetrationsrate übertraf im Jahr 2002 erstmals die 70%, womit Deutschland lediglich einen unteren Mittelfeldplatz in Westeuropa einnimmt. Aufgrund vermehrter Vermarktung höherwertiger Daten- und Internetdienste durch die Mobilfunkunternehmen, konnte der Umsatz ebenfalls leicht gesteigert werden. Die starke Konkurrenz der DT AG vereinigt dabei einen Umsatzanteil von ca. 70% auf sich. Die neue Übertragungstechnologie UMTS steht vor ihrer Markteinführung und soll zukünftig weiteres Wachstum auf den Mobilfunkmärkten mit sich bringen.

Trotz dieser günstigen Prognosen lösten die exorbitant hohen Lizenzausgaben infolge der Versteigerung bei den meisten Anbietern wirtschaftliche Probleme aus. Zwei Erwerber von Lizenzen, Quam und Mobilcom, sind bereits aus dem UMTS-Netzbetrieb ausgestiegen. Der Vorwurf zu hoher Kosten durch die Versteigerung ist allerdings unzutreffend, da jedes Unternehmen selbst für sein unternehmerisches Risiko verantwortlich ist und eine Versteigerung als marktwirtschaftliche Lösung im Grunde für eine effizientere Allokation sorgt als eine mehr oder minder willkürliche Auswahl durch den Regulierer (Beauty-Contest). Diese Praxis hat in manchen Mitgliedsstaaten eher den Eindruck einer Rückkehr zu nationalstaatlicher Industriepolitik erweckt.

Als schwierig erwies sich die Entlassung einzelner Teilmärkte, deren Abgrenzung jeweils umstritten ist.<sup>122</sup> Angesichts der Unsicherheit über das Ausmaß der Konsolidierung bzw. der damit einhergehenden verstärkten Konzentration auf dem deutschen Telekommunikationsmarkt sollte auf eine ex ante-Regulierung nicht vorschnell verzichtet werden. Im folgenden sollen 3 Fusionsfälle aus diesem Sektor exemplarisch behandelt werden.

### **3.3.1. Mannesmann (Bieter) / O.tel.o**

#### **3.3.1.1. Ausgangslage vor der Fusion: Mannesmann AG / o.tel.o communications GmbH & Co.**

Das in den 90er Jahren zunehmend unbedeutende Röhrengeschäft bildete das Kerngeschäft des von den Brüdern Max und Reinhard Mannesmann gegründeten Unternehmens. Sie entwickelten 1885 ein revolutionäres Walzverfahren zur Herstellung von nahtlosen Stahlrohren und errichteten mit verschiedenen Partnern 1889 das erste Röhrenwerk. Nachdem sich die neue, bessere Technik gegen den Widerstand der etablierten Stahlkonzerne wie Krupp und Thyssen erfolg-

---

<sup>122</sup> Ein Konflikt darüber hatte sich beispielsweise an der Frage entzündet, ob es einen eigenen Markt für Geschäftskunden im Raum Berlin gibt. Eine derart enge Marktabgrenzung ist aus Gründen der mangelnden Operationalität abzulehnen.

reich durchgesetzt hatte, expandierte das Unternehmen ins europäische Ausland und gehörte schnell zu den größten Kapitalgesellschaften des Deutschen Reichs. Die produzierten Stahlrohre werden bis heute für Wasserversorgungsanlagen, Pipelines, Leitungsmasten und Straßenbeleuchtungsanlagen weltweit eingesetzt. Die vertikale Integration zum Montankonzern wurde bis zum 2. Weltkrieg vorangetrieben. Es wurden Gußstahlwerke, Blechwalzwerke mit eigener Stahlerzeugung sowie Hüttenwerke erworben. In den 20er Jahren wurde eine Maschinenfabrik zugekauft, um in die Rohrverarbeitung einzusteigen. Nach der Zerschlagung des Unternehmens nach dem 2. Weltkrieg dauerte es 10 Jahre bis die ehemalige Mannesmann AG wieder zusammenfindet. In den 60er Jahren folgt Mannesmann dem Trend zur Diversifizierung und erwarb beispielsweise den Hersteller von Hydraulikkomponenten, die Rexroth GmbH. Es folgten die Übernahmen der Demag AG und der Krauss-Maffei AG zur Stärkung der Aktivitäten im Maschinen- und Anlagenbau. In den 80er Jahren wurde Mannesmann durch den Erwerb der VDO Adolf Schindling AG sowie der Fichtel & Sachs AG zum Automobilzulieferer.<sup>123</sup>

Im Jahr 1990 wurde der ständige Wandel des Konzerns fortgeschrieben. Durch den Erwerb einer Mobilfunklizenz erfolgte der Einstieg in den Telekommunikationsmarkt. Innerhalb weniger Jahre eroberte Mannesmann eine führende Stellung auf dem Mobilfunkmarkt und entwickelte sich zum einzigen ernstzunehmenden Konkurrenten der DT AG. Zusammen mit der Deutschen Bahn und ihrem bahneigenen Telefonnetz gelang ein viel versprechender Einstieg in den Festnetzmarkt. Das Gemeinschaftsunternehmen Mannesmann Arcor AG wurde Anfang 1997 gegründet. Im Zuge der Liberalisierung der Telekommunikationsmärkte in Europa stellte sich auch die Mannesmann AG zunehmend europaweit auf. Sie erwarb Mehrheitsbeteiligungen am italienischen Mobilfunkanbieter Omnitel sowie der Festnetzgesellschaft Infostrada für ca. 13,85 Mrd. €. Es schlossen sich Beteiligungen in Österreich, Frankreich und Großbritannien an. Das starke Engagement in der Telekommunikation absorbierte einen großen Anteil des zur Verfügung stehenden Kapitals. Die zunehmend bedeutungslos gewordenen Geschäftszweige Automobiltechnik sowie die Mannesmann Röhrenwerke wurden nach der Übernahme des Gesamtkonzerns durch die Vodafone Plc verkauft.

Die o.tel.o communications GmbH & Co. entstand 1997 durch eine Zusammenlegung der Telekommunikationsaktivitäten der Veba AG (Vebacom) und der RWE AG (RWE Telliance). Bei der Gründung des Gemeinschaftsunternehmens waren die Veba AG mit 40% und die RWE AG mit 37,5% beteiligt. Die restlichen 22,5% waren für den bisherigen, britischen Partner von Veba im Telekommunikationsbereich Cable & Wireless vorgesehen, die allerdings von einem

---

<sup>123</sup> Vgl. Mannesmann Archiv, [www.mannesmann-archiv.de](http://www.mannesmann-archiv.de), Überblick über die Mannesmann-Geschichte, S. 1 ff.

weiteren Engagement Abstand nahmen, um sich auf den britischen Markt zu konzentrieren. Im August 1998 übernahm o.tel.o eine Mehrheitsbeteiligung am Mobilfunkanbieter E-Plus für 2,259 Mrd. DM. Die durch ihre Rücklagen besonders kapitalstarken Energieversorger wurden generell als mögliche Wettbewerber der DT AG nach der Liberalisierung der Telekommunikationsmärkte hoch gehandelt. Außerdem verfügten die ehemaligen Gebietsmonopolisten über einen ähnlich guten und umfassenden Zugang zu den Haushalten und Unternehmen wie die DT AG. O.tel.o war überwiegend auf dem Festnetzmarkt für Geschäfts- und Privatkunden tätig. Weitere Produkte umfaßten die Datenübertragung sowie Multimediadienste. Mit der Übernahme von Germany-Net wurde dieser Zweig weiter ausgebaut. Durch den dramatischen Preis- und Margeverfall im Festnetzmarkt sahen sich RWE und Veba gezwungen, sich aufgrund der unsicheren Refinanzierung des Investments in den Telekommunikationsmarkt von o.tel.o zu trennen. Aufgeschreckt durch die schnellen Marktanteilsverluste der DT AG, hielten es die Energieversorger für klüger, ihr angestammtes Monopol auf dem Energiemarkt zu verteidigen, daß ebenfalls im Zuge einer Liberalisierung auf dem Strommarkt seit Ende April 1998 bedroht schien.

### 3.3.1.2. Durchführung der Übernahme

Zum 1. April 1999 erwarb die Mannesmann AG die Festnetztelefondienstleistung o.tel.o., die in den Festnetzzweig des Konzerns Mannesmann Arcor eingegliedert wurde. Die Übernahme zum Preis von 2,25 Mrd. DM wurde als ideale Ergänzung angesehen, da o.tel.o sich auf das Privatkundengeschäft konzentriert hatte und dabei wesentlich erfolgreicher bei der Kundenakquise war als Mannesmann Arcor. Diesem Vorteil stand gegenüber, daß o.tel.o nach Plänen der alten Eigentümer im Jahr 1999 einen geplanten Verlust von 1,5 Mrd. DM ausweisen sollte. Allein bei der Veba AG waren insgesamt Aufbauinvestitionen und Anlaufverluste von rund 3,6 Mrd. DM aufgelaufen. Für die Finanzierung der Übernahme wurde von Mannesmann eine Kapitalerhöhung beschlossen, was zwangsläufig einer Verwässerung des Aktienwerts für die bisherigen Eigentümer gleichkam.

### 3.3.1.3. Motive für die Übernahme

Kostenersparnisse sollten vor allem durch Zusammenlegung von sich überschneidenden Bereichen wie Kundeninformations- und Abrechnungssystemen, die vom Kunden nicht markenspezifisch wahrgenommen werden, erzielt werden. Synergieeffekte bzw. Verbundvorteile ergaben sich durch die z.T. komplementären Netze, die den weiteren, bundesweiten Netzaufbau beschleunigten. O.tel.o brachte rund 11000 Kilometer Glasfasernetz entlang der Stromleitungen der RWE AG, Preussenelektra und der Gasleitungen von Wingas in die Netze



ein. Dadurch ergaben sich Dichtevorteile, so genannte economies of density, die eine bessere Netzauslastung ermöglichten. Mit der Ergänzung der Netze hoffte Mannesmann Investitionen im zweistelligen Millionenbereich einzusparen. Die Zusammenlegung oben genannter Bereiche ermöglichte die Freisetzung von 1000 der insgesamt 2800 Mitarbeiter bei o.tel.o. Ein gewisser Anteil konnte durch die Übernahme in andere Abteilungen aufgefangen werden, da bei Mannesmann Arcor zum Übernahmezeitpunkt über 600 freie Stellen zu besetzen waren. Der Eintritt des kombinierten Festnetzgeschäfts in die Gewinnzone, die auch Mannesmann Arcor noch nicht erreicht hatte, sollte bis zum Jahr 2001 erfolgen. Der Umsatz sollte 1999 um 800 Millionen auf über 3 Mrd. DM im Festnetzgeschäft steigen. Beim Marktanteil im Festnetz wurde eine Steigerung von 3,3 % im Jahr 1998 auf über 5 % angestrebt. Dabei sollte die überaus erfolgreiche Marke o.tel.o mit eigenem Preissystem erhalten bleiben. O.tel.o fokussierte sich zukünftig ausschließlich auf Privatkunden, während Arcor sich auf Geschäftskunden konzentrierte. Der Ausbau des Marktanteils bei Internetdienstleistungen - einem Markt mit stark steigenden Umsätzen - hinter T-Online und AOL-Bertelsmann erschien ebenfalls sinnvoll, denn O.tel.o brachte mit Germany-Net über 600 000 eigene Kunden ein, zu der vergleichsweise geringen Anzahl von 100 000 Arcor-Kunden.

#### 3.3.1.4. Weitere Expansion der Mannesmann AG in Europa

Mit der Übernahme von O.tel.o war die Mannesmann AG in Deutschland als klare Nummer 2 nach der DT AG stark genug aufgestellt und konzentrierte sich fortan auf den Erwerb weiterer Mehrheitsbeteiligungen bzw. Übernahmen von Telekommunikationsunternehmen in Europa. Der Mannesmannkurs legte nach der Ankündigung der Übernahme von O.tel.o um knapp 5% auf 129,50 € zu. Mannesmann folgte dann der DT AG, die bereits zuvor den viertgrößten Mobilfunkanbieter Großbritanniens One-2-One übernahm, und kaufte den drittgrößten Mobilfunkkonzern des Landes Orange Plc. im Oktober 1999 für 60 Mrd. DM. Orange brachte 3,5 Mio. Kunden bzw. 17% Marktanteil in Großbritannien in den Konzern ein, für die Mannesmann den äußerst hohen Preis von über 17 000 DM pro Kunde bezahlte. Eine Refinanzierung der Kaufsumme erschien unter diesem Gesichtspunkt als unwahrscheinlich. Allerdings muß man dabei berücksichtigen, daß 60 % der Kaufsumme in eigenen Aktien gezahlt wurde und Orange zu diesem Zeitpunkt der am schnellsten expandierende Mobilfunkanbieter Großbritanniens war. Nur die restlichen 40% bzw. 12 Mrd. € bezahlte Mannesmann in bar. Trotzdem hatten die Schulden eine Größenordnung erreicht, die das Konzernergebnis belasteten. Folgerichtig stürzte der Kurs von Mannesmann um 8,2% auf 144,80 € ab. Zusätzlich hielt Orange selbst Beteiligungen an Mobilfunkbetreibern in der Schweiz, Österreich, Belgien und Israel. Bis auf Österreich, wo die Mannesmann AG selbst im Aufbau eines Mobilfunknetzes begriff-

fen war, ergänzten diese Beteiligungen die europäische Marktabdeckung des Konzerns optimal.

Die Übernahme von o.tel.o rundete die Aktivitäten in Deutschland ab und verbesserte entscheidend die Möglichkeiten zum Ausbau des Festnetzes. Das letzte Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung und Goodwill-Amortisation (Ebidta) wurde im Jahr 1999 um 37% auf 4,3 Mrd. € gesteigert.<sup>124</sup> Insofern konnte man zumindest von Anfangserfolgen der Fusion sprechen, die aber aufgrund der Übernahmeofferte von Vodafone im November 1999 nur beschränkten Aussagewert besitzen.

### **3.3.2. Vodafone Plc. (Bieter) / Mannesmann AG**

#### **3.3.2.1. Ausgangslage vor der Übernahme: Vodafone Plc. / Mannesmann AG**

Das britische Unternehmen Vodafone wurde 1983 als Tochterunternehmen des Elektronikunternehmens Racal Radio Group ins Leben gerufen. Initialzündung hierzu war die erfolgreiche Ersteigerung einer Mobilfunklizenz bei der Auktion durch die britische Regierung. Das analoge Mobilfunknetz von Vodafone wurde bis zum 01.01.1985 aufgebaut und umfaßte am Ende des Einführungsjahres ca. 19 000 Kunden. In den folgenden Jahren wuchsen die Netzabdeckung Großbritanniens sowie die Nutzerzahl kontinuierlich an. Im Jahr 1991 spaltete sich Vodafone von Racal ab und konzentrierte sich seitdem auf die internationale Expansion. National wurde der Zugang zum Vodafone-Netz bereits 1991 von über 10 verschiedenen Mobilfunkdiensteanbietern vertrieben, mit jeweils eigenen Marken und Abrechnungsmodellen.<sup>125</sup> Nach erfolgreichem Wachstum in Europa schaffte Vodafone als einer der ersten europäischen Telekommunikationskonzerne den Sprung auf den US-Telefonmarkt, durch die Übernahme des zweitgrößten Mobilfunkbetreibers Airtouch zum Kaufpreis von 61 Mrd. \$. Mit diesem Deal stieg Vodafone 1999 innerhalb weniger Jahre zum weltgrößten Mobilfunkanbieter auf. Die Marktkapitalisierung betrug 110 Mrd. \$ bei einem Umsatz von 7,7 Mrd. \$. Im Zuge der Übernahme ging die Beteiligung von Airtouch von 35 % an der Mannesmann Mobilfunktochter D2 in den Besitz von Vodafone über. Zur Unterstützung der Finanzierung der Neuerwerbung und zur Vermeidung kartellrechtlicher Schwierigkeiten in Deutschland verkaufte Vodafone seine bislang als Minderheitsbeteiligung gehaltenen 17,25 % an E-Plus. Durch weitere Beteiligungen von Airtouch in Südeuropa konnte Vodafone weitere Lücken im europäischen Netz in Italien, Spanien und Portugal schließen.

<sup>124</sup> Vgl. Mannesmann, Geschäftsbericht der Mannesmann AG, Düsseldorf 2000, S. 69 f.

<sup>125</sup> Vgl. Vodafone, [www.vodafone.com](http://www.vodafone.com), History (ohne Seitenangaben).

### 3.3.2.2. Durchführung der feindlichen Übernahme

Durch den Kauf von Orange betrat die Mannesmann AG als ernstzunehmender Konkurrent für Vodafone den britischen Mobilfunkmarkt. Darüber hinaus war Mannesmann bereits zuvor als nächster Übernahmekandidat von Vodafone gehandelt worden. Insofern war der Kauf von Orange scheinbar ein kluger Schachzug, um eine Übernahme zu verhindern, da in diesem Fall die Kartellbehörden eine marktbeherrschende Stellung in Großbritannien beanstanden würden. Bei einer Genehmigung unter der Auflage, daß Orange verkauft werden muß, würde voraussichtlich keinesfalls der von Mannesmann bezahlte Preis von 33 Mrd. € erlöst werden können. Obwohl sich der Kurs von Mannesmann innerhalb eines Jahres auf 183,5 € mehr als verdoppelte, erfolgte im November 1999 dennoch ein Übernahmeangebot. Der neben Vodafone am schnellsten wachsende neue selbstbewußte Telekommunikationskonzern bzw. dessen Vorstand lehnte allerdings das Angebot vom 14.11.1999, 43,7 Aktien von Vodafone gegen eine von Mannesmann zu tauschen, als rundweg zu niedrig ab. Der Vorstand unter der Führung von Klaus Esser beharrte auf seiner Eigenständigkeit. Er stütze sich dabei auf Analysen, die einer integrierten Strategie der Zusammenführung von Mobil-, Festnetz-, Internet- sowie Breitbandkommunikation auf europäischer Ebene eine jährliche Steigerung der Ertragskennzahl Ebitda (Ergebnis vor Steuern, Zinsen, Abschreibung und Goodwill-Amortisation) von 60% prognostizierten, während dem reinrassigen Mobilfunkanbieter Vodafone keine 30 % zugetraut wurden. Insofern ließe sich allein ein größerer Wertzuwachs erzielen als gemeinsam mit Vodafone.<sup>126</sup>

Eine Woche nach der Ablehnung einer freundlichen Übernahmeofferte durch den Vorstand richtete Vodafone ein neues Angebot zu verbesserten Konditionen direkt an die Aktionäre der Mannesmann AG.<sup>127</sup> Es sah ein Umtauschverhältnis von 53,7 Vodafone-Aktien gegen eine Aktie von Mannesmann vor, womit den Mannesmann-Aktionären ein Gewicht von 47,2 % am gemeinsamen Unternehmen zugesprochen worden wäre. Damit wurde der Gesamtkonzern Mannesmann mit 128 Mrd. € (248 Mrd. DM) bewertet und wäre bereits bei diesem Angebot

---

<sup>126</sup> Daraus könnte man aber auch den Schluß ziehen, daß Vodafone mit einer feindlichen Übernahme gar nicht mehr länger warten konnte, da sich ansonsten in absehbarer Zeit das Kräfteverhältnis hätte umkehren können. Unfreiwillig bestärkte der Vorstand von Mannesmann damit Vodafone-Chef Gent in seiner Entschlossenheit, Mannesmann um fast jeden Preis zu übernehmen. Darüber hinaus stünde die Zusammenarbeit mit Mannesmann bei Ornitel (21,5 %) sowie die Beteiligung an der Mobilfunktochter von Mannesmann (34,8 %) vor dem Aus. Zwei europäische Volumenmärkte wären Vodafone bei einem Scheitern der Übernahme zusätzlich zum Imageverlust verloren gegangen.

<sup>127</sup> Wird ein Angebot ohne Einverständnis des Vorstands angenommen, handelt es sich um eine feindliche Übernahme, bei der i.d.R. das Management der Zielgesellschaft bei Erreichen der Stimmrechtsmehrheit ausgetauscht wird.

die teuerste Übernahme aller Zeiten gewesen. Zu Beginn zögerten einige institutionelle Anleger mit dem Verkauf ihrer Aktien an Vodafone, da selbst dieser hoch anmutende Preis von einigen als zu niedrig angesehen sowie eine solide Finanzierung durch das hoch verschuldete Unternehmen angezweifelt wurde. Außerdem fehlte der Offerte ein bei ähnlich großen Transaktionen üblicher Baranteil für die Aktionäre. Die Ablehnung bei den deutschen Fonds wie beispielsweise Union-Invest konnte daher kaum überraschen. Bei einem Aktienbestand im Ausland von 60 % gaben aber die angelsächsischen, institutionellen Anleger den Ausschlag. Nach uneinheitlicher Tendenz zu Beginn kippte im Verlaufe der Werbetour von Vodafone-Chef Gent die Stimmung in Richtung Zustimmung zu einer feindlichen Übernahme.<sup>128</sup>

Die Abwehrstrategie von Mannesmann wurde laut Klaus Esser nur unter Wertgesichtspunkten geführt. Das Hauptargument war, daß der Wertzuwachs einer selbständig agierenden Mannesmann AG höher sei als im Verbund mit Vodafone. Um einen weiteren Wertzuwachs einzuleiten, kündigte er die Zusammenfassung und eine darauf folgende Abspaltung der Industriesparten (Mannesmann Atecs) für das Jahr 2000 an. Damit wäre der bei Konglomeraten übliche Abschlag auf den Aktienkurs zukünftig entfallen. Über das Wertzuwachsanspruch hinaus hat Mannesmann mit dem britischen Mobilfunkanbieter Orange eine Art von Giftpille erworben, die eine feindliche Übernahme erschweren sollte.<sup>129</sup> Neben den eigenen Stärken verwies Mannesmann-Chef Esser im Verlaufe der hitzigen werdenden Übernahmeschlacht mehr und mehr auf die strategischen Schwächen von Vodafone.<sup>130</sup>

---

<sup>128</sup> Noch Ende November 1999 war der Fond des US-Gewerkschaftsbundes AFL-VIO, der 13 % der Mannesmann-Anteile auf sich vereinigte, gegen eine Annahme des Vodafone-Angebots. Der erst wenige Monate zuvor durch die Übernahme von Orange zum Großaktionär gewordene Mischkonzern Hutchison-Whampoa (10,1 %) sprach sich zunächst ebenfalls gegen eine Übernahme aus.

<sup>129</sup> Als Giftpillen bezeichnet man alle Handlungen, beispielsweise in Form von Überkreuzbeteiligungen oder auch bestimmte Vorschriften zur Anwendung von Stimmrechten in der Satzung einer Aktiengesellschaft, die eine Übernahme verhindern oder zumindest erschweren sollen. Die Mannesmann AG hatte in ihrer Satzung eine so genannte Stimmrechtsbeschränkung festgelegt, laut der ein einzelner Aktionär nur mit maximal 5 % des Grundkapitals sein Stimmrecht ausüben kann. Dadurch sollte verhindert werden, daß Strohmänner für einen Konzern tätig werden. Der Einsatz von Strohmännern wurde auch durch die Umstellung auf Namensaktien erschwert. Da der Erwerber eines Anteils erst mit Eintragung in das Aktienbuch ein Stimmrecht erwirbt, schützt sich das Unternehmen gegen eine verdeckte Übernahme.

<sup>130</sup> So sei Vodafone zwar internationaler aufgestellt als Mannesmann und in mehr als 20 Ländern vertreten, allerdings seien 19 hiervon relativ unbedeutend und in den USA besitze man nicht die Kontrollmehrheit. Im zukünftigen Schlüsselmarkt Internetdienste war Vodafone bis zu diesem Zeitpunkt nicht vertreten und müsse, um das gerade erworbene Mobilfunkunternehmen Orange wieder verkaufen zu können, nicht nur eine einfache Mehrheit an Mannes-

Die letztendlich geglückte feindliche Übernahme war die erste bedeutende in Deutschland, die von einem ausländischen Unternehmen vollzogen wurde. Nachdem ein letzter Versuch scheiterte, die Übernahme durch ein Zusammenlegen der Telekommunikationsaktivitäten mit dem französischen Mischkonzern Vivendi zu verhindern, lenkte der Vorstand am 04.02.2000 ein. Die Entscheidung fiel damit nur wenige Tage vor dem Ablauf der Umtauschfrist. Die beiden Konzernvorstände einigten sich auf ein verbessertes Angebot, bei dem die Mannesmann-Aktionäre 49,5 % der Anteile des gemeinsamen Unternehmens erhielten, bzw. knapp 59 Vodafone-Aktien gegen eine von Mannesmann getauscht wurde. Die Gesamtbewertung des Mannesmannkonzerns belief sich damit auf 190 Mrd. €, um 90 % höher als zu Beginn des Übernahmekampfes. Die Übernahmeprämie für Mannesmann-Aktionäre betrug ungewöhnlich hohe 143 %, allerdings basierend auf dem Kurs von Ende Oktober 1999. Die integrierte Telekommunikationsstrategie von Mannesmann sollte darüber hinaus beibehalten werden. Der Gesamtkonzern wies mit 700 Mrd. DM die viertgrößte Marktkapitalisierung weltweit auf. Die plötzliche Einigung kam überraschend und warf später, im Zusammenhang mit den Ermittlungen gegen Klaus Esser, Fragen über das Zustandekommen auf.

Bis zu dieser Übernahme galt die „Deutschland AG“ als uneinnehmbare Festung, die von einflußreichen Banken und Versicherungen, die über ein weit verzweigtes Netz von Industriebeteiligungen verfügten, sowie der Globalisierung skeptisch gegenüberstehende Politiker gehalten wurde. Eine weitere Besonderheit der Übernahme resultierte aus der durchaus starken Stellung des Übernahmekandidaten Mannesmann, der sich mit seiner zunehmenden Konzentration auf seine neuen Kernkompetenzen in der Telekommunikation streng und erfolgreich an die Regeln des Kapitalmarktes gehalten hatte.<sup>131</sup> In diesem Fall hat der hohe Börsenwert der Mannesmann AG den Konkurrenten geradezu auf sich aufmerksam und eine Übernahme schmackhaft gemacht. Gerade der schnelle Anstieg des Börsenwerts mag Vodafone bewogen haben, so lange das eigene Unternehmen noch die höhere Marktkapitalisierung aufweist, zuzuschlagen. Andererseits ist die Erfolgsquote bei feindlichen Übernahmen noch weitaus geringer als bei freundlichen Zusammenschlüssen bzw. Übernahmen.

---

mann erwerben. Erforderlich hierfür sei, laut § 93 Abs. 1 S. 1 AktG, eine Dreiviertelmehrheit, um einen so genannten Beherrschungsvertrag zur Abtrennung von Orange abschließen zu können. Über die Notwendigkeit eines Beherrschungsvertrages legten beide Unternehmen sich widersprechende Rechtsgutachten vor. Da am Ende der Auseinandersetzung eine Übereinstimmung zwischen den Vorständen erzielt wurde, erübrigte sich das Problem des Beherrschungsvertrages.

<sup>131</sup> Normalerweise werden chronisch unterbewertete Konglomerate zum Opfer einer feindlichen Übernahme, die anschließend in Einzelteilen wieder dem Kapitalmarkt zugeführt werden.



### 3.3.2.3. Motive der feindlichen Übernahme

Vodafone bezifferte die zu erzielenden „Synergieeffekte“ bis zum Jahr 2003 auf 1,55 Mrd. DM. Sie setzten sich zu 20 % aus gesteigerten Einnahmen zu 40 % aus geringeren Kosten, aufgrund der Zusammenlegung von Zentralfunktionen und der größeren Einkaufsmacht sowie zu ebenfalls 20 % aus eingesparten Sachinvestitionen, beispielsweise bei der Einführung der dritten Mobilfunkgeneration, zusammen. Lediglich die gesteigerten Einnahmen gehören zu den fusionspezifischen Synergieeffekten.<sup>132</sup>

Ein weiterer wichtiger Schritt zum größten europäischen Mobilfunknetz wurde mit einer Übernahme vollzogen, da hiermit die Volumenmärkte Deutschland und das mit großer Mobilfunkeuphorie aufwartende Italien von Vodafone abgedeckt wurden. Insgesamt stieg die Kundenbasis auf 30 Millionen Kunden nur in Europa.

Wie bereits von Mannesmann geplant, wurden die Sparten Engineering und Automotive an die Börse gebracht. Die Festnetzgesellschaften Mannesmann Arcor und die italienische Tochter Infostrada sollten nicht sofort, sondern innerhalb von 18 Monaten zu 20 bis 25 % an die Börse gebracht werden, so daß der Mobilfunkmarkt getrennt vom Festnetzgeschäft geführt werden kann. Hierin bestand der grundlegende Unterschied in der strategischen Ausrichtung der beiden Kontrahenten. Während Vodafone eine reine, auf den Mobilfunk ausgerichtete Strategie favorisierte, setzte Mannesmann gerade im Hinblick auf die zunehmende Rolle von Datendiensten auf die Integration von Festnetz-, Mobilfunk-, und Internetdiensten. Vodafone-Chef Gent erkannte zwar die Notwendigkeit, insbesondere Geschäftskunden integrierte Dienste anzubieten, will diese Nachfrage aber auf dem Wege von Mietverträgen mit Festnetzgesellschaften befriedigen. Voraussetzung für das Gelingen einer solchen Strategie ist allerdings der diskriminierungsfreie und kostengünstige Zugang zum Festnetz, der aber noch auf Jahre in den meisten europäischen Märkten einer Regulierung unterliegt. Erfolgt der Zugang zu überhöhten Preisen, oder wird er von der Festnetzgesellschaft in sonstiger Weise verzögert oder behindert, verringert dies die Gewinne eines reinen Mobilfunkanbieters. Gerade infolge der Erfahrungen mit der schleppenden Liberalisierung der Telekommunikationsmärkte in Großbritannien, sollte Vodafone die Möglichkeit zum Mißbrauch einer marktbeherrschenden Stellung eines ehemaligen Monopolisten nicht unterschätzen, der nach wie vor den Zugang zum Ortsnetz und somit zum Kunden kontrolliert.

---

<sup>132</sup> Die Unterscheidung von Skaleneffekten und Synergien und ihre Bedeutung bei der Beurteilung von Unternehmenszusammenschlüssen wird überzeugend dargestellt von Farrell, Joseph, und Carl Shapiro, *Scale Economies and Synergies in Horizontal Merger Analysis*, in: *Antitrust Law Journal* 68 (2001), S. 685 ff.



### 3.3.2.4. Bisheriger Erfolg der feindlichen Übernahme

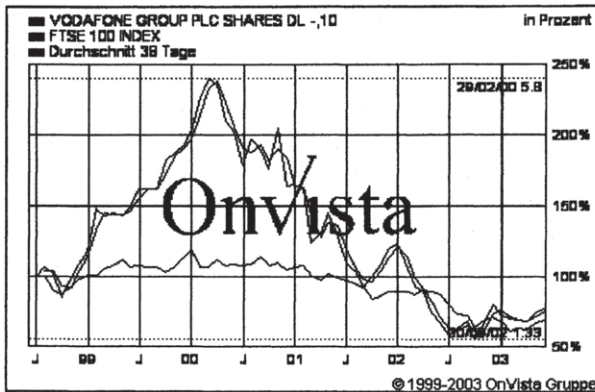


Abbildung 3.3.8: Kursverlauf der Vodafone Plc

Quelle: [www.onvista.de](http://www.onvista.de)

Der Kursverlauf von Vodafone zeigt, daß die konsequente Globalisierungsstrategie - beginnend mit der Übernahme von Airtouch - zunächst ein Kursfeuerwerk auslöste. Im Sommer 2000 kam es zu einem dramatischen Kurseinbruch im Telekommunikationssektor, von dem Vodafone aber nur in verhältnismäßig geringem Umfang betroffen war. Seit ungefähr einem Jahr ist der Bonus des ständigen externen Unternehmenswachstums allerdings aufgebraucht und Ernüchterung hat sich eingestellt. Vodafone wurde zum Höhepunkt der Übernahmeschlacht mit 400 Pence bewertet und lag im Juni 2003 mit 128 Pence pro Aktie ungefähr im Durchschnitt des britischen Börsenindex FT-SE 100. Vom ursprünglichen Börsenwert von ca. 358 Mrd. € waren damit noch 128 Mrd. €, also etwas mehr als ein Drittel übrig geblieben.

Der Börsenwert von Vodafone betrug vor der feindlichen Übernahme über 140 Mrd. €, während Mannesmann mit 64,5 Mrd. €, ohne Berücksichtigung der Neuerwerbung Orange, bewertet wurde. Selbst wenn man Orange einrechnet, hätte den Mannesmann-Aktionären ohne eine Prämie lediglich Anspruch auf 36% des gemeinsamen Unternehmens gehabt. Nach dem Zusammenschluß gehörten aber 49,5% des neuen Unternehmens den ehemaligen Mannesmann-Aktionären. Der Preis, den die Alteigentümer von Vodafone in Form einer Verwässerung des eigenen Aktienpaketes bezahlen mußten, erscheint demzufolge sehr hoch.

Bei einer feindlichen Übernahme werden - wie in diesem Fall eindrucksvoll belegt wurde - nicht nur Managementkapazitäten in großem Ausmaß gebunden, sondern auch der Einsatz von Werbemitteln ist um ein Vielfaches höher als bei

einer friedlichen Einigung. Die Grenzziehung, bis zu welchem Punkt der Vorstand im Sinne der Eigentümer handelt, und ab wann das Eigeninteresse in Form von Erhaltung der Unabhängigkeit oder schlicht Eitelkeit des Vorstands überwiegt, ist äußerst umstritten.<sup>133</sup> Die Werbeschlacht um Mannesmann ging nach überwiegender Meinung über den Auftrag hinaus, die Aktionäre über die zukünftige Strategie des Unternehmens - zur besseren Entscheidungsfindung das Übernahmeangebot betreffend - zu informieren. Insgesamt wurden für Roadshows, Anzeigen und PR von Mannesmann 400 Mio. DM aufgewendet. Vodafone gab aufgrund der größeren Anzahl der beteiligten Agenturen das Dreifache dieser Summe aus. Der immense Aufwand reduzierte den für Investitionen in das eigentliche Kerngeschäft zur Verfügung stehenden Cash Flow nicht unwesentlich. Die EU-Kommission genehmigte im April 2000 den Zusammenschluß mit Auflagen, die einerseits die Trennung von Orange vorsahen, andererseits das Verbot konzerninterner Vorzugskonditionen beim Roaming. Das bedeutet, bei grenzüberschreitenden Telefonaten muß Wettbewerbern ein diskriminierungsfreier Zugang in das Vodafone-Netz angeboten werden.

Die Investitionen von Mannesmann in den Ausbau der Festnetzaktivitäten wurden zum größten Teil entwertet, insbesondere das erst im April 1999 für 2,25 Mrd. DM erworbene Unternehmen o.tel.o, das sich weitgehend auf die Gewinnung von Privatkunden im Festnetz spezialisiert hatte. Ähnlich verhielt es sich mit der ebenfalls erst im Jahr 1999 erworbenen italienischen Festnetzgesellschaft Infostrada. Diese Aktivitäten paßten nicht in die zukünftige strategische Ausrichtung von Vodafone, die Festnetzdienste nur für Unternehmenskunden anbieten will. Dennoch verlief das Jahr 2000 recht positiv, da Vodafone weiter wachsende Kundenzahlen vermelden konnte und seine Verschuldung sich angesichts z.T. astronomischer Preise für UMTS-Lizenzen in Europa - ein Problem vieler Telekommunikationskonzerne - durch den fast kompletten Ausverkauf

---

<sup>133</sup> Gegen den Vorstandsvorsitzenden Klaus Esser wurde eine Strafanzeige wegen eines Verstoßes gegen den § 266 StGB i.V.m. § 93 AktG eingereicht. Klaus Esser, so der Vorwurf, habe seine Pflicht als Vorstandsvorsitzender verletzt, fremde Vermögensinteressen wahrzunehmen. Die Stuttgarter Anwaltskanzlei Dr. Binz & Partner als Urheber der Anzeige wandte sich aber auch gegen die in Deutschland ungewöhnlich hohe Abfindungssumme von 60 Mio. DM an Klaus Esser sowie gegen den immensen Aufwand zur Abwehr der Übernahme. Dieses Vorgehen sei aktienrechtlich nicht gedeckt. Besonderen Anstoß erregte der als „Anerkennungsprämie“ titulierte Anteil der Abfindungssumme an Klaus Esser in Höhe von ca. 32 Mio. DM. Dies nährte den Verdacht auf Untreue und Bestechlichkeit.

Das Verfahren wurde im Februar 2003 auf den Aufsichtsrat wegen Beihilfe zur Untreue ausgeweitet, der die Zahlungen laut Anklage nicht pflichtmäßig geprüft habe. Der Aufsichtsratsvorsitzende Funk hatte darüber hinaus, so die Staatsanwaltschaft, bei Abfindungszahlungen bzw. Prämien an sich selbst in Höhe von 5,3 Mio. DM im Aufsichtsrat mit abgestimmt. Insgesamt flossen 250 Mio. DM an Abfindungen und Prämien, darunter 61 Mio. DM an 18 Pensionäre. Ein Prozeß wegen Untreue bzw. Beihilfe zur Untreue wurde inzwischen eröffnet.

des ehemaligen Mannesmann-Konzerns in Grenzen hielt. Dabei trat der prognostizierte Verlust beim Verkauf von Orange nicht ein. Entgegen anders lautenden Ankündigungen wurden die Aktien des Unternehmens nicht an die Vodafone-Aktionäre ausgegeben, sondern für 48 Mrd. €, einem bedeutend höheren Preis als Mannesmann 1999 bezahlt hatte, an France Télécom verkauft. Die Industriesparte Mannesmann Atecs wurde für 9,75 Mrd. € an Siemens und Bosch abgegeben, anstatt an die Börse gebracht zu werden. Die Festnetzaktivitäten wurden ebenfalls auf Mannesmann Arcor beschränkt, denn der italienische Zweig mit Infostrada wurde für 11 Mrd. € an den italienischen Energiekonzern Enel veräußert. Der Gründungszweig des Mannesmannkonzerns, das Röhrengeschäft, wurde für eine symbolische DM an die Salzgitter AG abgegeben. Der Nebenbereich der Herstellung von Luxusuhren brachte zusätzliche 2 Mrd. € Verkaufserlös in die Kasse von Vodafone. Es blieben lediglich die Mobilfunkanbieter D2 und die italienische Omnitel im Konzernverbund von Vodafone. Die Marken wurden für eine Übergangszeit weitergeführt und dann beispielsweise in D2 Vodafone umbenannt.

Das Problem war, daß es sich letztlich um einmalige Erlöse handelte und sich die Umsatzziele pro Kunde im Kerngeschäft Mobilfunk als zu ambitioniert erwiesen. Die Kundengewinnung wurde immer teurer, und gleichzeitig die Gewinnmargen immer niedriger. Infolge der weltweiten Einkaufstour mußte das Unternehmen Rückstellungen von 11,88 Mrd. £ bilden, so daß Vodafone für das Geschäftsjahr 2000/01 einen Verlust von 8,1 Mrd. £ als Vorsteuerergebnis auswies. Ohne die Rückstellungen wuchs das Ergebnis (Ebitda) um 28 % auf 7 Mrd. £ bei einem ähnlich hohen Umsatzzuwachs auf 21,4 Mrd. £.<sup>134</sup> Auf dem deutschen Mobilfunkmarkt ließ sich trotz sinkender Margen, weil die vielen neu hinzugekommenen Kunden weit weniger telefonierten, immer noch eine Umsatzrendite von 30% erwirtschaften. Der Umsatz pro Kunde konnte entgegen der Zielsetzung deshalb nicht gesteigert werden. Die Kundenzahl stieg weltweit auf 83 Mio. Kunden.

Es zeigte sich bereits im letzten Quartal des Jahres 2001, daß der Mobilfunkmarkt bei einer Marktpenetration von durchschnittlich 68% sich allmählich der Sättigungsgrenze nähert. Neue Dienste blieben aus und die neue Mobilfunkgeneration mit dem neuen Standard UMTS ließ länger als geplant auf sich warten. Die inzwischen unter Vodafone AG firmierende, ehemalige Mannesmann AG, hatte zudem hausgemachte Probleme bei der Umstellung auf den Euro, die Verzögerungen bei der Rechnungsstellung von bis zu 3 Monaten zur Folge hatten. Die Goodwill-Abschreibungen der Neuerwerbungen schlugen im Geschäftsjahr 2001/02 noch mehr zu Buche als im Vorjahr und verursachten mit 13,54 Mrd. £ (21,4 Mrd. €) einen Rekordverlust in der britischen Wirtschaftsgeschichte. Im

---

<sup>134</sup> Vgl. Vodafone, Geschäftsbericht 2000 der Mannesmann AG – ein Unternehmen der Vodafone Group Plc, Düsseldorf 2001, S. 6 ff.

Mobilfunkgeschäft konnte Vodafone allerdings ein weiteres Mal um 44% kräftig zulegen auf ein Ergebnis von 10,1 Mrd. £ (15,8 Mrd. €) vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (Ebitda). Der Umsatz konnte gar um 52 % auf 22,8 Mrd. £ gesteigert werden. Die Anzahl der Kunden wuchs um weitere 22 % auf über 100 Millionen weltweit. Die ungewöhnliche Höhe der Abschreibungen dokumentiert, daß Vodafone weit überhöhte Preise sowohl für Mannesmann als auch für Airtouch bezahlt hat. Trotz dieser - von den hohen Abschreibungen einmal abgesehen - guten Zahlen, rutschte der Aktienkurs des Unternehmens immer weiter auf bis zu 90 Pence ab. Dieser Sinkflug der Unternehmensbewertung an der Börse und der Rekordverlust hielten den Vodafone-Chef nicht davon ab, zusätzlich zu seinem Grundgehalt von 2,4 Mio. £, einen Spezialbonus von rund 1,5 Mio. £ einzustreichen.

Für den deutschen Markt gilt, daß Vodafone seinen Spitzenplatz längst an die DT AG abgeben mußte die mit 23,2 Millionen Kunden im Juli 2002 deutlich vor Vodafone mit 21,345 Millionen lag, zumal Vodafone in den Monaten zuvor 90 000 Kunden verloren hatte. Der Anteil der Datendienste am Umsatz nahm dagegen langsam zu und macht im Juni 2002 bereits 14 % des Umsatzes aus. Ausgeglichen wurden diese Probleme durch die lukrative Neuerwerbung Japan Telecom, die dem ehemaligen japanischen Monopolisten NTT Domoco erfolgreich Marktanteile abnehmen konnte. Im September 2002 eroberte Vodafone den letzten großen, westeuropäischen Volumenmarkt Frankreich mit der Übernahme des zweitgrößten Mobilfunkunternehmens Cegetel für 13,1 Mrd. €. Das Unternehmen profitierte davon, daß sich der größte Anteilseigner Vivendi in einer finanziell prekären Lage befand und daher keine Alternative zum Verkauf seiner Anteile an Cegetel hatte.

Das Jahr 2003 verlief bisher weniger erfolgreich für Vodafone. Bereits im Januar befand die britische Regulierungsbehörde nach monatelanger Prüfung, daß die Gebühren für Gespräche vom Festnetz in die Mobilfunknetze viel zu teuer sind und innerhalb eines halben Jahres um 15 % gesenkt werden müssen. In den darauf folgenden 3 Jahren sind je nach Marktlage weitere 15 % Preisabschlag möglich. Im Geschäftsjahr 2002/03 halbierte Vodafone den Rekordverlust des Vorjahres auf 6,2 Mrd. £. Der Ebitda stieg um weitere 39,4 % auf 11,2 Mrd. £.; ein Wert, der den Schritt der Regulierungsbehörde verständlich macht, die Mobilfunkkosten nachhaltig zu senken. Die verringerten Abschreibungen lassen sich durch das Ende der weltweiten Einkaufstour durch Vodafone erklären, die durch das Ende der Wachstumseuphorie mit einhergehenden, drastisch sinkenden Kursen erklärt werden kann. Die Kundenzahl in Deutschland konnte in der 2. Jahreshälfte 2002 noch einmal auf knapp 23 Millionen Kunden erhöht werden, was einem Zuwachs von 7 % entspricht.<sup>135</sup>

---

<sup>135</sup> Vgl. Vodafone, [www.vodafone.com](http://www.vodafone.com), Preliminary Announcement of Results Year Ended 31 March 2003, 27.05.2003 (ohne Seitenangaben).

Über Vodafone hängt allerdings noch das Damoklesschwert UMTS, denn das Unternehmen hat als eines von wenigen keine Abschreibungen auf die erworbenen Lizenzen vorgenommen. Sollte der neue Standard deshalb kein Erfolg werden, könnte Vodafone das schnelle Ertragswachstum der letzten Jahre nicht mehr vorweisen und in massive Schwierigkeiten geraten. Die Wachstumsprognose für das Geschäftsjahr 2003/04 wurde bereits auf ein Wachstum von Umsatz und Kundenanzahl von nur noch 10 % herabgesetzt. Insofern kann ein endgültiges Urteil über die Übernahme von Mannesmann noch nicht gefällt werden. Angesichts gesunkener Kundenzahlen und des Verlusts der Spitzenposition im deutschen Mobilfunkmarkt stellt sich allerdings doch die Frage, ob sich der fast ausschließliche Fokus auf den Mobilfunkmarkt sowie die Aufgabe der außerordentlich erfolgreichen D2-Mannesmann Marke bzw. die Umbenennung in Vodafone AG wirklich ausgezahlt haben. Es bleibt abzuwarten, ob die viel beschworenen Datendienste oder das Versenden von Bildnachrichten das gebremste Kundenwachstum überkompensieren können. Letztlich gelangt man im Hinblick auf die Telekommunikationsmärkte in Europa zu der Einschätzung, daß der mit der Liberalisierung einsetzende Mengenwettbewerb um die meisten Kunden zur Marktdurchdringung inzwischen von einem Preiswettbewerb Bertrandscher Prägung abgelöst wurde, der quasi modellhaft die Margen schwinden läßt.

### **3.3.3. Olivetti (Bieter) / Telecom Italia**

#### **3.3.3.1. Ausgangslage vor der Übernahme: Olivetti S.p.A. (Bieter) / Telecom Italia S.p.A.**

Olivetti wurde 1908 in der Nähe von Turin als Hersteller von Schreibmaschinen von Camillo Olivetti gegründet. Nach einer anfänglichen Wochenproduktion von 20 Maschinen expandierte das Unternehmen sehr schnell und gründete erste Niederlassungen im europäischen Ausland. In den 30er und 40er Jahren entwickelte sich Olivetti zum Hersteller von Bürogeräten aller Art (Taschenrechner, Büromöbel, Schreibmaschinen). Nach dem 2. Weltkrieg erfuhr Olivetti einen neuen Wachstumsschub, der in 17 Niederlassungen sowie einer Übernahme in den USA und einen Exportanteil von 60 % mündete. In den 50er Jahren stieg das Unternehmen mit der Entwicklung eines eigenen Rechners zu einem führenden Computerhersteller auf. Aufgrund finanzieller Schwierigkeiten infolge des großen Kapitalbedarfs, der bei der ständigen technischen Weiterentwicklung der elektronischen Bürogeräte notwendig wurde, in Kombination mit einem schwachen Heimatmarkt, der für den Rechner nicht schnell genug zu begeistern war, wurde die Elektroniksparte abgespalten und mehrheitlich von General Electric übernommen. Mit einem Vorläufer des PCs meldete sich Olivetti aber bereits in den 70er Jahren im Elektronikbereich wieder zurück. Trotz guter Produkte kam



Olivetti durch die hohen Inflationsraten und damit verbundenen hohen Zinsen infolge der Ölkrise abermals in finanzielle Schwierigkeiten. Ende der 70er Jahre stieg Carlo de Benedetti als Anteilseigner in das Unternehmen ein und übernahm kurz darauf auch die Unternehmensführung. Unter dem neuen Management gelang die finanzielle Gesundung des Konzerns durch Effizienzsteigerungen und die Fokussierung auf die Elektroniksparte. Dank der Entwicklung eines PCs und einer elektrischen Schreibmaschine wurde Olivetti in den 80er Jahren zu einem der erfolgreichsten IT-Unternehmen Europas. Die Palette an Bürokommunikationsgeräten wurde um Faxgeräte, Drucker und Photokopierer erweitert.<sup>136</sup>

Einen neuen Wendepunkt des Unternehmens bildete der Einstieg in den Mobilfunkmarkt mit der Tochter Omnitel Anfang der 90er Jahre. Nach dem äußerst erfolgreichen Markteintritt wurden die Aktivitäten mit Infostrada auf das Festnetzgeschäft ausgeweitet. Damit sicherte sich das Unternehmen - angesichts sinkender Margen in der Computerindustrie - eine neue Wachstumsperspektive. Der dabei hinderliche IT-Zweig wurde 1997 verkauft und im Telekommunikationsbereich eine Allianz mit Mannesmann für weiteres Wachstum gebildet. Diese Fokussierung auf das neue Kerngeschäftsfeld und das dadurch auf den Finanzmärkten erworbene Vertrauen ermöglichten es Olivetti, ein ernstzunehmendes Übernahmeangebot für die sechsmal größere Telecom Italia abzugeben.

In Italien hat sich der Telekommunikationssektor im 19. Jahrhundert vergleichsweise langsam entwickelt, da Unternehmen zwar Telekommunikationsdienste anbieten durften, aber ihre gesamte Infrastruktur nach Auslaufen einer 15-jährigen Lizenz an den Staat zurückgeben mußten. In den 20er Jahren wurden vom italienischen Staat 5 Zonen geschaffen und jeweils einem Unternehmen (Ortsnetzbetreiber) per Lizenz zugeteilt. Einer sechsten, neu gegründeten staatlichen Gesellschaft (ASST) wurde das Fernnetzmonopol übertragen. Drei der Ortsnetzbetreiber wurden von Società Idroelettrica Piemontese (SIP), einem Energieversorgungsunternehmen, kontrolliert. Die Regierung gründete 1933 die IRI (Istituto per la Ricostituzione Industriale), eine staatliche Holding, die u.a. alle Beteiligungen der Großbank Banca Commerciale Italiana übernahm, zu denen auch eine Kontrollmehrheit an SIP zählte. Insofern fiel die größte private Telefongesellschaft wieder an den Staat zurück. Die IRI wiederum rief eine Finanzholding (STET) ins Leben, die die strategischen Entscheidungen der zu SIP gehörenden Telefongesellschaften überwachte. In den 50er Jahren wurden die Lizenzen der 5 Telefongesellschaften verlängert. 1958 wurden die Mehrheitsbeteiligungen der 2 restlichen Telefongesellschaften ebenfalls an STET übertragen, so daß diese Holding den gesamten Ortsnetzbereich kontrollierte. In den 60er Jahren wurden die Ortsnetzbetreiber unter dem Dach von SIP fusioniert und

---

<sup>136</sup> Vgl. Olivetti, [www.olivetti.com](http://www.olivetti.com), Olivetti: a story of innovation and growth (ohne Seitenangaben).



die Finanzholding STET erwarb weitere im Telekommunikationsbereich tätige Unternehmen wie ASST, den Kabelnetzbetreiber ITALCABLE und den Hersteller von Satellitentechnik TELESPAZIO.<sup>137</sup>

Im Zuge der Umsetzung der Richtlinien der Europäischen Kommission zur Liberalisierung des Telekommunikationssektors brachte die staatlich betriebene Finanzholding STET alle von ihr kontrollierten Telekommunikationsunternehmen in das neue Unternehmen Telecom Italia ein. In einem IPO (Initial Public Offering) wurden die staatlichen Anteile der Telecom Italia 1997 fast vollständig an die Börse gebracht und das Unternehmen somit privatisiert. Allerdings behielt sich die italienische Regierung, mit einer so genannten goldenen Aktie, ein Vetorecht vor.<sup>138</sup> Die rasch vollzogene Privatisierung hatte allerdings Machtkämpfe zur Folge, die das Unternehmen zusehends führungslos und chaotisch erscheinen ließen. Äußeres Anzeichen der Krise war der dreifache Austausch der Konzernspitze. Die Ineffizienzen bzw. eine daraus resultierende zu hohe Kostenstruktur sowie eine mangelnde Kundenorientierung der Monopolzeit waren deshalb noch bei weitem nicht überwunden.

### 3.3.3.2. Durchführung der Übernahme

Im Februar 1999 wurden erste Spekulationen über eine Übernahme der Telecom Italia durch den Technologiekonzern Olivetti bekannt. Finanziert werden sollte der Deal mit Hilfe eines Konsortialkredits, ausgegeben von führenden europäischen, asiatischen und amerikanischen Banken im Volumen von 22,5 Mrd. €. Damit konnte Olivetti fast die Hälfte des Übernahmepreises von ca. 100 Mrd. DM aufbringen. Vorgesehen war zusätzlich der Verkauf von 50,1 % der Anteile an dem Unternehmen Oliman an die Mannesmann AG für 14,9 Mrd. DM, zu der die erfolgreichen Marken Omnitel und Infostrada gehörten. Beide Gesellschaften hätten ohnehin aus kartellrechtlichen Gründen bei einer erfolgreichen Übernahme von Olivetti verkauft werden müssen. Ein weiterer Bestandteil des Kaufpreises sollte durch eine Kapitalerhöhung in Höhe von 12 Mrd. € der mit der Übernahme betrauten Tochtergesellschaft von Olivetti, Tecnost Spa., erlöst werden. Eine zusätzliche Kapitalerhöhung des Mutterunternehmens Olivetti um 5 Mrd. € komplettierte die Finanzierung der Übernahmeofferte. Das Angebot sah einen Übernahmepreis pro Aktie der Telecom Italia von 11,5 € vor. Wie bei Fusionen in dieser Größenordnung üblich, sollten ein Anteil von 6,92 € in bar ausbezahlt werden, 1,68 € in Tecnost-Aktien sowie die restlichen 2,90 € in Tec-

<sup>137</sup> Vgl. Homepage von Telecom Italia, [www.telecom-italia.com](http://www.telecom-italia.com), (ohne Titel und Seitenangaben).

<sup>138</sup> Ein Vetorecht bestand immer dann, falls sich ein Aktionär mit mehr als 3 % an der Telecom Italia beteiligte. Beschlüsse über die Verlagerung, Fusion oder Aufspaltung der Gesellschaft mußte die Regierung ebenfalls genehmigen.

nost-Obligationen.<sup>139</sup> Olivetti strebte mit diesem Angebot ein Mindestanteil von 35 % an. Bei Unterschreiten wäre der Übernahmeversuch als gescheitert gewertet und folgerichtig durch Rückgabe der Aktien abgebrochen worden. Hätte das Angebot die Gunst von 35–67 % der Aktionäre erlangt, wollte sich das Unternehmen eine Entscheidung vorbehalten. Im Fall einer darüber hinausgehenden Zustimmungsquote, sollten alle angebotenen Aktien übernommen werden.

Die Telecom Italia unter der Leitung von Franco Bernabe versuchte durch ein ganzes Bündel von Abwehrmaßnahmen eine Übernahme zu verhindern. Geplant und der Hauptversammlung zur Entscheidung vorgelegt wurde eine volle Übernahme der Mobilfunktochter TIM, was den Übernahmepreis in die Höhe getrieben hätte, sowie ein Rückkauf eigener Aktien. Durch Letzteres kann eine Verknappung auf dem freien Markt verfügbarer Aktien erreicht werden, was wiederum der Kurssteigerung des Unternehmens dient. Die Umwandlung der stimmrechtslosen Sparaktien in stimmberechtigte Stammaktien rundete die Abwehrstrategie ab. Die notwendige Zustimmungs- bzw. Anwesenheitsquote für die Abwehrpläne bei einer außerordentlichen Hauptversammlung wurde allerdings verfehlt.

Da ein Erfolg der Übernahme deshalb wahrscheinlicher wurde, trat die Deutsche Telekom als so genannter Weißer Ritter auf. Trotz der ungleichen Partner sah der Zusammenschluß einen „merger of equals“ vor. Wie bei vorangegangenen Fusionen dieser Art wäre wohl die Deutsche Telekom der „gleichere“ Partner gewesen, denn sowohl der Umsatz als auch die Marktkapitalisierung übertrafen jenen der Telecom Italia bei weitem. Dies kam auch im Kapitalanteil der deutschen Seite von 56% an der geplanten neuen Gesellschaft zum Ausdruck. Der Vorstandsvorsitz sollte dagegen doppelt besetzt werden. Das Umtauschverhältnis in die neue Gesellschaft bewertete die Telecom Italia mit 12,03 €, einer Prämie von 21 %, höher als die Übernahmeofferte von Olivetti (11,50 €). Die Fusion scheiterte letztlich an der engen Verzahnung zwischen Politik und Wirtschaft in Italien. Die Wirtschaftsunternehmen in Italien werden immer noch von wenigen, einflußreichen Unternehmerfamilien geführt, die i.d.R. italienische Lösungen bei der Restrukturierung der heimischen Wirtschaft bevorzugen.<sup>140</sup>

Es wäre das zweitgrößte Telekommunikationsunternehmen der Welt entstanden, gemessen am Umsatz. Die Deutsche Telekom hätte die Zahl der Mobilfunkkunden schlagartig um 16 Mio. auf über 20 Mio. Kunden erweitern können. Darüber hinaus wäre der Markteintritt in die Wachstumsmärkte Lateinamerika und Indien durch die Beteiligungen der Telecom Italia gelungen. Das Scheitern der Fusion war auf eine unzureichende, wenn nicht gar dilettantische Vorbereitung

<sup>139</sup> Vgl. Olivetti, Annual Report 1999, Ivrea 2000, S. 9 ff.

<sup>140</sup> Ein weiteres Problem war der zu diesem Zeitpunkt noch sehr hohe Staatsanteil an der Deutschen Telekom von 72 %. Die Bundesregierung zeigte sich allerdings entgegenkommend und wollte den Verkauf ihrer Anteile beschleunigen.

zurückzuführen, die nur durch die gebotene Eile angesichts der Übernahmeofferte von Olivetti zu erklären ist. Besonders die Deutsche Telekom opferte - ohne sichere Erfolgsaussichten der Fusion - das Joint Venture mit der France Télécom, mit der bis zu diesem Zeitpunkt eine Überkreuzbeteiligung sowie ein Gemeinschaftsunternehmen (Global One) bestanden.<sup>141</sup>

Insbesondere italienische Analysten, u.a. die Kapitalanlagegesellschaft Fininvest von Silvio Berlusconi, schätzten die Fähigkeiten des Olivetti-Chefs Roberto Colaninno, die notwendige Modernisierung und Rationalisierung bei Telecom Italia durchzusetzen, höher ein als bei der Deutschen Telekom. Nicht zuletzt deshalb errang Olivetti, nach Ablauf einer dreiwöchigen Umtauschfrist, mit 51 % die Mehrheit der Anteile an Telecom Italia. Lachender Vierter war im übrigen die Mannesmann AG, die dank der Übernahme der Telecom Italia, die aus kartellrechtlichen Gründen abgespaltenen Telefongesellschaften Omnitel und Infostrada für 7,6 Mrd. € übernehmen konnte. Der Übernahmepreis von 31,5 Mrd. € für gut 52% der Telecom Italia Anteile hinterließ bei Olivetti einen Schuldenberg von über 27 Mrd. €. Angesichts der zukünftig notwendigen Investitionen, beispielsweise im Mobilfunk (UMTS), stellte der Verschuldungsgrad ein Hindernis für die Finanzierung zukünftiger Investitionen dar.

#### 3.3.3.3. Motive für die Übernahme

Die Übernahme der Telecom Italia ermöglichte Olivetti den Ausbau der bisher schon ertragsstarken Telekommunikationssparte. Die Telecom Italia hat einen um ein Vielfaches größeren Kundenstamm als die bisher von Olivetti aufgebauten Telefongesellschaften Omnitel und Infostrada. Die günstigen Perspektiven auf dem italienischen Telekommunikationsmarkt mit starkem Wachstum können dadurch besser ausgenutzt werden. Das voll ausgebaute Netz von Telecom Italia soll mit der schlanken, kundenorientierten Organisation von Olivetti kombiniert werden. Natürlich sahen die Restrukturierungspläne einen größeren Personalabbau vor als ihn die Telecom Italia ohnehin geplant hatte.

---

<sup>141</sup> Das Bündnis war allerdings bis zu diesem Zeitpunkt kaum mit der angestrebten internationalen Expansion vorangekommen.

### 3.3.3.4. Bisheriger Erfolg der feindlichen Übernahme

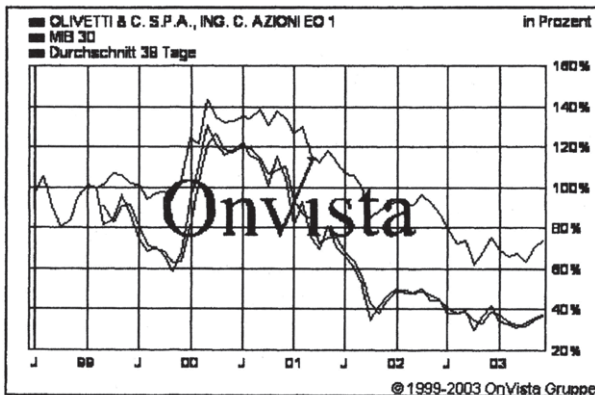


Abbildung 3.3.9: Kursverlauf der Olivetti S.p.A.

Quelle: [www.onvista.de](http://www.onvista.de)

Der Olivettikurs profitierte von dem großen Wurf zu keinem Zeitpunkt, sondern entwickelte sich von Anfang an unterdurchschnittlich. Unter den immer komplizierteren Verschachtelungen der Beteiligungen, die infolge der Kontrollübernahme von Olivetti 2001 durch Pirelli bzw. Benetton noch an Komplexität zunahmen, litt die Unternehmensbewertung des Unternehmens in immer stärkerem Maße. Nicht zuletzt darum verschmolz der Vorstandsvorsitzende von Pirelli und der Telecom Italia, Marco Tronchetti Provera, die von ihm kontrollierten Unternehmen Olivetti und Telecom Italia.

Den kurz nach der gelungenen Teilübernahme von der Deutschen Telekom gemachten Avancen erteilte der Olivetti-Chef Colaninno eine Absage. Nur zu Konditionen, die für die Deutsche Telekom nicht akzeptierbar waren, wurde eine Zusammenarbeit in Aussicht gestellt. Die volle Handlungsfreiheit bei Telecom Italia wurde erreicht, da die goldene Aktie mit einer Mehrheitsbeteiligung von über 50 % zu Fall gebracht werden konnte.

Der Umsatz von Olivetti stieg mit Telecom Italia von 3,7 auf 28,2 Mrd. €, womit die bereits angesprochenen Größenverhältnisse der beiden Unternehmen zum Ausdruck kamen. Die für Wachstumsmärkte entscheidende Kennzahl Ebitda nahm ebenfalls exorbitant zu, um über 10 Mrd. €. <sup>142</sup>

Bereits im Jahr 2000 wurde deutlich, daß Olivetti nicht in der Lage war, die Verschuldung abzubauen. Insbesondere die anstehenden UMTS Lizenzverkäufe sowie weitere Übernahmen erhöhten den Schuldenstand auf 37,5 Mrd. €. Trotz

<sup>142</sup> Vgl. Olivetti, Annual Report Olivetti 1999, Irvea 2000, S. 28 ff.

eines leichten Umsatzzuwachses auf 30,1 Mrd. € halbierte sich das Ergebnis vor Steuern, Abschreibungen und Zinsen ungefähr auf die Hälfte. Infolge von Wertberichtigungen und hohen Abschreibungen auf die erworbene Telecom Italia wies das Unternehmen in 2000 einen Verlust von 940 Mio. € aus, ein schlechtes Ergebnis angesichts eines Gewinns im Jahr 1999 von knapp 5 Mrd. €. <sup>143</sup>

Nachdem sich die Situation bei Olivetti im Verlauf des Jahres 2001 weiter verschlechterte, übernahm Pirelli S.p.A. im Verbund mit Edizione Holding S.p.A. (Benetton Group) im Juli 2001 die Anteile der Investorengruppe Bell S.A., die Olivetti bereits bei der Übernahme von Telecom Italia unterstützt hatten. Mit der Beteiligung von ca. 23 % erreicht man bei italienischen Konzernen bereits eine Kontrollmehrheit, die zur Ablösung des amtierenden Vorstandsvorsitzenden Colaninno genutzt wurde. <sup>144</sup> Ein Anstieg des Verlustbetrags auf über 3 Mrd. € im Jahr 2001 konnte mit diesen Maßnahmen allerdings nicht mehr verhindert werden. Wie im Jahr zuvor wurden wieder hohe Abschreibungen und Wertberichtigungen vorgenommen. Zumindest der Anstieg der Verschuldung auf 38,36 Mrd. € konnte gebremst werden. Zugleich konnte ein Umsatzzuwachs erzielt werden. <sup>145</sup>

Der positive Trend der Konsolidierung setzte sich im Jahr 2002 fort. Der Verlust konnte im Vergleich zum Vorjahr deutlich reduziert werden auf 773 Mio. € sowie die Verschuldung um fast 5 auf 33,39 Mrd. € zurückgeführt werden. Wermutstropfen war der leichte Rückgang des Umsatzes auf 31,4 Mrd. € und der dramatische Einbruch des Aktienkurses um 39 % innerhalb eines Jahres auf 0,85 € im Frühjahr 2003. <sup>146</sup>

Darauf reagierten die Kontrolleigentümer von Olivetti, Pirelli und Benetton, mit einer kompletten Verschmelzung von Olivetti und Telecom Italia. Dadurch sollte der Kursabschlag infolge der mehrfachen Verschachtelungen der Beteiligungen aufgehoben werden. Das Verhältnis des Aktientauschs sah den Tausch von sieben Olivettianteilen gegen eine von Telecom Italia vor. Die neue Gesellschaft hat insbesondere steuerliche Vorteile u.a. bei Beteiligungsverkäufen, die zukünftig direkt zum Schuldenabbau verwendet werden können. Für die Telecom Italia Aktionäre lohnt sich die geringe Prämie - angesichts der von Olivetti übernommenen Schulden - eigentlich nicht. Folgerichtig stieg der Olivettikurs nach der Ankündigung der Fusion an während der Kurs von Telecom Italia deutlich absackte.

Trotz der im Branchenvergleich relativ niedrigen Verschuldung erwies sich die Übernahme der Telecom Italia als zu großer Brocken für Olivetti. Die notwendige internationale Expansion konnte von einem derart kleinen und wenig fi-

<sup>143</sup> Vgl. Olivetti, Annual Report Olivetti 2000, Irvea 2001, S. 28 ff.

<sup>144</sup> Vgl. Olivetti, Annual Report Olivetti 2001, Irvea 2002, S. 9.

<sup>145</sup> Vgl. Olivetti, Annual Report Olivetti 2001, Irvea 2002, S. 31 ff.

<sup>146</sup> Vgl. Annual Report Olivetti 2002, Irvea 2003, S. 21 ff.

finanzstarken Unternehmen nicht finanziert werden. Letztlich hätte ein internationaler Partner die weitere internationale Expansion beschleunigen und den technologischen Anschluß von Telecom Italia gewährleisten können. Statt dessen wurde mit Pirelli und Benetton wieder eine rein italienische Lösung bevorzugt, die das Unternehmen noch weiter ins Hintertreffen geraten ließ. Inzwischen hat Telecom Italia wieder die Führung im Unternehmen durch eine Akquisition von Olivetti übernommen.



### 3.4. Überblick über die Entwicklung im Pharmasektor

Der Arzneimittelmarkt ist eine der wenigen Wachstumsbranchen, die sowohl in Europa als auch in den USA gedeiht. Die Ursache für diese positive Entwicklung ist darin zu sehen, daß trotz unbestrittener Forschungserfolge der modernen Medizin weiterhin 20 000 von 30 000 bekannten Krankheiten nicht wirklich geheilt, sondern lediglich deren Symptome behandelt werden können.<sup>147</sup> Weiterhin trägt die demographische Entwicklung mit einem Anstieg des Anteils der Senioren maßgeblich zu einem höheren Bedarf nach modernen Medikamenten bei. Folgerichtig gilt die Forschung und Entwicklung als bedeutendster Wettbewerbsparameter in der pharmazeutischen Industrie. Die daraus resultierende Notwendigkeit hoher Investitionen führte in Europa dazu, daß die meisten Pharmakonzerne aus diversifizierten Chemieunternehmen hervorgegangen sind. Die Chemiebranche war die erste, industriell tätige, naturwissenschaftliche Disziplin. Die organische Chemie bildete darüber hinaus - neben den erforderlichen finanziellen Kapazitäten der Chemieindustrie - die fachliche Brücke zur Medizin.<sup>148</sup> In den USA hingegen entstanden die meisten pharmazeutischen Unternehmen aus ehemaligen Apotheken, oder es traten Unternehmen der Lebensmittel- oder Kosmetikindustrie aufgrund der Aussicht auf höhere Profitabilitätsraten in den Markt ein. Eine Besonderheit des Pharmasektors ist die globale Präsenz und Vermarktung von pharmazeutischen Produkten. Im Widerspruch dazu sind die nationalen Märkte häufig immer noch stark abgeschottet. Grund hierfür sind divergierende nationale Regulierungsregime im Gesundheitswesen. Der Pharmamarkt steht nicht zuletzt deshalb trotz hoher Wachstumsraten vor einem Wandel, da es in den letzten Jahren aufgrund des bereits erwähnten demographischen Drucks auf die Gesundheitssysteme einen Trend zu Kosteneinsparungen gibt. Der Anteil der Arzneimittel an den Gesamtkosten des Gesundheitssystems ist mit 14,3 % im Jahr 2001 in Deutschland im internationalen Vergleich zwar relativ gering.<sup>149</sup> Trotzdem stehen die Arzneimittel ständig im Fokus der Einsparungsbemühungen, da sie im Vergleich zu anderen Aufwendungen im Gesundheitswesen einen „separaten und leicht zu kontrollierenden Kostenblock“<sup>150</sup> bilden. Deshalb ist das überproportionale Wachstum des Pharmamarktes in den nächsten Jahren stark gefährdet. In Deutschland konnten Preissteigerungen seit

<sup>147</sup> Vgl. Leuenberger, A.F., Die pharmazeutische Industrie in den neunziger Jahren: Ausblicke und Herausforderungen aus europäischer Sicht, in: Swiss Pharma 12 (1990), S. 7.

<sup>148</sup> Vgl. Zeller, Christian, Globalisierungsstrategien – Der Weg von Novartis, Heidelberg 2001, S. 163.

<sup>149</sup> Der günstige internationale Vergleich relativiert sich allerdings angesichts eines Anstiegs der Medikamentenausgaben um mehr als 60 % von 14,6 Mrd. € im Jahr 1991 auf 23,4 Mrd. € 2002 bei den gesetzlichen Krankenkassen.

<sup>150</sup> Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen – Demografie Spezial, Frankfurt am Main 2002, S. 2.

2002 trotz hoher Nachfrage kaum durchgesetzt werden, da die Aut-Idem-Regelung den Preiswettbewerb intensiviert hat.<sup>151</sup> Die Belastungen durch die neueste Gesundheitsreform, die im Juli 2003 beschlossen wurde, halten sich dagegen in engen Grenzen. Durch massiven Lobbyismus der forschenden Arzneimittelhersteller konnten die Belastungen durch Maßnahmen wie Festbeträge, Herstellerrabatte und Nutzenbewertung von Arzneimitteln auf jährlich ca. 1,5 Mrd. € begrenzt werden. Eine ursprünglich geplante Positivliste zur Begrenzung der Anzahl von Medikamenten zur Qualitätsverbesserung und Entlastung der Kassen wurde dagegen zurückgezogen. In Anbetracht einer Mehrbelastung der Patienten um 20,1 Mrd. € - die in vollem Umfang im Jahr 2007 erreicht werden soll – ein vergleichsweise moderater Beitrag der Pharmabranche zur Gesundheitsreform.

Die vielfältigen Eingriffe in die Preisbildung auf dem Arzneimittelmarkt erklären sich durch die Trennung von Konsum, Konsumententscheidung und der Kostenübernahme. Der Patient trifft aufgrund unvollkommener Informationen - sieht man von nicht verschreibungspflichtigen Medikamenten ab - nicht selbst die Entscheidung über die Auswahl eines Medikaments. Er muß sich auf die adäquate Auswahl des Arztes verlassen, der deshalb im Mittelpunkt der Werbeanstrengungen der Pharmahersteller steht. Die Kosten wiederum werden vom Staat oder von einer Versicherung übernommen, die infolge der stark gestiegenen Gesundheitsausgaben der letzten Jahre zunehmend an einer Kostenkontrolle interessiert sind.<sup>152</sup>

Es bestehen darüber hinaus gravierende Unterschiede in der Förderungsintensität der Pharmaproduktion und vor allem der Forschungseinrichtungen. Letzteres hat einen großen Einfluß auf den technologischen Entwicklungsstand einer Volkswirtschaft im Zusammenhang mit der Auswahl von Forschungsstandorten. Als Regulierer mit weltweitem Einfluß gilt die amerikanische FDA (Food and Drug Administration), da die meisten Medikamente erstmals in den USA zugelassen werden. Die Europäische Union hat die gemeinsame Zulassungsbehörde EMEA (European Agency for the Evaluation of Medical Products) geschaffen, die der Vereinheitlichung der europäischen Zulassungsverfahren dient und insbesondere über die Zulassung gentechnisch veränderter Medikamente befindet.<sup>153</sup>

Es ist sinnvoll den Pharmamarkt sachlich zunächst in die Kategorien Humanmedizin und Tiermedizin abzugrenzen. Bei der Humanmedizin bietet sich entweder

---

<sup>151</sup> Die Aut-Idem-Regelung schreibt den Ärzten vor nur noch einen Wirkstoff zu verschreiben. Der Apotheker muß den Patienten dann immer das günstigste Medikament mit der gleichen Wirkung herausuchen.

<sup>152</sup> Vgl. Kotzian, Peter, Verhandlungen im europäischen Arzneimittelsektor, Baden Baden 2003, S. 19.

<sup>153</sup> Vgl. Zeller Christian, op. cit., S. 174.

eine Unterscheidung in rezeptpflichtige bzw. -freie Medikamente oder in Patentgeschützte bzw. Generikaprodukte an. Ein Patent verleiht einer Unternehmung, die ein neues Präparat entwickelt hat, eine zeitlich begrenzte Monopolstellung von zur Zeit weltweit 20 Jahren, die zur Refinanzierung der immens hohen Entwicklungskosten dient. Als Generika bezeichnet man Nachahmerprodukte, die nach dem Verlust des Patents eines Medikaments auf den Markt gebracht werden dürfen. Sie werden dann meist zu wesentlich niedrigeren Abgabepreisen angeboten. Der günstigere Preis im Vergleich zum Originalpräparat rührt daher, daß keine exorbitant hohen Entwicklungskosten refinanziert werden müssen. Eine letzte Markteinteilung unterscheidet schließlich in verordnete Arzneimittel und die so genannten OTC-Artikel (Over The Counter) der Selbstmedikation.

### Segmente des Apothekenmarktes

Umsatz zu Apothekenverkaufspreisen in Mrd. €

	2000	2001	Veränderungen zum Vorjahr in %
rezeptpflichtig	20,7	23,2	12,0%
rezeptfrei	6,8	6,9	2,1%
verordnet	23,7	26,2	10,6%
Selbstmedikation	3,8	3,9	3,3%
patentgeschützt	5,7	6,2	7,4%
insgesamt	27,5	30,1	9,6%

### Segmente des Apothekenmarktes

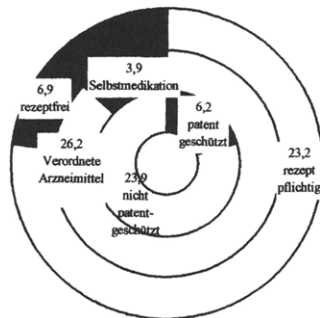


Abbildung 3.4.1: Segmente des Arzneimittelmarktes

Quelle: Verband Forschender Arzneimittelhersteller (VFA), Statistics 2002, Berlin 2003, S. 51.

Die OTC-Präparate bilden gewissermaßen eine Teilmenge der rezeptfreien Medikamente. Da den Patienten die entstehenden Kosten beim Kauf offenbart werden, reagieren sie i.d.R. preissensibler.

Insgesamt hat der Markt für Arzneimittel in Deutschland ein Volumen im Jahr 2001 von 30,1 Mrd. € erreicht. Deutschland ist mit ca. 20 % europäischer Spitzenreiter was den Anteil an Generika betrifft. Um so erstaunlicher ist es auf den ersten Blick, daß Deutschland mit 10,8% - zusammen mit der Schweiz - den höchsten BIP-Anteil in Europa für Gesundheitsleistungen aufwendet. Die steigenden Kosten sind allerdings auch auf teurere Medizintechnik und aufwendigere Behandlungsmethoden zurückzuführen.

Der europäische Vergleich wird zudem durch unterschiedliche Mehrwertsteuersätze in den Mitgliedsländern verzerrt. In den meisten Ländern wird ein verringerter Mehrwertsteuersatz auf Medikamente gewährt. Deutschland gehört neben Irland und Dänemark zu den wenigen Ländern mit vollem Mehrwertsteuersatz.

Der weltweite Pharmamarkt wird sowohl was den Verbrauch als auch die Produktion betrifft von den Ländern dominiert, die sich eine umfassende Gesundheitsversorgung leisten können.

Folglich entsprechen die wichtigsten Pharmamärkte der Triade, bestehend aus Nordamerika, Westeuropa und Japan. Die OECD-Länder konnten ihren Anteil am Konsum von Pharmazeutika seit den 70er Jahren von 65,2 % auf 71,7% erhöhen. Das Wachstum betrug trotz schlechter weltweiter Konjunktur im Jahr 2002 über 8% und somit gehört der Pharmamarkt zu den wenigen verbliebenen Hochtechnologiefeldern mit nennenswertem Wachstum.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Gesamtmarkt in Mrd. US-\$	290,8	296,1	304,7	339,5	362,8	396,0	430,3
Veränderung in %	-	+1,8	+2,9	+11,4	+6,9	+8,9	+8,6

*Abbildung 3.4.2: Weltmarktvolumen des Pharmasektors*

Quellen: eigene Darstellung in Anlehnung an International Marketing Services (IMS), IMS World Review 2003, London 2003 (ohne Seitangaben).

Schlüsselt man die Verkaufszahlen nach einzelnen Regionen auf, wird die Dominanz des US-Marktes deutlich, der binnen Jahresfrist 2001 um 17% gewachsen ist. Neueren Zahlen zufolge - allerdings nur bezogen auf den Teilmarkt Apotheke - fiel die Steigerung von Mai 2002 bis April 2003 mit 11 % etwas geringer aus. Damit wächst der US-amerikanische Markt trotz seines überragenden Volumens allerdings immer noch schneller als der europäische Markt. Das überproportionale Wachstum in den USA beim Konsum von verschreibungspflichtigen Arzneimitteln wird allerdings in geringerem Ausmaß durch den Preisanstieg von Medikamenten verursacht, als durch die zunehmende Verbreitung einer Medikamentenversicherung mit Selbstbeteiligung. Aufgrund von festen Selbstbeteiligungssätzen spielt der tatsächliche Medikamentenpreis für die Versicherten dann keine Rolle mehr, so daß aufgrund von moral hazard vermehrt neuere und damit teurere Medikamente verschrieben bzw. von Patienten nachgefragt werden.<sup>154</sup>

Im Verlauf der 90er Jahre haben die USA den früheren Leitmarkt Westeuropa deutlich abgehängt. Laut IMS besitzt allein die USA einen Weltmarktanteil im Jahr 2002 von 51%, während die Europäische Union nur auf 22% kommt und dazu noch langsamer wächst. Das Gefälle zwischen Arm und Reich wird insbesondere bei einem Vergleich mit dem Rest der Welt deutlich, der bei Aggregation des restlichen Teils von Europa, ganz Asien, Afrika und Australien sowie Südamerika gerade einmal 15% Marktanteil auf sich vereinigt.

In den Krisenländern Südamerikas Brasilien und Argentinien wird darüber hinaus der enge Zusammenhang zwischen Ökonomie und Ausgaben für Arzneimittel besonders deutlich. In Argentinien sind infolge der verheerenden, wirtschaftlichen Krise seit 2002, die Arzneimittelkäufe in Apotheken um 56 % zurückgegangen.

Im Weltmarktmaßstab gemessen ist die Konzentration in der pharmazeutischen Industrie relativ unbedenklich, wenn man bedenkt, daß Pfizer selbst nach der Übernahme von Pharmacia als mittlerweile größter Hersteller lediglich ca. 11% Marktanteil auf sich vereinigen kann. Der CR<sub>3</sub> mit ca. 23% sowie der CR<sub>6</sub> mit 36% sind ebenfalls vergleichsweise eher moderat, so daß kein unmittelbarer Handlungsbedarf für die Wettbewerbsbehörden gegeben scheint.

---

<sup>154</sup> Vgl. Danzon, Patricia, M., und Mark V. Pauly, Health Insurance and the Growth in Pharmaceutical Expenditures, in: The Journal of Law and Economics XLV (2002), S. 587. ff.

Arzneimittel- Umsatz zu Herstellerabgabe- preisen in Mio. US- \$	Mai 2002 – April 2003	Mai 2001- April 2002	Verände- rung in % zu jewei- ligen US- \$-Kursen	Bereinigte Verände- rung in % um US\$- Kursände- rungen
Ausgewählte Länder gesamt	286,518	259,982	10	6
Nordamerika	158,736	143,074	11	11
USA	151,231	136,597	11	11
Kanada	7,523	6,477	16	14
Europa (die 5 größten Märkte)	64,815	54,652	19	4
Deutschland	19,045	15,598	22	7
Frankreich	15,816	13,832	14	0
Italien	11,218	9,700	16	1
Großbritannien	11,461	9,755	17	8
Spanien	7,275	5,768	26	10
Japan (inklusive Krankenhäuser)	48,742	46,773	4	0
Lateinamerika (die 3 größten Märkte)	10,701	12,533	-15	-15
Mexiko	6,032	5,878	3	3
Brasilien	3,548	4,115	-14	-14
Argentinien	1,121	2,540	-56	-56
Australien / Neuseeland	3,524	2,950	19	8

Abbildung 3.4.3: Apothekenumsätze in den bedeutendsten Pharmamärkten

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Intercontinental Marketing Services (IMS), op. cit., (ohne Seitangaben).

Es gibt zwar nur relativ wenige, forschende Pharmaunternehmen, die international aufgestellt sind. Dem stehen aber eine große Anzahl kleinerer und mittlerer Unternehmen gegenüber, die meist nur national tätig sind und sich auf die Lizenzproduktion oder auf die Herstellung von Generika konzentrieren.

Unterteilt man den Arzneimittelmarkt nach Indikationsgebieten, ergibt sich ein anderes Bild. Nach dem Bedarfsmarktkonzept stehen Medikamente, die eine Erkältung behandeln, nicht in einer Konkurrenzbeziehung zu Präparaten, die eine Depression lindern sollen. Diese engere Marktabgrenzung ergibt bei einigen Therapiefeldern in den USA Marktanteile von z.T. über 40% und bei eini-



gen, wichtigen Indikationsgebieten einem CR<sub>4</sub> von über 80%.<sup>155</sup> Das britische Pharmaunternehmen GlaxoSmithKline vereinigt bei Medikamenten zur Behandlung der Immunschwäche HIV ca. 40% Weltmarktanteil auf die eigenen Präparate.<sup>156</sup> Der Widerspruch zur niedrigen Gesamtkonzentration rührt daher, daß sich die Pharmaunternehmen i.d.R. auf bestimmte Indikationsgebiete spezialisieren, während sie bei anderen gar nicht vertreten sind. Daher stehen bei der Bewertung von Zusammenschlüssen zwischen Pharmaunternehmen durch die FTC bzw. die Europäische Kommission, die Überschneidungen zweier Fusionspartner in den Indikationsgebieten bzw. den Therapiefeldern in denen sich neue Medikamente in der klinischen Erprobung befinden, im Vordergrund.<sup>157</sup>

Seit Mitte der 90er Jahre hat sich ungefähr die Hälfte der 25 weltweit führenden Pharmaunternehmen zusammengeschlossen. Die Fusionswelle startete mit der Übernahme der britischen Wellcome durch Glaxo. Dieser nationale Zusammenschluß löste eine Vielzahl weiterer Fusionen aus, die aber mit Ausnahme von Hoechst und Rhône Poulenc selten grenzüberschreitend erfolgten. In den meisten Fällen schlossen sich zwei führende, nationale Anbieter zusammen, die im wesentlichen das Ziel verfolgten, global eine bessere Wettbewerbsposition zu erlangen.

Erst seit 2002 ebte die Fusionswelle etwas ab, da die sinkenden Aktienkurse nicht mehr als Akquisitionswährung eingesetzt werden konnten und der Erfolg vieler Megafusionen eher bescheiden ausfiel. Laut der Unternehmensberatung Bain & Company wuchs der Einfluß von institutionellen Investoren in den letzten Jahren, die mittels „Shareholder Activism“ vielfach zu Fusionen und Übernahmen geraten bzw. gedrängt haben. Diese Entwicklung erklärt sich aus dem ständig wachsenden Anteil der institutionellen Anleger an den führenden US-Pharmaunternehmen, der bereits über 60% beträgt. Die Vorstände sahen sich ständig wachsenden Umsatz- und Ertragserwartungen gegenüber, die sie im Zuge eines Zusammenschlusses zu erreichen suchten. Der Erfolg blieb aber meist aus, denn die rein organisch gewachsenen Pharmaunternehmen erzielten durchschnittlich eine dynamischere Wertsteigerung.<sup>158</sup>

Die größere Anzahl an neu entwickelten Medikamenten infolge von Fusionen ist ausgeblieben. Im Jahr 2001 wurden weltweit lediglich 24 - die Hälfte im Vergleich zu 1998 - neue Medikamente eingeführt, bei F&E-Investitionen von 30 Mrd. \$. Das spricht gegen die Annahme, daß größere Forschungsbudgets auch eine größere Menge an innovativen Medikamenten garantieren. Die großen Arz-

---

<sup>155</sup> Vgl. Kotzian, Peter, op.cit., S. 25.

<sup>156</sup> Vgl. GlaxoSmithKline, Annual Report 2001, London 2002, S. 46.

<sup>157</sup> Vgl. Morgan, Eleanor J., Innovation and Merger Decisions in the Pharmaceutical Industry, in: Review of Industrial Organization (2001), S. 181 ff.

<sup>158</sup> Vgl. Duelli, Jochen, Bain & Company, M&A – kein Patentrezept!, in: Finance (2001), S. 58 f.

neimittelhersteller reagieren zunehmend mit der Abspaltung bzw. dem Verkauf von Aktivitäten, die nicht dem Kerngeschäft angehören. Selbst schlecht laufende Medikamente werden an kleinere Wettbewerber abgegeben. Mit dem Erlös fördern sie einerseits die Entwicklung neuer Medikamente und betreiben andererseits Kurspflege durch Aktienrückkaufprogramme.

Innerhalb der Europäischen Union ist Deutschland der größte Abnehmer von pharmazeutischen Produkten und Frankreich der größte Produzent. Insgesamt belief sich die Produktion in Europa im Jahr 2001 auf 149,792 Mrd. €, was einer Steigerung im Vergleich zum Vorjahr von über 15 % gleichkam. Die Bedeutung der Pharmaindustrie wird auch am Außenhandelsüberschuß von über 33 Mrd. € deutlich. Der deutsche Exportüberschuß ist in den letzten Jahren sukzessive auf knapp 7 Mrd. € im Jahr 2001 gestiegen. Die Ausgaben für Forschung und Entwicklung sind seit 1990 um das 2,5fache auf knapp 19 Mrd. € gestiegen. Dennoch ist die europäische Pharmaindustrie gegenüber ihren US-amerikanischen Konkurrenten weit ins Hintertreffen geraten. So haben sich die Forschungsaufwendungen in den USA auf mittlerweile 26,23 Mrd. € gar verfünffacht. Diese Anstrengungen schlugen sich in einem großen Vorsprung bei den Neuzulassungen nieder. Mit 62% Weltmarktanteil wurde fast die dreifache Anzahl neuer Medikamente in den USA als in Europa (21%) zugelassen. Eine Ursache mag das stärkere Marktwachstum in den USA sein, das in den Jahren 1991 bis 2001 um durchschnittlich 11,6 % betrug, während es in Europa „nur“ 7,4% waren.<sup>159</sup> Ursachen für diese Entwicklung sind ein forschungsfreundlicheres, gesellschaftliches Klima in den USA mit dem Fokus auf den Chancen unter weitgehender Ausblendung möglicher Risiken. Die Zusammenarbeit zwischen Industrie und Wissenschaft ist darüber hinaus wesentlich enger als in Europa. Aufgrund dieser Standortnachteile sind in Europa in den 90er Jahren Forschungskapazitäten abgebaut worden und in den USA sind im Gegenzug neue Forschungs- und Entwicklungszentren entstanden.<sup>160</sup>

Eine weitere wesentliche Rolle spielten wahrscheinlich die höheren gesetzlichen Hürden bis zur Zulassung insbesondere in Deutschland. In den USA wurde die gesetzliche Zulassungspraxis der FDA im Jahr 1992 dagegen deutlich gelockert und dadurch beschleunigt. Die Patienten sollen durch diese Maßnahmen schneller vom medizinischen Fortschritt durch neue, verbesserte Medikamente profitieren können. Die Kehrseite war ein Anstieg der Klinikaufenthalte und Todesfälle durch Gegenanzeigen bzw. Nebenwirkungen.<sup>161</sup> Die Kosten der klinischen

<sup>159</sup> Vgl. European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations (EFPIA), *The Pharmaceutical Industry in Figures*, Brüssel 2003, S. 2 ff.

<sup>160</sup> Vgl. Bundesverband der Pharmazeutischen Industrie (BPI), *Pharma-Daten 2002*, Wiesbaden 2003, S. 19.

<sup>161</sup> Vgl. Olson, Mary K., *Pharmaceutical Policy Change and the Safety of New Drugs*, in: *Journal of Law and Economics* XLV (2002), S. 615 ff.

Tests und damit die Handhabung zur Zulassung von Medikamenten ist ein wichtiger Faktor, denn sie belaufen sich auf mehr als die Hälfte der gesamten Entwicklungskosten eines Medikaments.

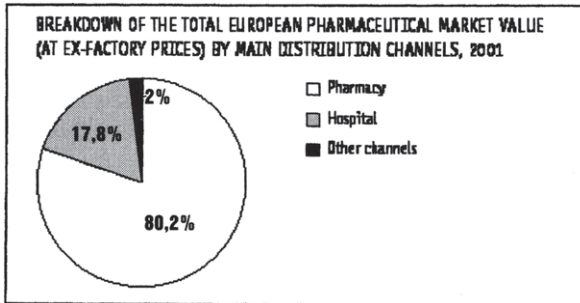
Eine weitere Ursache für den amerikanischen Vorsprung ist das Aufkommen von so genannten „life style“ Medikamenten, die in den USA bislang auf größere Resonanz und vor allem auf die höhere Zahlungsbereitschaft stoßen. Dabei handelt es sich um Präparate, die vorwiegend Zivilisationskrankheiten wie beispielsweise Fettleibigkeit und Depressionen behandeln, aber auch die Behebung erektiler Dysfunktionen (Viagra).<sup>162</sup> Die Pharmahersteller reagierten damit aber auch auf den zunehmenden Kostendruck durch Reformen des Gesundheitswesens in vielen Ländern. Der Absatz erfolgt in diesem Marktsegment überwiegend durch OTC- Produkte, so daß die steigende Kaufbereitschaft der Konsumenten Medikamente zu kaufen, die der Steigerung ihres Wohlbefindens dienen, abgeschöpft werden kann. Diesem Bestreben der Pharmaindustrie kommt auch die Veränderung der Alterspyramide entgegen. Der Anteil der über 60-Jährigen wird bis 2050 in Deutschland auf 38% prognostiziert. Diese Altersgruppe gibt ein Vielfaches an Geld für Arzneimittel aus als Jüngere, nicht zuletzt deshalb, weil jugendliches Aussehen und Fitness auch im Alter im gesellschaftlichen Trend liegen.

Die gravierenden Preisunterschiede innerhalb Europas lösten Parallelimporte mit hohen Arbitragegewinnen aus, die die Gewinnmöglichkeiten der Pharmahersteller - im Vergleich zu den USA - schmälerten. Dabei wurde dem Binnenhandel von Seiten der Europäischen Kommission bislang immer der Vorrang vor dem Schutz des geistigen Eigentums eingeräumt. Die niedrigeren Preise wurden allerdings nur zu einem geringen Anteil an die Endverbraucher weitergegeben. Die Arbitrageerträge verblieben zum großen Teil bei den Arzneimittelimporteuren. Der Parallelhandel wird von den Pharmaverbänden häufig als Argument für die größere Attraktivität des amerikanischen Marktes angeführt. Weiterhin ist das Gesundheitssystem in den USA weit weniger durch staatliche Eingriffe reglementiert, wie rechtliche Regelungen zur Herstellung und Umgang mit Medikamenten sowie einer Pflichtversicherung mit weitgehender Festlegung von Arzneimittelpreisen. Die Arzneimittelpreise sind daher in den USA am höchsten und ein Engagement von Pharmaunternehmen somit am lukrativsten. Für die nächsten Jahre ist allerdings zu erwarten, daß einerseits die staatlichen Medicaid-Programme für sozial Schwache immer höhere Rabatte von den Pharmaherstellern fordern werden und andererseits die HMO's (Health Maintenance Organizations)<sup>163</sup> durch ihre gebündelte Nachfrage die Einkaufspreise für Medikamente ebenfalls drücken können.

<sup>162</sup> Vgl. Zeller Christian, op. cit., S. 168.

<sup>163</sup> Dabei handelt es sich um Organisationen die den Einkauf für die privaten Krankenversicherungen übernehmen, deren Mitgliederzahl von 33,6 Mio. im Jahr 1990 auf 105,3 Mio.

Da der Verkauf von Arzneimitteln i.d.R. nicht direkt zwischen dem Endkunden und dem Hersteller abgewickelt wird, ist die Handelsstufe ein wichtiger Faktor, in diesem Fall zu über 80% die Apotheken. Der zweite bedeutende Vertriebskanal sind die Krankenhäuser, die knapp 18% des Umsatzes ausmachen. Vom Apothekenverkaufspreis fließen durchschnittlich nur 55% zum Hersteller, während der Staat 14% abschöpft. Der Großhandelsanteil beträgt lediglich 4% und die restlichen 27% des Umsatzes entfallen auf die Apotheken.<sup>164</sup>



*Abbildung 3.4.4: Umsatzanteile der Distributionskanäle des europäischen pharmazeutischen Marktvolumens*

Quelle: Vgl. European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations (EFPIA), op. cit., S. 8.

Der wichtigste Wettbewerbsparameter und oft Ursache für Unternehmenszusammenschlüsse im Pharmasektor ist die Forschung und Entwicklung. Im Vergleich mit anderen Hochtechnologiefeldern wird am meisten Geld in der Forschung und Entwicklung ausgegeben; der Anteil vom Umsatz bewegt sich zwischen 15 und 20%. Von einer erfolgreichen Entwicklung hängt das wirtschaftliche Überleben eines Pharmaunternehmens ab, wenn es sich nicht auf Herstellung von Generika spezialisiert hat. Gelingt die Entwicklung eines so genannten „Blockbuster“, d.h. es wird jährlich mehr als eine Mrd. \$ Umsatz mit einem Medikament erzielt, können hohe Gewinne während der Laufzeit eines Patents gemacht werden. Allerdings liegt bei der Entwicklung von Medikamenten auch ein großes Risiko, denn die durchschnittlichen Forschungsaufwendungen für ein Arzneimittel sind von 307 Mio. € im Jahr 1993 auf 885 Mio. € im Jahr 2001 angestiegen. Ausgelöst wurde dieser Anstieg durch die höhere Komplexität des gesamten Innovationsprozesses und der dadurch verursachten längeren Entwick-

1998 gestiegen sind. Vgl. Randles, Sally, *Complex Systems Applied ? The Merger that made GlaxoSmithKline*, in: *Technology Analysis & Strategic Management* 14 (2002), S. 331 ff.

<sup>164</sup> Vgl. Deutsche Bank Research, op. cit., S. 4.

lungszeit. Viele neue Substanzen überstehen zudem die aufwendigen klinischen Tests nicht. Es sind zur Zeit durchschnittlich 6000 synthetisierte Substanzen notwendig, um ein neues Medikament zu entwickeln. Die bei den Fehlversuchen angefallenen Kosten werden dabei den erfolgreich eingeführten Medikamenten zugerechnet.

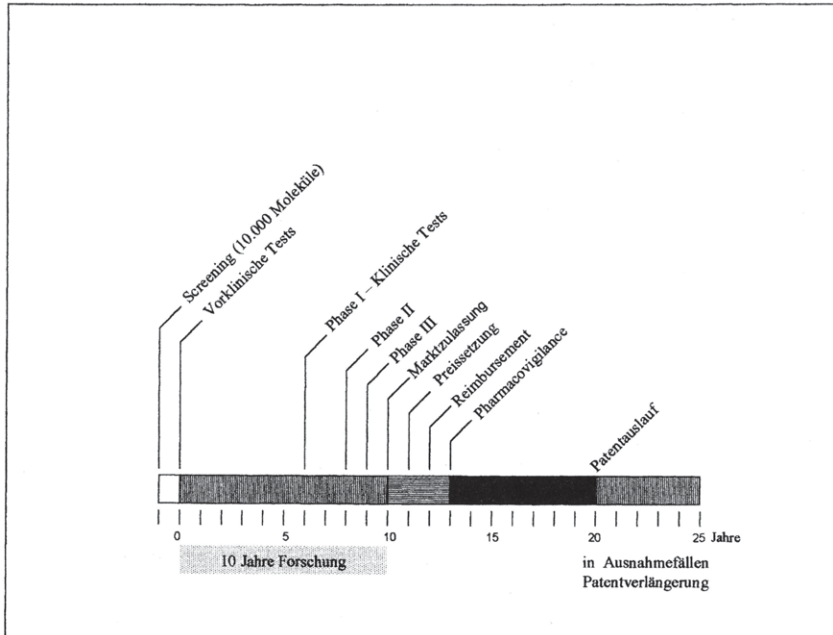


Abbildung 3.4.5: Stationen einer neuen Substanz bis zur Zulassung als Medikament

Quelle: Vgl. European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations (EFPIA), op. cit., S. 14.

Ein Patent muß bereits in einem frühen Stadium angemeldet werden, nachdem ein neuer Wirkstoff bzw. NCE (New Chemical Entity) aus dem Synthese- oder Extraktionsprozeß gewonnen wurde. Die eigentliche Entwicklung eines Medikaments verschlingt nicht nur viel Geld, sondern schmälert den Zeitraum des Patenschutzes erheblich, da die präklinische Entwicklung zusammen mit den klinischen Tests durchschnittlich 10-12 Jahre lang dauert. Der Anteil der präklinischen Tests trägt dabei ungefähr 40% zu den Kosten bei, während die klinischen Tests immer (zeit-)aufwendiger werden und demzufolge in den letzten Jahren auf ein Drittel der Kosten angestiegen sind. In den wenigen Jahren nach

erfolgter Markteinführung müssen die gesamten Kosten und ein angemessener Gewinn erzielt werden. 70% der erfolgreich eingeführten Medikamente erreichen nicht die Gewinnschwelle. Daher sind die Pharmaunternehmen von wenigen erfolgreichen Medikamenten abhängig. Laufen die Patente wichtiger Medikamente ab, müssen sie möglichst zeitnah durch ähnlich erfolgreiche Medikamente ersetzt werden.

Darin liegt der Charme der zunehmenden Anzahl von Unternehmenszusammenschlüssen. Man verspricht sich durch das Zusammenlegen der Forschungskapazitäten einen regelmäßigeren bzw. vermehrten Medikamentenoutput sowie eine bessere finanzielle Ausstattung, um Krisenzeiten überstehen zu können. Außerdem kann es zu spillover-Effekten kommen, d.h., eine erfolgreiche Innovation befruchtet andere Forschungsprojekte, was in einem diversifizierten, verschiedene Indikationsgebiete abdeckenden Großunternehmen wahrscheinlicher ist als in kleineren Unternehmen. Der Gefahr, daß Konkurrenten sich als Free-Rider betätigen, in dem sie die Ergebnisse des forschenden Unternehmens für eigene Forschungsbemühungen verwenden, wird, neben der Internalisierung der spillover-Effekte durch Übernahmen, zunehmend durch Forschungsk Kooperationen begegnet. Diese können allerdings bei wenig ausgeprägten spillover-Effekten den Innovationswettbewerb einschränken.<sup>165</sup>

Der Erfolg der Zusammenschlüsse wird aber durch die Tatsache in Frage gestellt, daß viele Forschungserfolge von kleinen und mittleren Forschungsinstitutionen erzielt werden. Die Lücken in der Entwicklungspipeline füllen insbesondere die US-amerikanischen Pharmaunternehmen durch Einlizenzierungen von bereits in der Entwicklung befindlichen Substanzen von kleineren Konkurrenten. Eine fallweise Kooperation bzw. Allianz ermöglicht eine größere Flexibilität, um auf Marktveränderungen zu reagieren und birgt somit weitaus geringere Risiken als eine Vollfusion.

Darüber hinaus werden selbst erfolgreich neu eingeführte Präparate zunehmend durch zeitnahe Zulassungen neuer, z.T. noch besserer Medikamente derselben therapeutischen Klasse von Konkurrenten bedroht. Daher können schon während der Patentlaufzeit keine „Monopolpreise“ mehr erzielt werden und die Refinanzierung der F&E-Kosten wird weiter erschwert.<sup>166</sup>

Weiterhin erfolgt die heutige Entwicklung von Medikamenten zunehmend interdisziplinärer. Neue Forschungsdisziplinen beschleunigen einerseits die Entwicklung, erfordern aber andererseits neues Know-How, welches über das bisherige

---

<sup>165</sup> Vgl. Bester, *Theorie der Industrieökonomik*, 2. Aufl., Heidelberg 2003, S. 189 ff.

<sup>166</sup> Vgl. Lichtenberg, Frank R., und Tomas J. Philipson, *The Dual Effects of Intellectual Property Regulations: Within- and Between-Patent Competition in the U.S. Pharmaceutical Industry*, in: *Journal of Law and Economics* XLV (2002), S. 643 ff.



Wissen in der pharmazeutischen Forschung weit hinausgeht.<sup>167</sup> Wichtige Forschungszweige, die unter dem Oberbegriff Biotechnologie firmieren, sind dabei die kombinatorische Chemie, das Rational Drug Design sowie die Forschung am menschlichen Genom.

Die kombinatorische Chemie kann mittels High-Troughput Screening zur Beschleunigung der Arzneimittelforschung beitragen. Dabei werden die Substanzen in automatisierten Testabläufen unter Zuhilfenahme von Robotern gegen eine hohe Zahl von Zielproteinen getestet. Die dadurch gewonnenen Leitsubstanzen werden dann durch kombinatorische Techniken oder Synthesen mit halbrationalen Vorgehensweisen auf ihre Struktur-Wirkungs-Beziehungen getestet.

Beim Rational Drug Design handelt es sich um eine computergestützte Methode bei der untersucht wird, was auf molekularer Ebene geschieht, wenn ein Wirkstoff sich an einen Rezeptor bindet. Es sollen dabei Substanzen entwickelt werden, die optimal zu einem Rezeptor passen, um letztlich die Wirksamkeit eines Medikaments zu erhöhen.

Die Erforschung des menschlichen Gens kann wiederum dazu dienen, Neigungen zu Krankheiten zu analysieren und das Zusammenspiel von Genen und Proteinen so gut zu verstehen, daß Anknüpfungspunkte für neue Therapien gefunden werden können. Bei der Sequenzierung von Genomen entstehen riesige Datenmengen, die strukturiert und interpretiert werden müssen. Diesen Zweig der Genomforschung nennt man Bioinformatik, der sich bei der Wirkstoffforschung unersetzlich gemacht hat.

Viele Pharmariesen haben aufgrund der zunehmenden Komplexität erfolgreiche forschungsintensive Biotechfirmen aufgekauft bzw. sich daran beteiligt, die sich mit vorgenannten Disziplinen beschäftigen, um den technologischen Anschluß nicht zu verlieren und die Entwicklungszeiten zu verkürzen. Durch die Biotechnologie kam es zu einem Wissens- und Innovationsschub, der aber mit einer ständigen Verringerung von neuen Wirkstoffen in der konventionellen Pharmaforschung einhergeht, so daß im Endeffekt die Anzahl neuer Wirkstoffe in den letzten Jahren stagnierte oder gar leicht zurückging. Wie oben erläutert, eröffnen die neuen Disziplinen ein besseres Verständnis für Abläufe des menschlichen Organismus, was wiederum eine gezieltere Entwicklung von Medikamenten ermöglicht. Für die Biotechfirmen bietet die Holding eines Pharmariesen die notwendige finanzielle Ausstattung, um ein neu entwickeltes Medikament am Markt zu platzieren. Dies erscheint angesichts der Tatsache bedeutsam, daß selbst die längst etablierten US-Biotechunternehmen die Gewinnschwelle noch nicht erreicht haben.<sup>168</sup> Neben den fehlenden Gewinnen bzw. daraus resultieren-

<sup>167</sup> Vgl. Jungmittag, André, Reger, Guido, und Thomas Reiss, *Changing Innovation in the Pharmaceutical Industry*, Heidelberg 2000, S. 178 ff.

<sup>168</sup> Vgl. Kotzian, Peter, op. cit., S. 30 f.

den Gewinnwarnungen haben Schadensersatzforderungen die Forschungseuphorie in den letzten 2 Jahren gebremst. Nach den Kurseinbrüchen im Jahr 2001 wurden im Laufe des ersten Halbjahres 2002 von Biotechunternehmen 15 Zulassungen bei der FDA beantragt, von denen fast zwei Drittel nicht stattgegeben wurde.

Als weitere Maßnahme zur Beschleunigung des Entwicklungsprozesses dient das Zusammenlegen beispielsweise der Phasen II und III bei den klinischen Tests. Das gelingt aber ebenfalls nur mit ausreichend Forschungskapazität und entsprechender finanzieller Ausstattung.

In den letzten Jahren bilden die Werbe- und Vertriebsanstrengungen einen mindestens gleichwertigen Wettbewerbsparameter. Da die meisten Pharmamärkte einerseits durch unterschiedliche Zulassungsbestimmungen und sonstige staatliche Regulierungen eher zersplittert sind; andererseits aber die Produkte immer globaler vermarktet werden müssen, um die hohen Entwicklungskosten in der kurzen Restlaufzeit des Patents zu amortisieren, sind immense, länderspezifische Marketinganstrengungen notwendig, die u.a. große, gut ausgebildete Vertriebsapparate in den wichtigen Absatzländern notwendig machen. Zunehmend werden die patentgeschützten Medikamente darüber hinaus durch konkurrierende, oft leicht verbesserte Medikamente bedroht, die den Monopolzeitraum zusätzlich verkürzen. Um so mehr spricht dafür, in noch kürzerer Zeit in möglichst vielen Ländern möglichst gleichzeitig ein neues Medikament einzuführen. Da hierfür gut ausgebildete Pharmaberater notwendig sind müssen zahlreiche Niederlassungen gegründet werden, was zur zunehmenden Internationalisierung der Branche beiträgt. Die Marketing- und Vertriebskosten sind daher insbesondere bei den US-Herstellern z.T. schneller gestiegen als die F&E-Ausgaben. Dies gilt insbesondere seit die FDA im Jahr 1997 die strikten Regeln von Werbung für verschreibungspflichtige Medikamente, die sich direkt an den Endkunden wendet, stark gelockert hat. Seitdem sind die Werbeausgaben sprunghaft gestiegen.<sup>169</sup>

Auf dem europäischen Markt sind die Regelungen zur Werbung wesentlich restriktiver. Werbung für verschreibungspflichtige Arzneimittel, die sich direkt an Endkunden richtet, ist laut einer Richtlinie der Europäischen Kommission im Gegensatz zu den USA verboten.<sup>170</sup> Werbung für OTC-Produkte der Selbstmedikation ist dagegen im Jahr 1992 europaweit vereinheitlicht worden.<sup>171</sup>

Deshalb kooperieren oder fusionieren viele kleine und mittlere Biotechunternehmen mit den großen Pharmaunternehmen, um deren Vertriebskapazitäten

---

<sup>169</sup> Vgl. Ling, Davina C., Berndt, Ernst R., und Margaret K. Kyle, *Deregulating Direct-to-Consumer Marketing of Prescription Drugs: Effects on Prescription and Over-the-Counter Product Sales*, in: *Journal of Law and Economics* XLV (2002), S. 691 ff.

<sup>170</sup> Vgl. Europäische Kommission, Richtlinie 89/552, Brüssel 1989, S. 1 ff.

<sup>171</sup> Vgl. Europäische Kommission, Richtlinie 92/28, Brüssel 1992, S. 1 ff.

nutzen zu können. Eine zunehmend praktizierte, alternative Methode ist die Einlizenzierung unmittelbar vor der Zulassung stehender Medikamente, die von kleinen bzw. mittelgroßen Biotechunternehmen bzw. Pharmaunternehmen entwickelt wurden, die aber nicht über den Vertriebsapparat zur erfolgreichen Vermarktung verfügen.

Bei den Nachahmerprodukten gewinnt die Produktwerbung in den Massenmedien zunehmend an Bedeutung, da der Anteil der Selbstmedikation steigt.<sup>172</sup> In den USA ist die Endverbraucherwerbung erst seit 1997 erlaubt und seitdem massiv ausgeweitet worden. Ein weiterer an Bedeutung gewinnender Vermarktungsfaktor ist das Tablettendesign. Psychologisch wichtig ist dabei die Farbe sowie die Form der Tabletten, die den Wiedererkennungswert fördern sollen.

Das weitere Wachstum des Pharmasektors, dessen Großunternehmen weiterhin ein zweistelliges Wachstum anstreben, hängt entscheidend von der Entwicklung in den USA ab. Dort mehrte sich inzwischen der Widerstand gegen hohe Medikamentenpreise, zumal in Zeiten eines kränkelnden Arbeitsmarktes. Der in der EU allgegenwärtige Parallelhandel bedroht zunehmend auch die Erträge in den USA. Viele vorwiegend ärmere US-Bürger beziehen ihre Medikamente immer häufiger über preisgünstige Online-Apotheken in Kanada. Der Druck auf die US-Regierung, die Medikamentenpreise im Rahmen einer Gesundheitsreform stärker zu regulieren, wächst darüber hinaus in der Vorwahlkampfzeit enorm. Da in Europa kein Ausgleich für sinkende Erträge in der Pharmabranche zu erwarten ist, wird die Branche von ihren bislang überproportionalen Renditezielen Abstand nehmen müssen.

### **3.4.1. Ciba Geigy / Sandoz (Novartis)**

#### **3.4.1.1. Ausgangslage vor der Fusion: Ciba Geigy AG / Sandoz AG**

Das Unternehmen Ciba Geigy AG war selbst das Ergebnis einer Großfusion, die im Jahr 1970 vollzogen wurde. Bereits damals galt die zunehmende Globalisierung im Zusammenhang mit der Wettbewerbsfähigkeit als Hauptargument für den Zusammenschluß. Die ehemalige Geigy AG wurde 1758 als Handelsunternehmen vom gleichnamigen Gründer ins Leben gerufen. Mitte des 19. Jahrhunderts wurde mit der Produktion des synthetisch hergestellten Farbstoffs Fuchsin und gegen Ende des Jahrhunderts die internationale Expansion ins europäische Ausland vorangetrieben. Wie in Europa üblich, entstammte das Unternehmen somit der Chemiebranche. Der Sprung über den Atlantik wurde kurz nach der Umwandlung in eine Aktiengesellschaft im Jahr 1904 gewagt, durch die Gründung einer Tochtergesellschaft in den USA. Ein erster Kontakt zur Ciba und zu Sandoz wurde in Form der Basler Interessengemeinschaft (I.G.) bereits 1918

---

<sup>172</sup> Vgl. Zeller, Christian, op. cit., S. 175 f.

hergestellt. Im Jahre 1938 wurde relativ spät eine pharmazeutische Tochter gegründet, die dann aber zum schnellen Wachstum und zur weiteren Diversifikation des Unternehmens beitrug. Im Verlauf der 50er Jahre überstiegen die Pharmaumsätze erstmals die Chemieumsätze der Farbstoffherstellung.

Das Unternehmen Ciba (Gesellschaft für Chemische Industrie Basel) entstand 1884 im Zuge eines Rechtsformwechsels. Das Vorgängerunternehmen Bindschedler & Busch beschäftigte sich wie Geigy mit der synthetischen Farbstoffherstellung. Zur Jahrhundertwende – damit weit früher als Geigy – produzierte das Unternehmen die ersten Pharmaka. Bereits wenige Jahre danach wurden Produktionsstätten in Großbritannien, Italien, Deutschland und Rußland eröffnet. Das Unternehmen diversifizierte sich in der Folgezeit immer stärker, vor allem in die Märkte Pflanzenschutz und Textilzusatzstoffe.<sup>173</sup>

Die 1970 fusionierte Ciba-Geigy führte 1973 den ersten gemeinsamen Blockbuster ein. Es handelte sich dabei um das Anti-Rheuma-Mittel Voltaren, das bis heute trotz abgelaufenem Patentschutz durch neue Darreichungsformen noch relativ hohe Umsätze abwirft. Die Motive des Zusammenschlusses waren wie heute Kosteneinsparungen durch economies of scale in der Verwaltung, Vertrieb, Werbung, F&E und letztendlich in der Produktion. Die breite Diversifizierung erwies sich in der Rezession 1974/75 als vorteilhaft, da die Umsatzeinbußen in den Endkundenmärkten der Divisionen Farbstoffe / Chemikalien sowie Kunststoffe / Additive durch gute Ergebnisse in den Divisionen Agrochemie und Pharma weitgehend ausgeglichen werden konnten.<sup>174</sup> In allen Konzernbereichen wechselten sich weitere Zu- und Verkäufe im Verlauf der 70er und 80er Jahre ab. Es folgte eine weitere Diversifikation in den Saatgutmarkt durch den Erwerb des US-Unternehmens Funks Seeds International und weiterer in diesem Markt tätiger Unternehmen. Die Division Saatgut erhielt als erstes Unternehmen die Erlaubnis zur Produktion von genmanipuliertem Mais. In den 80er Jahren wurde mit der Gründung der Geschäftseinheit Ciba Vision ein weiterer Schwerpunkt im Teilmarkt Augengesundheit und Kontaktlinsen gebildet. Der letzte spektakuläre Coup als unabhängiges Unternehmen gelang durch eine strategische Allianz mit Chiron, einem der größten und am schnellsten gewachsenen Biotechunternehmen der USA. Obwohl seit Anfang der 80er Jahre das Pharmageschäft schwerpunktmäßig ausgebaut wurde, behielt das Unternehmen seine drei strategischen Säulen Pharmazeutika, Agrochemie sowie Industriechemie bei, um zyklische Schwankungen zu begrenzen und mit Hilfe der Industriesparte genügend Cash Flow zur Finanzierung der Innovationen im Pharmabereich zu generieren. Dr. Alfred Kern und Edouard Sandoz gründeten 1886 das Unternehmen Sandoz und begannen ebenfalls mit der Farbstoffproduktion. Bereits 1895 wandten sie

<sup>173</sup> Vgl. Novartis, [www.novartis.com](http://www.novartis.com), History, (ohne Seitenangaben).

<sup>174</sup> Vgl. Zeller, Christian, Globalisierungsstrategien – Der Weg von Novartis, Basel 2001, S. 208.

sich der Herstellung von Pharmazeutika zu. Gegen Ende des Jahrhunderts diversifizierte sich das Unternehmen mit einem Engagement im Zuckermarkt. Im Jahr 1917 wurde das Unternehmen zum forschenden Arzneimittelhersteller und gründete die Pharmasparte in eine eigene Division aus und 1939 folgte der Einstieg in das Pflanzenschutzgeschäft mit der ersten Pestizidentwicklung. Vergleichsweise früh investierte das Unternehmen in die Biotechnologie und erwarb die österreichische Biochemie GmbH. Dadurch konnte das Unternehmen die notwendigen Skaleneffekte schnell erreichen und produzierte Antibiotika sowie weitere Substanzen. Neben der Produktion internationalisierte sich in den 60er Jahren auch zunehmend die Forschung und Entwicklung, was zu großen Forschungserfolgen beitrug. 1967 erfolgte der Einstieg in den Markt für diätetische Produkte durch die Übernahme der Wander AG (Ovomaltine, Isostar). Mitte der 70er Jahre expandierte das Unternehmen in den Markt für Saatgut - in ähnlicher Form wie Ciba-Geigy - durch eine Übernahme des amerikanischen Herstellers Rogers Seed Co. Ab 1990 erfolgte eine strategische Fokussierung auf die Life Sciences - bestehend aus den Teilmärkten Pharma, Agrobusiness und Ernährung (Diätetika) - die Sandoz schließlich auch nach dem Zusammenschluß mit Ciba-Geigy durchsetzen konnte. Der Bereich Ernährung wurde durch die Übernahme des größten US-amerikanischen Anbieters von Babykost, Gerber, im Jahr 1994 ergänzt. Die strategische Neuorientierung wurde mit dem Börsengang der Chemikaliensparte unter dem Namen Clariant abgeschlossen.<sup>175</sup>

#### 3.4.1.2. Durchführung der Fusion

Der Zusammenschluß wurde am 07.03.1996 bekannt gegeben. Es handelte sich um einen gleichberechtigten Zusammenschluß in Form einer Neugründung per Aktientausch mit dem Namen Novartis. Der „Gleichere“ der beiden Partner war in diesem Fall die ehemalige Sandoz, deren Eigentümern 55 % des neuen Unternehmens zugesprochen wurden und die als Initiator der Fusion galt. Angesichts des größeren Gewichts und vor allem der besser gefüllten Produktpipeline sowie der klareren Fokussierung auf Life Science handelte es sich daher de facto eher um eine Übernahme der nach Umsatz größeren Ciba-Geigy durch die kleinere Sandoz. Dies kam auch in der Besetzung des Vorsitzenden der Geschäftsleitung durch den ehemaligen aufstrebenden Pharma-Chef von Sandoz, Daniel Vasella, zum Ausdruck. Novartis verzichtete damit auf eine Doppelbesetzung der Unternehmensleitung und vollzog simultan zur Fusion den Generationswechsel an der Unternehmensspitze. Für den ehemaligen Ciba-Chef Alex Krauer verblieb die Führung des mit dem amerikanischen Aufsichtsgremium „board of directors“ vergleichbaren Verwaltungsrates. Das Tauschverhältnis sah einen

---

<sup>175</sup> Vgl. Novartis, op. cit., (ohne Seitenangaben).



Umtauschkurs von einer Sandoz-Aktie in eine Novartis-Aktie vor. Die Aktionäre der ehemaligen Ciba-Geigy erhielten einen Anteil von Novartis im Tausch gegen 1,067 Ciba-Geigy-Aktien. Wie im Fall der Fusion von Daimler und Chrysler wurde die Methode des „pooling of interest“ angewendet, die den Vorteil mit sich bringt, daß kein Goodwill entstand und dieser folglich auch nicht gewinnschmälernd abgeschrieben werden mußte. Im Rahmen des Zusammenschlusses trennte sich das neu gegründete Unternehmen von der Industriechemie sowie von der ehemaligen Instrumentendivision von Sandoz. Das neue Unternehmen der Industriechemie wurde unter dem Namen Ciba Spezialitätenchemie 1997 an die Börse gebracht. Damit wurde die Dreisäulenstrategie der ehemaligen Ciba-Geigy AG abgelöst durch eine Fokussierung auf die Life Sciences.

### 3.4.1.3. Motive der Fusion

Vorrangiges Ziel der neuen Konzernführung war die Förderung bzw. Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit in einem sich schnell konsolidierenden, globalen Pharmamarkt. Die Fusion war als Reaktion auf den Strukturwandel im Gesundheitswesen zu verstehen, deren politische Vertreter auf eine Senkung der Verkaufspreise drängten. Darüber hinaus wurde zunehmend Nachfragemacht insbesondere in den USA ausgeübt, indem private Krankenversicherungen und auch die Einkäufer öffentlicher Hilfsprogramme Allianzen gebildet haben. Nur durch die Entwicklung wirklich innovativer Medikamente, die einen angemessenen Preis erzielen und sich gegen Nachahmerprodukte durchsetzen können, kann ein Pharmaunternehmen nach Einschätzung der Unternehmensleitung von Novartis zukünftig bestehen. Aufgrund dieser risikofreudigen und kostspieligen Strategie muß ein forschendes Pharmaunternehmen eine kritische Größe erreichen, um ausreichend Geld für die Entwicklung neuer Medikamente zur Verfügung zu haben und eine angemessene Verzinsung auf das eingesetzte Kapital zu generieren. Trotz der guten Ergebnisse beider Konzerne unmittelbar vor der Fusion, sah das Management die Notwendigkeit, dem zunehmenden Konzentrationsprozeß in der Pharmabranche mit einer nationalen Fusion zu begegnen, um in der Spitzengruppe der Branche zu bleiben.<sup>176</sup>

Von der ähnlichen Ausrichtung der Unternehmen versprach sich das neue Management weit reichende economies of scale von 1,8 Mrd. SF innerhalb von 3 Jahren. Ab dem vierten Jahr sollten jährliche Einsparungseffekte in Höhe von 2 Mrd. SF wirksam werden. Die Kosteneinsparungen sollten überwiegend durch Freisetzung von Personal erzielt werden. Der Personalabbau erfolgte weltweit und betraf mit 12 000 Personen ca. 12 % der Belegschaft. Von den verbliebenen Geschäftsfeldern der Life Sciences wurden Einsparungen sowohl im Bereich

---

<sup>176</sup> Vgl. Krauer, Alex, Novartis – Weshalb ?, in: Siegwart, Hans (Hrsg.), Mega-Fusionen: Analysen – Kontroversen - Perspektiven, Bern 1998, S. 123 ff.



F&E, der Produktion als auch der Vermarktung erwartet. Das freigesetzte Kapital sollte für die ständig steigenden Forschungs- und Entwicklungsausgaben sowie für die erhöhten Marketing- und Vertriebsaufwendungen eingesetzt werden. Ein weiterer Vorteil schien die Komplementarität der Therapiefelder zu sein, denn Ciba-Geigy entwickelte erfolgreiche Medikamente gegen Herz-Kreislauf-Erkrankungen und Antirheumatika bzw. Schmerzmittel (Voltaren). Sandoz besaß zwar ebenfalls Indikationen gegen Herz-Kreislauf-Erkrankungen, hatte aber noch größere Umsatzerfolge mit den therapeutischen Gebieten der Immunologie und dem Zentralnervensystem. Die zukünftig aus diesen Teilmärkten gewonnenen, gemeinsamen Forschungsmittel sollten die finanzielle Basis bilden, um zukünftig weiterhin genügend Präparate mit Blockbuster-Potential entwickeln zu können.

#### 3.4.1.4. Bisheriger Erfolg der Fusion

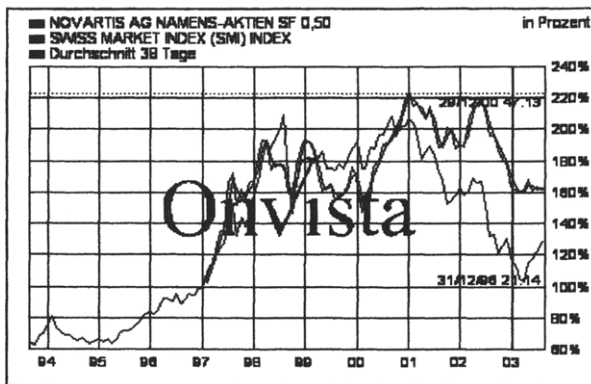


Abbildung 3.4.6: Kursverlauf der Novartis AG

Quelle: [www.onvista.de](http://www.onvista.de)

Das erste gemeinsame Geschäftsjahr wurde aufgrund außerordentlicher Aufwendungen im Zusammenhang mit der Fusion in Höhe von ca. 3,3 Mrd. SF mit einem fast halbierten Jahresüberschuß von 2,3 Mrd. SF abgeschlossen. Die Fusionskosten konnten durch den Erlös von 1,5 Mrd. SF aus dem Verkaufserlösen der Bauchemie und des Waagengeschäfts von Mettler Toledo und der Veräußerung eines Unternehmens der Agrochemie reduziert werden. Das Umsatzwachstum der rezeptpflichtigen Medikamente fiel mit 7% allerdings geringer aus als beim Konkurrenten Roche mit 13%. Die Bankanalysten waren dem neuen Konzern zunächst wohlgesonnen; folglich kam es trotz der relativ schwachen Ergebnisse zu starken Kurssteigerungen.

Das erste volle gemeinsame Geschäftsjahr 1997 war dank eines Gewinnanstiegs (Jahresüberschuß) um über 126 % auf 5,2 Mrd. SF ein großer Erfolg. Allerdings resultierte die Hälfte der Ergebnisverbesserung aus einer starken Abwertung des Franken gegenüber dem US-Dollar, dem wichtigsten Exportmarkt. Die verbesserte Kostenbasis durch die fusionsbedingten Entlassungen beispielsweise in der Verwaltung machten sich mit einer Verringerung des Verwaltungsaufwandes um 16% positiv bemerkbar. Insgesamt wurden bereits im ersten Jahr 60% der anvisierten Kosteneinsparungen realisiert. Zudem standen 39 neue Präparate kurz vor der behördlichen Zulassung. Ertragsprobleme bereitete lediglich der Bereich Ernährung, der deshalb abgebaut wurde und zukünftig seinen Schwerpunkt auf medizinische Ernährung und Sportlernahrung legen sollte. Novartis trennte sich folgerichtig 1998 von Wasa-Knacke, Roland-Brezel und Eden-Reformkost sowie von der Süßstoffsparte.<sup>177</sup>

Novartis verstärkte dagegen seine Aktivitäten auf dem Generikamarkt durch gezielte Akquisitionen von mehreren Herstellern von Nachahmerprodukten in allen wichtigen Märkten. Dieses Geschäftsfeld versprach Wachstumspotential aufgrund der Bemühungen vieler staatlicher Gesundheitssysteme, die Kosten im Gesundheitswesen zu senken. Daneben wurde das ertragsstarke Geschäft Augengesundheit (Ciba Vision) ebenfalls durch Kooperationen und Akquisitionen ausgebaut.

Die Grenzen zwischen den OTC-Pharmazeutika, Gesundheits- und Krankenhaushausnahrung verschwanden seit Mitte der 90er Jahre immer mehr, so daß Novartis diese Entwicklung im eigenen Unternehmen nachvollzog, und diese Aktivitäten 1998 in der Division Consumer Health zusammenführte. Dadurch versprach sich der Konzern jährliche Synergieeffekte von 70 Mio. Schweizer Franken durch Einsparungen in den Headquartern und infolge der Zusammenlegung im Vertrieb.<sup>178</sup>

Die Marktkapitalisierung nahm zwar im Jahr 1998 zu, im Vergleich zur Konkurrenz allerdings weit unterdurchschnittlich. Der Morgan Stanley World Pharmaceutical Index legte um 36% zu, während Novartis im gleichen Zeitraum nur ein Wachstum des Börsenwertes von 13% erzielen konnte.<sup>179</sup>

Die Kosteneinsparungen - ein wichtiger Erfolgsfaktor des Zusammenschlusses - betrugen nach Ablauf des Jahres 1998 1,77 Mrd. Schweizer Franken (SF), womit bereits 89% der geplanten Gesamteinsparungen erreicht wurden. Dabei wurde insbesondere Personal aus den zentralen Funktionen freigesetzt, was sich in einem Rückgang der Verwaltungskosten um 19% bemerkbar machte. Das operative Ergebnis verbesserte sich nicht zuletzt deshalb von 6,783 Mrd. SF auf 7,356 Mrd. SF und die Umsatzrentabilität konnte von 21,8% auf 23,2% gesteigert

<sup>177</sup> Vgl. Novartis, Medienmitteilung, Basel 2000, S. 2.

<sup>178</sup> Vgl. Novartis, op. cit., S. 2.

<sup>179</sup> Vgl. Novartis, Financial Report 1998, Basel 1999, S. 10.

werden.<sup>180</sup> Nach Steuern verzeichnete das Unternehmen eine Steigerung des Jahresüberschusses von 5,211 auf 6,010 Mrd. SF.

Nach Abspaltung der Chemiesparte konzentrierte sich Novartis auf die so genannten Life Sciences sowie auf den Bereich Agrobusiness.<sup>181</sup> Das Jahr 1999 war im Vergleich zum Vorjahr nur mäßig erfolgreich mit einem für eine Wachstumsbranche geringen Umsatzzuwachs von 2% auf 32,5 Mrd. SF. Der Jahresüberschuß wuchs dagegen um 6% auf 6,659 Mrd. SF. Die Zuwächse waren allerdings zu einem großen Teil auf die Abwertung des Schweizer Franken zurückzuführen. Das unterdurchschnittliche Wachstum wog um so schwerer in Anbetracht der Aufstockung der Aufwendungen für Marketing und Vertrieb um ca. 1 Mrd. SF. Der Aktienkurs verlief mit einer Reduktion um 13% weiterhin unterdurchschnittlich im Vergleich zu einem Wachstum um 6% im Branchendurchschnitt.<sup>182</sup> Offensichtlich konnte Novartis die hohen Erwartungen, die mit der Fusion geweckt wurden, nicht in ausreichendem Maße erfüllen.

Angesichts der geringen Akzeptanz - vor allem in Europa - von gentechnisch veränderten Produkten, ließen sich die Synergieeffekte nicht im geplanten Ausmaß realisieren. Vor allem die Einführung und Vermarktung gentechnisch veränderter Produkte erwies sich als strategischer Schwachpunkt. Ein global aufgestellter Konzern wirkt unglaublich, „wenn Gerber Products mit seinem Babyfoodgeschäft öffentlich verlauten läßt auf genveränderte Zutaten zu verzichten, der Sektor Saatgut aber alles unternimmt, um genverändertem Saatgut zum Durchbruch zu verhelfen.“<sup>183</sup> Aufgrund dieser Akzeptanzprobleme in Verbindung mit einer sinkenden Ertragsstärke der Agrosparte trennte sich Novartis von diesem Geschäftszweig und führte ihn mit dem Agrobusiness des britisch-schwedischen Konkurrenten Astra-Zeneca zusammen. Gemeinsam gründeten sie die Schweizer Syngenta AG.

Im Jahr 2000 konnte der Jahresüberschuß ein weiteres Mal um 8% auf 7,2 Mrd. SF zulegen, bei einem leichten Rückgang der Umsatzrentabilität auf 20,1%.<sup>184</sup> Knapp die Hälfte war wiederum auf Währungsverschiebungen zurückzuführen.

---

<sup>180</sup> Vgl. Novartis, op. cit., S. 5.

<sup>181</sup> Unter Life Sciences werden alle Teilmärkte verstanden, die sich die Erhaltung bzw. Wiederherstellung der Gesundheit von Mensch und Tier zum Ziel gesetzt haben. Darunter fällt sowohl die forschungsbasierte Herstellung von Medikamenten als auch die weniger forschungsintensiven Nachahmerprodukte (Generika). Das zunehmende Gesundheitsbewußtsein der Bevölkerung begünstigte zudem das Marktwachstum für bestimmte Ernährungsprodukte, die der Gesundheitsvorsorge dienen. Die Märkte für Augengesundheit und Kontaktlinsen sowie Tiergesundheit runden das Engagement von Novartis in den Life Sciences ab. Der Oberbegriff Agrobusiness umfaßt die Herstellung von Pflanzenschutzmitteln sowie die (gentechnische) Herstellung von Saatgut.

<sup>182</sup> Vgl. Novartis, Financial Report 1999, Basel 2000, S. 2 ff.

<sup>183</sup> Zeller, Christian, op. cit., S. 272.

<sup>184</sup> Vgl. Novartis, Medienmitteilung, Basel 2001, S. 7.

Die im Vergleich zum Branchendurchschnitt etwas schwächeren Jahre seit dem Zusammenschluß schienen mit einem Wachstum des Pharmaumsatzes um 7% überwunden. Die Marketing- und Vertriebsaktivitäten wurden mit knapp 1,5 Mrd. SF ein weiteres Mal erhöht, um die Kernprodukte noch besser am Markt zu etablieren. Die Aktionäre konnten durch mehrere Aktienrückkäufe im Wert von 4 Mrd. SF durch Novartis sowie Erhöhungen der Dividende beruhigt werden. Zur weiteren Steigerung der Attraktivität der Aktie - insbesondere für US-amerikanische Anleger - wurde neben der neuen Notierung in New York ein Aktiensplit im Verhältnis 1:40 vorgenommen. Der Aktienkurs erholte sich im Jahr 2000 dank dieser Maßnahmen und entwickelte sich mit einem Anstieg des Aktienpreises um 23% nur noch leicht unterdurchschnittlich.

Das Jahr 2001 verlief ähnlich erfolgreich wie das vorangegangene Jahr mit einem Umsatzzuwachs der fortgeführten Tätigkeiten – ohne die abgetrennte Agroparte – von 10% auf über 32 Mrd. SF. Der Reingewinn stieg trotz weiter verstärkter Vertriebsanstrengungen um weitere 8% auf 7,024 Mrd. SF. Aufgrund des Einbruchs der Aktienmärkte büßte auch Novartis 16% seiner Börsenkapitalisierung ein und lag damit im Branchendurchschnitt.

Die angestrebte Intensivierung der Entwicklungsanstrengungen mit dem Ziel genügend neue Präparate auf dem Markt zu lancieren ist bislang nur quantitativ gelungen. So sollten für die Jahre 2001 bis 2003 11 neue Substanzen zugelassen und eingeführt werden. Damit konnte Novartis eine besser gefüllte Entwicklungspipeline aufbieten als die Mehrzahl der unmittelbaren angelsächsischen Konkurrenz. Es fehlte aber zunächst der Blockbuster im Vergleich zu den Wettbewerbern, der mehr als 2 Mrd. US-\$ einspielt. Den US-Wettbewerbern mit ihren größeren Verkaufskapazitäten – vor allem auf dem Heimatmarkt USA - ist es vermehrt gelungen, eigene Forschungsdefizite aufzuwiegen, in dem sie Präparate kleinerer Firmen einlizenzieren. Durch die Integration der Konzerne Ciba-Geigy und Sandoz hat das neue Unternehmen wertvolle Zeit für Einlizenzierungen verloren und ist in den nächsten Jahren auf den Erfolg der eigenen Präparate angewiesen. Dabei wies der Konzern ohnehin den Malus der kleineren Verkaufsorganisation in den USA und der bislang geringeren Marketinganstrengungen auf, im Vergleich zu den amerikanischen Wettbewerbern. Daher wurde 2001 auf dieses Defizit mit einer nochmaligen Aufstockung des Marketingetats zum Ausbau der Verkaufsorganisation um 1 Mrd. SF reagiert. Die ständigen, zusätzlichen Verkaufsanstrengungen schmälerten andererseits allmählich den Ertrag. Außerdem verzögerte sich die Zulassung wichtiger Medikamente gegen Reizdarm (Zelnorm), Asthma (Xolair) und Schizophrenie (Zomaril). Novartis versuchte diese Verzögerungen durch Zukäufe erfolgreicher Präparate beispielsweise gegen Herpes (Famvir) durch Einlizenzierung aufzufangen. Gerüchte über einen Zusammenschluß bzw. eine engere Kooperation mit Roche infolge einer Aufstockung der Anteile auf 20% erwiesen sich als unzutreffend, nachdem Roche einer engeren Zusammenarbeit eine Absage erteilte. Die zunehmenden

Verkaufsanstrengungen von Novartis fielen unglücklicherweise in eine Zeit aufkommender, kritischer Diskussionen über zu hohe Medikamentenpreise für sozial Schwächere in den USA. Novartis griff einer gesetzlichen Regelung vor, indem insbesondere älteren amerikanischen Bürgern mit geringem Einkommen ermäßigte Preise gewährt wurden.

Das Geschäftsergebnis des Jahres 2002 wurde entgegen früherer Jahre durch eine Aufwertung des Schweizer Franken deutlich zu Ungunsten von Novartis verzerrt, so daß der Umsatzzuwachs in lokalen Währungen von 11 % weitgehend verpuffte und in einem eher bescheidenen Umsatzzuwachs von 2 % auf 32,4 Mrd. SF mündete. Nicht zuletzt deshalb beschloß das Unternehmen zukünftige Geschäftsberichte in US-\$ auszuweisen, dem wichtigsten Einzelmarkt. Der Jahresüberschuß stieg ebenfalls währungsbedingt trotz großer Verkaufserfolge nur um 4 % auf 7,3 Mrd. SF.<sup>185</sup>

Die Ergebnisse des ersten Halbjahrs 2003 waren im weiteren Verlauf recht vielversprechend, wie überhaupt die europäischen Anbieter vergleichsweise gut abgeschnitten haben. Der Konzernumsatz stieg in der neuen „Unternehmenswährung“ US-\$ um 20 % auf 11,9 Mrd. \$. Während Ende der 90er Jahre das Ausweisen in der heimischen Währung, dem Schweizer Franken, den Umsatzzuwachs aufgrund seiner Schwäche gegenüber dem US-\$ überzeichnete, gelangt man nun zum selben Effekt durch den Wechsel auf den Ausweis der Unternehmensergebnisse in US-\$. Da jener im letzten Jahr schwächer tendierte fällt das Umsatzwachstum weit stärker aus als in lokalen Währungen. Dieser Währungseffekt trägt immerhin 8 % zum Umsatzwachstum bei. Weitere 2 % sind auf Akquisitionen, vor allem des slowenischen Unternehmens Lek, zurückzuführen und 2 % auf Preissteigerungen. Tatsächlich sind also volumenmäßig „nur“ 8% mehr Medikamente verkauft worden. Der Reingewinn wuchs nur um 1 %, da der Umsatzzuwachs durch teure Einlizenzierungen und Verluste durch die Beteiligung am Konkurrenten Roche aufgezehrt wurde.<sup>186</sup>

Bei einem Zusammenschluß von Pharmaunternehmen fällt die Beurteilung des Erfolgs der Fusion besonders schwer, da Änderungen der Unternehmensstrategie sich erst mit einer jahrelangen Verzögerung auswirken. Das Geschäftsergebnis von Novartis wird wegen der langen Entwicklungszeiten noch auf Jahre von den Forschungsergebnissen bzw. –kooperationen der ehemaligen Ciba-Geigy und von Sandoz geprägt sein, während etwaige Neuentwicklungen noch Jahre bis zur Marktzulassung benötigen. Das Präparat mit dem größten Blockbusterpotential – Diovan gegen Bluthochdruck – geht beispielsweise noch auf eine Entwicklung von Ciba-Geigy zurück. Das Unternehmen hat sich – was die Börsenbewertung und das Umsatzwachstum betrifft – in Anbetracht einer Wachstumsbranche nur unterdurchschnittlich entwickelt. Der relativen Schwäche auf

<sup>185</sup> Vgl. Novartis, Investor Relations Release, Basel 2003, S. 1 ff.

<sup>186</sup> Vgl. Novartis, Medienmitteilung, Basel 2003, S. 1 ff.



dem US-amerikanischen Markt konnte durch eine rein nationale Fusion nicht entscheidend abgeholfen werden. Vom überproportionalen Wachstum dieses mit Abstand größten Marktes haben überwiegend die amerikanischen Pharmakonzerne profitiert, die sich insbesondere bei dem Segment der Lifestyle-Medikamente einen Wettbewerbsvorsprung vor den europäischen Herstellern verschafft haben.

### **3.4.2. Hoechst / Rhône Poulenc (Aventis)**

#### **3.4.2.1. Ausgangslage vor der Fusion: Hoechst AG / Rhône Poulenc S.A.**

Das später unter dem Namen Hoechst AG bekannte Unternehmen hat seine Wurzeln in der Gründung einer Fabrik zur Herstellung synthetischer Farben in Höchst am Main im Jahr 1863 durch die Kaufmänner Eugen Lucius und Carl Friedrich Wilhelm Meister. Um mit der schnellen Expansion des Unternehmens Schritt zu halten, wurde eine Änderung der Rechtsform im Jahr 1880 in eine Aktiengesellschaft mit dem Namen „Farbwerke vorm. Meister Lucius & Brüning“ vollzogen. Die Produktpalette wurde 1883 um die Herstellung von Arzneimitteln erweitert. Ein erster großer Erfolg dieses Engagements war das Präparat Antipyrin gegen Fieber und grippale Infekte. Als Hersteller von Farbstoffen und Arzneimitteln galten die deutschen Anbieter in der Folge als Weltmarktführer. Insbesondere die enge Zusammenarbeit mit der Chemie begründete die großen Erfolge von Hoechst, wie sie beispielsweise durch die Synthese des ersten Hormons sowie im Zuge eines Heilmittels gegen Syphilis erzielt wurden. Die erste ausländische Produktionsstätte wurde 1878 in Moskau eröffnet, um die damals hohen Zölle und die restriktive Patentgesetzgebung zu umgehen. Die Zusammenarbeit der späteren Nobelpreisträger Robert Koch, Emil von Behring und Paul Ehrlich ermöglichte mit der Entwicklung eines Tuberkulose-Diagnostikums den Einstieg in die Herstellung von Immunpräparaten.<sup>187</sup>

Ein Rückschlag und Auslöser einer ausgeprägten Unternehmenskrise war der 1. Weltkrieg, da die Farbstoff-, Arzneimittel- und Düngemittelproduktion zum großen Teil durch die Herstellung von Sprengstoffen und Kampfgasen ersetzt wurde. 1925 schlossen sich die bereits im Krieg kooperierenden Chemieunternehmen zur Interessengemeinschaft (I.G.) Farbenindustrie AG zusammen. Die hereinbrechende Weltwirtschaftskrise zwang die Chemieunternehmen bereits damals zu umfassenden Restrukturierungen und Rationalisierungsmaßnahmen. Während des Nazi-Regimes geriet das Unternehmen wiederum unter die Kontrolle der Politik und deren Kriegsinteressen. Nachdem die Besatzungsmächte ihre Ansprüche auf das Unternehmen nach Kriegsende im Jahr 1951 aufgaben, wurde die bis 1998 bestehende Hoechst AG gegründet. Das neue Unternehmen

---

<sup>187</sup> Vgl. Hoechst, [www.hoechst.de](http://www.hoechst.de), Geschichte, (ohne Seitenangaben).



konzentrierte sich auf die aufstrebenden Geschäftsfelder der auf Erdöl basierenden Petrochemie mit seinen Kunststoffprodukten, Folien und Fasern. Durch zahlreiche Beteiligungen und Akquisitionen wuchs das Unternehmen wieder sehr schnell sowohl im In- als auch im Ausland. Ein zunehmender Schwerpunkt bildete dabei der Ausbau der Pharmasparte, die in einer Mehrheitsbeteiligung am französischen Pharmaunternehmen Roussel Uclaf S.A. mündete. Doch auch die Chemieaktivitäten wurden weiterhin, beispielsweise mit dem Erwerb der US-amerikanischen Celanese Corporation ausgebaut. Die Akquisition des amerikanischen Arzneimittelherstellers Marion Merrell Dow im Jahr 1995 sowie der Kauf der restlichen Anteile des französischen Pharmaunternehmens Roussel Uclaf 1997 verdeutlichte einerseits die zukünftige Dominanz des Geschäftsbereichs Pharma. Andererseits wurde die schrittweise Abkehr von den Chemieaktivitäten durch die Einbringung der Spezialitätenchemie in die schweizerische Clariant AG im Jahr 1995 vorangetrieben. Ab Mitte der 90er Jahre wurden etwa 40 weitere Firmen und Beteiligungen der Randaktivitäten und aus dem Chemiebereich mit einem Umsatz von 30 Milliarden Mark entweder verkauft oder ausgliedert.

Das Unternehmen Rhône Poulenc reichte in ihrer Entstehung auf die Gründung einer Apotheke durch March Gilliard und Jean Marie Cartier bis ins Jahr 1858 zurück. Sie stellten Chemikalien für die Produktion von Lederwaren und Textilien sowie für Photographien her. 1895 wurde das Unternehmen in eine Aktiengesellschaft umgewandelt, dem Vorläufer der späteren Rhône Poulenc S.A., ein struktureller Vorteil, der nach dem ersten Weltkrieg zur Expansion des Unternehmens nach Südamerika genützt wurde. Ein Schwerpunkt des Unternehmens bildete die Entwicklung von Impfstoffen. Gegen Ende des 2. Weltkriegs begann das Unternehmen mit der Produktion von Penicillin und einige Jahre später mit der Herstellung von Antibiotika. Nach dem 2. Weltkrieg gründete das Unternehmen ein Tochterunternehmen in den USA, die Rhodia Inc., die vor allem im Geschäftsfeld Spezialitätenchemie tätig war, um im zunehmend wichtigeren nordamerikanischen Markt präsent zu sein. 1961 entstand die bis 1998 bestehende Rhône Poulenc S.A.. Ein tiefer Einschnitt für das Unternehmen war die Verstaatlichung im Jahr 1982, die das Unternehmen wie viele andere französische Großunternehmen betraf. Im Gegensatz zu manch anderen Unternehmen wurde Rhône Poulenc aber bereits 11 Jahre später wieder vollständig privatisiert. In den 80er Jahren expandierte das Unternehmen vor allem in den USA durch zahlreiche Akquisitionen. Die bedeutendsten Übernahmen im Pharmabereich bildeten die Übernahmen der amerikanischen Unternehmen Rorer und Fisons.<sup>188</sup>

Zeitgleich erfolgte eine Diversifizierung des Konzerns in den Markt für Pflanzenschutz und der Ausbau der Impfstoffsparte durch eine Minderheitsbeteili-

<sup>188</sup> Vgl. Aventis, [www.aventis.com](http://www.aventis.com), Our history, (ohne Seitenangaben).

gung am französischen Institut Pasteur Mérieux Connaught im Jahr 1994. In den 90er Jahren folgte das Unternehmen dem Branchentrend und begann die Geschäftsbereiche Industriechemie und Pharma voneinander zu trennen. Die dabei betriebene Rationalisierung trug aber nicht entscheidend zur Ertragsverbesserung bei.

### 3.4.2.2. Durchführung der Fusion

Der Zusammenschluß von Hoechst und Rhône Poulenc wurde am 01.12.1998 bekannt gegeben und sah eine Fusion der Konzerne in zwei Schritten vor. Zunächst sollten beide Unternehmen die in den 90er Jahren begonnene Trennung von ihren jeweiligen Chemieaktivitäten abschließen. Danach sollten die Kernaktivitäten Pharma und Pflanzenschutz sowie Tiergesundheit in der Neugründung Aventis zusammengeführt werden. Beide Unternehmen brachten hierzu in einem ersten Schritt ihre Aktivitäten im Pharma- und Agrobusiness in ein Joint Venture unter dem Namen Aventis ein, mit den untergeordneten Managementeinheiten Aventis Pharma sowie Aventis Agro, an dem beide Unternehmen zur Hälfte beteiligt wurden. Erst im Jahr 2001 sollten die Altgesellschaften Hoechst AG und Rhône Poulenc S.A. endgültig in der Aventis S.A. aufgehen. Aus steuerlichen Gründen wurde die „Pooling of Interest“ Methode gewählt und dem günstigen Konzernsitz Straßburg der Vorzug gegeben.<sup>189</sup>

Ein erstes Problem bildeten, nach der anfänglichen Euphorie über den Zusammenschluß, die weitaus höher eingeschätzten Verkaufserlöse der Hoechst-Beteiligungen, die nicht dem Geschäftsbereich Life Sciences zugeordnet wurden. Eine paritätische Gewichtung der beiden Konzerne wurde daher im Februar 1999 zunehmend in Frage gestellt. Eine Intervention des größten Anteilseigners der Hoechst AG – die Kuwait Petroleum Corp. (KPC) unter der Leitung des kuwaitischen Ölministers – beschleunigte den Zusammenschluß schließlich maßgeblich. Bei dieser Fusion trat der zunehmende Einfluß der Kapitalgeber auf Unternehmensentscheidungen offen zu Tage, während die institutionellen Investoren bei vergleichbaren Zusammenschlüssen eher im Hintergrund agieren. Das zentrale Motiv für eine Einflußnahme der Anteilseigner waren die Aussichten auf einen schnelleren Kursanstieg, da die Börse reine Life Sciences Unternehmen wesentlich besser bewertete als diversifizierte Chemieunternehmen.

Die Neubewertung der Unternehmen, die am 18. Mai 1999 nach mehrmaligen Verhandlungen mit KPC beschlossen wurde, sah ein Umtauschverhältnis von 1,333 Hoechst Aktien in jeweils 1 Aktie von Rhône Poulenc vor. Die gesamte Transaktion wurde bis November 1999 abgewickelt und damit wesentlich schneller als ursprünglich vorgesehen. Die formale Übernahme der Hoechst AG

---

<sup>189</sup> Vgl. Hoechst AG, Bericht über den Zusammenschluß von Hoechst und Rhône Poulenc, Frankfurt 1999, S. 62 ff.

durch die Rhône Poulenc war notwendig geworden, da der Konzernsitz ins französische Straßburg verlagert wurde. Bei diesem Umtauschkurs erhielten die Eigentümer der ehemaligen Hoechst AG 53 % der neuen Aventis S.A. Dem Umtausch zeitlich vorgezogen wurde ein Aktienrückkaufprogramm von 28,8 Mio. Hoechst Aktien zur Wertsteigerung für ehemalige Hoechst-Aktionäre, die z.T. nur in deutsche Aktien investieren dürfen und demnach auf eine Nachfrage nach ihren Hoechst-Anteilen angewiesen waren.<sup>190</sup>

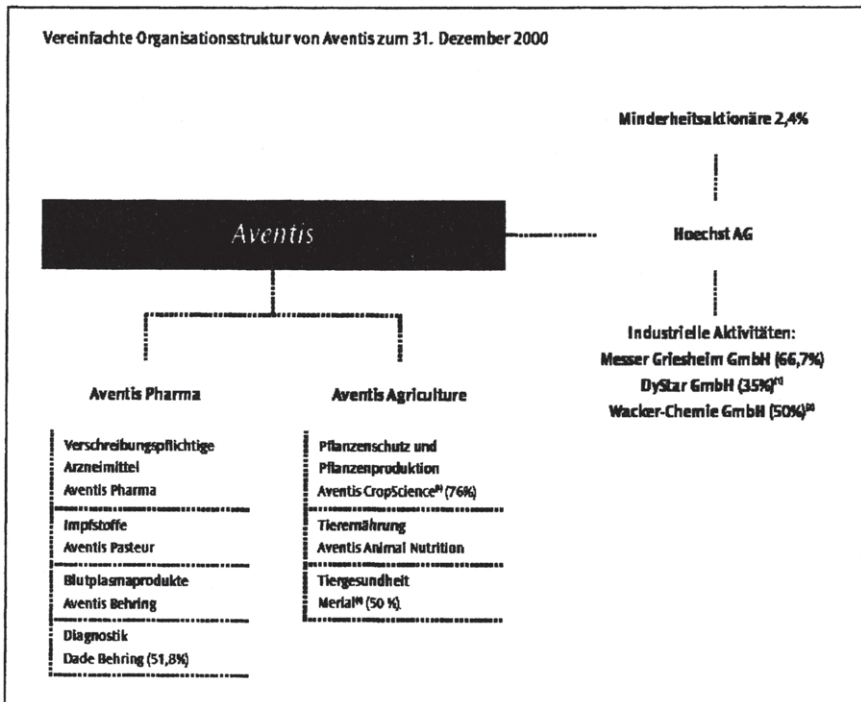


Abbildung 3.4.7: Organisationsstruktur der Aventis S.A.

Quelle: Aventis, Geschäftsbericht 2000, Straßburg 2001, S. 31.

Weiterer Bestandteil zur Gewinnung der Zustimmung der Hoechst-Aktionäre war die Abspaltung der Chemikalien-Tochter Celanese, deren Aktien beim Börsengang an die Anteilseigner von Hoechst ausgegeben wurden.

Daneben trennte sich Hoechst in den darauffolgenden Jahren von den Beteiligungen am Gasehersteller Messer-Griesheim und von der 45 %-Beteiligung an der Schweizer Clariant (Spezialitätenchemie). Der Verkauf der 50 %-Beteiligung an Wacker Chemie an die Familie Wacker steht hingegen immer noch an.

<sup>190</sup> Vgl. Hoechst, op. cit., Frankfurt 1999, S. 63 f.

Der letzte Baustein zur Gewinnung der Aktionäre bildete die Ausschüttung einer Sonderdividende in Höhe von 1,5 Mrd. € an die Hoechst-Aktionäre, wofür extra ein Rumpfgeschäftsjahr im Juli 1999 abgeschlossen werden mußte, da ein testierter Jahresabschluß sowie die Zustimmung der Hauptversammlung Voraussetzung zur Ausschüttung einer Dividende war.

Der größere Geschäftsbereich Aventis Pharma wurde – als Ausgleich zum französischen Konzernsitz in Straßburg – von Frankfurt aus geleitet, während die neue Aventis Agro sich in Lyon niederließ. An diesen Entscheidungen wird deutlich, daß von Beginn an auf einen Interessenausgleich der deutschen und französischen Seite geachtet wurde. Das Scheitern einiger Pharmafusionen an der Führungsfrage diente offenbar als Warnung. Der neue Chairman des Board of Management – vergleichbar mit dem Vorstandsvorsitz einer deutschen Aktiengesellschaft – wurde mit Jürgen Dormann, dem ehemaligen Hoechst-Chef besetzt.

Der vormalige Vorstandsvorsitzende von Rhône Poulenc, Jean René Fourtou, wurde zwar nur zum Vice Chairman ernannt, was aber auf den operativen Ebenen darunter durch ein leichtes Übergewicht der französischen Seite ausgeglichen wurde. Das neue Unternehmen vollzog, die von Novartis bereits seit 1996 verfolgte Fokussierung auf die Geschäftsfelder der so genannten Life Sciences nach, mit einem um die abgetrennten Geschäftsbereiche stark verringerten Gesamtumsatz von etwas mehr als 17 Mrd. €.

### 3.4.2.3. Motive der Fusion

Die Motive für Zusammenschlüsse in der Pharmaindustrie gleichen sich seit Jahren. Die universelle Einsetzbarkeit der Argumente für einen Zusammenschluß wurde in diesem Fall überdeutlich, da beide Fusionspartner nach eigenem Bekunden nicht mit ihrem Wunschkandidaten fusioniert haben. Die strategische Bedeutung der Forschung und Entwicklung für das Überleben bzw. die Wettbewerbsfähigkeit wurde wie bei jedem Zusammenschluß betont. Das zusammengelegte Forschungsbudget von insgesamt 3 Mrd. \$ übertraf – zumindest bis zur nächsten Fusion – das der Wettbewerber. Der Nachweis ist allerdings bislang nicht gelungen, daß höhere Ausgaben quasi automatisch mit höherem Forschungsausput korrelieren. Unumstritten waren mögliche Kosteneinsparungen in den Headquartern der jeweiligen Konzerne, die zusammen mit weiterem Personalabbau und den angestrebten economies of scales in der Produktion innerhalb von 3 Jahren ca. 1,2 Mrd. € jährlich erbringen sollten. Es wurden Synergieeffekte in den verbliebenen Kernaktivitäten der Life Sciences vermutet, die aber nicht beziffert wurden. Dem standen ein geplanter Aufwand von ca. 2,2 Mrd. € im Zusammenhang mit der Fusion gegenüber.

Angesichts einer im Vergleich zu den amerikanischen Wettbewerbern äußerst geringen Marktkapitalisierung beider Konzerne, die auf einen gemeinsamen

Börsenwert von gerade einmal 46 Mrd. \$ kamen, entstand der Eindruck einer von defensiven Überlegungen geprägten Fusion. Bei einer Börsenbewertung des größten US-Wettbewerbers zu diesem Zeitpunkt Merck & Co. von 189 Mrd. \$, konnte und wurde die Fusion von Analysten allerdings nicht als der große Befreiungsschlag gewertet, da sich eher zwei ähnlich ertrags- und wachstumschwache Partner zusammen geschlossen haben. Aufgrund dieser großen Bewertungsdifferenz zu den Wettbewerbern schien aus Sicht der Unternehmen Eile für einen Befreiungsschlag geboten, um einer feindlichen Übernahme zuvor zu kommen und den wachsenden Ansprüchen der institutionellen Anleger gerecht zu werden. Indiz für diese Einschätzung ist die Tatsache, daß die Ausgliederung der Chemieaktivitäten zum Zeitpunkt des Zusammenschlusses lediglich geplant und beschlossen aber noch nicht vollzogen war. Die seit Mitte der 90er Jahre eingesetzte Fokussierung auf die Tätigkeiten der Life Sciences, die gleichsam als ein neu geschaffener Markt insbesondere von Börsenanalysten angesehen wurde, verlangte offenbar eine frühzeitige strategische Positionierung. Neu hinzutretende Unternehmen sehen sich dagegen - nach Einschätzung von Jürgen Dormann - fast unüberwindbarer Marktzutrittsschranken gegenüber. Reine Pharmaunternehmen verzeichneten zudem in den letzten Jahren eine weitaus höhere Börsenbewertung als Chemieunternehmen, da von den Analysten bessere Wachstumsaussichten vorhergesagt wurden.

Nicht zuletzt deshalb sollte das Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (Ebitda) von 20% im Jahr 1998 durch oben genannte Einsparungspotentiale jährlich um 15% wachsen. Damit wurden die Ziele der Fusion im Gegensatz zu vielen anderen Fällen nachvollziehbar quantifiziert.

#### 3.4.2.4. Bisheriger Erfolg der Fusion

Bis Anfang 2000 wurden keine Fortschritte bei der geringen Marktkapitalisierung von Aventis im Vergleich zur Konkurrenz erzielt. Der Aktienkurs der am 19.12.1999 erstmals notierten Aventis sank zu Jahresbeginn 2000 auf nur noch rund 50 €. Im Jahresverlauf konnte das Papier dann aber deutlich zulegen auf zeitweise über 90 € bzw. das Jahr 2000 mit einer Steigerung von mehr als 60% beschließen. Vor allem der Umsatzanteil des lukrativen US-Marktes konnte schnell von 25,5% auf 30,5% gesteigert werden. Von einer Bewertung mit vergleichbaren US- oder britischen Konkurrenten war Aventis dennoch weit entfernt.

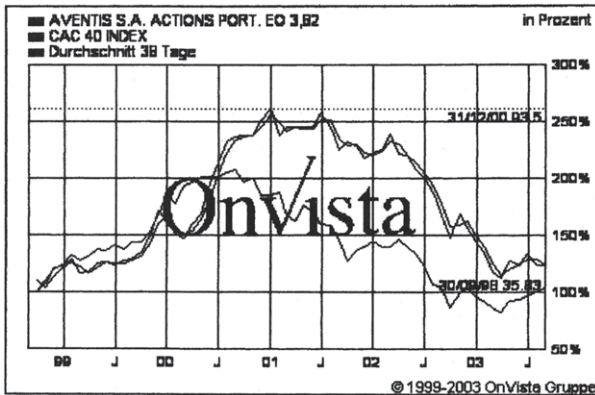


Abbildung 3.4.8: Kursverlauf der Aventis S.A.  
Quelle: [www.onvista.de](http://www.onvista.de)

Für das Jahr 1999 wurden rund 2,1 Mrd. € an Sonderaufwand für den Zusammenschluß fällig. Im Jahr 2000 wurde mit weiteren Aufwendungen von mehr als 1,3 Mrd. € gerechnet, wodurch die geplanten 2,2 Mrd. € an Kosten im Zusammenhang mit der Fusion bereits weit überschritten wurden. Aufgrund der hohen Sonderbelastungen wies Aventis im Jahr 1999 einen Verlust von knapp 500 Mio. € aus, bei einem leichten Anstieg des Betriebsergebnisses exklusive der Sonderbelastungen.

Die geplante jährliche Steigerung der Ergebnismarge Ebidta um 15% erschien angesichts einer ausgeprägten Ertragsschwäche der Vorgängerunternehmen als machbare, wenn auch wenig ambitionierte Zielvorgabe.

Das erste volle Geschäftsjahr nach der Fusion wurde zu einem unerwartet großen Erfolg. Einziger Wermutstropfen war die schwache Entwicklung der Agroparte von Aventis. Das entscheidungsfreudige Management folgte deshalb dem Beispiel anderer Pharmaunternehmen und kündigte im November 2000 die Trennung von Aventis Crop Science an. Die erwarteten Synergien zwischen Pharma und Agrochemie blieben aus - wie bei der Konkurrenz - und der Teilmarkt Agrobusiness entwickelte sich weit weniger dynamisch als der Arzneimittelbereich.

Das erste volle Geschäftsjahr von Aventis verlief mit einem Umsatzwachstum von 12% im Life Science Geschäft sehr erfolgreich. Betrachtet man nur den verbliebenen Geschäftsbereich Pharma, wuchs dieser sogar um 16% auf 16,091 Mrd. €, infolge eines starken Wachstums der Blockbuster-Produkte Allegra, Lovenox und Taxotere - vor allem in den USA. Diese Präparate erreichten



Wachstumsraten zwischen 33 und 60 %.<sup>191</sup> Neben dem starken Umsatzwachstum wurden zusätzlich 430 Mio. € an Kosteneinsparungen im Jahr 2000 realisiert, was ca. einem Drittel der angepeilten Einsparungen entsprach. Der US-Anteil am Umsatz konnte weiter auf nunmehr 33,2% gesteigert werden. Die bei Wachstumsbranchen wichtige Kennzahl Ebidta im Verhältnis zum Umsatz stieg bei Betrachtung des Gesamtkonzerns von 3,9% auf 7,2%, während der zukünftige Kernbereich Pharma den Ebidta von 17,6% auf 19,4% steigern konnte. Der Ebidta-Zuwachs von 10,2% verfehlte allerdings die Zielsetzung von 15%.

Das Kerngeschäft Pharma konnte im Verlauf des Jahres 2001 um weitere 9,8% auf 17,674 Mrd. € zulegen. Das Ebidta konnte ebenfalls auf 21,8% verbessert werden, einem Anstieg um 12,3%. Die Ergebnisverbesserungen resultierten wie im Jahr zuvor maßgeblich aus einer weiteren Steigerung des US-Umsatzanteils auf 36,6% bzw. 6,477 Mrd. € sowie einem Umsatzwachstum der drei meistverkauften Medikamente Allegra, Lovenox und Taxotere zwischen 34,8 und 48,9%.<sup>192</sup> Aventis verfolgte überdies relativ erfolgreich eine Strategie gezielter Einlizenzierungen kombiniert mit einer gemeinsamen Vermarktung von Medikamenten. Die Kosteneinsparungen der Fusion konnten 2001 mit 660 Mio. € im Kernbereich Pharma zu über 80 % realisiert werden. Allerdings sollten die Einsparungseffekte von geplanten 1,2 Mrd. € im dritten Jahr bereits voll ausgeschöpft werden.

Zwischen dem Entschluß sich auf den Kernbereich Pharma zu konzentrieren und der Abspaltung von Aventis CropScience vergingen knapp eineinhalb Jahre, ehe nach langer Suche im Juni 2002 die Bayer AG zu einer Übernahme zum Kaufpreis von 7,25 Mrd. € bereit war. Die Aktivitäten im Bereich Tierernährung wurden ebenfalls zum 2. April 2002 verkauft. Trotz der Konzentration auf die Kernkompetenzen schwächte sich der Umsatzzuwachs im verbliebenen Kerngeschäft auf nur noch 6,1% auf 17,591 Mrd. € ab. Der absolute Rückgang im Vergleich zum Jahr 2001 ist auf die, seit Anfang 2002 nicht mehr zu den Kernaktivitäten zählende Aventis Behring, zurückzuführen. Der Umsatzzuwachs verlangsamte sich, da das Wachstum der Blockbuster-Medikamente entscheidend zurückging. Die Abhängigkeit von wenigen Produkten wirkte sich - neben dem Durchschlag auf den Umsatz - auch auf den Aktienkurs aus. Dieser stürzte nach leichtem Rückgang im Jahr 2001 im darauffolgenden Jahr regelrecht ab. Im Februar 2003 betrug der Aktienkurs mit zeitweise knapp über 40 € nicht einmal die Hälfte der ursprünglichen Höchstbewertung im Jahr 2000 von bis zu 95 €. Die Ertragskennzahl Ebidta stieg trotz der Abschwächung der Umsatzdynamik bereinigt um das ausscheidende Blutplasmageschäft (Aventis Behring) um 12,2% auf 25,6% vom Umsatz im Vergleich zum Vorjahr.<sup>193</sup>

<sup>191</sup> Vgl. Aventis, op. cit., S. 2 ff.

<sup>192</sup> Vgl. Aventis, Geschäftsbericht 2001, S. 81 ff.

<sup>193</sup> Vgl. Aventis, Geschäfts- und Finanzbericht 2002, Straßburg 2003, S. 71 ff.

Ziemlich überraschend verkündeten Jürgen Dormann und Jean René Fourtou im März 2002 ihren vorzeitigen Wechsel an die Aufsichtsratsspitze. Als Begründung nannte Dormann die Vollendung des Strategiewechsels zum reinen Pharmaunternehmen, dessen weitere Entwicklung von Pharmaspezialisten begleitet werden sollte. Da der Aufsichtsratsvorsitz nun von einem Deutschen besetzt wurde, mußte der Vorstandsvorsitz an einen Franzosen, Igor Landau, abgetreten werden. Das Gleichgewicht zwischen Deutschen und Franzosen muß offensichtlich - unabhängig von der Frage der größten Kompetenz - immer gewahrt bleiben.

Für die kommenden Jahre sind die Aussichten etwas verhaltener. Das meistverkaufte Medikament Allegra erhält Konkurrenz durch ein Generikum, so daß sich die Abschwächung des Umsatzwachstums beschleunigen könnte. Verschärft wurden diese Probleme durch Schwierigkeiten bei der klinischen Erprobung einiger Hoffnungsträger. Die Strategie der ständigen Verkleinerung der Kernaktivitäten auf letztlich verschreibungspflichtige Medikamente offenbart seine Schattenseiten, da ein Unternehmen vom Erfolg eines oder weniger Präparate abhängig wird, die ständig durch die Konkurrenz von preisgünstigeren Generika bedroht sind.

Die verhaltenen Aussichten für das Jahr 2003 haben sich, was den Umsatz betrifft, im 1. Quartal mit einem Rückgang von 8,8% auf 3,97 Mrd. € auf den ersten Blick bestätigt. Ein Teil der Umsatzschwäche ist auf den stärkeren Euro zurückzuführen. Außerdem fielen der Verkauf der Agroparte Cropscience sowie Abschreibungen auf den Wert der Chemieunternehmen Rhodia und Clariant ins Gewicht. Trotzdem konnte der Quartalsüberschuß um 12,8% auf 485 Mio. € erhöht werden. Das zweite Quartal 2003 entwickelte sich, bezogen auf den Quartalsüberschuß mit einem Anstieg von fast 100 Mio. € auf 603 Mio. € im Vergleich zum Vorjahr noch erfreulicher. Im zweiten Quartal konnte auch wieder ein Umsatzwachstum von 6,9% auf nunmehr 4,17 Mrd. € generiert werden. Hauptgrund hierfür war, daß sich einer der Hauptumsatzträger, das Allergiemittel Allegra, besser als erwartet gegen die generische Konkurrenz behaupten konnte.

Im zunehmend lukrativen Segment der Lifestyle-Präparate ist Aventis bisher unterrepräsentiert. Sowohl dieser Umstand als auch das generell stärkere Wachstum des Arzneimittelmektes in den USA hat bewirkt, daß die „Aufholfusion“ von Aventis – wie auch der Fall Novartis zeigt – in ihrer Wirkung verpufft ist. Die angelsächsische Konkurrenz ist den kontinentaleuropäischen Wettbewerbern in puncto Umsatz und Marktkapitalisierung mit und ohne eigene Zusammenschlüsse weiter enteilt. Glaubt man an die Regeln des Marktes für Unternehmenskontrolle, ist eine Übernahme der europäischen Arzneimittelhersteller wie Aventis unvermeidlich und nur noch eine Frage der Zeit bzw. der günstigen Gelegenheit.

Die Konzentrationsstrategie auf die Life Sciences wurde bereits im ersten Jahr nach dem Zusammenschluß wieder verworfen. Seitdem wurde die Definition des Kerngeschäfts fast jährlich abgeändert. Dieser Umstand setzt sowohl Anleger als auch Mitarbeiter des Unternehmens einer fortgesetzten Unsicherheit aus, die sowohl die Motivation der Mitarbeiter als auch das Anlegerverhalten negativ beeinflussen kann. Dafür spricht zumindest der drastisch eingebrochene Aktienkurs.

Erschwerend kommt bei einer in jüngster Zeit sich abschwächenden Pharmakonjunktur hinzu, daß die angekündigten Kosteneinsparungen nicht in vollem Umfang realisiert werden konnten. Das größere Forschungsbudget infolge des Zusammenschlusses hat auch in diesem Fall nicht zu einem größeren Forschungsoutput geführt, denn der Absturz der Aktie wird neben den allgemein schwachen Börsen auf die als dünn eingeschätzte Forschungspipeline zurückgeführt. Die Unternehmensleitung vertraut dennoch auf die wenigen, neuen Medikamente, wie beispielsweise das Diabetespräparat Lantus, das wie alle Neueinführungen zu sehr viel höheren Preisen eingeführt werden soll als die älteren Medikamente. Dadurch soll der Gewinn je Aktie doppelt so schnell steigen wie der zukünftig etwas langsamer wachsende Umsatz. Dafür konnte die anfänglich hohe Verschuldung von über 9 Mrd. € durch die Verkäufe von Beteiligungen und der Agroparte auf 3,45 Mrd. € reduziert werden.

### **3.4.3. Glaxo Wellcome / Smithkline Beecham (GlaxoSmithKline)**

#### **3.4.3.1. Ausgangslage vor der Fusion: Glaxo Wellcome Plc / Smithkline Beecham Plc**

Die Glaxo Wellcome Plc ist erst 1995 infolge einer Übernahme von Wellcome durch Glaxo entstanden. Beide Unternehmen blicken auf eine lange Unternehmenshistorie zurück.<sup>194</sup>

Glaxo hat seine Wurzeln im neuseeländischen Wellington, wo Joseph Nathan and Co. 1872 eine Handelsgesellschaft gründeten. Das Unternehmen spezialisierte sich nach der Jahrhundertwende auf die Produktion und den Export von getrocknetem Milchpulver unter der Handelsmarke Glaxo. Um den Hauptabatzmärkten näher zu sein, eröffnete Nathan eine Niederlassung in London im Jahr 1908. Im Jahr 1924 stieg Glaxo mit dem Vitamin-D-Präparat Ostelin erstmals in die Produktion pharmazeutischer Produkte ein. 1935 wurden die Glaxo Laboratories errichtet, die schließlich 1947 die Joseph Nathan Co. übernahmen. In den 60er Jahren konzentrierte sich das Unternehmen auf die Therapiefelder

---

<sup>194</sup> Vgl. GlaxoSmithKline, [www.gsk.com](http://www.gsk.com), About GlaxoSmithkline – Our Heritage, (ohne Seitenangaben).

Hautkrankheiten und Asthma. Zum weltweit meistverkauften Medikament im Jahr 1986 wurde aber das Magenmittel Zantac.

Wenige Jahre später startete das Pharmazieunternehmen Burroughs Wellcome & Company im Jahr 1880 in London. Bereits 4 Jahre nach der Gründung erfand und patentierte das Unternehmen die erste Tablette der Welt. 1938 erhielt Sir Henry Dale von Wellcome den Nobelpreis für die chemische Übertragung von Nervenimpulsen. In den 70er Jahren begann das Unternehmen mit der Entwicklung von Impfstoffen. Ein großer Erfolg in den 80er Jahren war das Mittel Zovirax gegen Herpesinfektionen und Retrovir zur Aidsbehandlung. Im Jahr 1995 wurde Wellcome von Glaxo übernommen. Bereits damals war die Zusammenlegung der Entwicklungsressourcen entscheidend. Der Patentablauf des Mittels gegen Magenbeschwerden Zantac im Jahre 1996, sollte durch ähnlich erfolgreiche, verschreibungspflichtige Medikamente ersetzt werden.<sup>195</sup> Aufgrund des geringen Erfolgs dieser Strategie wurde schließlich ein weiterer Unternehmenszusammenschluß angestrebt, der schließlich in die Megafusion mit Smithkline Beecham mündete.

Noch weiter zurück als Glaxo Wellcome reicht die Unternehmensgeschichte bei SmithKline Beecham. Bereits 1830 öffnete John K. Smith seinen ersten Drugstore in Philadelphia. Das Unternehmen entwickelte sich rasch zu einem der größten Pharmagroßhändler in den USA. 1865 trat Mahlon Kline als Buchhalter in das Unternehmen ein. Aufgrund seiner großen Verdienste um das Unternehmen erfolgte die Umbenennung in Smith, Kline & Company. In den 50er Jahren entwickelte Smith Kline & French erste Medikamente zur Behandlung von psychischen Krankheiten, einem Schwerpunkt der bis heute beibehalten werden sollte. SmithKline expandierte durch Übernahmen sehr stark und entwickelte neue Anwendungen gegen Hautkrankheiten.

Thomas Beecham begann mit der Produktion und Vermarktung von Abführmitteln in England bereits im Jahr 1842. Aufgrund der schnellen Expansion errichtete Beecham die erste Fabrik der Welt, die ausschließlich der Herstellung von Medikamenten diente. Die Erforschung von Arzneimitteln rückte nach der Einrichtung von Forschungslabors bei Beecham immer mehr in den Mittelpunkt. Erfolge hat das Unternehmen in den 70er Jahren mit dem Antibiotikum Amoxil. Im Jahr 1989 fusionieren SmithKline Beckman und The Beecham Group zu SmithKline Beecham plc. Die starke Abhängigkeit vom meistverkauften Medikament des Konzerns, dem Antidepressivum Paxil, daß 1999 15% des gesamten Umsatzes erlöste, sollte durch die Fusion mit Glaxo Wellcome vermindert werden. Trotz der kleinen Anzahl erfolgreicher Medikamente wuchs SmithKline

---

<sup>195</sup> Vgl. Accenture, *Fighting disease*, S. 1 ff.

Beecham in den Jahren vor dem Zusammenschluß schneller als der etwas umsatzstärkere Fusionspartner Glaxo Wellcome.<sup>196</sup>

### 3.4.3.2. Durchführung der Fusion

Ein erster Versuch von Glaxo Wellcome und Smithkline Beecham zu fusionieren wurde bereits 1998 unternommen. Damals scheiterte die Fusion am Zwist über die Besetzung von Führungspositionen. Der damalige Chairman von Glaxo Wellcome Richard Sykes bestand auf die Position des Chief Executive Officer. Beim zweiten Anlauf eine Übereinkunft zu erzielen, waren es weniger die internen Konflikte, die es zu überwinden galt. Dafür sorgte die amerikanische Wettbewerbsbehörde FTC bei der Genehmigung des Zusammenschlusses für eine monatelange Verzögerung, so daß zwischen Ankündigung der Fusion am 17.01.2000 und dem tatsächlichen Vollzug mit dem Gang an die Börse am 27.12.2000 fast ein Jahr an Zeit verloren ging. Eine solch lange Phase des Stillstands verunsichert und demotiviert die Mitarbeiter, die über ihre berufliche Zukunft im Ungewissen gelassen werden. Darüber hinaus sind die Finanzmärkte nicht dazu in der Lage, verlässliche Prognosen über den Geschäftsverlauf des Unternehmens zu erstellen, so daß die Bewertung des Unternehmens schwer fällt. Die Genehmigung wurde schließlich von der FTC unter Auflagen erteilt. Der Consent Decree sah einen Verkauf der Anti-Viren Präparate Famvir und Vectavir sowie des Medikaments Kytril zur Behandlung von Nebenwirkungen bei Chemotherapien vor. Ein Eingriff aufgrund der mit 80 % Marktanteil beherrschenden Stellung bei Anti-Raucher-Präparaten erfolgte dagegen nicht. Bereits im Sommer 2000 genehmigte die Europäische Kommission den Zusammenschluß unter ähnlichen Auflagen. Sie sahen vor, die Lizenzen für den Europäischen Wirtschaftsraum für die Anti-Viren Präparate Famvir und Vectavir, für das Antibrechmittel Kytril sowie für das Antibiotikum Monocid in Spanien zu veräußern. Bei Medikamenten zur Asthmabehandlung erreichten die beiden Fusionspartner einen Marktanteil von bis zu 50%, so daß das in der Entwicklung befindliche Präparat Ariflo bei fehlender Konkurrenz ebenfalls per Lizenz vergeben werden sollte.<sup>197</sup> Es fällt auf, daß es sich bei keinem der zum Verkauf vorgesehenen Präparate, um Schlüsselprodukte des neuen Konzerns handelte. Die beiden Vorläuferunternehmen Glaxo Wellcome und Smithkline Beecham wurden bei der Transaktion als Tochterunternehmen in eine neu gegründete Holding eingebracht. Dabei wurde ein paritätischer Umtauschkurs von ehemaligen Glaxo Wellcome Aktien in Anteile an GlaxoSmithKline festgelegt. Die

---

<sup>196</sup> Vgl. Randles, Sally, *Complex Systems Applied ? The Merger that made Glaxo SmithKline*, in: *Technology Analysis & Strategic Management* 14 (2002), S. 347 f.

<sup>197</sup> Vgl. Europäische Kommission, *Presseerklärung der Europäischen Kommission*, IP/00/452, Brüssel 2000, S. 1 f.



ehemaligen SmithKline Beecham Aktionäre erhielten für eine Aktie im Tausch 0,4552 GlaxoSmithKline Aktien. Die Umtauschkurse entsprachen einem Anteil von 58,75% am neuen Unternehmen für die Aktionäre der ehemaligen Glaxo Wellcome und 41,25% verblieben den SmithKline Beecham Anteilseignern.<sup>198</sup> Trotz dieses deutlichen Übergewichts der ehemaligen Glaxo Wellcome wurde der Zusammenschluß als „merger of equals“ ausgegeben.

Die Leitung als CEO der neuen GlaxoSmithKline wurde dafür vom ehemaligen Chief Operation Officer von SmithKline Beecham, Jean-Pierre Garnier, übernommen. Dem Verantwortlichen für das Scheitern der ersten Fusionsgespräche, dem ehemaligen CEO von Glaxo Wellcome Richard Sykes, wurde lediglich ein Posten als Non-executive Chairman zuerkannt. Die zuletzt erfolgreichere SmithKline Beecham stellte auch den zukünftigen Chairman für das Schlüsselressort Resarch and Development mit Tadataka Yamada. In der Summe wurden die Führungsgremien allerdings paritätisch mit ehemaligen Führungskräften von Glaxo Wellcome und SmithKline Beecham besetzt.

#### 3.4.3.3. Motive der Fusion

Wie bei allen großen Pharmafusionen spielte das zukünftige Forschungspotential eine entscheidende Rolle. Gemessen am gemeinsamen Forschungsbudget von über 3,8 Mrd. € sowie einem Umsatz im Jahr 1999 von knapp 25 Mrd. € bzw. einem Marktanteil von 7,3% wurde GlaxoSmithKline zum neuen Branchenführer. In 4 der 5 wichtigsten Indikationsgebiete sah sich das Unternehmen als zukünftiger Marktführer. Dazu gehörten Anti-Infektionsmittel wie Antibiotika, Atemwegserkrankungen, Impfstoffe sowie Medikamente gegen Erkrankungen des zentralen Nervensystems. Zudem ließ das Umsatzwachstum aus eigener Kraft - insbesondere bei Glaxo Wellcome - im letzten Jahr der Unabhängigkeit mit 6,4% stark zu wünschen übrig.

Die bei allen Unternehmenszusammenschlüssen aufgeführten Kosteneinsparungen wurden mit ca. 1,6 Mrd. € veranschlagt, wovon im ersten Jahr nach der Fusion ein Drittel realisiert werden sollten. Im Jahr 2002 sollten zwei Drittel der Summe erreicht werden und der volle Betrag schließlich 2003. Vor allem in den Headquartern, die beide in London ansässig waren, konnte Personal eingespart werden. Dazu ergaben sich Einsparungspotentiale im Vertrieb und im Marketing durch Überlappungen. Trotz bereits eingeleiteter Einsparungsprogramme der beiden Unternehmen vor der Fusion sollten weitere Kostensenkungen in der Produktion realisiert werden. Ein Viertel der anvisierten Einsparungen, immerhin fast 400 Mio. €, sollten in den Bereich Forschung und Entwicklung reinvestiert werden. Die Unternehmen erhofften sich darüber hinaus eine stärkere Position durch die komplementären Stärken in der Forschung. Während SmithKli-

---

<sup>198</sup> Vgl. GlaxoSmithKline, Merger Documentation, London 2000, (ohne Seitenangaben).



ne Beecham seine Forschungsschwerpunkte bei der Genomforschung sowie der Auswertung von Forschungsergebnissen durch die Bioinformatik hatte, galt Glaxo Wellcome als führend bei der Entwicklung von Genprodukten und der Auswertung von Molekülen mit Hilfe der kombinatorischen Chemie.<sup>199</sup>

Den Kosteneinsparungen stehen geschätzte Fusionsaufwendungen von ca. 1,74 Mrd. € gegenüber, die zu einem Drittel aus Abschreibungen bestehen und zu zwei Dritteln aus Cash-Ausgaben. Zusätzliche Kosten fielen für neue Aktienoptionspläne bzw. die Umwandlung der Aktienvergütungspläne in GlaxoSmithKline-Aktien in Höhe von ca. 515 Mio. € an.

Ein weiterer Vorteil der Fusion bildete die Aussicht auf eine geballte Finanzkraft, um steigende Marketingausgaben bewältigen und ausbleibende Forschungserfolge durch Einlizenzierung von Medikamenten kompensieren zu können. Es hat sich im übrigen gezeigt, daß die immer bedeutendere Bewerbung von Arzneimitteln große Umsatzschübe auslösen kann bzw. den Umsatzrückgang nach Ablauf eines Patents verlangsamen kann. Ermöglicht wurde diese Entwicklung durch den größeren Einfluß des „mündigeren“ Patienten auf die Auswahl der Medikamente.<sup>200</sup> Damit die Patienten weltweit schneller „informiert“ werden können, sollten weltweit insgesamt 43 000 Mitarbeiter im Vertrieb und Marketing und im besonderen die starke Präsenz mit 8000 Mitarbeitern in den USA beitragen.

#### 3.4.3.4. Bisheriger Erfolg der Fusion

Zum Zeitpunkt der Fusionsankündigung im Januar 2000 betrug die Börsenbewertung der beiden Unternehmen gemeinsam 183,8 Mrd. €. Die Ankündigung der Fusion löste zunächst einen Kursrückgang aus, da die angepeilten Kosteneinsparungen von knapp 1,6 Mrd. € von führenden Börsenanalysten als zu wenig ambitioniert angesehen wurden. Der Höchstwert der noch getrennten Unternehmen vom April 1999 ging bei Glaxo Wellcome innerhalb eines Jahres um 36 % sowie bei SmithKline Beecham um 24 % zurück. Nach Vollzug der Fusion und der Beseitigung der Unsicherheit über deren Gelingen erholte sich der Aktienkurs zunächst und stieg bis Februar 2002 um 5 % auf ca. 172 Mrd. €.

<sup>199</sup> Vgl. GlaxoSmithKline, op. cit., (ohne Seitenangaben).

<sup>200</sup> Vgl. Werner, Thomas, Megafusionen, Pharmafusionen am Beispiel GlaxoSmithKline, in: Oberender, Peter (Hrsg.), Megafusionen – Motive, Erfahrungen und wettbewerbspolitische Probleme, Berlin 2002, S. 61 f.

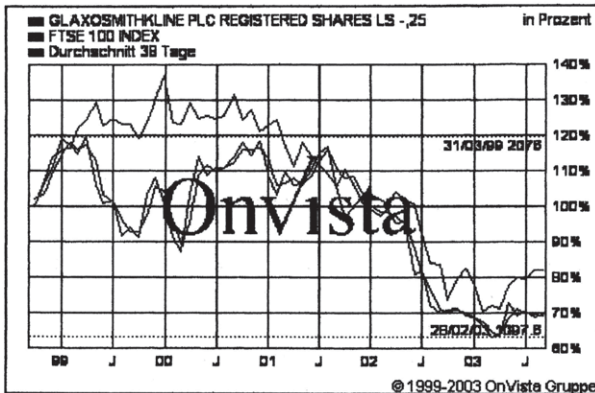


Abbildung 3.4.9: Kursverlauf der GlaxoSmithKline Plc  
Quelle: [www.onvista.de](http://www.onvista.de)

Die Kurserholung währte allerdings nur kurz, denn im weiteren Verlauf des Jahres 2002, nach Verkaufseinbußen bei wichtigen Medikamenten durch Nachahmerprodukte und infolge der Übernahme von Pharmacia durch Pfizer – mit der Folge der Ablösung als Branchenprimus – sank die Börsenbewertung kräftig auf 111 Mrd. € im Juli 2002. Der Aktienkurs hat im Verlauf des Jahres 2002 30% seines Wertes eingebüßt und betrug am Jahresende nur noch gut 1100 Pence. Die guten Zahlen des Jahres 2000 waren noch auf die Blockbuster der Vorgängerunternehmen zurückzuführen. So erreichte der ehemalige Verkaufsschlager Paxil von SmithKline Beecham ein Umsatzwachstum von 17% auf gut 2,5 Mrd. €. Aber auch neue Präparate wie das Diabetesmittel Avandia oder das neue Asthmamedikament Seretide verzeichneten starke Umsatzzuwächse. Dem standen zeitweise Schwierigkeiten bei der Zulassung des Präparats Lotronex, das Leiden des Verdauungstrakts beheben soll, aufgrund von Nebenwirkungen gegenüber. Erschwerend kam hinzu, daß trotz der oben genannten Hoffnungsträger, die Anzahl von umsatzstarken neuen Präparaten von Börsenanalysten als zu niedrig eingeschätzt wurde.

Insgesamt erzielte das Unternehmen einen Jahresüberschuß von über 5,8 Mrd. €, was einer Steigerung um gut 45% entsprach. Der Umsatz stieg deutlich geringer um 11,7% auf knapp 29 Mrd. €. Von der ertragsschwachen Konzernsparte Consumer Healthcare, die neben Körperpflegemitteln auch Softdrinks anbietet, wollte der Konzern sich dennoch nicht trennen; trotz der sonst weit verbreiteten branchenweiten Konzentration auf die verschreibungspflichtigen Arzneimittel. Imageprobleme bereiteten dem Unternehmen die hohen Preise ihrer Aids-Medikamente, die vor allem in Entwicklungsländern häufig unerschwinglich waren bzw. in einigen teurer verkauft wurden als in Industrieländern; ein Um-

stand der von zahlreichen Hilfsorganisationen massiv kritisiert wurde. Im Mai 2001 wurde die Preisdifferenzierungspraxis von GlaxoSmithKline in einer Musterentscheidung der Kommission unterbunden. Das Unternehmen verlangte von spanischen Arzneimittelgroßhändlern einen Preiszuschlag für den Fall, daß die Medikamente aus Spanien exportiert werden sollten. Mit dieser Maßnahme sollten Grauiimporte unterbunden werden. Das widersprach laut Kommission allerdings dem Gemeinschaftsziel eines europäischen Binnenmarkts und verhinderte einen wirksamen Wettbewerb.<sup>201</sup>

Trotz der Einbußen durch Grauiimporte konnte GlaxoSmithKline auch für das Jahr 2001 hervorragende Zahlen vorweisen. Der Gesamtsatz stieg währungsbereinigt um 11%, der Pharmaumsatz allein um 9%, auf ca. 33,38 Mrd. €. Das Marktwachstum war mit 12% noch etwas höher und einziger Wermutstropfen war der Verlust des Spitzenplatzes in der Branche, der mit 7,11% Marktanteil an Pfizer abgegeben werden mußte. Der Jahresüberschuß (Net Income) stieg bereinigt um Währungsschwankungen um 14 % auf gut 7,1 Mrd. €, wobei die Kosten der Fusion und anderer Restrukturierungsprogramme als einmaliges Ereignis nicht einberechnet wurden. Berücksichtigt man die Fusionsaufwendungen ist der Jahresüberschuß deutlich gefallen auf knapp 5 Mrd. €. Als Fusionskosten im engeren Sinne ausgewiesen wurden Beratungsgebühren, Abfindungen, Abschreibungen auf Anlagen sowie Aktienvergütungspläne in Höhe von ca. 1,74 Mrd. €.

Den Aufwendungen standen Kosteneinsparungen für das Jahr 2001 von mehr als 1,2 Mrd. € gegenüber; weit mehr als ein Drittel der anvisierten Einsparungen, die für das erste Jahr nach der Fusion angepeilt wurden. Die Ausgaben für Forschung und Entwicklung, in die ein Viertel der erzielten Einsparungen fließen sollten, sind allerdings nahezu konstant geblieben.

Das neu eingeführte Asthmamittel Advair/Seretide konnte bereits knapp ein Jahr nach der Markteinführung einen Umsatz von 1,38 Mrd. € erzielen. Beispielhaft konnte an diesem Präparat der Vorteil einer großen Marketing- und Vertriebsmannschaft demonstriert werden, die das Umsatzwachstum beschleunigen und somit eine ertragsoptimale Abschöpfung der Patentlaufzeit ermöglichen. Weiterhin profitierte das Unternehmen von seiner - mit einem Umsatzanteil von 53% - sehr starken Stellung im besonders margenträchtigen US-Markt. Die guten Ergebnisse schürten neue Übernahmegerüchte, laut denen GlaxoSmithKline den US-amerikanischen Anbieter Bristol-Myers Squibb Co. für 90 Mrd. € erwerben wollte. Um das von Analysten und Aktionären geforderte Wachstum von mehr als 10% zu generieren, wurde allerdings statt auf Übernahmen zunehmend auf Einlizenzierungen gesetzt. Das neu geschaffene Unternehmen hat bis Mitte 2002 bereits Lizenzen für 19 neue Pharma-Produkte erworben.

---

<sup>201</sup> Vgl. Entscheidung der Kommission vom 08.05.2001 zur Behinderung von Reimporten durch Glaxo Wellcome, ABL EG Nr. L 302, Brüssel 2001, S. 1 f.

Durch das starke Pfund - vor allem im Vergleich zum US-\$ - verlangsamte sich das Umsatzwachstum im Jahr 2002 mit 4% auf ca. 34,56 Mrd. €. Unterstellt man konstante Währungsverhältnisse hätte das Wachstum der Pharmasparte 8% betragen. Der Jahresüberschuß hingegen stieg um stolze 28% auf 6,38 Mrd. € aufgrund der weniger ins Gewicht fallenden Fusionskosten. Diese betrugen im Jahr 2002 noch knapp 1,6 Mrd. €, was die Kosten seit der Bekanntgabe des Zusammenschlusses auf insgesamt über 5,5 Mrd. € ansteigen ließ.

Das Wachstum kam u.a. ins Stocken, weil wichtige Medikamente wie das Antibiotikum Augmentin ihren Patentschutz verloren haben und der Konkurrenz von Generika ausgesetzt waren. Die Lücken sollten durch neue Präparate geschlossen werden, deren Zulassung stark ins Stocken geriet. Die Serie von schlechten Nachrichten setzte sich zu Beginn des Jahres 2003 fort, da ein Rechtsstreit um die Patentrechte für das Antidepressivum Paxil verloren ging. Dabei handelte es sich um einen Hauptumsatzträger, mit dem GlaxoSmithKline einen Umsatz von knapp 3 Mrd. € im Jahr 2002 erzielte. Möglicherweise ist die Abstimmungsniederlage des Vorstands bei der Hauptversammlung im Juni 2003 eine Reaktion auf den fallenden Aktienkurs und die verschlechterte Lage des Konzerns. Der CEO von GlaxoSmithKline, Jean-Pierre Garnier, wollte sich ein Abfindungspaket im Falle einer Übernahme von fast 31 Mio. € genehmigen lassen.

Die Halbjahresergebnisse im Jahr 2003 spiegelten die prekäre Situation wider, denn der Halbjahresumsatz stieg lediglich um 0,6% auf 15,977 Mrd. €. Der Jahresüberschuß konnte dagegen aufgrund einer verbesserten Kostenbasis um knapp 15% gesteigert werden auf stattliche 3,805 Mrd. €.

Der Zusammenschluß konnte die in ihn gesetzten Erwartungen nur zum Teil erfüllen. Die Kosteneinsparungsziele mögen erreicht worden sein, denn sie tragen offensichtlich den größeren Anteil zum hohen Ertragszuwachs des Konzerns bei. Der Umsatz hingegen wächst weitaus geringer als der Jahresüberschuß. Die erfolgreichen Medikamente der ehemaligen Fusionspartner nähern sich dem Ablauf der Patentlaufzeit, ohne daß bisher adäquater Ersatz in ausreichendem Umfang präsentiert werden konnte. Der erhöhte Forschungsoutput ist bisher ausgeblieben und die erhöhten Forschungsaufwendungen fließen wohl eher in das Marketing und den Vertrieb, um den Umsatzrückgang der auf dem Markt befindlichen Medikamente zu verlangsamen. Sehr zukunftsfrächtig wirkt eine solche Strategie allerdings nicht. Außerdem leidet das Unternehmen zunehmend unter einem negativen Image, sowohl bei den Eigentümern des Unternehmens als auch bei den Abnehmern der Medikamente.

### **3.5. Fazit: Gibt es branchenübergreifende Motive bzw. Erfolgsindikatoren für Fusionen ?**

Ziel der nachfolgenden Analyse von Unternehmenszusammenschlüssen in unterschiedlichen Branchen soll es sein, Parallelen bzw. Differenzen bei den zugrundeliegenden Motiven und Erfolgsindikatoren aufzuzeigen.

Die Motive sind dabei nicht völlig unabhängig von den Erfolgsindikatoren, so daß eine saubere Trennung nicht immer möglich erscheint. Die Ausführungen in Kapitel 2.1. haben beispielsweise das Motiv der Effizienzsteigerungen bei Fusionen in den Vordergrund gerückt, deren Erreichung simultan als Erfolgsausweis angesehen werden kann. Zu einer wirklichen volkswirtschaftlichen Effizienzsteigerung ist i.d.R. aber neben den Größenvorteilen in der Produktion und Verwaltung die Verbesserung der Produktionsmöglichkeiten in technologischer oder organisatorischer Hinsicht notwendig, um tatsächlich von Synergieeffekten sprechen zu können, die ausschließlich durch eine Zusammenlegung von Know-How im Wege eines Zusammenschlusses zu erreichen sind. Denn reine Größenvorteile bedürfen nicht zwingend einer Fusion, sondern können entweder durch organisches Wachstum oder im Bedarfsfall durch eine partielle Zusammenarbeit (Unternehmenskooperation) mit einem Konkurrenten erzielt werden. Sollten allerdings noch nicht einmal die Ziele im Hinblick auf economies of scale erreicht worden sein, wird es angesichts drohender Marktmachtzuwächse infolge der Fusion schwierig, insgesamt von einem volkswirtschaftlich erfolgreichen Zusammenschluß zu sprechen.

Die Festlegung von Erfolgsindikatoren beinhaltet die Schwierigkeit, daß es bislang keinen allgemeingültigen Indikator gibt, anhand dessen man den Erfolg von Fusionen isoliert beurteilen kann. Dies gilt um so mehr, als die Charakteristika der unterschiedlichen Branchen z.T. auch die Verwendung divergierender Erfolgsindikatoren erforderlich machen. Schon der Begriff Erfolg ist dabei schwer zu definieren. Am einfachsten erscheint die Überprüfung der von den Unternehmen selbst gesteckten Ziele, die allerdings häufig - aus gutem Grunde - nicht in quantitativer Form vorliegen. Gerade bei nicht allzu großem Erfolg bereiten einmal quantitativ festgelegte Ziele Schwierigkeiten, da die Anteilseigner ansonsten in die Lage versetzt werden würden, den „Erfolg“ eines Zusammenschlusses leicht zu überprüfen. Deshalb verzichten die Unternehmen nach einiger Zeit bei (Nicht-) Erreichung auf den Ausweis ehemals quantitativ vorgegebener Ziele. Es bietet sich darum an, auf einen Strauß von Kennzahlen zurückzugreifen, um zumindest zu einer plausiblen Aussage über den Fusionserfolg zu gelangen.

	<b>Motive</b>	<b>Erfolgsindikatoren</b>
<b>Pharma</b>	Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit Reaktion auf Preisdruck (Gegenmacht durch Nachfrager) Erreichen der kritischen Masse im Bereich F&E	Aktienkursentwicklung (abnormale Rendite) Anzahl der Blockbuster F&E- sowie Marketing- und Vertriebsbudget Umsatzzuwachs
<b>Banken</b>	Verbesserung der Kosten- und Ertragsposition Eroberung neuer Geschäftsfelder (z.B. Investmentbanking)	Abnormale Rendite Cost-Income-Ratio Personalaufwand Kreditrisikovorsorge Kernkapitalquote
<b>Telekommunikation</b>	Synergieeffekte durch komple- mentäre Netze Economies of scale Umsatzwachstum und weltweite Präsenz Konzentration auf das Kerne- geschäft Telekommunikation	Abnormale Rendite Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit Verschuldungsgrad (als Hemmnis für internationa- les Wachstum)
<b>Automobilindustrie</b>	Risikodiversifizierung in sachli- cher und räumlicher Hinsicht (Verringerung der Abhängigkeit vom Premiumsegment) Konzentration auf das Kerne- geschäft Automobil Besetzung neuer, aufstrebender (asiatischer) Märkte	Abnormale Rendite Ergebnis vor Steuern, Zin- sen und Abschreibungen auf den Goodwill (Ebidta) Umsatzrendite Entwicklung der Absatz- mengen Forschungs- und Entwick- lungskosten

*Tabelle 3.5.1: Branchenabhängige Motive und Erfolgsindikatoren für Unter-  
nehmenszusammenschlüsse*

Quelle: Eigene Darstellung

In Tabelle 1 sind die wichtigsten Motive und Erfolgsindikatoren der einzelnen Branchen aufgeführt. Die Branchenunterschiede kommen bereits in den von den Unternehmen meist selbst artikulierten Motiven zum Ausdruck. Auf die Realisierung der den Motiven zugrunde liegenden Ziele wurde bei der Auswahl der verwendeten Kennzahlen besonders geachtet. Die überwiegend finanzwirtschaftlichen Kennzahlen dienen dem Zweck, den Zielerreichungsgrad zu messen bzw. widerzuspiegeln. Besondere Aufmerksamkeit wird dabei auf den Vergleich mit Fusionen aus der gleichen Branche gerichtet. Die dazu erforderlichen Daten zur Berechnung diverser Kennzahlen stammen dabei überwiegend aus den der



Öffentlichkeit zur Verfügung stehenden Geschäftsberichten.<sup>202</sup> Das Problem bei Betrachtung von Bilanz- bzw. Jahresabschlußdaten besteht in ihrer Manipulierbarkeit durch die Unternehmensleitung.<sup>203</sup> Trotzdem gewinnt man bei genauerem „Hinsehen“ und einem Vergleich mit Konkurrenten Anhaltspunkte über den Erfolg eines Zusammenschlusses. Die in letzter Zeit häufiger verwendete Befragung als Methode zur Erfolgsmessung muß im übrigen als mindest genau so verzerrt angesehen werden, wie eine Betrachtung von Zahlen aus Jahresabschlüssen vor. Die Erfolgsbeurteilung von Fusionen und Akquisitionen anhand von Wiederverkaufsanalysen<sup>204</sup> wird deutlich seltener eingesetzt - aufgrund der Schwierigkeit - aus der Vielzahl möglicher Gründe für eine Trennung von einem Unternehmensteil. Es kann schlichtweg ein attraktives Kaufangebot vorgelegen haben nach einer erfolgreichen Restrukturierung des Unternehmens, was eher für eine erfolgreiche Akquisition sprechen würde.

Ein vom Unternehmen nur bedingt beeinflussbares Kriterium bildet hierbei die Beurteilung des Zusammenschlusses durch den Kapitalmarkt. Unterstellt man einen halbwegs - wenngleich nicht unbedingt idealtypischen - effizienten Kapitalmarkt in dem Sinne, daß alle Informationen über das Unternehmen im Aktienkurs hinreichend korrekt eingepreist bzw. wiedergegeben werden, so kann die Kursentwicklung zumindest tendenziell mittelfristig Rückschlüsse auf den Erfolg eines Zusammenschlusses zulassen. Dazu wird die abweichende Reaktion des Kapitalmarkts auf eine Fusion gemessen, indem deren Auswirkungen auf den Aktienkurs von der normalen Unternehmensentwicklung getrennt werden. Zur Ermittlung einer so genannten abnormalen Rendite dient der Zeitraum vor einer Fusion als Approximation der normalen Renditeentwicklung eines Unternehmens. Diese wird gewissermaßen für den Zeitraum ab der Fusionsankündigung zu einer erwarteten Unternehmensrendite  $E(R_{it})$  extrapoliert, so daß  $E(R_{it})$  den erwarteten Renditeverlauf ohne die Fusion darstellt. Dieser erwartete Wert wird nun mit der tatsächlich infolge der Fusion eingetretenen Ist-Rendite  $R_{it}$  verglichen. Die Abweichung zwischen realisierter und erwarteter Rendite ergibt dann die durch die Fusion verursachte abnormale Rendite  $AR_{it}$ . Also gilt bei Kumulation der abnormalen Rendite über die Zeitspanne  $t$ ,

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}).$$


---

<sup>202</sup> Als weitere wichtige Datenquelle diene die Datenbank Amadeus des Anbieters von Unternehmensdatenbanken Bureau van Dijk. Dadurch konnten fehlende Daten in Geschäftsberichten z.T. ergänzt werden.

<sup>203</sup> Vgl. Bamberger, Burkhard, Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland, Köln 1994, S. 111.

<sup>204</sup> Vgl. Porter, Michael, From Competitive Advantage to Corporate Strategy, in: Harvard Business Review 65 (1987), S. 43 ff.

Ergibt sich ein negativer Wert, hat sich das Unternehmen schlechter entwickelt als ohne den Zusammenschluß zu erwarten gewesen wäre. Die Problematik des Vergleichs liegt auf der Hand. Es ist unmöglich einen verlässlichen Vergleich herzustellen, da immer mit dem Hilfskonstrukt argumentiert werden muß, als ob die Unternehmen weiterhin unabhängig voneinander agieren würden. Andere Einflüsse, wie eine (un-)günstige Branchenkonjunktur bzw. andere renditerelevante Ereignisse werden dabei ausgeblendet.

### 3.5.1. Jahresabschlußorientierte Bewertung

Die Auswertungen von Jahresabschlüssen haben überwiegend ergeben, daß Unternehmen nach einem Zusammenschluß ihre Profitabilitätsraten und Absatzmengen nicht steigern konnten. Da der absolute Erfolg, wie durch zahlreiche Studien belegt, im Durchschnitt ausgeblieben ist, lohnt sich der Blick auf den einzelnen Zusammenschluß, um mögliche (Miß-) Erfolgskriterien im Einzelfall zu analysieren. Im Rahmen einer exemplarischen Betrachtung von jeweils 3 Zusammenschlüssen bietet sich neben der sonst üblichen Methode, den Erfolg einer Fusion mit dem Branchendurchschnitt zu vergleichen, die Möglichkeit, die exemplarischen Fusionsfälle direkt miteinander zu vergleichen, um damit den relativen Erfolg eines Zusammenschlusses bestimmen zu können. Je nach Branche werden dabei unterschiedliche Kennzahlen verwendet, um den Eigenheiten einer Branche besser gerecht zu werden. Dabei wird jeweils der Zeitraum beginnend mit dem Jahr vor dem Zusammenschluß ( $t - 1$ ) bis maximal 6 Jahre nach einem Zusammenschluß ( $t + 6$ ) betrachtet.<sup>205</sup>

Die Telekommunikationsbranche war bis zum Jahr 2000 durch kräftige Wachstumsraten gekennzeichnet, und die stark ansteigenden Kurse wurden vielfach als Akquisitionswährung eingesetzt. Besonders Vodafone ist durch externes Umsatzwachstum dynamisch gewachsen, u.a. infolge einer Übernahme der selbst stark prosperierenden Mannesmann AG. Die Vielzahl der Übernahmen, zuletzt die ebenfalls bedeutsamen Akquisitionen der Japan Telecom und der französischen Cegetel, erschwert die Isolierung des Effektes, der durch die Übernahme von Mannesmann ausgelöst wurde. Darum wurde die isolierte Ertragsentwicklung der Folgegesellschaft der Mannesmann AG, die Vodafone Deutschland GmbH, weiterverfolgt. Deren Umsätze sowie Kundenwachstum und Erträge der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit stagnierten zuletzt, da insbesondere die Investitionen zurückgefahren wurden und die Aufwendungen für UMTS - Lizenzen stark zu Buche schlugen.

---

<sup>205</sup> Die meisten der betrachteten Zusammenschlüsse liegen allerdings weniger als 6 Jahre zurück, so daß im Regelfall weniger Jahresdaten zur Auswertung zur Verfügung stehen. Im Fall BMW wurden 7 Jahre berücksichtigt, um die Entwicklung nach der Trennung von Rover ebenfalls einzufangen.

Bei der Betrachtung der Erträge der Vodafone Plc müssen die massiven Goodwill-Abschreibungen sowie die außergewöhnlichen Aufwendungen - verursacht durch die zahlreichen Akquisitionen - berücksichtigt werden, die das Ergebnis massiv verzerren. Da die Abschreibungen den Cash Flow und damit die Möglichkeit, Dividenden zu gewähren, nicht beeinträchtigen, ist das operative Ergebnis vor Goodwill-Abschreibungen und außergewöhnlichen Aufwendungen aussagekräftiger für den operativen Erfolg des Unternehmens. Trotz der dann erwirtschafteten Erträge von 14,6 Mrd. € sind die Zuwächse der letzten Jahre überwiegend auf Zukäufe zurückzuführen, während beim kontinuierlichen Geschäft, wie auch bei Mannesmann zu sehen, eher geringes Wachstum zu verzeichnen war. Für Olivetti bleibt festzuhalten, daß sich das Unternehmen mit der Akquisition übernommen hat und dem Anstieg der Verschuldung bereits im 2. Jahr nach der Übernahme nicht mehr gewachsen war.

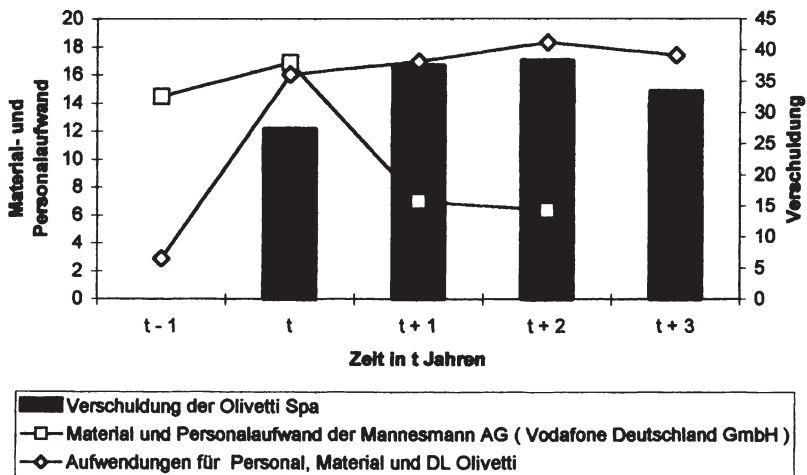
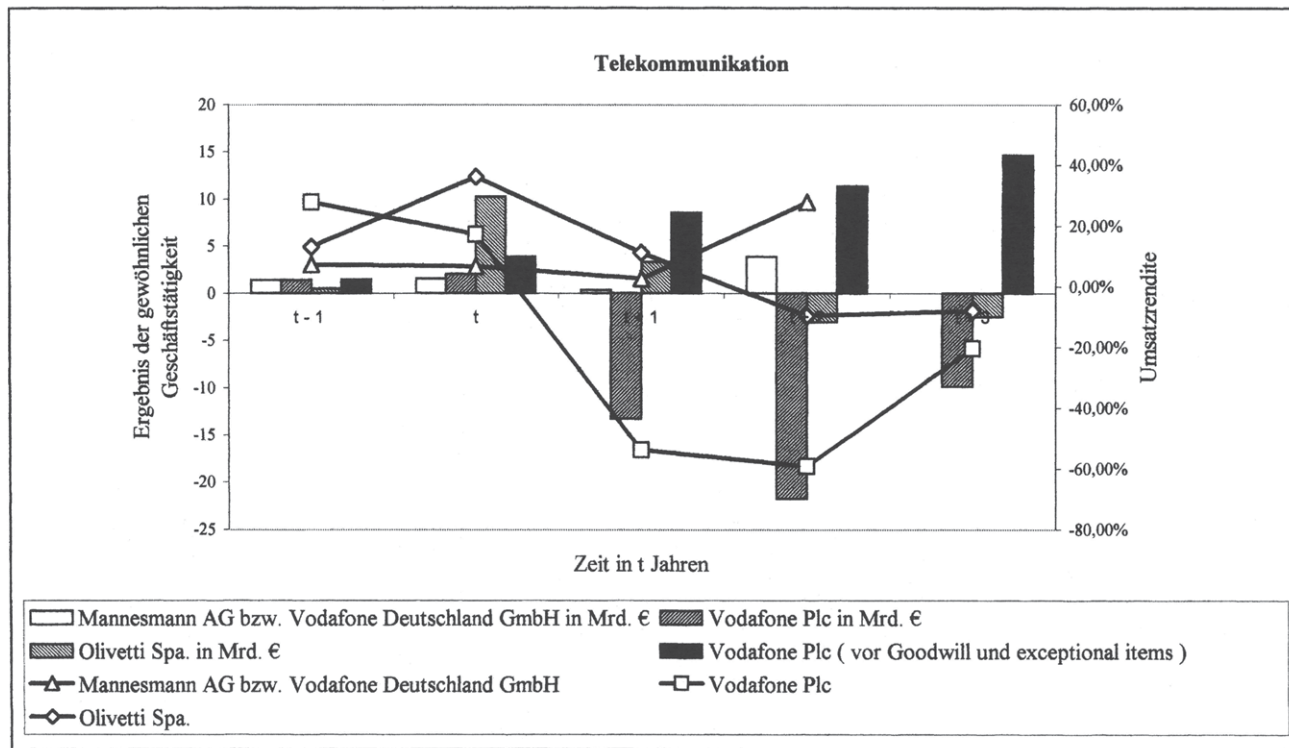


Abbildung 3.5.3: Entwicklung des Material- und Personalaufwands sowie der Verschuldung

Quelle: Eigene Darstellung



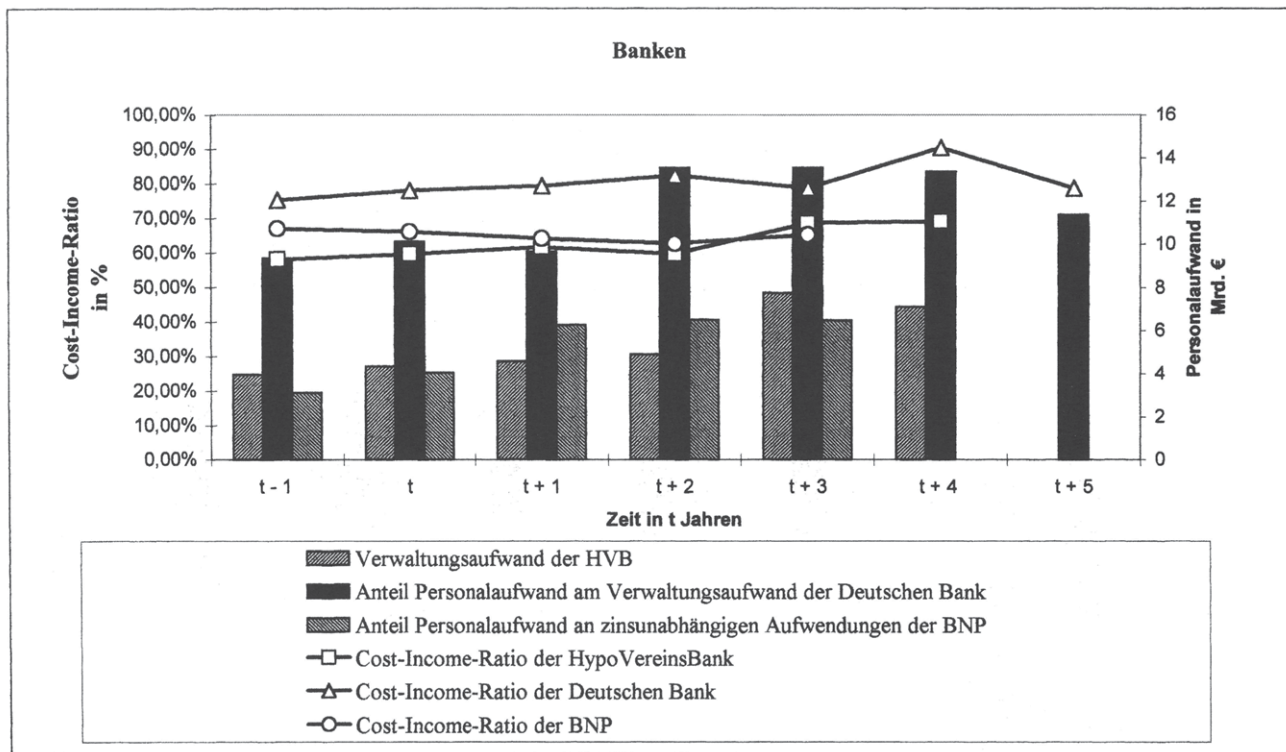
**Abbildung 3.5.2: Ertragsentwicklung in der Telekommunikation**  
 Quelle: Eigene Darstellung

Bei Mannesmann entschärfte sich die Kostensituation infolge der Konzentration auf die Kernkompetenzen Telekommunikation bzw. den Verkauf der Automobilzulieferersparte Atecs sowie des Luxusuhren- und Röhrengeschäfts. So konnten die hohen Aufwendungen für die Mobilfunklizenzen (UMTS) in Deutschland und Italien besser verkraftet werden und durch einen starken Rückgang der Personalaufwendungen z.T. kompensiert werden. Allerdings hat Vodafone die Investitionen nach dem Lizenzerwerb bei allen Gesellschaften zurückgefahren, was insbesondere den geplanten Ausbau des Festnetzgeschäfts der Tochter Arcor stark einschränkt.

Bei den Bankenfusionen stand u.a. eine Verbesserung der Kostenposition sowie eine Ertragssteigerung im Vordergrund, wie sie im Verhältnis zwischen den Aufwendungen und den Erträgen, der so genannten Cost-Income-Ratio zum Ausdruck kommt. Im Gegensatz zum französischen Zusammenschluß zur BNP Paribas, die ihr Verhältnis zwischen Aufwendungen und Erträgen trotz der Krise auf den Finanzmärkten sogar leicht verbessern konnte, ist dies den deutschen Großbanken Deutsche Bank und HypoVereinsbank nicht gelungen. Dort wurde in beiden Fällen erst sehr spät auf die im übrigen vergleichsweise stärker rückläufigen Erträge mit Kostensenkungen im Personalsektor reagiert. Trotz hoher Bleibeprämien für angelsächsische Investmentbanker war die Deutsche Bank nicht annähernd so erfolgreich wie BNP Paribas bei der Begrenzung der Ertragsausfälle. Bei der HypoVereinsbank kann der Anstieg des Personalaufwands ab t+3 durch die Übernahme der Bank Austria erklärt werden.<sup>206</sup> Die Schwierigkeiten des größten Kreditgebers Europas, der HypoVereinsbank, wurden infolge der exorbitanten Steigerung der Risikovorsorge durch den drohenden Ausfall von Krediten sowie der damit in Verbindung stehenden zu niedrigen Kernkapitalquote evident. Diese Kennzahl entspricht der Eigenkapitaldecke einer Bank, die bei der HypoVereinsbank angesichts einer ständig zunehmenden Risikovorsorge bedrohlich dünn zu werden drohte. Es zeigt sich, daß eine zunehmende Größe im Umfang der Geschäfte (Bilanzsumme) noch lange kein Ausweis für die größere Stabilität einer Bank sein muß. Auch hier schneidet der französische Zusammenschluß besser ab, da BNP Paribas den schwachen Geschäftsverlauf der letzten Jahre mit geringerer Risikovorsorge unterlegen mußte als die deutschen Banken.

---

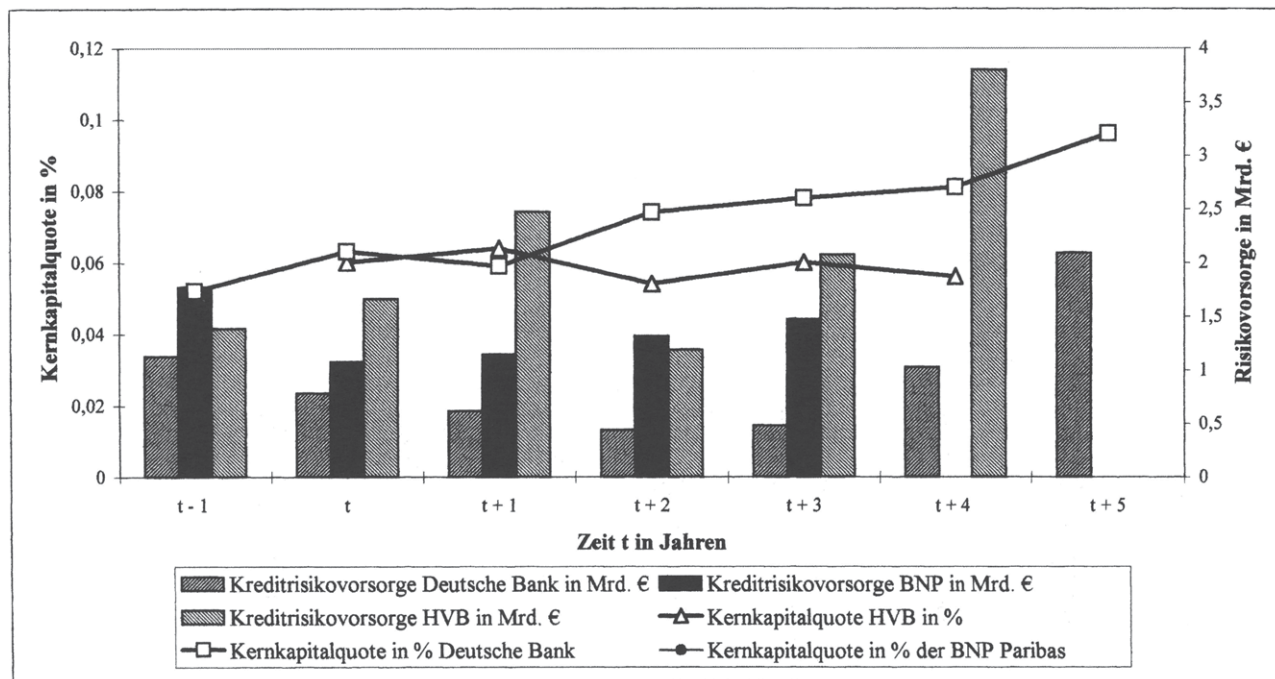
<sup>206</sup> Im Fall der HypoVereinsbank wurden die Personalaufwendungen nicht gesondert ausgewiesen. Da sie im Verwaltungsaufwand enthalten sind und dort ein großes Gewicht haben, dürfte die Entwicklung des Personalaufwands sich relativ parallel zum gesamten Verwaltungsaufwand entwickelt haben, zumal die sonstigen Ausgaben in der Verwaltung, insbesondere die Ausstattung mit Computern und zugehöriger Software sich ebenfalls am Personalwachstum ausrichten dürfte. Daher dient die Entwicklung des Verwaltungsaufwands als hinreichende Annäherung an die Entwicklung der Personalaufwendungen.



*Abbildung 3.5.4: Aufwand- / Ertragsrelation und Entwicklung des Personalaufwands*

Quelle: Eigene Darstellung





**Abbildung 3.5.5: Entwicklung der Kernkapitalquote und Risikovorsorge**  
 Quelle: Eigene Darstellung

Der positive Trend der Deutschen Bank bezüglich der Kernkapitalquote wurde mit dem Verkauf des Tafelsilbers möglich gemacht - den Industriebeteiligungen an u.a. Münchner Rück, Buderus, Deutsche Börse und Continental.

Im Falle der Pharmaindustrie stand in den letzten Jahren neben der Betrachtung der Ertragssituation als Anzeichen für den Erfolg eines Zusammenschlusses das Umsatzwachstum im Vordergrund. Das galt um so mehr, als bislang hohe Margen in der Branche bei neuen, patentgeschützten Medikamenten garantiert schienen. Erst in den letzten Jahren formierte sich Widerstand von Seiten der Nachfrager von Medikamenten, sei es von staatlichen oder privaten Krankenversicherungen oder von den chronisch unter Geldnot leidenden Krankenhäusern.

Die Konzerngewinne bzw. Reingewinne angelsächsischer Pharmaunternehmen gelten als deutlich höher als bei kontinentaleuropäischen Herstellern. Bei Betrachtung von GlaxoSmithKline scheint sich diese Einschätzung zu bestätigen, wobei die Entwicklung seit dem Zusammenschluß uneinheitlich verläuft. Der Gewinnanstieg seit dem Zusammenschluß ist vor allem auf den ständig ansteigenden Umsatzanteil der USA auf zuletzt 54,44 % zurückzuführen. Von diesem Markt drohen inzwischen allerdings auch die größten Gefahren im Hinblick auf die weitere Gewinnentwicklung, da einige Medikamente trotz Patent von neuen, günstigeren Präparaten bedroht sind. Beim Vergleich von Novartis und Aventis fällt der vergleichsweise stärkere Ergebnisrückgang bei Aventis auf. Dafür verantwortlich war insbesondere der größere Aufwand eines grenzüberschreitenden Zusammenschlusses mit den zwangsläufig größeren Umbaumaßnahmen im Konzern. Trotz der günstigeren Gewinnsituation bei Novartis direkt nach der Fusion entfaltet die Gewinnentwicklung bei Aventis in den letzten beiden Jahren mehr Dynamik.

Den größeren Gewinn- und Umsatzzuwachs erzielte Aventis dabei mit einem knapp halb so hohen Etat in Marketing und Vertrieb im Vergleich zur Konkurrenz aus Großbritannien und der Schweiz. Es fällt dabei die Diskrepanz zwischen erklärten Fusionszielen und tatsächlichem Verhalten auf. Während die F&E-Aufwendungen in allen 3 Fällen entgegen den verkündigten Fusionszielen nur verhältnismäßig geringfügig angehoben wurden, um neue verbesserte Medikamente zu entwickeln, wurden die Anstrengungen im Marketing- und Vertriebsbereich zur Verlängerung des Verkaufserfolgs älterer, durch Generika bedrohte Präparate, massiv ausgebaut.<sup>207</sup>

<sup>207</sup> Bei den Unternehmen GlaxoSmithKline und Aventis werden die Verwaltungsaufwendungen nicht gesondert, sondern gemeinsam mit den Vertriebsaufwendungen ausgewiesen. Bei den Verwaltungsaufwendungen handelt es sich aber z.T. ebenfalls um vertriebsunterstützende Aufgaben, die daher den Vertriebsaufwendungen zugerechnet werden können. Der verbleibende Restposten an Verwaltungsaufwendungen, der weder Marketing und Vertrieb zugerechnet werden kann, ist so gering, daß die gemeinsam ausgewiesenen Verwaltungs- und Vertriebsaufwendungen trotz allem aussagekräftig genug für die Entwicklung der Verkaufsbemühungen sein sollte.

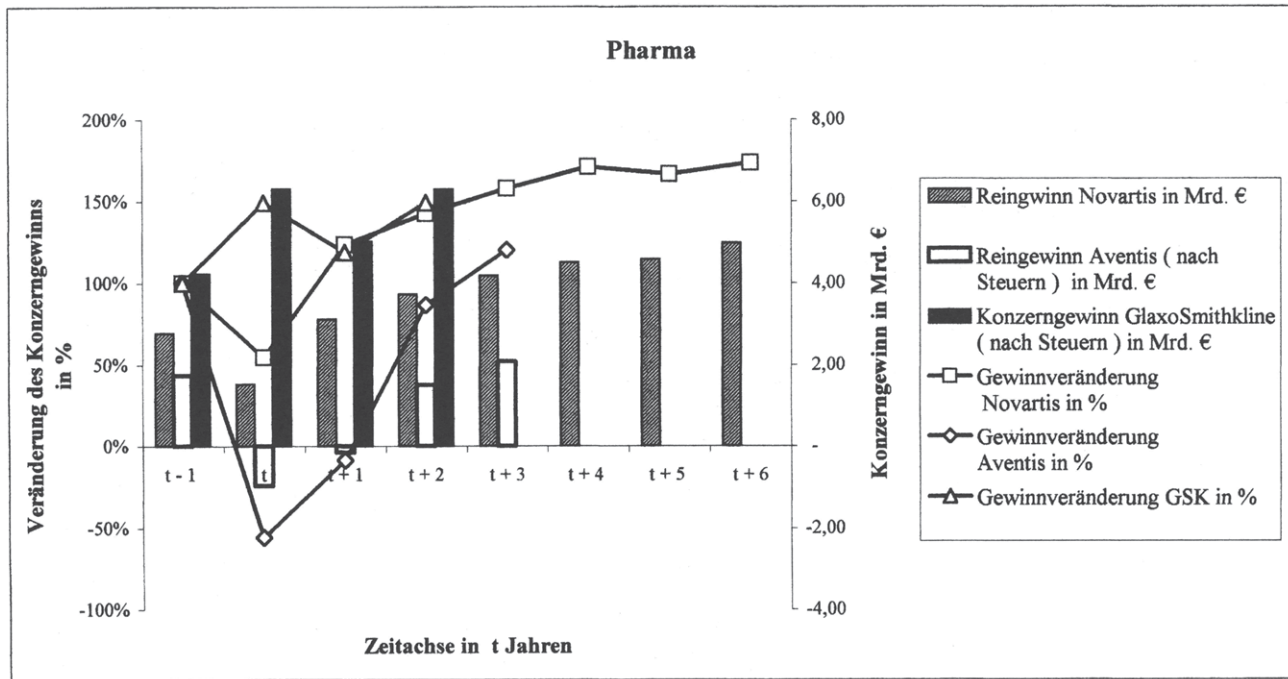


Abbildung 3.5.6: Reingewinn bzw. Gewinnentwicklung in der Pharmaindustrie

Quelle: Eigene Darstellung

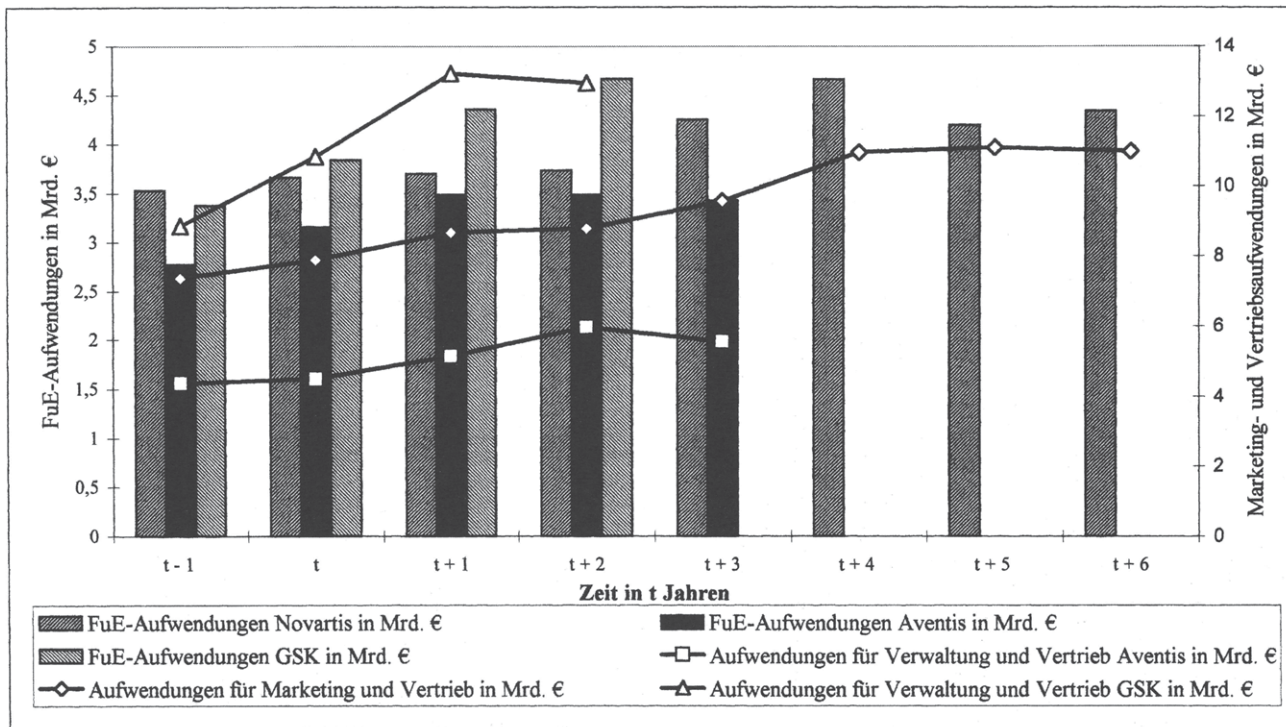
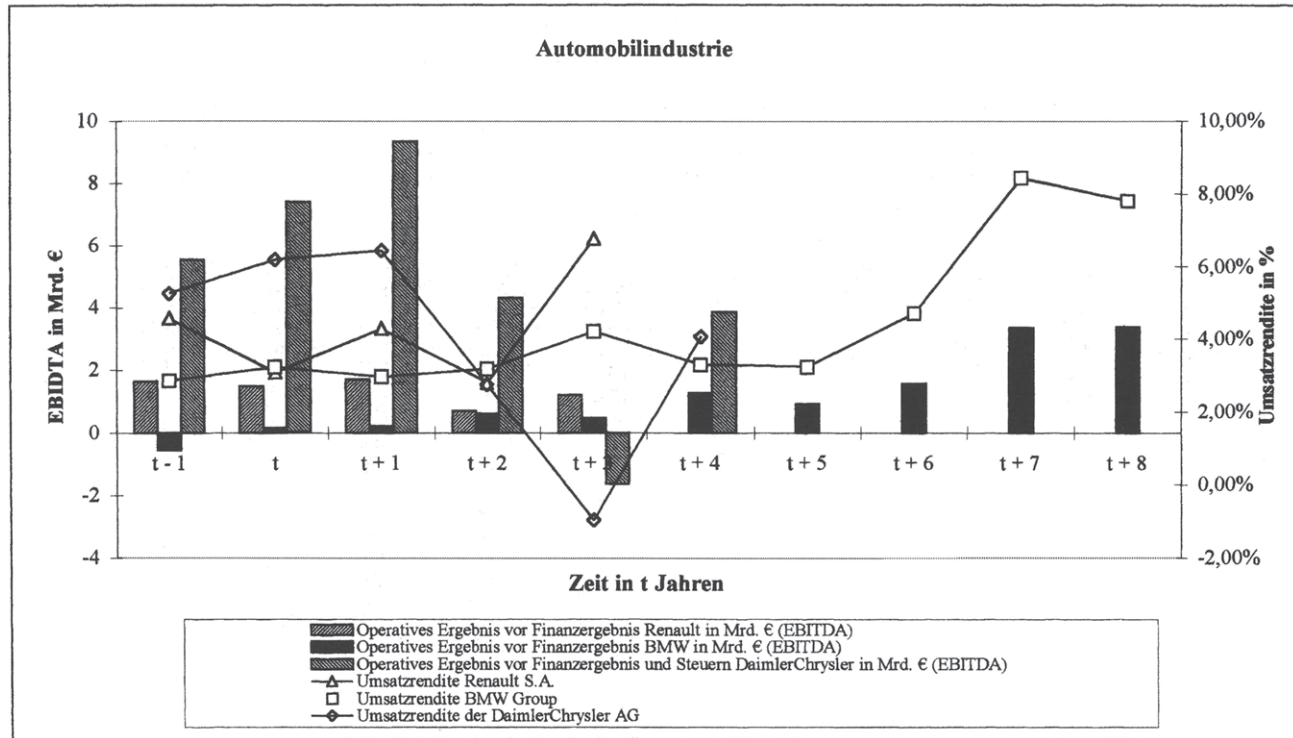


Abbildung 3.5.7: Aufwendungen für Forschung und Entwicklung bzw. Verwaltung und Vertrieb (Marketing)

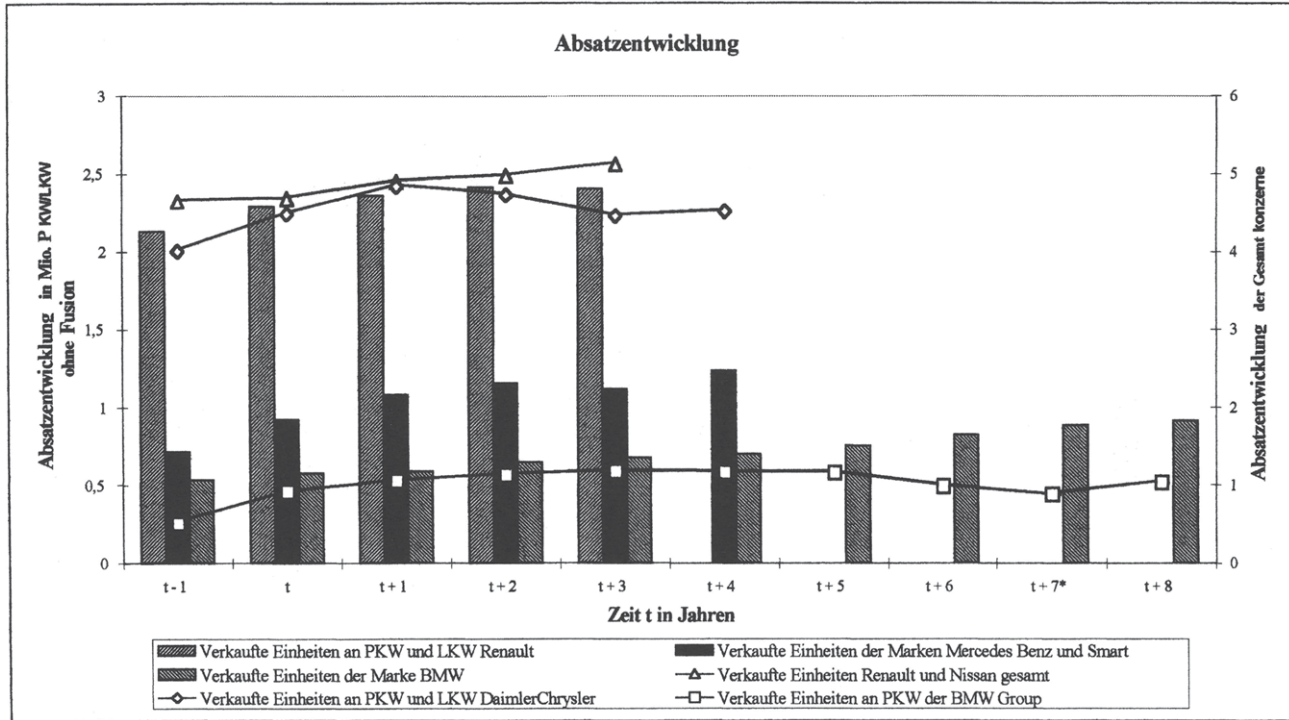
Quelle: Eigene Darstellung

Bei den betrachteten Zusammenschlüssen in der Automobilindustrie stand eine Verstärkung der positiven Ertragsentwicklung im Vordergrund, die sich insbesondere bei BMW und Daimler-Benz auf das Premiumsegment stützte. Um die Abhängigkeit von bestimmten Nischenprodukten bzw. Märkten zu verringern, wurde jeweils ein Anbieter übernommen, der sowohl räumlich als auch sachlich seine Stärken auf einem anderen Markt hatte. Daher entspricht die gewählte Expansionsstrategie einer Strategie der Risikodiversifizierung. Die Absatzentwicklung zeigt zumindest in den Fällen BMW und DaimlerChrysler, daß sich der Schritt in den Massenmarkt aus Ertragsicht nicht bzw. im Falle DaimlerChrysler noch nicht ausgezahlt hat. Die dennoch relativ erfreuliche Ertragsentwicklung bei BMW ist auf die Übernahme eines nur relativ kleinen Massenanbieters Rover zurückzuführen, so daß es BMW möglich war, die ausgeprägten Verluste bzw. Restrukturierungskosten bei Rover durch die günstige Ertragsentwicklung beim Verkauf von Fahrzeugen der Marke BMW meist überzukompensieren. Trotzdem hätte BMW ohne die mit ca. 5 Mrd. € verlustreiche Übernahme von Rover mit weit höheren Erträgen aufwarten können. Im Fall Renault kooperieren zwei Volumenanbieter, die verschiedene räumliche Märkte abdecken. Da Renault aber die unternehmerische Kontrolle bei Nissan übernommen hat, handelt es sich zumindest um eine Übernahmeabsicht. Renault kennt sich offenbar im Volumengeschäft besser aus als die beiden Premiumanbieter und hat zusätzlich genügend eigene Erfahrungen bezüglich der erfolgreichen Restrukturierung in diesem Segment gesammelt, so daß Nissan inzwischen Erträge für Renault generiert. Bei DaimlerChrysler wirkte sich die Größe des übernommenen Anbieters deutlich negativer auf die Ertragsentwicklung des Unternehmens aus. Chrysler wurde auf dem Höhepunkt der amerikanischen Automobilkonjunktur übernommen und steckt seitdem trotz anhaltender Restrukturierungsbemühungen in Schwierigkeiten. Durch die großzügige Rabattgewährung auf dem amerikanischen Automobilmarkt sanken die Umsätze noch stärker als die Absatzzahlen. Trotzdem verlief auch der Gesamtabsatz an Fahrzeugen der DaimlerChrysler AG rückläufig und konnte nicht durch die Verkaufserfolge der Marken Mercedes-Benz und Smart ausgeglichen werden. Eine ähnliche Absatzentwicklung zeichnete sich nach der Übernahme von Rover bei der BMW Group ab. Der Absatzrückgang bei Rover konnte allerdings weitgehend durch den Absatzzuwachs bei Fahrzeugen der Marke BMW kompensiert werden. Trotzdem trennte sich BMW im Jahr 2000 von Rover und wächst seit der Konzentration auf das eigene Premiumsegment dynamischer als zuvor. Lediglich Renault war dazu in der Lage mit beiden Konzernteilen Absatzzuwächse zu erzielen und somit insgesamt den Gesamtabsatz zu steigern.



**Abbildung 3.5.8: Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf Goodwill (EBITDA) und Umsatzrendite**  
**Quelle: Eigene Darstellung**





*Abbildung 3.5.9: Absatzentwicklung mit und ohne übernommenes Unternehmen*

Quelle: Eigene Darstellung

### 3.5.2. Kapitalmarktorientierte Bewertung

Im angelsächsischen Raum erfolgt eine Bewertung von Unternehmenszusammenschlüssen im Vergleich zu kontinentaleuropäischen Untersuchungen meist über eine Messung der Reaktion des Kapitalmarkts. Der Vorteil von kapitalmarktorientierten Untersuchungen besteht darin, daß die ex ante Erwartungen des Kapitalmarkts im Hinblick auf den Erfolg eines Unternehmenszusammenschluß gemessen werden und mit den ex post tatsächlich eingetretenen Ergebnissen der jahresabschlußorientierten Untersuchung abgeglichen werden können. Insofern sind die beiden Bewertungsinstrumente nicht wie bislang als substitutiv anzusehen, sondern stehen eher in einem komplementären Verhältnis zueinander. Die Reaktionen auf dem Kapitalmarkt ermöglichen zudem eine bessere Prognose betreffend der Veränderungswirkung, die ein Unternehmenszusammenschluß bewirkt, im Vergleich zur Unternehmensentwicklung ohne Fusion.

Im folgenden wird für jeden Zusammenschluß eine abnormale Rendite ermittelt, die eine etwaige Abweichung, im Anschluß an eine Fusion, von einer „normalen“ Renditeentwicklung einer Aktie angibt.<sup>208</sup> Eine positive abnormale Rendite kann dabei als positive Erwartungshaltung bzw. Beurteilung einer Fusion durch die Kapitalmarktteilnehmer interpretiert werden und vice versa. Neben dem in dieser Arbeit verwendeten Marktmodell kamen noch andere, leicht abgewandelte Modelle, vor allem das markt- und mittelwertbereinigte Modell, in Untersuchungen zur Anwendung. Das marktbereinigte Modell nimmt in einer starken Vereinfachung als gegeben an, daß alle Wertpapiere einem systematischem Risiko (Betafaktor) von eins unterliegen, was eine Ermittlung des Betafaktors obsolet werden läßt.<sup>209</sup> Wie sich bei der vorliegenden Untersuchung herausgestellt hat, kann von einem für alle Wertpapiere gleichen, systematischen Risiko allerdings nicht ausgegangen werden. Das mittelwertbereinigte Modell<sup>210</sup> geht von der Prämisse aus, daß die Rendite eines Unternehmens ohne unternehmensspezifische Ereignisse denselben Wert wie in der Vergangenheit annehmen wird. Die geringen Alpha-Werte der Untersuchung würden diese These zunächst unterstützen. Allerdings variieren die Unternehmensrenditen unterschiedlich stark mit den Markttrenditen, so daß im Ergebnis bei stark anziehenden Kapitalmärkten - wie es bei gehäuftem Unternehmenszusammenschlüssen die Regel ist - zu geringe Renditeschwankungen ausgewiesen werden würden. Das deshalb in dieser Ar-

<sup>208</sup> Vgl. Fama, E.F., L. Fisher, M.C. Jensen und Richard Roll, The Adjustment of Stock Prices to New Information, in: *International Economic Review* 10 (1969), S. 1 ff.

<sup>209</sup> Vgl. Brown, S.J., und J.B. Warner, Measuring Security Price Performance, in: *Journal of Financial Economics* 8 (1980), S. 205 ff.

<sup>210</sup> Vgl. Masulis, R.W., The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers, in: *Journal of Financial Economics* 7 (1980), S. 139 ff.

beit verwendete - von Sharpe entwickelte - Marktmodell setzt sich zusammen aus,<sup>211</sup>

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

wobei

$R_{it}$  = Rendite der Aktie i im Zeitraum (t-1, t),

$\alpha_i$  = marktunabhängiger Teil der Rendite des Wertpapiers i (Bestandteil des unsystematischen Risikos),

$\beta_i$  = Korrelationskoeffizient zwischen Marktrendite und Rendite des Wertpapiers i (systematisches Risiko).

$R_{mt}$  = Rendite des gewählten Vergleichs- bzw. Marktindexes,

$\varepsilon_{it}$  = abnormale Rendite des Wertpapiers i im Zeitraum (t-1, t, Bestandteil des unsystematischen Risikos).

Beim Marktmodell ermittelt man im ersten Schritt – mittels Durchführung einer linearen Regression - die Abhängigkeit der Wertpapierrendite von der Marktentwicklung eines geeigneten Aktienindexes sowie den Anteil der Rendite, der durch Unternehmensentscheidungen determiniert wird. Zur Ermittlung dieser Renditebestandteile wird die Kursentwicklung vor dem Unternehmenszusammenschluß, sozusagen vor dem endogenen Schock, betrachtet. Es wird i.a. davon ausgegangen, daß die dadurch ermittelten Regressionskoeffizienten  $\alpha_i$  und  $\beta_i$  nach dem Zusammenschluß konstant bleiben.<sup>212</sup>

Da die abnormalen Tagesrenditen nicht ausreichen, um die volle Marktreaktion auf eine etwaige Unternehmensentscheidung zu messen, ist eine Aggregation der Tagesrenditen zu einer Kumulierten Abnormalen Rendite (KAR) zielführender.

Die Privatanleger brauchen dabei für ihre Anlageentscheidungen bzw. die Reaktion auf eine Änderung der Unternehmensstrategie länger als institutionelle Anleger. Die Reaktion des Kapitalmarkts erfolgt i.d.R. bereits im Anschluß an die Ankündigung einer Fusionsabsicht oder bei Gerüchten bereits davor.<sup>213</sup>

---

<sup>211</sup> Vgl. Sharpe, W.F., A Simplified Model for Portfolio Analysis, in: Management Science 9 (1963), S. 277 ff., und ders., Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: Journal of Finance 19 (1964), S. 425 ff.

<sup>212</sup> Diese Annahme ist allerdings äußerst umstritten, da sich das unternehmerische Risiko insbesondere durch einen Unternehmenszusammenschluß gravierend ändern kann und eine stärkere Abkopplung vom systematischen Marktrisiko vermutet werden kann.

<sup>213</sup> Vgl. Asquith, P., Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns, in: Journal of Financial Economics 11 (1983), S. 51 ff.

Daher wurde in dieser Untersuchung zur Messung des Ankündigungseffektes eines Unternehmenszusammenschlusses ein Zeitraum gewählt, der zehn Tage vor der Ankündigung beginnt, um eventuelle Kursreaktionen infolge von Gerüchten auf dem Kapitalmarkt einzufangen. Der Privatanleger wird i.d.R. erst nach der Ankündigung durch die beteiligten Unternehmen aktiv und braucht zur Entscheidungsfindung u.U. etwas mehr Zeit, so daß 20 Tage nach der Ankündigung als Reaktionszeitraum gewählt wurden. Zur Erfassung der Reaktion des Kapitalmarkts bezüglich der Integration der fusionierten Unternehmen wurden die Renditen ab der Ankündigung ein bzw. zwei Jahr(e) lang kumuliert. In diesem Zeitraum sollten die wichtigsten Integrationsschritte vollzogen sein. Bei einem längeren Zeitraum würde bzw. wurde z.T. die Fusion bereits durch andere Unternehmensentscheidungen und deren Auswirkungen überlagert (werden).

Als relativ schwierig gestaltet sich die Auswahl eines geeigneten Marktindex. In einem Branchenindex befinden sich häufig wenige oder zusätzlich vergleichsweise kleine Werte, so daß als Marktindex der jeweilige Leitindex eines Landes gewählt wurde (z.B. DAX). Die in Tabelle 1 aufgeführten abnormalen Renditen können nur dann als aussagekräftig interpretiert werden, wenn der Bestimmtheitskoeffizient  $R^2$  einen Wert größer als 0,1 annimmt. Ansonsten kann auf keinen signifikanten Zusammenhang zwischen dem Wertpapier des jeweiligen Unternehmens und dem jeweiligen Marktindex geschlossen werden.

Für den Fall BMW läßt sich anhand der ermittelten abnormalen Rendite erkennen, daß die Übernahme von Rover mit viel Vorschußlorbeeren bzw. einer hohen abnormalen Rendite bei Ankündigung bedacht wurde. Aber bereits im ersten Jahr nach der Übernahme zeigten sich die Schwierigkeiten der Integration von Rover und diese drückten sich in einer äußerst geringen KAR von +5,4 % mit abnehmender Tendenz im zweiten Jahr aus.

Die „Welt-AG“ DaimlerChrysler konnte nach einem deutlich negativen Ankündigungseffekt ein relativ gutes erstes Jahr vorweisen, was sich aber nur in moderaten +6,4 % KAR niederschlug. Nach 2 Jahren erfolgte ein regelrechter Absturz der Aktie infolge der Ertragskrise bei Chrysler, so daß DaimlerChrysler der einzig untersuchte Fall mit deutlich negativer KAR nach 2 Jahren mit -54,7 % ist.

Der Fall Renault dagegen kann als rundweg erfolgreich bewertet werden, sowohl bei Betrachtung der jahresabschlußorientierten Analyse als auch der Reaktion des Kapitalmarkts mit deutlich positiven KAR, wenn auch ein Rückgang im zweiten Jahr zu verzeichnen ist.

Bei der Fusion der HypoVereinsbank lag zwischen der Ankündigung am 21. Juli 1997 und dem tatsächlichen Start des neuen Konzerns am 01.09.1998 über ein Jahr. Insofern schlug sich der hohe Wertberichtigungsbedarf, der bereits im Oktober 1998 bekannt wurde, nicht im Aktienkurs des ersten Jahres nieder.<sup>214</sup> Der Zeitraum von einem Jahr für eine fundierte Bewertung der Fusion HypoVe-

<sup>214</sup> Siehe auch Fallanalyse im Kapitel 3.2.1.4.

reinsbank erscheint zu kurz, denn auch in diesem Fall setzte der Kapitalmarkt viel Hoffnung in den Zusammenschluß, der im positiven Sinne als Vorbote einer Konsolidierung des deutschen Bankensektors gefeiert wurde. Daher kann die stark positive KAR von +69 % nicht mehr überraschen, obwohl der Zusammenschluß - je länger er andauert - insgesamt als wenig erfolgreich bewertet werden muß. In der Tendenz nahm die KAR im Zeitraum von 2 Jahren folgerichtig um ca. 20 % ab.

Die Skepsis des Kapitalmarkts beim erneuten Versuch der Deutschen Bank, eine angelsächsische Bank zu übernehmen, drückte sich in einer negativen abnormalen Rendite im Ankündigungszeitraum aus. Infolge der Boomjahre 1999 und 2000 mit hohen Erträgen schwenkte die Bewertung über +5,8 % nach dem ersten und + 26,6 % im zweiten Jahr nach Ankündigung stark ins Positive um.

Die negative Bewertung der französischen Bankenehe dagegen überrascht auf den ersten Blick, da die jahresabschlußorientierte Analyse zu einer wesentlich freundlicheren Bewertung des Zusammenschlusses einläßt. Es zeigte sich in diesem Fall, daß ein langer Übernahmekampf vom Kapitalmarkt i.d.R. nicht honoriert wird und in stark negative KAR mündet, obwohl die tatsächliche Integration und deren Erfolg noch gar nicht beurteilt werden kann. In diesem Fall bewährt sich ein längerer Betrachtungszeitraum, da die Früchte der erfolgreichen Integration mit +31,1 % erst in der zweijährigen Frist sichtbar werden.

Die Bewertung der Mannesmann AG ist insofern ein typisches Gegenbeispiel zum vorangegangenen Fall, als ein zu langer Zeitraum bei der Renditenanalyse die Wirkungen anderer strategischer Entscheidungen des eigenen oder - wie in diesem Fall - eines anderen Unternehmens, die KAR verzerren kann. So dürfte die hohe KAR nach einem Jahr von +63,7 % weniger auf die Übernahme der o.tel.o communications GmbH zurückzuführen sein, sondern eher auf das feindliche Übernahmeangebot der Vodafone Plc. Die anschließende weitgehende Zerschlagung des Mannesmann-Konzerns ließ die KAR fast auf 0 sinken, was im übrigen aktuell Anlaß zu Konflikten betreffend einer angemessenen Besteuerung von Vodafone geführt hat, denn die massiven Kursrückgänge sollen mit zukünftigen Gewinnen verrechnet werden.

Bei Vodafone wiederum kehrte nach gewonnener Übernahmeschlacht und daher einem relativ hohen positiven Ankündigungseffekt von +15,4 % in den Folgejahren Ernüchterung ein. Die hohen Wachstumsraten der Mannesmann AG in Deutschland konnten unter der Führung von Vodafone, die zunächst einen Konsolidierungskurs einschlugen, nicht mehr erzielt werden.

Bei Telekom Italia zeigte sich, daß zumindest auf mittlere Frist die Aktionäre des übernommenen Unternehmens profitieren, wobei sich bereits nach 2 Jahren die Akquisition der Telecom Italia durch Olivetti als zu großer Brocken erwiesen hat und inzwischen die Telecom Italia die Unternehmensführung übernommen hat.

Obwohl die Konsolidierung des Pharmasektors von Kapitalmarktexperten grundsätzlich begrüßt wird, fielen die abnormalen Renditen der europäischen Pharmafusionen zu Aventis und GlaxoSmithKline - im Gegensatz zum zeitlich früheren Zusammenschluß von Novartis - eher zurückhaltend aus. Bei einem überaus positiv gestimmten Kapitalmarkt nach Ankündigung der Fusion zu Novartis fehlten anschließend die exorbitanten Erfolgsmeldungen, um die sehr hohen Erwartungen der Anleger noch zu übertreffen, so daß es eher bei verhalten positiven KAR für Novartis blieb.

Im Fall von Aventis gingen die Kapitalmarktteilnehmer bei Ankündigung eher von einer defensiven Fusion aus, was sich binnen eines Jahres als ein wenig erfolgreicher als befürchtet darstellte, so daß eine positive KAR von +9,8 % resultierte. Die anhaltende Wachstumsdynamik bescherte Aventis nach 2 Jahren eine KAR von +37,5 %.

Die im ersten Versuch gescheiterte Fusion von GlaxoSmithKline wurde zunächst ebenfalls skeptisch beurteilt. Die schnelle Klärung der Führungsfrage und die schiere Größe und damit Marktmacht des Unternehmens trug aber offensichtlich zu einer positiven KAR innerhalb eines Jahres von +10,1 % und nach 2 Jahren von 21 % bei.

Der Verlauf des Kapitalmarktbooms der 90er Jahre sowie den Zusammenhang mit der Bewertung von Unternehmenszusammenschlüssen läßt sich anhand dieser Untersuchung ablesen. Die zeitlich in der ersten Hälfte bis Mitte der 90er Jahre unternommenen Zusammenschlüsse sind branchenübergreifend durchschnittlich vom Kapitalmarkt besser bewertet worden als Fusionen oder Übernahmen, die erst Ende der 90er Jahre vollzogen wurden. Ursächlich dürften die zu Beginn des Booms übertrieben großen Erwartungen in den Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen sein.

Nachdem die Realisierung von Synergieeffekten sich weitaus schwieriger als erwartet gestaltete und dies bereits Ende der 90er Jahre sichtbar wurde, nahm die Skepsis der Kapitalmarktteilnehmer gegenüber Unternehmenszusammenschlüssen zu und die kumulierten abnormalen Renditen gingen folgerichtig zurück.

Insgesamt läßt sich konstatieren, daß die in die Zukunft gerichteten Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer nicht in allen Fällen mit der Einschätzung des Fusionserfolgs richtig lagen bzw. liegen konnten. Letztlich fehlen auch dem Kapitalmarkt ex ante wichtige Informationen, über beispielsweise außerordentlichen Wertberichtigungsbedarf bei einem übernommenen Unternehmen.

Angesichts dieser Schwierigkeiten sind die Ergebnisse der kapitalmarkt-orientierten einheitlichen Bewertung von Tausenden von Unternehmenszusammenschlüssen mit Vorsicht zu genießen und - wie aus vorigem Abschnitt deutlich wurde - hängt nicht zuletzt vom gewählten Untersuchungszeitraum ab.



	Ankündigungs- effekt	KAR (1 Jahr)	KAR (2 Jahre)	Beta-Faktor	Alpha-Faktor	t-Test Beta	t-Test Alpha	R <sup>2</sup>
<b>Automobilindustrie</b>								
BMW	0,223327223	0,054093539	0,030511121	0,844635427	-5,99571E-05	15,16715882	-0,112700219	0,3866
DaimlerChrysler	-0,091611655	0,064392415	-0,547337617	0,765546059	0,000130372	10,06176984	0,123075886	0,2209
Renault	0,06283052	0,653016071	0,466167407	0,778506746	0,000493533	7,937583395	0,301728759	0,1489
<b>Banken</b>								
HypoVereinsbank	0,274201904	0,693989053	0,469101314	0,470082885	0,000884107	6,800002018	1,388752004	0,1141
Deutsche Bank	-0,082045663	0,057695186	0,266133624	1,095005083	-0,000564764	20,13037703	-0,597140573	0,5194
BNP-Paribas	-0,034093989	-0,508619743	0,311148175	1,505418089	0,000755725	22,00070474	0,668323429	0,5519
<b>Telekommunikationsindustrie</b>								
Mannesmann	-0,018722002	0,637401532	0,003944611	1,123912154	0,003012477	7,375921132	1,080940237	0,4409
Vodafone	0,154177346	0,028180305	0,052259831	1,066144557	0,00212764	11,79321583	1,76024369	0,2705
Olivetti	0,144186228	0,353299508	n.a.	0,58337717	-0,000804855	2,116793869	-0,274664577	0,036
Telekom-Italia	-0,069873451	0,369044126	-0,054379885	0,910112162	0,005798858	9,207251534	2,949177201	0,1745
<b>Pharmasektor</b>								
Novartis	0,218930301	0,195632213	0,17788777	1,008916034	0,000384043	27,18162393	1,429818206	0,6693
Aventis	0,00937717	0,09797864	0,374548715	0,93787436	0,000203475	13,33028867	0,178258086	0,3239
GlaxoSmithKline	-0,027589142	0,100644316	0,209612576	0,882782755	-0,000341741	12,12595811	-0,35426207	0,2817

*Tabelle 3.5.10: Abnormale Renditen der untersuchten Unternehmenszusammenschlüsse*  
Quelle: Eigene Darstellung

### 3.5.3. Vergleich der Ergebnisse mit früheren Untersuchungen

Die ersten und bis heute umfangreichsten Untersuchungen über den Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen stammen aus den USA. Neben den Fusionswellen wurden in den USA offenbar auch einzelne Unternehmenszusammenschlüsse besser dokumentiert als in Europa, so daß den Ökonomen eine bessere Datengrundlage zur Verfügung stand.

Besonders die Federal Trade Commission lieferte bei der ersten großen Untersuchung von Ravenscraft und Scherer wertvolle Informationen, die ca. 6000 Unternehmenszusammenschlüsse – durchgeführt von 471 amerikanischen Großunternehmen – während der 60er und Anfang der 70er Jahre analysierten.<sup>215</sup> Die übernommenen Unternehmen gehörten dabei durchschnittlich zu den kleineren, aber profitableren ihrer jeweiligen Branche. Gemessen wurde der Fusionserfolg mittels der Kapitalrentabilität (operativer Erfolg geteilt durch eingesetztes Kapital) unter Berücksichtigung der jeweiligen Übernahmemethode Purchase oder pooling of Interests.<sup>216</sup>

Der Kauf von Unternehmen schneidet dabei wesentlich schlechter ab als der Aktientausch. Mit letztgenannter Methode wurde zumindest eine Profitabilität nahe dem Industriedurchschnitt realisiert. Insgesamt verschlechterte sich die Kapitalrentabilität aber bei beiden Übernahmevarianten, da die übernommenen Unternehmen vor dem Zusammenschluß überdurchschnittlich profitabel waren. Die hohe Anzahl unrentabler Unternehmenszusammenschlüsse hatte zur Konsequenz, daß ca. ein Drittel der übernommenen Unternehmen anschließend wieder verkauft wurden.

Eine umfangreiche und aktuelle Untersuchung, die sich mit der Messung des Erfolgs von Unternehmenszusammenschlüssen beschäftigt, stammt von Dennis Müller.<sup>217</sup> Es werden darin die Auswirkungen von Fusionen aus allen Erdteilen im Hinblick auf den Unternehmensgewinn sowie den Umsatz untersucht. Hierzu wurden von 44 600 durchgeführten Unternehmenszusammenschlüssen weltweit, in einem Zeitraum von 1981 bis 1998, eine ansehnliche Anzahl von 17 863 Fusionen ausgewertet. Im Durchschnitt betrug die Unternehmensgröße des übernommenen Unternehmens dabei 16 % des übernehmenden Unternehmens und

<sup>215</sup> Vgl. Ravenscraft, David J., und Frederic M. Scherer, *Mergers, Sell-Offs, & Economic Efficiency*, Washington, D.C. 1987.

<sup>216</sup> Beim Unternehmenskauf muß im Gegensatz zur Pooling-Methode die Übernahmeprämie als Goodwill abgeschrieben werden. Gleichzeitig erfolgt eine höhere Neubewertung des übernommenen Unternehmens durch die den bisherigen Wert des Unternehmens übersteigende Übernahmeprämie, d.h., der Nenner bei der Kapitalrentabilität wird höher und der Gesamtwert fällt niedriger aus als bei der Pooling of Interests-Methode (Aktientausch).

<sup>217</sup> Vgl. Gugler, Klaus, Dennis C. Mueller, B. Burcin Yurtoglu und Christine Zulehner, *The effects of mergers: an international comparison*, in: *International Journal of Industrial Organization* 21 (2003), S. 625 ff.

erzielte ca. ein Zehntel des Gewinns. Etwas überraschend - im Vergleich mit anderen Untersuchungsergebnissen - konnten 56,7 % der Unternehmen 5 Jahre nach dem Zusammenschluß ihren Gewinn steigern. Die Zunahme der Marktmacht durch die verringerte Zahl von Anbietern auf einem Markt entsprach - aufgrund des hohen Anteils horizontaler Unternehmenszusammenschlüsse - den Ergebnissen des Standard-Cournotmodells, da in 56 % aller Fälle ein geringerer Umsatz nach einer Fusion erzielt wird, was auf einen Rückgang der abgesetzten Menge bei gleichzeitig gestiegenen Preisen schließen läßt. Der Eindruck dieser Arbeit, daß Unternehmenszusammenschlüsse mit deutscher Beteiligung weniger erfolgreich verlaufen als beispielsweise in Frankreich wurde dagegen nicht bestätigt.<sup>218</sup> Die Erfolgsquote variiert weder hinsichtlich der Ursprungsländer einer Fusion noch schneiden die grenzüberschreitenden Zusammenschlüsse schlechter oder besser ab. Aus volkswirtschaftlicher Sicht muß man konstatieren, daß 55,8 % der Fusionen geringere Umsätze und damit auch mutmaßlich geringere Absatzmengen ausweisen, was die gesamtwirtschaftlich abgesetzte Menge an Gütern und Dienstleistungen reduziert und damit gesamtwirtschaftliche Wohlfahrtseinbußen verursacht.

Eine erste umfangreiche Untersuchung von deutschen Unternehmenszusammenschlüssen mittels einer kapitalmarktorientierten Bewertung unter Verwendung des Marktmodells stammt von Bühner.<sup>219</sup> Eine kapitalmarktorientierte Bewertung als Analyseinstrument wurde in Deutschland eher selten eingesetzt, aufgrund eines - im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern - unterentwickelten Kapitalmarkts. Bei den dieser Untersuchung zugrundeliegenden Großunternehmen besteht dieser Nachteil allerdings nicht. Ungewöhnlich erscheint auf den ersten Blick der lange Vorfusionszeitraum von 24 Monaten, der ebenfalls auf abnormale Renditen untersucht wurde. Allerdings können sich auch andere Unternehmensentscheidungen als eine Fusion, beispielsweise Desinvestitionen bzw. Restrukturierungen, in ungewöhnlichen Renditeentwicklungen niederschlagen, so daß ein Unternehmenszusammenschluß eher als ein Faktor von vielen auf die abnormale Rendite einwirkt. Es zeigte sich, daß entgegen der Ergebnisse früherer amerikanischer Studien lediglich die übernommenen Unternehmen von einem Zusammenschluß profitierten, während die übernehmenden Unternehmen durchschnittlich fallende abnormale Renditen bereits vor der Fusion realisierten, die nach der getätigten Fusion noch deutlich auf bis zu -11,02 % im 15. Monat nach dem Zusammenschluß abfielen. Für den gesamten Untersuchungszeitraum, 24 Monate vor und nach der Fusion, ergab sich eine negative durchschnittliche abnormale Rendite von -9,38 %. Die unterdurchschnittliche

<sup>218</sup> Die geringe Anzahl der in dieser Arbeit untersuchten Unternehmenszusammenschlüsse erhebt natürlich auch keinen Anspruch auf Repräsentativität.

<sup>219</sup> Vgl. Bühner, Rolf, Reaktionen des Aktienmarkts auf Unternehmenszusammenschlüsse, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 42 (1990), S. 295 ff.

Rentabilitätsentwicklung übernehmender Unternehmen spricht für eine eher defensive Motivation zu einem Zusammenschluß mit dem Ziel, von den eigenen Fehlleistungen abzulenken. Anders gewendet kommt Bühner zu dem Schluß, daß die häufig ins Feld geführten Motive eines Zusammenschlusses wie die „Erlangung von Marktmacht, das Vorhandensein eines Informationsvorsprungs, die Realisierung von Synergieeffekten, die Ablösung eines ineffizienten Managements oder die Schaffung von Finanzvorteilen, ..., zumindest nicht in der erwarteten Größenordnung eingetreten (sind) oder, ..., vom Kapitalmarkt nicht entsprechend honoriert (wurden).“<sup>220</sup> Das Management verfolgte offensichtlich eigene - von den Interessen der Anteilseigner abweichende Ziele - die der Steigerung des Prestiges und der eigenen Macht infolge eines größeren Unternehmens entsprachen oder es lag Selbstüberschätzung des übernehmenden Managements vor. Bei Unterscheidung nach der Zusammenschlußform schnitten horizontale Unternehmenszusammenschlüsse mit Produktausweitung relativ gesehen am besten ab, während insbesondere konglomerate Zusammenschlüsse stark negativ bewertet wurden. Darüber hinaus wurden die Akquisitionen von Unternehmen, die häufig akquirierten und damit viel (Integrations-) Erfahrung einbringen konnten, weitaus besser bewertet als von Unternehmen, die nur gelegentlich als Übernehmer in Erscheinung traten.

Eine der wenigen, relativ ausführlichen Arbeiten bezüglich des Erfolgs deutscher Unternehmenszusammenschlüsse stammt von Bamberger.<sup>221</sup> Er kommt zu dem Ergebnis, daß insbesondere Befragungen mittels eines Fragebogens ein geeignetes Instrument zur Erfolgsanalyse sind. Er begründet die Verwendung dieses Instruments zur Erfolgsmessung mit schwerwiegenden Nachteilen bei alternativem Instrumenteneinsatz, beispielsweise der Ermittlung finanzieller Kennzahlen oder Kapitalmarktbewertungen. Den gravierenden Nachteil von Befragungen, ausgelöst durch verzerrte Antworten, die das Eigeninteresse und die Selbsteinschätzung des Managements widerspiegeln, sieht er durch einen Informationsvorteil des Managements als mindestens aufgehoben an. Der Informationsvorteil kann aber das Management gerade dazu in die Lage versetzen, die Fusion in besserem Licht erscheinen zu lassen. Entgegen der Mehrzahl von Studien kam die durchgeführte Befragung zu dem Ergebnis, daß 63 % der untersuchten Akquisitionen in Deutschland erfolgreich waren und 40 % gar ein völliger Erfolg. Ein Widerspruch bei der Auswahl des Instrumenteneinsatzes liegt darin, daß sich das Instrument finanzieller Kennzahlen laut Autor aufgrund der Manipulierbarkeit von Jahresabschlüssen nicht eignet, während bei Befragungen der selbe Informationsvorsprung des Managements als Vorteil angesehen wird. Natürlich besteht weiterhin die Gefahr verzerrter Ergebnisse, weil überwiegend

<sup>220</sup> Bühner, Rolf, op. cit., S. 303.

<sup>221</sup> Vgl. Bamberger, Burkhard, Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland, Köln 1994, S. 1 ff.

Antworten von relativ erfolgreichen Fusionen zu erwarten sind, während weniger Erfolgreiche an der Befragung nicht teilnehmen werden. Es zeigte sich darüber hinaus, daß insbesondere Großunternehmen bei der Rücklaufquote der Befragung deutlich unterrepräsentiert waren, so daß dieses Vorgehen bei der Beurteilung von Megafusionen als relativ unbrauchbar angesehen werden kann.<sup>222</sup> Weitere Ungereimtheiten treten auf, da einerseits die Erfolgsmessung den Interessen der Anteilseigner genügen sollte, aber bei der Befragung lediglich das Management befragt wurde, die bekanntlich neben der Zielsetzung, den Unternehmenswert für die Shareholder zu maximieren, noch eigene Interessen verfolgen. Bei einer zusätzlichen Befragung der ebenfalls i.d.R. sehr gut informierten institutionellen Investoren wären sicherlich realistischere Ergebnisse erzielbar gewesen. Eine aktuellere Untersuchung von 103 europäischen Zusammenschlüssen, die im Zeitraum von 1991 bis 1996 stattgefunden haben, stammt von Jörn Kleinert und Henning Klodt.<sup>223</sup>

Sie beurteilen den Erfolg eines Zusammenschlusses oder einer Mehrheitsbeteiligung anhand ihrer Kapitalrentabilität relativ zum jeweiligen Branchendurchschnitt. Die übernehmenden Unternehmen wiesen - zur Überraschung der Autoren - eine unterdurchschnittliche Profitabilität vor der Fusion auf; eine Mehrheit von 60,8 % der Unternehmen konnte ihre Profitabilitätsposition nach dem Zusammenschluß verbessern. Allerdings schnitten 3 Jahre nach der Fusion lediglich knapp 50 % der untersuchten Unternehmen besser ab als der Branchendurchschnitt. Von einem durchschlagenden Erfolg auf breiter Front infolge exorbitanter Synergieeffekte konnte offensichtlich keine Rede sein, denn in den meisten Fällen war die Verbesserung der Profitabilitätssituation eher als marginal zu bewerten. Bezüglich der Größe der beteiligten Unternehmen wiesen die Megafusionen schlechtere Ergebnisse aus als vergleichsweise kleinere Unternehmen. Bei 13 von 25 Megafusionen verschlechterte sich die Kapitalrentabilität; dennoch schnitten die Fusionen der 90er Jahre etwas besser ab als in den 80er Jahren.

Das bessere Abschneiden kleinerer Akquisitionen bzw. Fusionen kommt ebenfalls in einer großen Studie britischer Fusionsfälle zum Ausdruck.<sup>224</sup> Es drängt sich angesichts dieser Ergebnisse allerdings auch der Eindruck auf, daß kleinere Übernahmen im Zweifelsfall einfach weniger „Schaden“ beim i.a. wesentlich größeren Übernehmer anrichten können. Der Bias zu erfolgreichen Fusionen

---

<sup>222</sup> Insbesondere bei der Betrachtung klar abgegrenzter Einzelfälle wie in der vorliegenden Arbeit, kann mit einer ansonsten als erfolgreich bezeichneten Rücklaufquote von bspw. 20 % nicht vernünftig gearbeitet werden.

<sup>223</sup> Vgl. Kleinert, Jörn, und Henning Klodt, *Megafusionen: Trends, Ursachen und Implikationen*, Tübingen 2000, S. 65 ff.

<sup>224</sup> Vgl. Ingham, Hilary, Ingvild Kran, und Andre Lovestam, *Mergers and Profitability: A Managerial Success Story ?*, in: *Journal of Management Studies* 29 (1992), S. 195 ff.

durch das Instrument der Befragung wurde von den Autoren zumindest als unvermeidlich anerkannt. Zusätzlich wurde ein überdurchschnittlicher Anteil kleinerer Akquisitionsziele - deren Umsatzanteil im Durchschnitt 16 % betrug - eingeräumt, so daß die Ergebnisse für die Beurteilung von Megafusionen nicht hinreichend sind. Bei der Befragung stellte sich heraus, daß eine erhöhte Profitabilität als Motiv und daraus sich ergebende Kennzahlen wie beispielsweise die Kapitalrentabilität im Fokus des Managements stand. Die Auswirkungen auf den Aktienkurs spielten dagegen bei der Fusionsentscheidung so gut wie keine Rolle. Je nach Fristigkeit, hielten kurzfristig 77 % ihre Akquisition für einen Erfolg und langfristig 68 %. Aufgrund der angewandten Methode der Befragung ist - wie die Autoren selber zugestehen - die erhöhte Teilnahme von Managern mit erfolgreich abgeschlossenen Fusionen für ein insgesamt eher positives Ergebnis verantwortlich. Die zum Vergleich herangezogenen Untersuchungsergebnisse können als typisch und repräsentativ für eine Vielzahl weiterer Untersuchungen angesehen werden.<sup>225</sup>

---

<sup>225</sup> Vgl. den Nachweis weiterer Untersuchungen bei Jansen, Stephan, *Mergers & Acquisitions*, Wiesbaden 2000, S. 225.



## 4. Erfolgskriterien für Fusionen

Nachdem im dritten Kapitel der Erfolg von Fusionen untersucht worden ist, stellt sich im Weiteren die Frage, welche Kriterien jeweils für den (Miß)-Erfolg verantwortlich gewesen sind. Dabei liegt der Schwerpunkt eher auf der Bedeutung für den Erfolg eines Zusammenschlusses und den damit zusammenhängenden Schwierigkeiten der eingesetzten Instrumente als auf der ausführlichen Darstellung beispielsweise der angewendeten Bewertungsmethoden. Das Ordnungskriterium bildete dabei der zeitliche Ablauf für den Zusammenschluß, der sich grob in eine Pre und eine Post Merger Phase unterscheiden läßt. In der Pre Merger Phase stehen folgende Fragen im Mittelpunkt: Soll überhaupt eine Strategie externen Unternehmenswachstums verfolgt werden und wenn ja - mit welchem Fusionspartner. Nach der Fusionsankündigung stellt sich die Frage einer angemessenen Kommunikationsstrategie sowie der Geschwindigkeit, mit der Integrationsmaßnahmen umgesetzt werden. Anschließend soll erörtert werden, ob die Bindungsintensität einen Einfluß auf den Erfolg eines Unternehmenszusammenschluß hat. Im letzten Abschnitt dieses Kapitels werden die ermittelten Erfolgskriterien im Hinblick auf ihre Relevanz bezüglich der in dieser Arbeit untersuchten Fälle analysiert.

Die dabei in den Vordergrund gerückten Kriterien beanspruchen dabei keinerlei Anspruch auf Allgemeingültigkeit bzw. Vollständigkeit.<sup>1</sup> Einen Königsweg bzw. eine Blaupause, wie ein Unternehmenszusammenschluß generell erfolgreich gestaltet werden kann, erweist sich ohnehin schnell als Illusion.

### 4.1. Pre Merger Phase

#### 4.1.1. Erfolgskriterium Strategie: Konzentration auf die Kernkompetenzen und Maximierung des Shareholder Value als Leitbild der modernen Unternehmensstrategie

Die alles bestimmende externe Wachstumsstrategie der 80er Jahre diene der (Risiko-) Diversifizierung. Eine Diversifizierungsstrategie verträgt sich mit dem angestrebten Risikoausgleich eher mit durchschnittlichen aber sicheren Ertragsströmen, was daher nicht einer Maximierung des Shareholder Value als strategisches Ziel genügt.<sup>2</sup> Die Wertmaximierung für den Kapitalgeber bzw. den An-

<sup>1</sup> Rechtliche Fragestellungen beispielsweise werden beispielsweise weitgehend ausgeblendet. Für eine vertiefte rechtliche Analyse empfehlen sich Picot, Gerhard, Unternehmenskauf und Restrukturierung – Handbuch zum Wirtschaftsrecht, Stuttgart 1998, S. 1 ff., und Angersbach, Carsten J., Due Diligence beim Unternehmenskauf, Baden-Baden 2002, S. 1 ff.

<sup>2</sup> Vgl. Copeland, Tom, Tim Koller und Jack Murrin, Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 3rd edition, New York 2000.

teilseigner eines Unternehmens wurde Ende der 80er bzw. Anfang der 90er Jahre zunehmend in den Vordergrund gerückt<sup>3</sup> mit der Folge, daß Konzernteile mit relativ schwachem Ergebnisbeitrag, die häufig nicht unmittelbar dem ursprünglichen Leistungsangebot zurechenbar waren, abgestoßen und das Kerngeschäft durch Akquisitionen ausgebaut wurden. Der dabei erzielte Verkaufserlös erleichterte die Finanzierung von Übernahmen erheblich.

Die Diversifizierungsstrategie sah eine Unternehmensstruktur streng getrennter, so genannter strategischer Geschäftseinheiten vor. Jede Geschäftseinheit verfolgte voneinander unabhängige, strategische Ziele. Dieses Vorgehen behinderte allerdings nicht nur die Weiterentwicklung von Kernkompetenzen über die Grenzen der Geschäftseinheiten hinaus, sondern diese drohten sogar aufgrund von Unterinvestition, mit der Zeit verloren zu gehen. Nicht zuletzt durch das offensichtliche Scheitern der Diversifizierungsstrategie<sup>4</sup> wurde nach einem neuen strategischen Leitbild gesucht, welche in den 90er Jahren mit der grundlegenden strategischen Kehrtwende zu den in den Vordergrund gerückten Kernkompetenzen eines Unternehmens auch gefunden wurde. Die Kernkompetenzen eines Unternehmens dienen dabei als Basis bzw. Wurzel eines Unternehmens, woraus Kernprodukte abgeleitet werden, die wiederum die Kernmärkte eines Unternehmens definieren.<sup>5</sup> Für die Identifizierung von Kernkompetenzen bedarf es einer Vernetzung der Geschäftseinheiten, da die Kompetenzen einer Geschäftseinheit nicht selten auch gewinnbringend in anderen Geschäftseinheiten eingesetzt werden können.<sup>6</sup> Denn nur aus Produkten, die mit spezifischen Kernkompetenzen ausgestattet bzw. hergestellt worden sind, kann ein signifikanter, schwer imitierbarer Kundennutzen erwachsen. Erfolgsvoraussetzung einer solchen Strategie ist aber, daß der Wille zur Zusammenarbeit der bisher getrennten Geschäftseinheiten vorhanden ist. Da es bereits innerhalb eines Unternehmens enorme Widerstände zu überwinden gilt, sollten die weitaus massiver auftretenden Schwierigkeiten der Integration eines übernommenen Unternehmens nicht unterschätzt werden.

Mit der Shareholder Value-Maximierung wurden allerdings die Interessen nur einer Anspruchsgruppe in den Vordergrund gestellt. Die übrigen Anspruchsgruppen, insbesondere die Mitarbeiter, die zur Realisierung von Wachstumssyn-

---

<sup>3</sup> Vgl. Rappaport, Alfred, *Shareholder Value - The New Standard for Business Performance*, New York 1986, und Copeland, Tom, Koller, Tim und Jack Murrin, op. cit.

<sup>4</sup> Als repräsentatives Beispiel kann Edzard Reuters Idee eines Technologiekonzerns gelten.

<sup>5</sup> Vgl. Prahalad, C.K., und Gary Hamel, *The Core Competence of the Corporation*, in: *Harvard Business Review* (1990), S 81 f.

<sup>6</sup> Stellvertretend für mehrere Beispiele sei der Fall NEC genannt, ein Unternehmen, das es bewerkstelligt hat, seine Kernkompetenzen bei Computern und im Bereich der Telekommunikation zu bündeln und damit die in den 80er Jahren bereits absehbare Konvergenz dieser Märkte, bzw. den daraus resultierenden neuen Markt, mit neuen Kernprodukten zu besetzen. Vgl. Prahalad, C.K., und Gary Hamel, op. cit., S. 80.

ergien unerlässlich sind, werden eher als zweitrangig - da austauschbar - angesehen.

Die notwendige langfristige Strategie der Fokussierung auf Kernkompetenzen kann allerdings in einen Zielkonflikt zur meist kurzfristigen Shareholder Value-Maximierung geraten, falls die ermittelten Kernkompetenzen erst noch in Kernprodukte überführt werden müssen und daher in einer mehr oder weniger langen Frist ihre Kapitalkosten nicht erwirtschaften. Der folgenden Aussage von Jansen ist deshalb zuzustimmen: „Dennoch ist auch hier wieder eine deutliche Inkompatibilität der strategischen Konzepte der Core Competencies, des Portfoliomanagements und des Shareholder Value zu vermuten. Genau dies wird aber in der Praxis häufig unbeachtet gelassen, und so steht weiterhin zu vermuten, daß viele der Begriffe zu Worthülsen einer Ex-Post-Rationalisierung unspezifischer Unternehmensstrategien verkommen.“<sup>7</sup>

Ein weiteres Problem bei dem strategischen Konzept der Kernkompetenzen liegt darin begründet, daß häufig die überwiegende Anzahl der Unternehmen einer Branche - insbesondere der hier untersuchten Branchen Automobil, Pharma, Telekommunikation - der selben Strategie folgen. Daraus erwächst die Gefahr, daß die einzigartige Kombination von Kernkompetenzen verloren geht, die einen dauerhaften Wettbewerbsvorsprung erbringen soll. In den meisten Branchen gelten allerdings ähnliche Kernkompetenzen als erfolgsversprechend. Daher läßt sich mit dieser Strategie im Zeitablauf kein Wettbewerbsvorsprung mehr realisieren. Als Beispiele seien die Fokussierung der Pharmaindustrie auf verschreibungspflichtige Medikamente sowie der Ausbau des Investment Banking in der Bankenbranche genannt.

Die Vielfalt der strategischen Ausgangspositionen in den verschiedenen Branchen erfordert, wie bereits im zweiten Kapitel deutlich wurde, eine mindestens genau so große Vielzahl von strategischen Antworten. Die Idee, nur einer strategischen Grundausrichtung zu folgen: Kernkompetenzen in Verbindung mit Shareholder Value-Maximierung, widerspricht damit diametral dem Stand der industrieökonomischen Forschung.<sup>8</sup>

Die von Prahalad und Hamel aufgeführten Positivbeispiele, die der Strategie der Kernkompetenzen gefolgt sind, wie beispielsweise Canon, Honda und NEC, resultierten alle eher aus organischem, also internem Wachstum.<sup>9</sup> Besonders der dafür notwendige lange Atem spricht gegen die Annahme, daß Kernkompetenzen schlichtweg per Übernahme kurzfristig adaptiert werden können.

---

<sup>7</sup> Jansen, Stephan, *Mergers & Acquisitions*, 3. Aufl., Wiesbaden 2000, S. 93.

<sup>8</sup> Beispielsweise ergeben sich durch eine Änderung der im Vordergrund stehenden Wettbewerbsparameter des Mengen- und Preiswettbewerbs (Cournot versus Bertrand) – selbst bei ansonsten identischen Firmen – sehr unterschiedliche beste Antworten.

<sup>9</sup> Vgl. Prahalad, C.K., und Gary Hamel, *op. cit.*, S. 79 ff.

#### **4.1.2. Erfolgskriterium Asymmetrische Information: Problemerkennung im Zielunternehmen (Due-Diligence)**

Kern des Problems bei der Auswahl eines adäquaten Fusionspartners ist die Informationsasymmetrie betreffend der wirtschaftlichen Situation des zu erwerbenden Unternehmens. Das verkaufende Unternehmen bzw. der Fusionspartner hat einen Anreiz, sich im Interesse eines hohen Verkaufspreises oder alternativ bei einem Aktientausch durch eine möglichst hohe Beteiligung am neuen Unternehmen in einem besonders günstigen Licht darzustellen. Das Zielunternehmen verfügt über die besseren Informationen bezüglich des eigenen Unternehmens. Es hängt dann vom Verhandlungsgeschick des Unternehmenskäufers ab, sich entscheidungs- und bewertungsrelevante Daten zu verschaffen. Selbst bei freundlichen Übernahmeversuchen möchte sich das Management des Verkäuferunternehmens aufgrund der eigenen Karrierechancen, Prestige, zukünftiges Einkommen etc., positiv darstellen und die „Leichen möglichst im Keller lassen“, sofern daraus in Zukunft keine Gewährleistungsansprüche erwachsen. So wurde in einer empirischen Untersuchung festgestellt, daß Spartendeckungsbeitrags- und -ergebnisrechnungen vom Käufer zwar als besonders wichtig angesehen werden, aber in großer Anzahl von Verkäufern trotz Anfrage nicht zur Verfügung gestellt werden.<sup>10</sup> Die Ergebnisqualität der Unternehmensprüfung hängt aber maßgeblich von der Qualität der zur Verfügung stehenden Informationen ab. Die vorherrschenden Informationsasymmetrien jedenfalls sind mutmaßlich für die häufig zu generös gewährten Übernahmeprämien mitverantwortlich. Daher überrascht das in vielen Studien auftretende Ergebnis nicht, daß bei einer Übernahme meist nur die Aktionäre des übernommenen Unternehmens profitieren, während die Anteilseigner des übernehmenden Unternehmens meist keine Wertsteigerung erzielen.

Es handelt sich beim Unternehmenskauf um eine ähnliche Konstellation wie bei der Situation im bilateralen Monopol bei spezifischen Transaktionen. Es besteht die Möglichkeit des sogenannten Hold-Up, d.h., der besser informierte Verkäufer kann das nicht vollständig vertraglich zu fassende Risiko zu seinem Vorteil ausnutzen (opportunistisches Verhalten) und sich daher weitgehend die Rente des Geschäfts aneignen.<sup>11</sup>

Aber selbst bei einem wohlmeinenden Verkäufer eines Unternehmens besteht aus dessen Sicht die Gefahr, vorschnell sensible Informationen an Wettbewerber auszuhändigen; was einerseits zu einer Kaufpreisreduzierung und andererseits zum Abbruch der Verhandlungen führen kann. Kommt es zu einem Abbruch der

---

<sup>10</sup> Vgl. Berens, Wolfgang, und Joachim Strauch, *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen – eine empirische Untersuchung*, Frankfurt am Main 2002, S. 79 ff.

<sup>11</sup> Vgl., Williamson, Oliver E., *The economic institutions of capitalism - Firms, markets, relational contracting*, New York 1985, S. 47 f.

Verhandlungen oder lag ohnehin kein seriöses Interesse an einer Übernahme vor, besitzt zukünftig ein Konkurrent sensible Daten über das eigene Unternehmen, welche er zu seinem Vorteil auswerten kann.

Das zentrale Instrument zur Beschaffung, Aufbereitung und Analyse von internen Unternehmensinformationen bildet die aus dem amerikanischen Kapitalmarktrecht stammende Due Diligence (Unternehmensprüfung). Ursprünglich wurde die Due Diligence in den USA eingesetzt, um im Rahmen der Prospektprüfung bei Wertpapieremissionen Informations- und Schutzbedürfnissen von Anlegern gerecht zu werden.<sup>12</sup> Inzwischen wird das Instrumentarium der Due Diligence bei Unternehmenskäufen oder Fusionen vermehrt auch in Europa eingesetzt. Die Ziele der Due Diligence beim Unternehmenskauf wurden ebenfalls in der bereits oben erwähnten empirischen Untersuchung von Berens und Strauch ermittelt.<sup>13</sup> Ein Abbau der Informationsasymmetrie bzw. eine Identifizierung und Beurteilung von Risiken steht dabei mit 44,6 % der Nennungen in einem Fragebogen im Vordergrund. Als weitere Ziele wurden die Kaufpreisermittlung sowie eine Analyse des Unternehmens genannt. Durch eine Analyse werden demgemäß häufig Schwachstellen aufgedeckt, die zu einer Absenkung des Kaufpreises oder zu einem Abbruch der Akquisition (Deal Breaker) führen können. Das Zielunternehmen wird allerdings interne Informationen erst nach der Kontaktaufnahme und ersten freiwilligen Verhandlungen sowie einer Vertraulichkeitsvereinbarung zur Verfügung stellen. Bei feindlichen Übernahmen erfolgt das Übernahmeangebot somit als Blindkauf bzw. der Käufer kauft buchstäblich die Katze im Sack, was in vielen Fällen überhöhte Übernahmeprämien zur Folge hat.

Die Due Diligence stützt sich bei feindlichen Übernahmen lediglich auf extern verfügbare Unternehmensinformationen. Weder hat der ungewollte Verkäufer ein Interesse, vertrauliche Informationen offenzulegen, noch kann er – zumindest wenn es sich um eine Aktiengesellschaft handelt – aus rechtlichen Gründen zur Herausgabe von internen Unternehmensinformationen gezwungen werden.<sup>14</sup> Untermauert wird diese These durch die Untersuchung von Berens/Strauch, wonach der Kaufpreis sich im Zuge der Due Diligence in 67,4 % der Fälle mehr oder weniger stark verringerte.<sup>15</sup>

Die Umsetzung der Unternehmensprüfung verfolgt im ersten Schritt den Zweck, Informationslücken zu schließen. Dazu dienen Checklisten, in denen die einzel-

<sup>12</sup> Vgl. Berens, Wolfgang, und Joachim Strauch, Herkunft und Begriff des Due Diligence, in: Berens, Wolfgang, Hans U. Brauner und Joachim Strauch, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Aufl., Stuttgart 2002, S. 6 f.

<sup>13</sup> Vgl. Berens, Wolfgang, und Joachim Strauch, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen – eine empirische Untersuchung, Frankfurt am Main 2002, S. 52 f.

<sup>14</sup> Vgl. Angersbach, Carsten J., Due Diligence beim Unternehmenskauf, Baden-Baden 2002, S. 123 ff.

<sup>15</sup> Vgl. Berens, Wolfgang, und Joachim Strauch, op.cit., S. 90 f.



nen Positionen auf ihre Bedeutsamkeit überprüft und anschließend den Bearbeitern kommuniziert werden.<sup>16</sup> Weitere Instrumente, die eher bereits zur Unternehmensbewertung gezählt werden können, sind Planungs- und Bewertungsprogramme sowie Analysetechniken. Als besonders bedeutsame Informationsquellen stehen Gespräche mit Mitarbeitern sowie Betriebsbesichtigungen und Managementpräsentationen im Vordergrund. Die erwarteten Merkmalsausprägungen als Zielvorgaben müssen danach in einem Soll-Ist-Vergleich mit den tatsächlich im Zielunternehmen vorhandenen Ausprägungen abgeglichen werden. Auftretende Abweichungen bzw. Schwachstellen und Risiken müssen auf ihre Relevanz für den Kaufpreis untersucht und bewertet werden. Die dabei erarbeiteten Daten dienen im weiteren als Basis für eine angestrebte Aggregation zu einem Unternehmenswert. Aus etwaigen Abweichungen – die im Zuge der Due Diligence aufgedeckt werden – lassen sich auch erste Maßnahmen für die Post-Merger-Phase der Integration ableiten.

Hinsichtlich der Aufgaben der Due Diligence lassen sich verschiedene Teilgebiete unterscheiden, die meist nach funktionalen Bereichen untergliedert werden. Das am häufigsten eingesetzte Teilreview ist die Financial and Tax Due Diligence gefolgt von der Legal und Strategy & Market Due Diligence. Weit weniger häufig durchgeführt werden eine Human Resources, Organisation, Production/Technical sowie eine Environmental Due Diligence.<sup>17</sup> Welche Prüfungsgebiete zur Anwendung kommen, muß von Fall zu Fall geprüft werden; so wird beispielsweise eine Environmental Due Diligence bei Dienstleistungsunternehmen i.d.R. eine geringere Rolle spielen.

Die am häufigsten eingesetzte Financial and Tax Due Diligence hat die schwierige Aufgabe, aus den vergangenheitsorientierten – extern erhältlichen Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen der vorangegangenen Jahre – auf die zukünftigen Erträge des Zielunternehmens zu schließen. Für die Erstellung der Planwerte ist das übernehmende Unternehmen darauf angewiesen, daß ihm ausreichend Informationen aus dem internen Rechnungswesen zur Verfügung gestellt werden. Insbesondere sensible Daten zu Spartendeckungsbeitrags- und -ergebnisrechnungen sind für eine fundierte Planung erforderlich, die allerdings – wie oben bereits angesprochen – häufig nicht zur Verfügung gestellt werden. Die Kenntnis der Anwendung und der Dauerhaftigkeit von Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätzen sowie eventueller Verstöße dagegen beugt ebenfalls negativen Überraschungen vor.<sup>18</sup>

---

<sup>16</sup> Vgl. Berens, Wolfgang, Walter Schmitting und Joachim Strauch, Funktionen, Terminierung und rechtliche Einordnung der Due Diligence, in: Berens, Wolfgang, Hans U. Brauner und Joachim Strauch, op. cit., S. 79 ff.

<sup>17</sup> Vgl. Berens, Wolfgang, und Joachim Strauch, op.cit., S. 62 f.

<sup>18</sup> Vgl. Pack, Heinrich, Due Diligence, in: Picot, Gerhard (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration, 2. Aufl., Stuttgart 2002, S. 278.



Die Strategy & Market Due Diligence verläßt etwas die Unternehmensperspektive und beschäftigt sich mit der Analyse der Wettbewerbsposition des Zielunternehmens im Markt und prognostiziert die zukünftige Marktentwicklung der Branche. Für die Bestimmung der Wettbewerbsposition müssen die kritischen Aktionsparameter im jeweiligen Markt und daraus abgeleitet die Wettbewerbsstärken und -schwächen des Zielunternehmens ermittelt werden. Die eher strategischen Ziele dieses Prüfungsabschnitts beinhalten die Aufdeckung von Synergie- und Kostensenkungspotentialen.<sup>19</sup> Insofern ist die Strategy and Market Due Diligence in wesentlichen Teilen zukunftsgerichtet und damit äußerst risikobehaftet, da subjektiven Einschätzungen unterworfen.<sup>20</sup>

Die Beherrschung der wirtschaftsrechtlichen Folgen eines Unternehmenszusammenschlusses erschließt sich aus der wörtlichen Übersetzung des Begriffs Due Diligence, der eine „sorgsame Erfüllung“ bzw. „im Verkehr erforderliche Sorgfalt“ beim Unternehmenskauf nahe legt. Eine Prüfung des Übernahmekandidaten ist demnach erforderlich, um die gesetzlichen Vorschriften zum Kauf und der nachfolgenden Gewährleistung zu erfüllen. Von Belang sind die gesellschaftsrechtlichen, vermögensrechtlichen und vertragsrechtlichen Strukturen des Zielunternehmens. Die Ergebnisse der Legal Due Diligence bilden dabei die Grundlage zur Formulierung oder Modifikation eines Garantiekatalogs und dienen dem Management des Käuferunternehmens sowie den beauftragten Beratern und Wirtschaftsprüfern als Dokumentation und somit Entlastungsbeweis für mögliche Rechtsstreitigkeiten.<sup>21</sup>

Die häufig schnell zu treffenden Akquisitionsentscheidungen kollidieren i.d.R. mit dem Ziel einer sorgfältigen Due Diligence, so daß oft alternativ eine Post-Acquisition Überprüfung vollzogen wird. Der Unternehmenskaufvertrag kann zwar eine Reduzierung des Kaufpreises oder gar den Rücktritt vom Vertrag offenlassen,<sup>22</sup> damit hiervon aber Gebrauch gemacht wird, müssen die Abweichungen vom Unternehmenskaufvertrag gravierend und belegbar sein.<sup>23</sup>

---

<sup>19</sup> Vgl. Sebastian, Karl-Heinz, Ralph Niederdrenk und Andreas Tesch, Market Due Diligence: Bewertung von Unternehmen aus Sicht des Marktes, in: M&A Review (1998), S. 207 ff.

<sup>20</sup> Im Fall DaimlerChrysler wurden sowohl die Wettbewerbsposition als auch die zukünftige Marktentwicklung des neuen Konzernteils Chrysler unzutreffend eingeschätzt. Die Übernahme erfolgte erstens auf dem absoluten Höhepunkt der Automobilkonjunktur in den USA und zweitens fiel bei Chrysler der Rückgang der Absatzzahlen überproportional aus.

<sup>21</sup> Vgl. Berens, Wolfgang, Walter Schmitting und Joachim Strauch, op. cit., S. 104 ff.

<sup>22</sup> Vgl. Picot, Gerhard, Due Diligence und privatrechtliches Haftungssystem, in: Berens, Wolfgang, Hans U. Brauner, und Joachim Strauch, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Stuttgart 2002, S 241 ff.

<sup>23</sup> Auf eine Erläuterung der weniger gebräuchlichen Teilbereiche der Due Diligence wird aus Platzgründen verzichtet. Für eine Lektüre empfehlen sich für die Bereiche Human Resources sowie Environmental Due Diligence die Beiträge von Aldering, Christoph, und Christina Frein von Hutten, Due Diligence und Human Resources, in: Berens, Wolfgang, Hans U.

#### 4.1.3. Erfolgskriterium Entscheidung unter Unsicherheit: Unternehmensbewertung und daraus abgeleiteter Kauf- (Übernahme-) preis bzw. Anteilsverhältnis

Die zentrale Aufgabe der Unternehmensbewertung im Zusammenhang mit Akquisitionen bzw. Fusionen ist die Unterstützung bei der Ermittlung eines angemessenen Kaufpreises. Ähnlich wie bei der Unternehmensprüfung hängt die Qualität der Unternehmensbewertung maßgeblich von der Qualität der vom Zielunternehmen zur Verfügung gestellten Informationen ab. Stehen dem Käufer nur externe Informationen zur Verfügung, ist lediglich eine grobe Bewertung mit Hilfe eines vergleichsorientierten Verfahrens möglich. Eine analytisch fundierte Bewertung ist auf verlässliche und umfangreiche Unternehmensinformationen angewiesen.<sup>24</sup> Ein Dilemma besteht darin, daß interne Informationen häufig erst nach dem Kaufpreisangebot offen gelegt werden und der Unternehmenswert meist zu einem Zeitpunkt konkretisiert werden muß, in dem noch keine Informationsbasis für eine analytische Bewertung vorliegt. Für diese Annahme spricht, daß viele Zusammenschlüsse bis zur Bekanntgabe geheim gehalten werden, um Marktreaktionen bzw. Unsicherheiten zu verhindern, was allerdings einer umfassenden Informationsaufbereitung zur Bestimmung eines angemessenen Unternehmenswertes zuwiderläuft. Konflikte bei unzureichenden Bewertungen und einem nachträglichen Absenken des Kaufpreises belasten wiederum die nachfolgende Integration der Unternehmen schwer. Wird der Kaufpreis aber zu niedrig angesetzt bzw. als unfair wahrgenommen, sinkt die Bereitschaft zur Informationsbereitstellung beim Verkäuferunternehmen.<sup>25</sup> Beide Argumente lassen den Schluß zu, daß eine einmal beschlossene Transaktion eine Eigendynamik entfaltet, die i.d.R. nicht mehr aufzuhalten sein wird, und im Sinne einer Konfliktminimierung zu hohe Kaufpreise vom Käuferunternehmen häufig akzeptiert werden.<sup>26</sup>

Die Unternehmensbewertung verwendet Planungsrechnungen, deren Plausibilität und Konsistenz anhand eines Vergleichs mit bereinigten Vergangenheitsdaten des Unternehmens überprüft werden können. Die Due Diligence liefert somit als Vorstufe die vergangenheitsorientierten Daten als Basis für ein standardisiertes Bewertungsmodell. Der dabei ermittelte Unternehmenswert dient dem Ver-

---

Brauner, und Joachim Strauch, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Stuttgart 2002, S. 409 ff. sowie Turiaux, André, und Dagmar Knigge, Umweltrisiken bei M&A-Transaktionen, in: Betriebs-Berater 54 (1999), S. 913 ff.

<sup>24</sup> Vgl. Klein, Klaus-Günter, und Martin Jonas, Due Diligence und Unternehmensbewertung, in: Berens, Wolfgang, Hans U. Brauner und Joachim Strauch, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Stuttgart 2002, S. 175.

<sup>25</sup> Vgl. Klein, Klaus-Günter, und Martin Jonas, op. cit., S. 189 f.

<sup>26</sup> Ein weiteres Argument, welches den empirischen Befund bestätigt, daß meistens nur die Aktionäre des Zielunternehmens von einer Fusion bzw. Akquisition profitieren.

käufer als oberer Grenzpreis und als Basis für die Argumentation bei den Vertragsverhandlungen. Im Zentrum der Verhandlungen steht die Verteilung der Synergieeffekte auf den Käufer bzw. Verkäufer. Während der Verkäufer sich den Großteil der zu erzielenden Synergien im Rahmen der Übernahmeprämie anzueignen versucht, hat der Käufer das Ziel, möglichst nicht alle geplanten Synergien offenzulegen und den Kaufpreis durch Risikoabschläge zu drücken.<sup>27</sup> Die Gefahr für den Käufer ist allerdings nicht unerheblich, daß er die Höhe der erzielbaren Synergieeffekte überschätzt. Damit zusammenhängend kann die These der Selbstüberschätzung (Hybris-Hypothese) des Managements sich in einem zu hohen Kaufpreis widerspiegeln.

In der überwiegenden Anzahl von Zusammenschlußfällen erfolgt die Unternehmensbewertung erst nach dem Due Diligence-Prozeß. Der Nutzwert der Due Diligence hängt dabei sehr stark von der gewählten Methode der Unternehmensbewertung ab. Der Substanzwert ist dabei am engsten mit der Financial Due Diligence verbunden, da im Rahmen dieses Verfahrens die Buchwerte mit ihren Wiederbeschaffungswerten angesetzt werden und in der Summe die betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände den Substanzwert ergeben.<sup>28</sup> Die mehr auf zukünftigen Planwerten basierenden Verfahren des Ertragswerts bzw. des Discounted Cash Flows greifen zusätzlich auf Daten bzw. den Input des Financial und des Strategy & Market Due Diligence zurück.<sup>29</sup>

Die überwiegend vergangenheitsbezogenen Daten der Unternehmensprüfung sind zwar aufschlußreich; für den Unternehmenskäufer und dessen Interesse an zukünftigen Erträgen allerdings ungenügend. Daher dient als Erkenntnisziel der Unternehmensbewertung die Ermittlung zukünftiger ausschüttbarer finanzieller Überschüsse des Unternehmens. Damit rücken die Interessen der Kapitalgeber (einseitig) – ganz im Sinne der Shareholder Value-Maxime – in den Vordergrund. Die Investitionstheorie dient dabei als Vorlage zur Berechnung der Überschüsse, wonach der Unternehmenswert dem Ertrags- bzw. Barwert (Grenzpreis) aller zukünftigen Zahlungsströme an den Investor entspricht. Der so ermittelte Grenzpreis gilt simultan als absoluter Höchstpreis beim Kauf bzw. der Übernahme eines Unternehmens und jener muß höher sein als der Grenzpreis des Verkäufers, der als Preisuntergrenze fungiert. Der Unternehmenswert ist somit der Entscheidungswert eines Käuferunternehmens, der - abhängig von der Risikoneigung sowie den individuellen Finanzierungsmöglichkeiten und den

<sup>27</sup> Vgl. Picot, Gerhard, und Stephan Jansen, *Moderne Bewertungsverfahren von Unternehmen*, in: 12-teilige Serie im Handelsblatt: Mergers & Acquisitions optimal managen, 16./17.04.1999, S. K4.

<sup>28</sup> Auf die weitere Darstellung der Einzelwertmethoden, die der Ermittlung des Substanz- bzw. des Liquidationswertes dienen, soll verzichtet werden, da diese Verfahren zur Unternehmensbewertung mit dem Ziel einer Übernahme bzw. Fusion nicht geeignet sind bzw. nicht verwendet werden.

<sup>29</sup> Vgl. Pack, Heinrich, op.cit., S. 295 ff.

strategischen Zielsetzungen eines jeden Unternehmens - einen unterschiedlichen und damit subjektiven Wert annimmt.<sup>30</sup>

In Deutschland wird zur Berechnung des Unternehmenswerts bislang überwiegend die Ertragswertmethode eingesetzt, da sie vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) als Standard S1 empfohlen wird, während im angelsächsischen Raum den sogenannten Discounted Cash Flow-Methoden der Vorzug gegeben wird. Mit dem zunehmenden angelsächsischen Einfluß via Investmentbanken und Unternehmensberatungen haben die Discounted Cash Flow-Verfahren in den letzten Jahren auch in Deutschland deutlich an Bedeutung gewonnen. Sie leiten sich unmittelbar aus dem Shareholder Value-Ansatz ab, da Maßgrößen des Rechnungswesens – wie Gewinn pro Aktie – zur Beurteilung des ökonomischen Erfolgs nicht (mehr) geeignet erscheinen.

Basis der ertragswertorientierten Methode der Unternehmensbewertung ist die Ermittlung zukünftig finanzieller Ertragsüberschüsse, die an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Das Unternehmen soll also nicht physisch reproduziert, sondern die zukünftig zu erwartenden Erträge und Aufwendungen prognostiziert werden. Der Ansatz der Ertragswertmethode erfordert zur Bestimmung eines subjektiven Entscheidungswerts die Berücksichtigung von Faktoren, die Einfluß auf die Nettoausschüttungen einer Periode nehmen können und damit den Unterschied zwischen einer objektiven Unternehmensbewertung (wie es steht und liegt) und einer subjektiven Bewertung begründen. Dazu zählen,

- Maßnahmen des Käufers, beispielsweise Investitionen aufgrund einer Strategieänderung, die zukünftig Einfluß auf den Unternehmenswert ausüben,
- Synergien, die mit dem Unternehmenskauf realisiert werden sollen,
- zukünftige Kapitalstruktur und Ausschüttungspolitik,
- Veränderungen des Managements durch beispielsweise Fluktuation,
- Auswirkungen auf die Steuerbelastung des zukünftigen Anteilseigners.

Die analytische Bewertung basiert auf einer Planrechnung, die zur Bestimmung des Ertragswerts Referenzwerte ermittelt, die aus Ist-Werten oder einer Kombination aus Ist- und Planergebnissen resultiert. Die Qualität und - damit zusammenhängend - die Planungskompetenz der bisherigen Planrechnungen kann anhand der historischen Planwerte, verglichen mit den heutigen Ist-Ergebnissen, überprüft werden.<sup>31</sup>

Die zukünftigen Erträge sind dabei mehr oder weniger unsicher, so daß ein risikoaverser Investor dieses Risiko entweder durch Abschläge auf die Ertragsüberschüsse mittels eines Ergebnisabschlags bzw. eines Sicherheitsäquivalents oder durch einen Zuschlag auf die Basis des Kapitalisierungszinssatzes berücksichtigen wird. Die Basis bildet die Verzinsung (fast) risikoloser Staatsanleihen, die

<sup>30</sup> Vgl. Drukarczyk, Jochen, Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München 2003, S. 132.

<sup>31</sup> Vgl. Jansen, op. cit., S. 178 ff.

um einen Risikozuschlag erweitert wird, welcher der spezifischen Renditeforderung der Investoren entspricht.

Den Ertragswert (EW) erhält man somit als Barwert, d.h. unter Berücksichtigung des ermittelten Diskontfaktors  $r$  zuzüglich des bei endlicher Betrachtung zum Bewertungsstichtag abgezinsten Liquidationserlöses bei Betriebsbeendigung ( $E_L$ ) und dem Nettoveräußerungserlös der nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile ( $E_V$ ):<sup>32</sup>

$$EW = \sum_{t=0}^T \frac{E}{(1+r)^t} + \frac{E_L}{(1+r)^T} + \frac{E_V}{(1+r)}.$$

Die Ertragswertmethode wird in vielen Ländern weit zurückhaltender eingesetzt als in Deutschland. Der Grund hierfür liegt in der bilanzpolitischen Manipulierbarkeit von Erträgen durch Aktivierungs- und Bilanzierungswahlrechte zahlreicher Vermögensgegenstände im Rechnungswesen. Weiterhin erscheint eine zutreffende Prognose über den Umfang von ertragsmindernden Rückstellungen, Abschreibungen etc. und damit der zukünftigen Ausschüttungspolitik schwierig. Das operative und finanzielle Risiko eines Unternehmens und dessen Einfluß auf die Bewertung des Unternehmens werden nicht berücksichtigt, da beispielsweise fremdfinanzierte Investitionen ein höheres Insolvenzrisiko bedeuten und dieses höhere Risiko durch zusätzlichen Gewinn kompensiert werden sollte.<sup>33</sup> Zusammen mit der fehlenden Fundierung der Höhe des verwendeten Diskontfaktors steht einer willkürlichen bzw. interessengeleiteten Berechnung des Unternehmenswerts nichts im Wege.<sup>34</sup>

Nicht zuletzt aufgrund der Kritik am Ertragswertverfahren gewinnen die verschiedenen Varianten der Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF) an Fürsprechern, da sie als weniger anfällig für Manipulationen gelten. Der Unternehmenswert (UW) ergibt sich als Barwert zukünftiger Cash Flows, welche dem Saldo von Ein- und Auszahlungen entsprechen. Der Unternehmenswert ergibt sich also aus,

$$UW = \sum_{t=0}^T \frac{E(FCF_t - I_t)}{(1-r)^t}$$

$FCF_t$  = Free Cash Flow in Periode  $t$ ,

$I_t$  = Ersatzinvestitionen in Periode  $t$ ,

$r$  = Diskontfaktor bzw. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber.

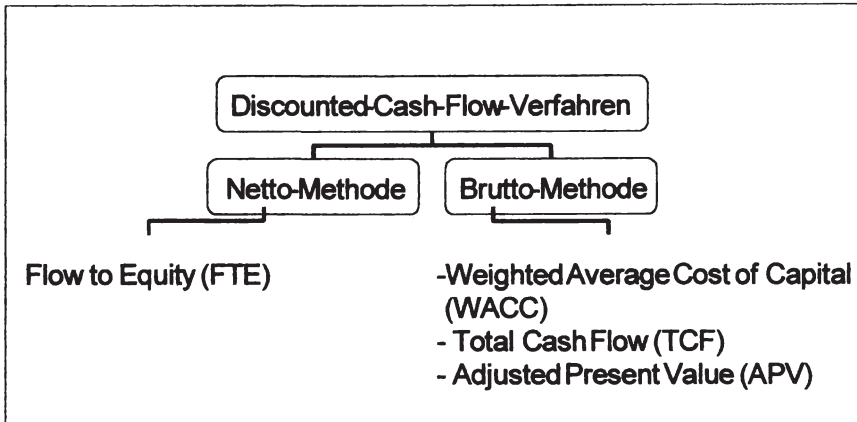
<sup>32</sup> Vgl. Vogel, Dieter H., M&A Ideal und Wirklichkeit, Wiesbaden 2002, S. 177 ff.

<sup>33</sup> Vgl. Bühner, Rolf, Das Management-Wert-Konzept, Stuttgart 1990, S. 15 ff.

<sup>34</sup> Die Ertragswertmethode wurde aufgrund der an ihr geübten Kritik in mehreren Variationen mit dem Substanzwertverfahren kombiniert. Am bekanntesten sind die Praktikerformel sowie das Stuttgarter Verfahren. Vgl. Voigt, Jörn F., Ertragswert und Substanzwert bestimmen den Kaufpreis, in: Blick durch die Wirtschaft (1988) S. 13 ff. Das Stuttgarter Verfahren ist in den Abschnitten 76-89 des Vermögenssteuerrechts geregelt.



Im Gegensatz zum Ertragswertverfahren wird bei den DCF-Verfahren der Gesamtwert eines Unternehmens ermittelt, bestehend aus der Summe der Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals. Die verschiedenen Varianten der Verfahren unterscheiden sich im wesentlichen in der Abbildung der Fremdfinanzierung.



*Abbildung 4.1: Varianten der Discounted Cash Flow-Verfahren*

Quelle: in Anlehnung an Vogel, Dieter, op. cit., S. 183.

Man unterscheidet i.a. die Brutto- von der Nettowert-Methode, wobei letztere grundsätzlich der den Eigentümern zufließenden finanziellen Überschüsse der Ertragswertmethode entspricht.

Der wesentliche Unterschied zum Ertragswertverfahren besteht in der Ausschüttung des Netto Cash Flows anstatt der Vollausschüttung der handelsrechtlichen Erträge und in der Berechnung und möglicherweise daher auch in der Höhe des Eigenkapitalkostensatzes. Die Verfahren der Brutto- bzw. Entity-Methoden rechnen die Zinsen und Kreditänderungen nicht aus dem Cash flow heraus und ermitteln daher einen Unternehmensgesamtwert, der auch das Fremdkapital umfaßt.

Den Kapitalwert der Zahlungsströme an die Eigentümer des Unternehmens erhält man schließlich durch Abzug des Fremdkapitalmarktwerts. Unter idealtypischen Bedingungen und zusätzlich konsistenter Anwendung der verschiedenen Modelle, die aber in der Realität kaum vorzufinden sind, resultiert bei allen Methoden derselbe Unternehmenswert.<sup>35</sup> Die Regel ist aber, daß sich bei realtypi-

<sup>35</sup> Die Bedingungen für identische Werte sowie ein Anwendungsbeispiel zeigen, daß unter realistischen Bedingungen nicht die gleichen Werte resultieren. Vgl. Hachmeister, Dirk, Die



scher Anwendung der verschiedenen Verfahren auch unterschiedliche Grenzpreise ergeben.

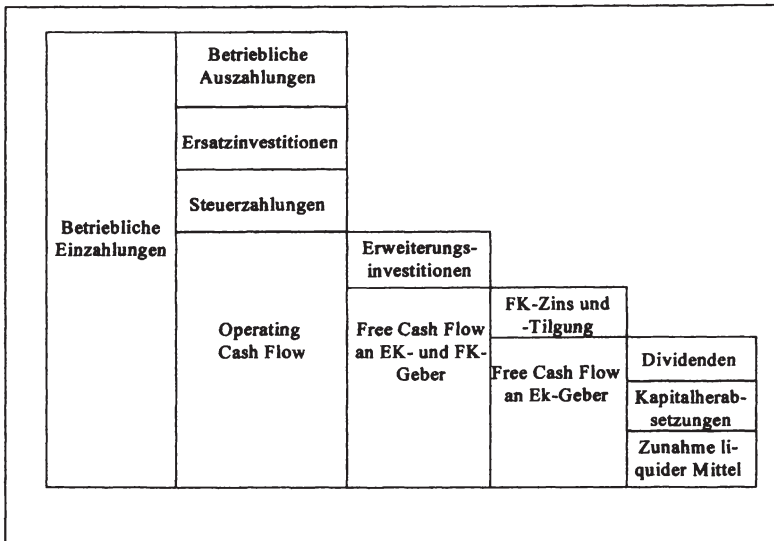


Abbildung 4.2: Cash-Flow Abgrenzungen

Quelle: in Anlehnung an: Bühner, Rolf, Der Shareholder-Value-Report, Landsberg am Lech 1994, S. 15.

Die Eigenkapitalkosten setzen sich wie beim Ertragswertverfahren aus der risikolosen Verzinsung von Staatsanleihen und einem Risikozuschlag zusammen. Der Risikozuschlag wird mit Hilfe des Capital Asset Pricing Modell (CAPM) ermittelt. Entscheidend für den Anteil des systematischen Risikos ist der mit Hilfe einer linearen Regression zu ermittelnde Betafaktor.<sup>36</sup> Empirische Untersuchungen haben ergeben, daß die Renditen niedriger Betawerte meist zu nied-

Abbildung der Finanzierung im Rahmen verschiedener Discounted Cash Flow-Verfahren, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (1996), S. 251 ff.

<sup>36</sup> Der Betafaktor diene auch bei der kapitalmarktorientierten Erfolgsbewertung eines Unternehmenszusammenschlusses im Kapitel 3.5.2. als Maß für den Anteil des systematischen Risikos eines Wertpapiers. Dabei gilt  $\beta = \frac{\text{Kovarianz}(\text{Aktienrendite, Markttrendite})}{\text{Varianz}(\text{Markttrendite})}$ . Bei einem Beta-

wert von 1 schwankt der Kurs des Wertpapiers in gleichem Umfang wie der als Maßstab gewählte Index. Bei einem Wert kleiner als 1 schwankt die Aktienrendite weniger und vice versa.

rige und hohe Betawerte zu hohe Renditen ausweisen. Darüber hinaus wird ein stabiler Betawert über die Zeit unterstellt, was sich empirisch ebenfalls nicht bestätigen ließ.<sup>37</sup> Daher ist es nicht möglich, die Höhe der Eigenkapitalforderung exakt zu berechnen.

Der Marktwert für das Eigenkapital als relevanter Unternehmenswert ergibt sich nach dem WACC-Verfahren also als

$$UW = \sum_{t=1}^T \frac{E(FCF_t)}{(1 + WACC)^t} + \frac{E_L}{(1 + WACC)^T} + \frac{E_v}{(1 + WACC)^T} - FK^M,$$

wobei für die gewogenen Kapitalkosten gilt

$$WACC = r^{FK} * (1 - s) * \frac{FK}{GK} + r^{EK} * \frac{EK}{GK},$$

mit

$r^{EK}$  = Renditeforderung der Eigenkapitalgeber

$r^{FK}$  = Fremdkapitalzinssatz

$FK$  = Marktwert des Fremdkapitals

$EK$  = Marktwert des Eigenkapitals

$GK$  = Marktwert des Gesamtkapitals

$s$  = Unternehmenssteuersatz.

Die Erfassung des Steuervorteils bei der Finanzierung durch Fremdkapital (tax shield) wird im Kapitalkostensatz erfaßt. Darin liegt der einzige Unterschied zum Total Cash Flow- und dem Flow to Equity-Ansatz, die den tax shield bereits im Zahlungsstrom erfassen.

Beim Adjusted Present Value-Ansatz wird im ersten Schritt fiktiv von einem vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmen ausgegangen. Der dadurch ermittelte Gesamtwert wird im zweiten Schritt um den Effekt der Fremdfinanzierung sowie der Besteuerung korrigiert. Dieser Ansatz wird aufgrund seiner größeren Flexibilität beispielsweise bei der Modellierung des Steuervorteils und aufgrund der variabler zu gestaltenden Zielkapitalstruktur von einigen Autoren bevorzugt. Schwierigkeiten bereitet allerdings die exakte Ermittlung der Renditeforderung eines völlig eigenfinanzierten Unternehmens, weil ein solches Unternehmen in der Realität nicht beobachtet werden kann.

Da die Höhe zukünftiger Zahlungsströme unsicher, aber für den resultierenden Unternehmenswert entscheidend ist, soll auf die Bestimmung eines erwarteten Zukunftserfolgswerts näher eingegangen werden. Der Unternehmenswert unter Unsicherheit der zukünftig zu erwartenden Zahlungsströme kann im Zuge einer

<sup>37</sup> Vgl. Fama, Eugene F., und Kenneth R. French, The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: Journal of Finance (1992), S. 427 ff.

entscheidungstheoretischen Lösung durch den Erwartungswert künftiger Nettzahlungen gebildet werden, der von der Menge  $s_0$  an vorhandenen Informationen in der Periode 0 abhängt, sowie von den hiervon abhängigen Eintrittswahrscheinlichkeiten  $w_{t,i}$  des Umweltzustandes  $i$  in Periode  $t$ . Die Summe der Eintrittswahrscheinlichkeiten beträgt  $\sum_{i=1}^n w_{t,i} = 1$ . Der Unternehmenswert lautet demgemäß:

$$UW = \sum_{t=1}^T \frac{E[FCF_t | \mathcal{I}_0]}{(1+r)^t}.$$

Entscheidend für den Unternehmenswert ist also das Zuweisen von Eintrittswahrscheinlichkeiten zu alternativen Zahlungsströmen. Ein scheinbar objektives Verfahren führt zu keiner befriedigenden Lösung: weder die Verwendung relativer Häufigkeiten, abgeleitet aus vergangenen Zahlungsströmen, noch die Annahme einer Gleichverteilung sämtlicher, möglicher Umweltzustände. Die verbleibende, subjektive Zuweisung resultierend aus subjektiven Einschätzungen bzw. Bewertungen vorhandener Informationen durch den Bewertenden ist allerdings als äußerst strategiefähig und damit letztlich willkürlich anzusehen. Der „richtige“ Unternehmenswert wird zu einem interessengeleiteten Wert, der intersubjektiv nicht vergleichbar und damit auch nicht falsifizierbar wird, denn die Angemessenheit stützt sich auf die Plausibilität der unterstellten Prämissen.<sup>38</sup> Wenn dieser diskretionäre Entscheidungsspielraum entweder von einem extern mit der Unternehmensbewertung beauftragten Unternehmen oder vom Management genutzt werden kann, die jeweils einen „erfolgreichen“ Abschluß der Transaktion aus Eigeninteresse favorisieren, wird tendenziell der Ansatz zu hoher Unternehmenswerte und damit zu hoher Grenzpreise die Folge sein.<sup>39</sup> Begünstigt wird ein solcher Entscheidungsspielraum durch die Vielzahl der Bewertungsverfahren, die nicht selten zu unterschiedlichen Unternehmenswerten führen. Insbesondere der schwer nachprüfbare Ansatz von Synergien, die höhere Nettzahlungsströme ermöglichen sollen, werden häufig zu hoch angesetzt und bereits ex ante im Kaufpreis durch die Übernahmeprämie an die Aktionäre des Zielunternehmens anteilmäßig weitergegeben. Bei Nichtausschöpfung der angepeilten Kosteneinsparziele gehen die Aktionäre des übernehmenden Unternehmens daher häufig leer aus. Problematisch ist darüber hinaus, daß bei vielen Unternehmenszusammenschlüssen der Kaufpreis bzw. das Umtauschverhältnis der Aktien vor dem eigentlichen Bewertungsprozeß erfolgt und dieser dann lediglich die Funktion hat, den zuvor festgelegten Kaufpreis zu bestätigen bzw. zu

<sup>38</sup> Vgl. Prokop, Jörg, Die Bewertung zukünftiger Unternehmenserfolge, Konzepte – Möglichkeiten – Grenzen, Wiesbaden 2003, S. 71 ff.

<sup>39</sup> Die Motive des Managements, Unternehmenszusammenschlüsse zu tätigen, sowie Maßnahmen, die Interessenkongruenz zwischen Eigentümer und Management (wieder) herzustellen, wurden im Kapitel 2.4. behandelt.

rechtfertigen.<sup>40</sup> Das analytische Instrumentarium der verschiedenen Bewertungsverfahren dient somit ex post als Feigenblatt einer mehr oder minder wissenschaftlichen und damit objektiven Bestimmung des Unternehmenswertes und des daraus abgeleiteten Kaufpreises.

Ein weiterer Kritikpunkt betrifft die häufig anzutreffende stark vereinfachende Verhaltensannahme, daß Investoren sich generell risikoavers verhalten. Diese Annahme ist aber nur gültig, wenn von homogenen Investoren ausgegangen werden kann. Risikoaversität beschreibt möglicherweise lediglich das Verhalten von Kleinanlegern zutreffend. Den größeren Einfluß auf Unternehmensentscheidungen muß aber wohl den institutionellen Anlegern zugeschrieben werden,<sup>41</sup> deren Verhalten deshalb zumindest abweicht. Entweder kann es als noch risikoaverser bewertet werden, da sie im fremden Auftrag handeln, oder als risikofreudiger, da sie das Risikoverhalten des Managements beeinflussen können.

Der letztendlich ermittelte Kaufpreis wird häufig mikroökonomisch fundiert interpretiert; er ergibt sich demnach aus dem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf einem Unternehmensmarkt. Dabei sollte allerdings berücksichtigt werden, daß bei Unternehmen nicht von homogenen Gütern ausgegangen werden kann. Genau aus diesem Grunde konnte ja lediglich ein subjektiver Unternehmenswert ermittelt werden, der eben nicht für jeden Unternehmenskäufer und bei jedem Bewertungsverfahren gleich hoch ausfällt. Auch der Zeitpunkt der Akquisition kann entscheidend sein, denn bei einer Aufschwungphase auf dem Kapitalmarkt sind höhere Marktpreise zu beobachten als bei einer Baisse.

Die Discounted Cash Flow-Verfahren verwenden mit den Cash Flows als Einnahmen eine weniger manipulierbare, da bewertungsunabhängige Erfolgsgröße. Dabei wird häufig außer Acht gelassen, daß die zukünftige Höhe der Cash Flows genau so unsicher ist wie zukünftige Erträge und der Vorteil damit nur für vergangene Cash Flows gültig ist. Insbesondere beim Kapitalkostenkonzept (WACC) kommt noch ein weiterer Nachteil hinzu, da die bei der Bewertung festgelegte optimale Kapitalstruktur bzw. das Verhältnis zwischen Eigenkapital und Fremdkapital für die Zukunft als fix angesehen werden. Änderungen der Kapitalstruktur, beispielsweise aufgrund einer günstigeren Fremdkapitalfinanzierung, fließen nicht in die Unternehmensbewertung ein, sondern es wird eine

---

<sup>40</sup> Vgl. Jacob, Hans-Joachim, Diskussion zum Vortrag: Unternehmensbewertung im Wandel – Aktuelle Entwicklungen in der Unternehmensbewertung, in: Unternehmensbewertung im Wandel, Baetge, Jörg, (Hrsg.), Düsseldorf 2001, S. 75 f.

<sup>41</sup> Institutionelle Investoren nehmen zunehmend Einfluß auf die Corporate Governance-Strukturen, worunter das System der internen und externen Kontroll- und Überwachungssysteme in einem Unternehmen verstanden wird. Vgl. Schiereck, Dirk, Internationale Corporate Governance durch institutionelle Anleger, in: Internationales Fusionsmanagement: Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse, Jansen, Stephan, Gerhard Picot und Dirk Schiereck (Hrsg.), Stuttgart 2001, S. 57 ff.

am Unternehmenswert orientierte Fremdfinanzierung unterstellt.<sup>42</sup> Der Eigenkapitalanteil (i.e.S. Unternehmenswert für den Eigentümer) wird somit festgelegt - im Zuge der Bestimmung der Gesamtkapitalkosten - durch die Vorgabe einer Zielkapitalstruktur, obwohl doch der Unternehmenswert die eigentlich gesuchte Größe des Bewertungsverfahrens ist (Zirkularitätsproblem).<sup>43</sup> Gemindert werden kann dieses Problem durch eine iterative Ermittlung der Zielkapitalstruktur. Zusätzlich wird der Umfang des Fremdkapitals im gegenwärtigen Umfang abgezogen, ohne den zukünftigen Fremdkapitalbedarf (Kredite) zur Erwirtschaftung des zukünftigen Cash Flows zu berücksichtigen.

Beim Netto-Ansatz (Flow To Equity) werden die Eigenkapitalkosten und der Eigenkapitalanteil unabhängig vom Fremdkapitalanteil ermittelt, so daß eine zunehmende Verschuldung immer sinnvoll erscheint, da die Gesamtkapitalkosten sinken.<sup>44</sup> Daher weisen Unternehmen mit hoher Verschuldung bei den Discounted Cash Flow-Verfahren hohe Unternehmenswerte aus und vice versa. Dieses Ergebnis erscheint unrealistisch, da mit zunehmender Verschuldung auch das finanzwirtschaftliche Insolvenzrisiko steigt. Daraus folgt, daß die Forderung der Eigenkapitalgeber ebenfalls steigen wird und nicht als fix angenommen werden kann. Der beim APV-Ansatz bestehende Vorteil einer fehlenden Finanzierungsprämisse wird durch idealistische Reaktionshypothesen<sup>45</sup> über den Einfluß der Fremdfinanzierung auf die Eigenkapitalkosten erkaufte.

Es handelt sich – wie schon an der Vielfalt der Bewertungsmethoden deutlich wird – bei der Ermittlung eines adäquaten Kaufpreises um eine Entscheidung unter Unsicherheit. Der dabei ermittelte Wert ist mit Vorsicht zu genießen und unterliegt subjektiven Einschätzungen des Entscheiders. Während für eine etwaige Übernahmeprämie mit oft großzügigen Kostenersparnissen und Synergieeffekten gerechnet wird, spielen die mit der Transaktion verbundenen Kosten oft keine entscheidungsrelevante Rolle, da sie häufig als Einmalzahlungen angesehen werden. Es handelt sich dabei um

- mit der Transaktion verbundenem Beratungsaufwand,
- Kosten der Integrationsmaßnahmen,

---

<sup>42</sup> Vgl. Hachmeister, Dirk, op. cit., S. 269 f.

<sup>43</sup> Vgl. Hinterhuber, Andreas, Strategische Erfolgsfaktoren bei der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 2002, S. 32 f., und Hachmeister, Dirk, op. cit., S. 254 f.

<sup>44</sup> Da der Eigenkapitalkostensatz i.d.R. höher ist als die Zinsen bei Fremdfinanzierung und als fix angenommen wurde, sinken bei einem höheren Fremdkapitalanteil die Gesamtkosten.

<sup>45</sup> Das Modell von Modigliani-Miller unterstellt einen linearen Einfluß der Fremdfinanzierung auf die Eigenkapitalkosten. Dieses Ergebnis beruht allerdings auf idealtypischen Annahmen eines vollkommenen Kapitalmarktes, beispielsweise vollkommene Informationen auch im Hinblick auf zukünftige Gleichgewichtspreise. Vgl. Modigliani, Franco, und Merton C. Miller, Corporate Income Taxes and Cost of Capital: A Correction, in: American Economic Review (1963) S. 433 ff.

- Fluktuationskosten mit verbundenem Know-How- und etwaigem Kundenverlust,
- Bleibepremien für abwanderungswillige Mitarbeiter,
- sinkende Produktivität der Mitarbeiter durch Ablenkung infolge der Integrationsmaßnahmen mit daraus
- resultierenden Reputationsverlusten und Auftragsrückgängen bei den Lieferanten und Kunden.

Diese Kosten können nicht selten länger als eine Periode anfallen und die zu erwartenden Kosteneinsparziele sowie Synergieeffekte überkompensieren; sie müßten somit bei der Ermittlung des Kaufpreises Berücksichtigung finden.

## **4.2. Post Merger Phase**

### **4.2.1. Erfolgskriterium Stakeholder: Kommunikation zwecks Einbindung der Mitarbeiter, Kunden und Zulieferer und Beruhigung der öffentlichen Meinung**

Durch den ausbleibenden Erfolg vieler Unternehmenszusammenschlüsse sehen sich viele Unternehmen wachsenden Widerständen im Unternehmen und einer zunehmenden öffentlichen Kritik nach einer bekannt gegebenen Fusion ausgesetzt. Die Kosteneinsparungen gehen meist mit Stellenstreichungen einher, da sie als Ausweis eines schnellen Erfolges der Transaktion häufig im Mittelpunkt stehen. Wachstumssynergien, die als fusionsspezifisch gelten, sind allerdings meist schwerer zu realisieren und beanspruchen in der Regel einen längeren Zeithorizont zur Umsetzung.

Die kommunikative Begleitung eines Unternehmenszusammenschlusses wird daher in der betriebswirtschaftlichen Literatur insbesondere zur Überwindung der oben angesprochenen Widerstände, sozusagen als Fusionsmarketing nach innen und außen eingesetzt. Diese Annahme wird durch die in dieser Arbeit untersuchten Fälle unterstützt, da sich die Kommunikation auf einen mehr oder weniger engen Zeitraum nach der Bekanntgabe des Zusammenschlusses - dabei vor allem auf den Verschmelzungsbericht - konzentriert, während auf einen Erfolgsausweis – beispielsweise in späteren Geschäftsberichten – weitgehend verzichtet wird. Auf Dauer leidet dabei die Glaubwürdigkeit der Unternehmen, was sich in sinkenden Zustimmungsraten – wie im Fall DaimlerChrysler – der Anteilseigner niederschlägt. Der hohe Stellenwert einer angemessenen Kommunikation wurde in einer Studie von Jansen und Körner deutlich, die 103 Unternehmenszusammenschlüsse im Rahmen einer Befragung ausgewertet haben.<sup>46</sup> 57 % der antwortenden Unternehmen gaben an, daß eine schnelle Entscheidung

---

<sup>46</sup> Vgl. Jansen, Stephan, und Klaus Körner, Fusionsmanagement in Deutschland, Witten 2000, S. 1 ff.



und Kommunikation über die künftige Führungsstruktur und - damit wohl zusammenhängend - die Erarbeitung einer externen und internen Kommunikationsstrategie (47%) mit Abstand die wichtigsten Aufgaben bzw. Erfolgskriterien sind. Diese herausragende Aufgabenstellung spiegelt sich in den am häufigsten aufgeführten Integrationsfehlern wider; der mangelnden Einbindung der Mitarbeiter sowie einer unzureichenden Kommunikationsstrategie. Nach dem bisherigen Erkenntnisstand dieser Arbeit stellen sich die folgenden Fragen:

- *Liegt die Ursache am mangelnden Erfolg eines Zusammenschlusses tatsächlich an der unzureichenden Kommunikation desselben oder aber an der zu vermittelnden Unternehmensstrategie?*
- *Besteht ein Interessengegensatz zwischen den Anteilseignern bzw. dem Finanzmarkt im allgemeinen und den Mitarbeitern der fusionierenden Unternehmen?*<sup>47</sup>

Es fällt der Unternehmensführung schlichtweg schwer Mitarbeiter einzubinden, bei denen die Sorge um den Arbeitsplatz umgeht, da bei Bekanntgabe einer Fusion meist umfangreiche Kosteneinsparungen in Aussicht gestellt werden, welche die Zustimmung der Anteilseigner garantieren sollen. Dieser Interessengegensatz zweier wichtiger Anspruchsgruppen (Stakeholder) kann bei Zusammenschlüssen ohne fusionsspezifische (Wachstums-) Synergien nur schwer durch „Kommunikation“ verdeckt werden. Daher überrascht es etwas, daß offensichtlich das Hauptproblem und - daraus abgeleitet - das Hauptinstrument in einer besseren Vermarktung einer Fusion gesehen wird, anstatt im verbesserten Aufspüren bzw. der konsequenteren Ausnutzung vorhandener Synergiepotentiale. Eine verbesserte Kommunikation wird zwar nicht in Abrede gestellt und ist sicherlich zu begrüßen. Das Allheilmittel für erfolgreichere Unternehmenszusammenschlüsse kann darin allerdings nicht gesehen werden.

Die Folge der Vernachlässigung von Mitarbeiterinteressen zugunsten der Interessen der Anteilseigner ist eine signifikant höhere Fluktuationsrate als vor der Fusion, meist beginnend mit auf dem Markt gefragten, hochqualifizierten Mitarbeitern, woraus ein eklatanter Know-how-Verlust resultieren kann. Vor allem in den Dienstleistungsbranchen ist zudem das in Mitarbeitern gebundene Know-how oder gar die gebundene Kundschaft das eigentliche Motiv zur Übernahme. Konfliktfördernd kommt hinzu, daß die Ankündigung einer Fusion und die damit in Verbindung stehende Kommunikation sich zunächst - ganz im Sinne der

---

<sup>47</sup> Diese Fragestellung ist allerdings nicht neu, sondern sie wurde in der Koalitionstheorie bereits aufgegriffen, mit der das Unternehmen als eine Koalition verschiedener Interessengruppen interpretiert wird. Hier wird dieser Ansatz etwas enger ausgelegt und auf die Entscheidung über eine Fusion oder Akquisition angewendet. Vgl. Cyert, Michael M., und James G. March, *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs 1963, S. 27 ff.

Shareholder Value-Maximierung - häufig auf die Anteilseigner bzw. den Kapitalmarkt im Allgemeinen konzentriert. Deren Informations hunger wird durch Road Shows, Pressekonferenzen sowie Analysten- und Investorengespräche sowie mit dem Verschmelzungsbericht auf breiter Front gestillt. Die daraus folgende Nabelschau verunsicherter Mitarbeiter infolge eines Zusammenschlusses wirkt sich wiederum auf das Außenverhältnis zu Kunden, Lieferanten und der Öffentlichkeit aus. Die Gerüchte durch schlecht informierte Mitarbeiter werden extern durchaus ernst genommen und prägen das Image eines Unternehmens.<sup>48</sup>

Die Zulieferer und Kunden werden ebenfalls durch die Ankündigung von Kosteneinspareffekten beispielsweise im Einkauf oder im Vertrieb aufgeschreckt, ohne daß sie zuvor von dem fusionierenden Unternehmen selbst mit Informationen versorgt worden sind. Abgesehen davon handelt es sich bei Einsparungen im Einkauf i.d.R. um ein volkswirtschaftliches Nullsummenspiel, da kein Effizienzgewinn realisiert wird, sondern nur die Gewinnmarge des Zulieferers geschmälert wird. Dadurch leidet die Reputation bzw. das Vertrauensverhältnis des fusionierenden Unternehmens zu den Lieferanten und Kunden. Daher ist insbesondere bei den in dieser Untersuchung häufig auftretenden Markterweiterungen eine rechtzeitige Planung – möglichst vor Ankündigung der Fusion - von Marketing- und Vertriebszielen unerlässlich, wird aber von der Mehrzahl der Unternehmen vernachlässigt.<sup>49</sup> Stehen die Marketing- und Vertriebsziele und daraus abgeleitete Maßnahmen fest, sollten sie den Kunden und Zulieferern simultan mit der Ankündigung der Fusion kommuniziert werden.

Das von Psychologen bezeichnete „Merger Syndrom“ nach Fusionsankündigungen,<sup>50</sup> welches sich im Mißtrauen der Mitarbeiter aufgrund der in der Pre Merger Phase geheimen Verhandlungen äußert, hat zur Folge, daß bis zu 70 % des oberen Managements das Unternehmen innerhalb von fünf Jahren verlassen.<sup>51</sup> Nach Unternehmenszusammenschlüssen stellt sich ein Unsicherheitsgefühl in der Belegschaft ein, welches dysfunktionale Reaktionen wie Rückzug, Frustration und Aggression auslösen kann. Es kommt zu einer starken Gruppenbildung durch

---

<sup>48</sup> Vgl. Wittwer, Antje, Innerbetriebliche Kommunikation bei Unternehmenszusammenschlüssen: eine Untersuchung integrationshemmender und integrationsfördernder Faktoren, München 1995, S. 25.

<sup>49</sup> Vgl. Jansen, Stephan, Pre und Post Merger-Integration bei grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen- Trends, Tools, Thesen und empirische Tests von Old und New Economy Deals, in: Internationales Fusionsmanagement: Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse, Jansen, Stephan, Gerhard Picot und Dirk Schiereck (Hrsg.), Stuttgart 2001, S. 27.

<sup>50</sup> Vgl. Marks, Mitchell Lee, und Philip Mirvis, Merger Syndrome: Stress and Uncertainty, in: Mergers & Acquisitions (1985), S.50 ff.

<sup>51</sup> Vgl. Jansen, Stephan, Niko Pohlmann und Hubert Weber, Herausforderungen und Zumutungen an das Human Ressource Management bei Firmenzusammenschlüssen, in: Personalführung (2000), S. 30 ff.

die gemeinsam wahrgenommene äußere Bedrohung infolge anstehender Verteilungskonflikte um beschränkte Budgets. Verstärkt wird dieser Effekt durch zu wenige Informationen durch die Unternehmensleitung. Im Bewußtsein um dieses Problem schlägt das Pendel bei Unternehmenszusammenschlüssen in jüngster Zeit häufig um in eine Informationslawine. Der Kommunikationsüberfluß wirkt auf die Mitarbeiter aber ebenfalls wenig glaubwürdig bzw. vertrauenszerstörend, nachdem die eigentliche Entscheidung zu fusionieren in Geheimverhandlungen ausgehandelt wurde.<sup>52</sup> Eine adäquate Kommunikationsstrategie kann daher zwar die negativen Effekte einer Fusion nicht verhindern, möglicherweise das Ausmaß der dysfunktionalen Reaktionen aber zumindest vermindern bzw. beschränken.

Die Gruppenbildung kann durch regelmäßige Kommunikation zwischen den Fachabteilungen beider Fusionspartner vermindert werden, damit Wissen nicht zurückgehalten wird und kein Sieger-Verlierer-Denken aufkommt. Den Ergebnissen der empirischen Untersuchung von Wittwer kann weitgehend gefolgt werden.<sup>53</sup> Informationen über organisatorische Veränderungen im Unternehmen sollten insbesondere bei schlechten Nachrichten wie beispielsweise einer Standortschließung frühzeitig, umfassend und wahrheitsgemäß kommuniziert werden. Mit frühzeitig ist gemeint, die Mitarbeiter möglichst kurz vor der öffentlichen Bekanntmachung der Fusion zu informieren, um Phasen der Unsicherheit möglichst kurz und das Vertrauen in die Unternehmensleitung stabil zu halten. Auch Nicht-Entscheidungen müssen kommuniziert werden, um Gerüchten vorzubeugen. Zusätzlich sollte bekannt gemacht werden, bis wann mit einer Entscheidung zu rechnen ist. Erforderlich ist zudem eine wahrheitsgemäße Kommunikation auch und gerade bei schlechten Nachrichten. Ansonsten ergeht es der Unternehmensleitung ähnlich wie politischen Entscheidungsträgern, die unangenehme Wahrheiten ebenfalls häufig dem Wahlvolk nicht zumuten wollen, was sich auf Dauer als Vertrauensverlust kontraproduktiv auswirkt. Die Umsetzung einer adäquaten Kommunikationsstrategie verlangt von den Führungskräften viel Fingerspitzengefühl. Das Bewußtsein des Managements für die Bedeutung der Kommunikation sollte daher zusätzlich durch entsprechende Schulungsmaßnahmen geweckt und gefördert werden.

Versucht das Unternehmen Teile des Managements zu halten, sind die Kosten des sogenannten Retention-Managements mit ihren immensen Bleibe- bzw. Treueprämien enorm und schlagen - wie im Fall der Deutschen Bank - durchaus auf das Ergebnis durch. Dabei hat sich gezeigt, daß rein monetäre Anreize die

---

<sup>52</sup> Vgl. Wittwer, Antje, op. cit., S.87 ff.

<sup>53</sup> Vgl. Wittwer, Antje, op. cit., S. 240 ff. Lediglich die zielgruppengerechten Inhalte, wonach höheren Positionen pauschal umfangreichere Informationen zugestanden werden, gelten dem Verfasser als nicht adäquat, da bei unterschiedlichem Umfang der Informationsbereitstellung weiteres Mißtrauen gesät werden kann.

Mitarbeiter nicht allzu lange an das Unternehmen binden können. Vielmehr mangelt es an einer beruflichen Perspektive und Herausforderung, so lange wichtige Integrationsentscheidungen nicht getroffen wurden.

Vielfach wird auch von einem Kulturkonflikt nach einem Zusammenschluß ausgegangen. Insbesondere bei ungeklärten Machtfragen – also einem *merger of equals* – ist zunächst ungewiß, wessen Unternehmenskultur zukünftig übernommen wird. Da aber *merger of equals* eher als ein Kommunikationsinstrument zur Beruhigung der Öffentlichkeit eingesetzt werden als tatsächlich real existent sind, stellt sich dieses Problem in weit geringerem Ausmaß als zunächst angenommen. Mit Klärung der Machtfrage bestimmt daher i.d.R. das stärkere Unternehmen den Führungsstil im neuen Unternehmen. Es bleibt lediglich die Aufgabe, die Anpassung des übernommenen Unternehmens an die neue Unternehmenskultur zu fördern. Die häufig in den Vordergrund gerückte Problematik der Unternehmenskultur läßt sich empirisch nicht bestätigen.<sup>54</sup>

#### **4.2.2. Erfolgskriterium Geschwindigkeit: Rasche Umsetzung versus sorgfältige Planung und Analyse**

Es wird häufig die These eines Zeitfenster vertreten, daß sich zur Integration und vor allem zur Veränderung veralteter Strukturen nach Bekanntgabe einer Fusion öffnet. Nutzt man diesen Zeitkorridor nicht, geht die zunächst vorhandene Bereitschaft zur Veränderung der Mitarbeiter wieder verloren und eine verspätete Integration der Fusionspartner schlägt fehl. Hintergrund dieser Annahme ist wohl eher die Befriedigung – ganz im Sinne einer Maximierung des Cash Flows und nachfolgender Ausschüttung – der Interessen der Anteilseigner. Deren Interessen sollen möglichst rasch durch Integrationserfolge erfüllt werden.

Für eine rasche Integration spricht aber auch, der Verunsicherung der Mitarbeiter durch zügige Personal- und Sachentscheidungen ein schnelles Ende zu bereiten. Die Einbindung der Mitarbeiter ist wiederum zentrale Voraussetzung, um deren Wissen betreffend Kosteneinsparpotentialen und Synergieeffekten ausschöpfen zu können.<sup>55</sup> Eine fundierte Aus- und Bewertung dieser Informationen der Mitarbeiter und daraus abgeleitete Maßnahmen benötigen dagegen Zeit und beanspruchen die Mitarbeiter enorm, so daß der Kundenfokus in der Integrationsphase aus dem Blick gerät und Kunden diesen Umstand nicht selten mit Abwanderung quittieren. Dieser Zielkonflikt soll nach Meinung mancher Autoren durch eine möglichst schnelle Integration behoben werden, damit sich die Mit-

<sup>54</sup> Vgl. Jansen, Stephan, und Klaus Körner, op. cit., S. 10.

<sup>55</sup> Vgl. Gomez, P., und B. Weber, *Akquisitionsstrategie: Wertsteigerung durch Übernahme von Unternehmungen*, Stuttgart 1989, S. 73.

arbeiter wieder dem Tagesgeschäft zuwenden können.<sup>56</sup> Selbst bei schneller Integration bleibt der Zielkonflikt aber grundsätzlich bestehen und verschärft sich eher in der kurzen Frist, da mehr Arbeitszeit für die schnelle Umsetzung der Integrationsmaßnahmen aufgewendet werden muß. Eine Verbesserung der Kommunikation (Fusionswerbung) alleine kann diesen Zielkonflikt mit seinen Folgen nur abmildern.

Der These schneller Integrationserfolge steht weiterhin entgegen, daß die meisten Kosteneinsparerfolge durch gemeinsames Vorgehen der Fusionspartner zu erwarten sind, was zunächst ein Kennenlernen und Zusammenarbeiten der Mitarbeiter voraussetzt. Bei allzu schnellen Entscheidungen steigt zudem die Wahrscheinlichkeit von Fehlentscheidungen aufgrund einer unvollständigen Informationsgrundlage.

Ein weiteres Problem besteht darin, daß die Personalverantwortlichen im Verhandlungs- und Planungsstadium einer Fusion nur in 36% der Fälle beteiligt sind,<sup>57</sup> was den Fokus auf die Kapitalmarktinteressen noch einmal verdeutlicht. Im Anschluß an die Fusion sollten die Personalabteilungen dann aber um so schneller in der Lage sein, die Kernbelegschaft zu identifizieren.

Eine sorgfältigere Planung und Analyse zahlte sich laut einer empirischen Untersuchung im Zuge einer Wertsteigerung bei 40% der untersuchten Unternehmen aus, während bei dem Teil der Unternehmen - die mit der Integration bereits im ersten Monat begonnen haben - nur jedes fünfte Unternehmen eine Wertsteigerung erzielen konnte.<sup>58</sup>

### 4.3. Erfolgskriterium Bindungsintensität

Aus den geringen Erfolgsquoten dieser Arbeit und zahlreicher Untersuchungen (Vergleiche Kapitel 3.5.), die zu ähnlich kritischen Ergebnissen kommen, läßt sich schlußfolgern, daß eine Fusion von Großunternehmen, wegen ihrer Komplexität und dem daraus resultierenden hohen Risiko eher als ultima ratio eingesetzt und i.d.R. zuerst die Alternative einer Kooperation geprüft werden sollte. Diese zeichnet sich durch eine geringere Bindungsintensität aus und minimiert das Ertragsrisiko. Nach einer kooperativen Zusammenarbeit lernt man das Zielunternehmen weitaus besser kennen und ist eher in der Lage das Unternehmen

<sup>56</sup> Vgl. Strohmer, Michael E., *Integration nach Merger and Acquisition: Erfolgskonzeption für das Post-Deal-Management*, Wiesbaden 2001, S. 72 f.

<sup>57</sup> Vgl. Uder, Helmuth, und Michael H. Kramarsch, *Mergers & Acquisitions - Managen durch erfolgreiche Integration der Human Resources*, in: *Internationales Fusionsmanagement: Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse*, Jansen, Stephan, Gerhard Picot und Dirk Schiereck (Hrsg.), Stuttgart 2001, S.105 ff.

<sup>58</sup> Vgl. Jansen, Stephan, *Pre- und Post Merger-Integration bei grenzüberschreitenden Unternehmensschlüssen- Trends, Tools, Thesen und empirische Tests von Old und New Economy Deals*, in: op.cit., S. 24.



angemessen zu bewerten und die Chancen einer erfolgreichen Integration zu beurteilen. Vor einer schnellen „Hochzeit im Himmel“<sup>59</sup> (Fusion) sollte also in den meisten Fällen die Probezeit einer Verlobung (Kooperation) durchlaufen werden. Die Ursache für diese Einschätzung liegt nicht in einer generellen Überlegenheit von Kooperationen begründet, sondern in ihrer größeren Flexibilität. Diese ist bei der ständigen Suche nach der richtigen Unternehmensgröße dringend erforderlich, um sich den immer schneller ändernden Marktgegebenheiten flexibel anpassen zu können. Die Nachteile einer Kooperation liegen in der eventuell schwierigeren Durchsetzbarkeit harter Maßnahmen und der geringeren Kontrolle über das Partnerunternehmen. Es fallen also mehr Koordinations- und Transaktionskosten an, da bei Kooperationen häufiger Kompromisse erarbeitet werden müssen als bei Fusionen oder Übernahmen. In vielen Fällen wird dieser Nachteil aber mehr als aufgehoben, indem die Mitarbeiterfluktuation geringer ausfällt und an gemeinsamen Zielen der Kooperationspartner gearbeitet wird.

Die Untersuchung dieser Arbeit kann diese Schlußfolgerung nur bedingt empirisch unterstützen, da nur eine Kooperation in Form einer Überkreuzbeteiligung im Fall Renault/Nissan betrachtet wurde. Aber auch die absehbare Trennung von Daimler/Chrysler von Mitsubishi bzw. die bereits beschlossene Ablehnung der Finanzierung eines Sanierungsplanes bestätigen den Eindruck, daß Kooperationen auf Probe bei erfolgreichem Verlauf - wie im Falle Renault durch eine Erhöhung der Beteiligung - sukzessive intensiviert werden können. Der Fall DaimlerChrysler zeigt hingegen darüber hinaus, daß eine Kooperation mit Mitsubishi und auch Hyundai wieder aufgelöst werden konnte, um größeren Schaden abzuwenden. Die Fusion mit der ehemaligen Chrysler Corporation aufzukündigen, bei der bislang weit mehr Kapital versenkt wurde, fällt dagegen weit aus schwieriger. Eine Abspaltung wird um so kostspieliger, wie sich im Fall BMW/ Rover gezeigt hat. Rover konnte erst „verschenkt“ werden, nachdem die Altschulden von BMW abgetragen wurden.

In allen betrachteten Branchen läßt sich zudem eine Zunahme der unterschiedlichen Kooperationsformen beobachten, während die Anzahl der Fusionen und Übernahmen in den letzten Jahren zurückging. Die Automobilindustrie folgte dem Beispiel Renault/Nissan und kooperiert von der Entwicklung gemeinsamer Fahrzeuge bis zur Überkreuzbeteiligung von General Motors und Fiat. In der Finanzbranche bleibt die Übernahme einer Bank durch eine Versicherung wie im Falle Allianz/Dresdner Bank eher eine Ausnahme, während Kooperationen in Form von Gemeinschaftsunternehmen zunehmen, wie der Fall der gemeinsamen Immobilienbank der deutschen Großbanken zeigt. Die Telekommunikationsbranche setzt zunehmend auf eine gemeinsame Vermarktung von UMTS-

---

<sup>59</sup> Mit dieser Metapher wurde der Zusammenschluß von DaimlerChrysler im Jahr 1998 bekanntgegeben.



Diensten und die Pharmabranche entwickelt gemeinsame Medikamente bzw. vertreibt Arzneien anderer Hersteller per Lizenz.

Hinsichtlich der bislang herausgearbeiteten Erfolgskriterien erhält ein Unternehmen durch eine Kooperation - unabhängig von der gewählten Kooperationsform - mit der Zeit die entscheidungsrelevanten Informationen, um ein Unternehmen besser bewerten zu können und einen adäquaten Kaufpreis zu bestimmen. Die zu erwartenden Kosteneinsparziele, sowie dazu notwendige Maßnahmen zur Synergiegewinnung, lassen sich mit der gewonnenen Einsicht in das Partnerunternehmen präziser prognostizieren. Die Interessengegensätze zwischen Anteilseignern und den restlichen Stakeholdern lassen sich durch behutsame Intensivierung der Zusammenarbeit besser ausgleichen und auch kommunizieren als bei Fusionen, die schnelle Erfolge vorweisen müssen. Dazu muß aber die einseitige Berücksichtigung der Interessen der Anteilseigner bzw. des Kapitalmarkts überdacht werden, bzw. der mittel- und langfristige Erfolg einer Unternehmensstrategie dem augenscheinlich lediglich kurzfristigen Erfolg vieler Fusionen vorgezogen werden.

Die bisherigen empirischen Ergebnisse legen zwar auf den ersten Blick den Schluß nahe, daß Kooperationen weniger erfolgreich sind als Fusionen und Übernahmen. Dem kann aufgrund der oben ermittelten sukzessiven Intensivierung der Zusammenarbeit nicht zugestimmt werden. Die empirischen Untersuchungen<sup>60</sup> sehen sowohl in der Auflösung als auch im späteren Aufkauf eines Kooperationspartners einen Mißerfolg der Kooperation. Der spätere Aufkauf spricht aber eher für den erfolgreichen Verlauf einer Kooperation, dessen Quote bei Blecke und Ernst bei 78% betrug. Eine weitere Untersuchung von Blecke/Bull-Larsen/Ernst<sup>61</sup> kam zu dem Ergebnis, daß Allianzen mit 53% weniger erfolgreich waren als Akquisitionen, für die eine Erfolgsquote von 62% ermittelt wurde. Angesichts der in alternativen Studien sehr viel niedrigeren Erfolgsquote für Fusionen und Übernahmen und den weitaus höheren Kosten eines Mißerfolgs kann auch dieser Untersuchung nicht die Überlegenheit von Fusionen entnommen werden. Eine wesentlich neuere Studie von KPMG über deutsche Unternehmenszusammenschlüsse im Zeitraum von 1998 bis 2001 kommt dagegen zu dem Ergebnis, daß Unternehmenskooperationen mit unter 25% Beteiligung signifikant erfolgreicher waren als Akquisitionen mit mehr als 50% an übernommenen Anteilen.<sup>62</sup>

---

<sup>60</sup> Vgl. Porter, Michael, From Competitive Advantage to Corporate Strategy, in: Harvard Business Review (1987), S. 43 ff., und Blecke, Joel, und David Ernst, The Way to Win in Cross-Border Alliances, in: Harvard Business Review (1991) S. 127 ff.

<sup>61</sup> Blecke, Joel, Thomas Bull-Larsen und David Ernst, Wertsteigerung durch Allianzen, in: Bronder, Christoph, und Rudolf Pritzl, (Hrsg.), Wegweiser für strategische Allianzen, Wiesbaden 1992, S. 103 ff.

<sup>62</sup> KPMG, Transactions in Germany Success or Failure ?, Frankfurt 2002, S. 13 ff.

#### 4.4. Vergleich der Ergebnisse der exemplarischen Untersuchung mit früheren Untersuchungen

Die untersuchten Unternehmenszusammenschlüsse sollen nun im Hinblick auf die Relevanz der herausgearbeiteten Erfolgskriterien betrachtet werden. Die folgenden Übersichten ordnen den Erfolgskriterien die jeweils zugehörigen Fälle zu.<sup>63</sup> In allen untersuchten Branchen wurde in der Tendenz, trotz Markt- und Produkterweiterungszusammenschlüssen; allerdings von benachbarten Märkten und Produkten, eine Strategie der Konzentration auf Kernkompetenzen verfolgt. Manche Schwerpunkte wurde dabei neu justiert. Allerdings folgen die Wettbewerber, wie bei der Konzentration auf verschreibungspflichtige Arzneimittel, alle dem selben Trend. Ein etwaiger dauerhafter Wettbewerbsvorteil läßt sich dadurch nur schwer erzielen. Die in der Unternehmensprüfung nicht adäquat erfaßten technologischen und finanziellen negativen Überraschungen aufgrund der asymmetrischen Informationsverteilung werden natürlich nur öffentlich, wenn sie stark ins Gewicht fallen. Die im Verschmelzungsbericht publizierten Effizienzgewinne fielen meist im Verhältnis zur Größe der Unternehmen bescheiden aus und wurden in aller Regel nicht in ausreichendem Umfang den mit der Transaktion zu veranschlagenden Kosten gegenübergestellt. Bei den meisten der untersuchten Fälle kann man von einer eher schnellen Integration ausgehen, mit ihren ambivalenten Folgen, die bereits in Kapitel 4.2.2. erörtert wurden. Die generelle Favorisierung von Kooperationen kann und soll natürlich mit nur einem Fall nicht belegt werden. Trotzdem erscheint eine zweistufige Prüfung wünschenswert, bei der zunächst die Option Kooperation im Hinblick auf die zu erreichenden Ziele überprüft wird und erst bei Nichteignung über eine Fusion nachgedacht wird.

Die meist betriebswirtschaftlichen Studien zur Identifizierung erfolgskritischer Faktoren kommen zu ähnlichen Ergebnissen, stellen aber die Sinn- bzw. Vorteilhaftigkeit von Fusionen und Akquisitionen nicht grundsätzlich in Frage. Die ermittelten Faktoren werden im Sinne eines besseren Fusionsmanagements ausgewertet. Der Fokus liegt häufig auch eher auf dem Post Merger Management, wie bei der Studie von Jansen und Körner, die mit Hilfe eines Fragebogens 103

---

<sup>63</sup> Für den Fall eines **gravierend positiven** Erfolgsbeitrags wird dieser kursiv wiedergegeben. Economies of Scale durch Freisetzung von Mitarbeitern an sich sind noch kein ausreichender Erfolgsausweis. Entscheidend ist erstens, ob der Umfang der Einsparungen deutlich unter, im oder über den Plan hinaus erfolgt ist. Zweitens muß der Plan bezüglich Angemessenheit (ehrgeizig oder leicht erfüllbare Kosteneinsparziele) bewertet werden (leider nur subjektiv möglich). Diesen Einsparzielen müssen die Kosten der Transaktion gegenüber gestellt werden, um zu einem positiven oder negativen Ergebnisbeitrag zu gelangen.

Unternehmenszusammenschlüsse analysiert haben.<sup>64</sup> So setzen sich die sieben ermittelten Kernfaktoren aus der

- Koordination des Post Merger Managements,
- Kultur,
- Kommunikation,
- Ko-Produzenten und Kunden,
- Kernbelegschaft und Karriere,
- Know-How Management
- und der Kontrolle des Fusionsmanagement

zusammen. Auffällig ist die Diskrepanz zwischen dem geäußerten hohen Einfluß von Marketing- und Vertriebszielen und der fehlenden weitreichenden Analyse im Rahmen der Due Diligence.<sup>65</sup> Die Unternehmenskultur erwies sich dagegen wider Erwarten als wenig erfolgswirksam. Bei Zusammenschlüssen, die diesem Aspekt eine erhöhte Aufmerksamkeit gewidmet haben, konnte keine bessere Umsatz- und Börsenentwicklung beobachtet werden. Für Mißerfolge waren laut der Befragung die unzureichende Einbindung der Mitarbeiter sowie eine unzureichende Kommunikation hauptverantwortlich. Integrationserfahrung durch mehrere Transaktionen verbesserte die Ergebnisse nicht, so daß Lerneffekte offensichtlich im Zusammenhang mit Fusionen nicht auftreten. Bei den Zusammenschlußformen schneiden Cross border Zusammenschlüsse betreffend der Börsenbewertung besser ab als nationale Zusammenschlüsse, wohingegen die Umsätze bei internationalen Fusionen stärker zurückgingen. Weiterhin konnten mittelständische Unternehmen im Vergleich zu Megafusionen signifikant häufiger ihren Umsatz erhöhen.

Eine weitere Untersuchung stammt von Gerds und Schewe, die 120 Post Merger Integrationen infolge von Unternehmenszusammenschlüssen im Hinblick auf den Einfluß von 45 Faktoren, die in der Literatur sowie in der Praxis für den Integrationserfolg bzw. -mißerfolg verantwortlich gemacht werden, durch Befragungen ausgewertet haben.<sup>66</sup> Sie kommen zu dem Ergebnis, daß zwischen nationalen und internationalen Übernahmen bzw. Fusionen kein Unterschied bezüglich des Integrationserfolgs besteht. Von einer schnellen Integrationsgeschwindigkeit wird wegen der Fehleranfälligkeit abgeraten. Als größte Integrationsbarriere wurden nicht das fehlende Wollen der Mitarbeiter identifiziert, sondern das fehlende Können.

---

<sup>64</sup> Jansen, Stephan, und Klaus Körner, op. cit., S. 1 ff.

<sup>65</sup> Eine aktuelle Studie von Christian Homburg und Matthias Bucerius kommt zum selben Ergebnis hinsichtlich einer Vernachlässigung des Marktes während der Integrationsphase eines Zusammenschlusses. Die wichtigsten Ergebnisse der Studie wurden in der FAZ vom 26.04.04 veröffentlicht.

<sup>66</sup> Vgl. Gerds, Johannes, und Gerhard Schewe, Post Merger Integration – Unternehmenserfolg durch Integration Excellence, Heidelberg 2004, S.24 f.

Eine Studie der Unternehmensberatung KPMG untersuchte alle Unternehmenszusammenschlüsse mit deutscher Beteiligung im Zeitraum von 1998 bis 2001.<sup>67</sup> 62 % konnten keine signifikante Steigerung des Unternehmenswerts generieren. Ein überraschendes Ergebnis war, daß Zusammenschlüsse innerhalb einer Branche nicht erfolgreicher waren als branchenübergreifende. Das selbe gilt für nationale versus internationale Zusammenschlüsse, die ebenfalls keine signifikanten Erfolgsdifferenz aufwiesen. Während die Pharmabranche nicht gesondert aufgeführt wurde, schnitten die Telekommunikationsunternehmen unterdurchschnittlich erfolgreich ab, während die Automobilindustrie zu den erfolgreichsten Branchen zählte.

---

<sup>67</sup> KPMG, op. cit., S. 4 ff.

Unternehmens- zusammen- schluß Erfolgskriterien	Daimler/Chrysler	BMW/Rover	Renault/Nissan	Hypovereinsbank	Deutsche Bank /Bankers Trust	BNP/Paribas
<b>Strategie</b>	Kernkompetenz Automobil, Markt-, Produkterweiterung	Markt-, Produkterweiterung, dezentrale Organisation	Markterweiterung	-	Markt-, <i>Produkterweiterung</i>	Nationale Konsolidierung, Markt-, <i>Produkterweiterung</i>
<b>Asymmetrische Information</b>	veraltete Produktionsmethoden bei Chrysler	veraltete Produktionsmethoden bei Rover	-	Hoher Wertberichtigungsbedarf bei Immobilien	-	-
<b>Entscheidung unter Unsicherheit (Synergieeffekte, Kosteneinsparziele)</b>	geringe Effizienzvorteile bzw. Synergieeffekte, ungünstiges Tauschverhältnis	geringe Effizienzvorteile, hohe Kosten der Trennung	<i>umfangreiche Effizienzvorteile (Plattform- strategie)</i>	geringe economies of scale, hohe Risikovorsorge	geringe Kosteneinsparziele bei hohen Kosten, hoher Kaufpreis	geringe Kosteneinsparziele aber <i>hohes Ertragswachstum</i>
<b>Integrationsgeschwindigkeit</b>	langsam	sehr langsam	<i>langsam</i>	-	schnell	-
<b>Stakeholder (Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten, Öffentlichkeit)</b>	hohe Kosten des Retention Management, dennoch hohe Fluktuation	-	-	Unzureichende Öffentlichkeitsarbeit, Verlust an Kunden	hohe Kosten des Retention Management, dennoch hohe Fluktuation	<i>geringe Fluktuation von Mitarbeitern und Kunden</i>
<b>Bindungsintensität (Fusion vs. Kooperation)</b>	„Merger of Equals“ (Übernahme)	Cross Border- Übernahme	<i>Strategische Allianz</i>	Fusion	Cross Border- Übernahme	Übernahme

*Tabelle 4.3a: (Miß-) Erfolgskriterien der untersuchten Fusionsfälle*

Quelle: Eigene Darstellung

Unternehmens- zusammen- schluß Erfolgskriterien	Mannesmann/Otelo	Mannesmann/Vodafone	Olivetti/ Telecom Italia	Novartis	Aventis	GlaxoSmithKline
Strategie	Konzentration auf die Kernkompetenz Telekommunikation	Konzentration auf die Kernkompetenz Mobilfunk	Konzentration auf die Kernkompetenz Telekommunikation	Konzentration auf die Kernkompetenz Life Sciences	Konzentration auf die Kernkompetenz Life Sciences	Produkterweiterung
Asymmetrische Information	-	-	-	-	-	-
Unvollständige Information (Synergieeffekte, Kosteneinsparziele)	<i>Wachstumssynergien durch komplementäre Netze</i>	<i>economies of scale (Headquarter, Marketing, Vertrieb), ungünstiger Umtauschkurs</i>	riskante Finanzierung bei geringen Kosteneinspareffekten	<i>economies of scale (Headquarter, Produktion)</i>	<i>economies of scale (Headquarter, Produktion)</i>	<i>economies of scale (Headquarter, Produktion)</i>
Integrationsgeschwindigkeit	schnell	schnell	-	schnell	schnell	langsam
Stakeholder (Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten, Öffentlichkeit)	-	Belegschaft von Mannesmann (Festnetzsparte), Öffentlichkeit beunruhigt	politischer Druck, große öffentliche Aufmerksamkeit	gravierender Personalabbau	Einflußnahme durch Großaktionäre, häufiger Strategiewechsel verunsichert Mitarbeiter	Verunsicherung der Mitarbeiter
Bindungsintensität (Fusion vs. Kooperation)	Übernahme	Übernahme	Übernahme einer Kontrollmehrheit	Fusion (Neugründung)	Fusion (Neugründung)	Fusion (Neugründung)

Tabelle 4.3b: (Miß-) Erfolgskriterien der untersuchten Fusionsfälle

Quelle: Eigene Darstellung



## 5. Zusammenfassung und Ausblick

Die Themenstellung dieser Arbeit entsprang der inzwischen fünften Fusionswelle, die im Hinblick auf Erfolgsraten keinerlei Fortschritte im Vergleich zu früheren Fusionswellen aufwies. Die grundlegenden Fragen ergaben sich daher wie von selbst.

Warum kommt es immer wieder zu einem rasanten Anstieg von Fusionsfällen in kurzer Frist und weshalb wird aus früheren Fusionswellen trotz einiger Gemeinsamkeiten so wenig für spätere Fusionswellen gelernt?

Was sind die Kriterien, die für den Erfolg bzw. Mißerfolg eines Unternehmens verantwortlich sind?

Zunächst einmal stand im ersten Kapitel die Entwirrung der Begriffsvielfalt rund um das Phänomen Mergers & Acquisitions im Vordergrund. Sie trägt zu vielerlei Mißverständnissen und falschen Schlußfolgerungen maßgeblich bei. Selbst die Berichterstattung in ansonsten seriösen Wirtschaftsblättern und z.T. auch in der Wissenschaft trägt nicht selten eher zur Verwirrung als zur Herstellung von Transparenz zum Thema Unternehmenszusammenschlüsse bei. Dieser Begriffswirrwarr wird der Relevanz des Themas angesichts der tiefgreifenden wirtschaftlichen sowie gesellschaftlichen Folgen nicht gerecht. Deshalb war es eine grundlegende Aufgabe dieser Arbeit, die verschiedenen Unternehmenszusammenschlußformen angemessen darzustellen. Demnach bezeichnet man bereits eine Interessengemeinschaft von Pharmafirmen, die ein gemeinsames Medikament entwickeln, als einen - wenn auch losen - Unternehmenszusammenschluß. Als Parameter zur Klassifizierung eines Unternehmenszusammenschlusses sind das Ausmaß der Aufgabe der wirtschaftlichen Entscheidungsfreiheit sowie die Bindungsintensität entscheidend. Nur die Neugründung durch Verschmelzung bezeichnet eine Fusion im engeren Sinne und beinhaltet die maximalen Folgen bzw. Risiken aufgrund einer maximalen Bindungsintensität. Nur bei einer Fusion oder vollständigen Übernahme verliert eines oder eine Mehrzahl von Unternehmen ihre volle wirtschaftliche Dispositionsfreiheit und simultan die rechtliche Selbständigkeit.

Die bisher aufgetretenen Fusionswellen weisen bei allen Unterschieden doch gewisse Parallelen auf. Der Antrieb der Fusionswellen speiste sich immer aus einer Kombination von hohen Wachstumsraten des Bruttosozialprodukts und neuen - Unternehmenszusammenschlüsse vereinfachenden - Finanzmarktinstrumenten, gepaart mit einer mehr oder weniger ausgeprägten Zurückhaltung des Gesetzgebers und der ausführenden Wettbewerbsbehörden. Der wissenschaftliche Zuspruch in Form wechselnder Managementstrategien bestimmte die Zusammenschlußrichtung und die Einstellung der Wettbewerbsbehörden hierzu maßgeblich mit. Während auf dieser Grundlage in den 60er Jahren eine Diversifizierung zur Risikostreuung empfohlen wurde, setzte sich ab den 80er Jahren

eine dieser Strategie entgegengesetzte Konzentration auf die Kernkompetenzen eines Unternehmens durch.

Die nunmehr fünfte Fusionswelle intensivierte diese strategische Grundausrichtung durch eine stärkere Verflechtung der Weltwirtschaft, deren Auswirkungen unter dem Oberbegriff der Globalisierung firmieren. Die Integration der Weltwirtschaft wird begünstigt durch einen drastischen Rückgang der grenzüberschreitenden Interaktionskosten. Eine Mischung aus Liberalisierung durch Abbau von Handelshemmnissen und Öffnung der bislang nationalen Kapitalmärkte sowie zusätzlich sinkende Transportkosten machen eine internationale Ausrichtung von Unternehmen zunehmend rentabel.

Dieses Umfeld steigender Rentabilität zwingt immer mehr Nationalstaaten zu weiteren Deregulierungsmaßnahmen und mündet in den z.T. inzwischen negativ belegten Standortwettbewerb. Die Unternehmen bzw. ihre Verbände als Nutznießer dieser Entwicklung setzen sich dagegen verstärkt für weitere Liberalisierungs- und Deregulierungsmaßnahmen ein. Die Unternehmen als antreibende Kraft werden aber inzwischen mehr und mehr selbst zu Getriebenen des Kapitalmarkts, der die Unternehmen zwingt, die Vorteile sich öffnender Märkte möglichst umgehend zu nutzen.

Eine schnelle Alternative zur Besetzung neuer Märkte bilden aber Unternehmenszusammenschlüsse, die entweder grenzüberschreitend erfolgen oder nationale leader bilden, die gemeinsam stark genug zur internationalen Expansion sind. Diese naheliegende Strategie für jedes einzelne Unternehmen löste die fünfte Fusionswelle aus, verschärfte dabei insgesamt die Wettbewerbsintensität in offenen Märkten und zwang zur Kostendisziplin. Durch die Vielzahl von Fusionen entwerten sich die Vorteile einzelner Fusionen allerdings geradezu selbst, da sie von zu vielen kopiert werden.

Der Überprüfung dieser Hypothese und der vertieften Analyse der Motive für Unternehmenszusammenschlüsse widmete sich das 2. Kapitel dieser Arbeit. Die industrieökonomische Analyse kommt zu dem Ergebnis, daß Fusionen als Mittel zur Gewinnsteigerung nur unter sehr günstigen Rahmenbedingungen wohlfahrtssteigernd ausfallen. Selbst lediglich eine Gewinnsteigerung der fusionierten Unternehmen erfordert bereits hohe Kostenvorteile. Nur für den Fall eines stark zersplitterten Marktes, in dem sich Fusionen ereignen, die lediglich zu einem leichten Anstieg der Konzentration auf einem Markt führen, wirken Zusammenschlüsse wohlfahrtserhöhend, was aber auf Megafusionen i.d.R. nicht zutrifft. Eine isolierte Fusion im Sinne eines Stackelbergführers, der mit mehr strategischen Handlungsoptionen und daraus resultierender Marktmacht ausgestattet ist, in einem bereits konzentrierten Markt wäre zwar isoliert gesehen erfolgreich, würde aber eine Anzahl nachfolgender Fusionen auslösen, die diesen Erfolg teilweise wegkonkurrieren. Unter Wohlfahrtsgesichtspunkten sind also im Ergebnis eine große Anzahl von horizontalen Fusionen bei stark zunehmender Konzentration nicht wünschenswert, da aufgrund der sinkenden Anzahl von

Wettbewerbern die Preise steigen, da die Kosteneinsparungen i.d.R. zu gering sind. Zur besseren Analyse des Ausleseprozesses des Fusionspartners dienen endogene Fusionsmodelle. Mit Hilfe dieser Modelle kann auch die endgültige, meist sehr hohe Konzentration auf einem Markt nach erfolgter Fusionswelle prognostiziert werden.

Der Einkauf von technologischem Wissen stand bei einigen Branchen als Motiv für eine Unternehmensübernahme im Vordergrund. Insbesondere im Bankenbereich wurde versucht, Know-How im Investment Banking durch Akquisitionen zu erwerben. Eine ähnliche Strategie löste Akquisitionen im Pharmabereich aus, wodurch die therapeutischen Anwendungsgebiete sowie die Forschungskompetenzen im allgemeinen erweitert werden sollten.

Ein weiteres zentrales Motiv für Unternehmenszusammenschlüsse ergibt sich aus der Eigennutzorientierung des Managements. Sie verfolgen neben der Maximierung des Gewinns bzw. des Shareholder Values eigene Ziele. Der Wettbewerb von Managementteams um die Kontrolle von Unternehmen funktioniert insbesondere in Deutschland nur sehr eingeschränkt. Das Risiko, bei abweichendem Verhalten bzw. erfolgloser Fusion zeitnah aus der Unternehmensführung entfernt zu werden, ist offensichtlich weit geringer als meist suggeriert wird (vgl. DaimlerChrysler). Die Diskussion um neue verbesserte Corporate Governance Regeln greift weitere Mißstände auf, wie die mangelnde Transparenz über die Vergütung von Vorständen deutscher Aktiengesellschaften. Die Funktionsfähigkeit des Aufsichtsrats wird inzwischen ebenfalls angezweifelt - aufgrund der gängigen Praxis - ehemalige Vorstands-vorsitzende nahtlos zum Aufsichtsratsvorsitzenden zu berufen, ohne daß Votum der Hauptversammlung abzuwarten (wie im Fall HypoVereinsbank). Anreizkompatible Verträge, die das Management auf das Ziel der Shareholder Value-Maximierung ausrichten sollen, schränken den diskretionären Spielraum des Vorstands zwar ein. Ob Fusionen aber tatsächlich der Gewinnmaximierung dienen - und damit einer harmonischen Zielsetzung zwischen Anteilseignern und Vorstand dienlich sind - kann i.d.R. erst ex post beurteilt werden. Die Vorstände werden bei der Frage einer externen Wachstumsstrategie - angesichts ihrer zur Verfügung stehenden begrenzten Zeit, in der sie dem Vorstand angehören - meist Fusionen vorziehen. Die längere Dauer internen Wachstums oder einer Kooperation, die sukzessive erweitert werden kann, widerspricht auch dem - eher schnellebigen Zielen zugelegten - Kapitalmarkt. So wechseln Unternehmensanteile immer schneller den Besitzer und sollten daher möglichst schnelle Erträge bzw. Unternehmenserfolge vorweisen oder zumindest in Aussicht stellen können.

Die gängige Herangehensweise bei der Analyse von Unternehmenszusammenschlüssen sieht entweder die Einzelfallbetrachtung (event studies) vor, oder es werden alternativ eine Vielzahl von Fusionen analysiert. Im ersten Fall fehlt häufig - abgesehen vom Abgleich mit dem Branchendurchschnitt - die Vergleichsmöglichkeit mit ebenfalls fusionierenden Wettbewerbern. Die Untersu-

chung einer großen Anzahl von Fusionen wiederum ermöglicht meist nur die standardisierte Verwendung von Erfolgsindikatoren, i.d.R. Gewinn- und/oder Umsatzentwicklung sowie abnormale Renditen der Aktienkursentwicklung. Branchenbesonderheiten finden bei diesem Vorgehen keine angemessene Berücksichtigung. Die deshalb in dieser Arbeit im Rahmen des dritten Kapitels durchgeführten Markt- und Fallanalysen dienten der Ermittlung von Motiven und Erfolgsindikatoren der vier untersuchten Branchen. Zu Vergleichszwecken wurden jeweils drei große Zusammenschlußfälle je Branche analysiert. Sowohl die Motive für einen Zusammenschluß als auch die daraus abgeleiteten Erfolgsindikatoren variieren im Ergebnis je nach Branche relativ stark.

Während in der Wachstumsbranche Pharma die Wachstumsraten des Umsatzes sowie die FuE-, Marketing- und Vertriebsbudgets im Vordergrund standen, waren Banken eher auf die Verbesserung ihrer Kostenposition bedacht, gemessen an beispielsweise Aufwands-/Ertragsrelationen (Cost-Income-Ratio) und dem Personalaufwand. Die Telekommunikationsbranche befindet sich nach rasantem Wachstum in einer Konsolidierungsphase, in der die zunehmende Verschuldung, nicht zuletzt ausgelöst durch die UMTS-Auktionen, verdaut werden muß. Aufgrund relativ gesättigter Automobilmärkte in den führenden Industrienationen mit nur noch geringem Wachstum strebten durch die Automobilunternehmen u.a. durch die Besetzung aufstrebender, überwiegend asiatischer Märkte neue Umsatzpotentiale an. Gemessen wurde der Erfolg dieser Weltstrategie an den Absatzzahlen sowie dem Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen auf den Goodwill (Ebidta).

Die zu verwendenden Kennzahlen, zugeschnitten auch auf weitere Branchen, sollten auch zukünftig, bei aller berechtigter Kritik an jahresabschlußorientierten Untersuchungen, weiterentwickelt und verfeinert werden. Insbesondere der mangelnde Erfolgsausweis durch die Unternehmen selbst erschwert die Bewertung eines Unternehmenszusammenschlusses allein auf Basis einer Auswertung von Geschäftsberichten allerdings sehr.

Die Alternativen der Befragung und der kapitalmarktorientierten Untersuchungen sowie Desinvestitionsraten bergen allerdings ebenfalls spezifische Nachteile, so daß die Isolierung eines einzelnen geeigneten Erfolgsindikators zur Beurteilung einer Fusion nach wie vor ein großes, noch zu lösendes Problem darstellt. In dieser Arbeit wurde diesem Problem mit der Kombination einer jahresabschlußorientierten ergänzt durch eine kapitalmarktorientierte Untersuchung begegnet. Ziel war die Erreichung von verlässlicheren Ergebnissen aufgrund einer verbreiterten Informationsbasis.

Die Analyse anhand kumulierter abnormaler Renditen unter Verwendung des Marktmodells ergab über zwei Jahre hinweg positive Werte für den Banken- und Pharmasektor. Die Ergebnisse der Automobil- und Telekommunikationsindustrie fielen dagegen sehr durchgewachsen aus. Auffallend ist die äußerst negati-

ve Bewertung von DaimlerChrysler, die wohl ursächlich auf die Absatz- bzw. Umsatzzelle von Chrysler zurückzuführen ist.

Im abschließenden vierten Kapitel wurde versucht, Erfolgskriterien für Fusionen herauszuarbeiten. Die Analyse ergab einerseits eine relativ einseitige Ausrichtung der Unternehmensstrategie durch eine Konzentration auf Kernkompetenzen und andererseits eine hervorgehobene Berücksichtigung der Interessen der Anteilseigner. Diese Strategie verliert – wie sich schon bei anderen Fusionswellen gezeigt hat – allerdings dann an Durchschlagskraft, wenn alle großen Unternehmen einer Branche relativ simultan demselben Strategiepfad folgen.

Das Problem asymmetrischer Informationen vor einem Zusammenschluß kann nur bedingt gelöst werden. Es verbleiben häufig Informationslücken, die für den Fusionserfolg entscheidend sein können. Bei der anschließenden Unternehmensbewertung steht eine angemessene Verteilung der Kostenersparnisse bzw. Synergieeffekte auf den Unternehmenskäufer bzw. -verkäufer im Mittelpunkt. Während der Verkäufer seinen Anteil ex ante erhält, erweisen sich ex post die geschätzten Kosteneinsparpotentiale bzw. Umsatzwachstumsprognosen häufig als zu optimistisch, und die Versprechungen an den Kapitalmarkt können nicht eingehalten werden. Der Verteilungskonflikt äußert sich auch in der Vielfalt der Bewertungsmethoden, die zu unterschiedlichen Unternehmenswerten gelangen.

Nicht zuletzt die Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten werden häufig als reine Rechengröße betrachtet, die letztlich die Kosteneinsparpotentiale zu erbringen haben. Dabei sind fusionierende Unternehmen gerade auf die Anstrengungen dieser Stakeholder angewiesen, zur Hebung von vorab nicht exakt quantifizierbarer Synergieeffekte in Form von Lernkostenvorteilen oder technologischen spillover-Effekten beizutragen. Da Synergieeffekte nicht unmittelbar nach Ankündigung eines Zusammenschlusses erfolgswirksam werden, beschränken sich die Unternehmen i.d.R. zunächst auf die Umsetzung schneller (Freisetzungs-) Maßnahmen, die Erfolge rasch sichtbar machen. Eine etwas sorgfältigere Planung und Analyse unterbleibt, wie sie bei einer Kooperation zumindest eher denkbar wäre, da der Erfolgsdruck aufgrund des verringerten Risikos weitaus geringer erscheint. Die mäßigen Erfolgsraten bei Fusionen und Übernahmen haben inzwischen auch auf dem Kapitalmarkt Wirkung erzielt. Der starke Anstieg von Fusionsfällen Ende der 90er Jahre ist inzwischen abgeebbt und einer zunehmenden Anzahl von Kooperationen gewichen, deren Tragfähigkeit sich allerdings erst noch erweisen muß.

Eine Minderheitsbeteiligung bzw. eine Kooperation als Einstieg bzw. Vorstufe in eine spätere Fusion gilt als erfolgsversprechender als eine unmittelbare Fusion. Diese Schlußfolgerung der Arbeit kann allerdings nur dann favorisiert werden, wenn ein Eingriff durch das übernehmende Unternehmen in die wirtschaftliche Dispositionsfreiheit explizit vorgesehen ist. Ansonsten gewinnt das erwerbende Unternehmen – bei Annahme einer reinen Finanzanlage – keinen Einblick in das Zielunternehmen und kann etwaige Kosteneinsparziele bzw. Synergieeff-

fekte ebenso unzureichend einschätzen wie im Fall einer unmittelbar vollzogenen Fusion.



## Literaturverzeichnis

- Accenture**, [www.accenture.com](http://www.accenture.com), Fighting disease, (ohne Datumsangabe).
- Aldering**, Christoph, und Christina Frein von **Hutten**, Due Diligence und Human Resources, in: Berens, Wolfgang, Hans U. Brauner, und Joachim Strauch, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Stuttgart 2002, S. 409-426.
- Anason**, Dean, und Jaret **Seiberg**, Trans-Atlantic Merger: German-U.S. Bank Pairing Facing No Unique Hurdles, in: American Banker 24.11.98, New York 1998, S. 2.
- Angersbach**, Carsten J., Due Diligence beim Unternehmenskauf, Baden-Baden 2002.
- Appel**, Holger, und Christoph **Hein**, Der DaimlerChrysler Deal, Stuttgart 1998.
- Asquith**, Paul, Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns, in: Journal of Financial Economics 11 (1983), S. 81-113.
- Audretsch**, David B., und M.P. **Feldman**, R&D Spillovers and the Geography of Innovation and Production, in: American Economic Review 86 (1996), S. 630-640.
- Aventis**, Geschäfts- und Finanzbericht 2002, Straßburg 2003.
- Aventis**, Geschäftsbericht 2000, Straßburg 2001.
- Aventis**, Geschäftsbericht 2001, Straßburg 2002.
- Aventis**, [www.aventis.com](http://www.aventis.com), Our history, (ohne Seitenangaben).
- Backhaus**, Klaus C., Die Macht der Allianz, in: Absatzwirtschaft 11 (1987). S. 122-130.
- Bamberger**, Burkhard, Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland, Köln 1994.
- Banque Nationale de Paris**, Annual Report 1999 BNP, Paris 2000.
- Banque Nationale de Paris**, Interim Report BNP 1999, Paris 1999.
- Baumol**, William J., John C. **Panzar** und Robert D. **Willig**, Contestable Markets and The Theory of Industry Structure, New York 1982.
- Berens**, Wolfgang, und Joachim **Strauch**, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen – eine empirische Untersuchung, Frankfurt am Main 2002.
- Berens**, Wolfgang, und Joachim **Strauch**, Herkunft und Begriff des Due Diligence, in: Berens, Wolfgang, Hans U. Brauner und Joachim Strauch, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Aufl., Stuttgart 2002, S. 3-24.
- Berens**, Wolfgang, Walter **Schmitting** und Joachim **Strauch**, Funktionen, Terminierung und rechtliche Einordnung der Due Diligence, in: Berens, Wolfgang, Hans U. Brauner und Joachim Strauch, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Aufl., Stuttgart 2002, S. 77-120.
- Berg**, Hartmut, Integrationsinduzierte Wettbewerbsprozesse: Das Beispiel des europäischen Pkw-Marktes, Dortmunder Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftspolitik Nr. 118, Dortmund 2002.

**Berg, Hartmut, und Armin Rott, DaimlerChrysler: Ein Unternehmenszusammenschluß neuer Qualität ?, Dortmund** Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftspolitik Nr. 89, Dortmund 1998.

**Berg, Hartmut, und Jens Müller, Auf der Suche nach Wettbewerbsvorteilen konglomerater Diversifizierung: Zur Transformation der Daimler-Benz AG vom Automobilproduzenten zum „integrierten Technologiekonzern“, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik 40 (1995), S. 367-390.**

**Berg, Hartmut, und Jens Müller, Kriterien der Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen: Die Chrysler Corporation zwischen Triumph und Krise: in: Kruse, Jörn, Kurt Stockmann, und Lothar Vollmer, (Hrsg.), Wettbewerbspolitik im Spannungsfeld nationaler und internationaler Kartellrechtsordnungen, Baden Baden 1997, S. 209-230.**

**Berger, Allen, Qinglei Dai, Steven Ongena und David C. Smith, To What Extent Will the Banking Industry be Globalized ? A Study of Bank Nationality and Reach in 20 European Countries, Federal Reserve Board (Hrsg.), New York 2002.**

**Bester, Helmut, Theorie der Industrieökonomik, 2. Aufl., Heidelberg 2003.**

**Blasko, Matej, Jeffrey M. Netter und Joseph F. Sinkey, Value Creation and challenges of an international transaction - The Daimler Chrysler merger, in: International Review of Financial Analysis 9 (2000), S 77-102.**

**Bleeke, Joel, Thomas Bull-Larsen und David Ernst, Wertsteigerung durch Allianzen, in: Bronder, Christoph, und Rudolf Pritzl, (Hrsg.), Wegweiser für strategische Allianzen, Wiesbaden 1992, S. 103-126.**

**Bleeke, Joel, und David Ernst, The Way to Win in Cross-Border Alliances, in: Harvard Business Review 69 (1991) S. 127-135.**

**Bliss, Richard T., und Richard Rosen, CEO compensation and bank mergers, in: Journal of Financial Economics 61 ( 2001 ), S. 107-138.**

**BMW, Geschäftsbericht der BMW Group 1994, München 1995.**

**BMW, Geschäftsbericht der BMW Group 2000, München 2001.**

**BNP Paribas, Annual Report 2000 BNP Paribas, Paris 2001.**

**BNP Paribas, Annual Report 2001 BNP Paribas, Paris 2002.**

**BNP Paribas, Press Release vom 05.02.2003 BNP Paribas, Paris 2003.**

**Böckem, Sabine, Fusionsdomino: Eine industrieökonomische Erklärung von Fusionswellen, in: Fusionen, Franz, Wolfgang, Hans Jürgen Ramser und Manfred Stadler (Hrsg.), Tübingen 2002, S. 141-158.**

**Bolton, Patrick, Joseph F. Brodley und Michael H. Riordan, Predatory Pricing: Strategic Theory and Legal Policy, in: Georgetown Law Journal 88 (2000) S. 2239-2330.**

**Boss, Alfred, Claus-Friedrich Laaser, und Klaus Werner Schatz et al, Deregulierung in Deutschland: eine empirische Analyse, Tübingen 1996.**

**Brown, Stephen J., und Jerold B. Warner, Measuring Security Price Performance, in: Journal of Financial Economics 8 (1980), S. 205-258.**

**Browne, Lynn E., und Eric S. Rosengreen:** The Merger Boom: An Overview, in: Browne, Lynn E., und Eric S. Rosengren (Hrsg.), The Merger Boom, New Hampshire 1987, S. 1-16.

**Bruner, Robert F.,** An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault, in: Journal of Financial Economics 51 (1999), S. 125-166.

**Bühner, Rolf,** Das Management-Wert-Konzept, Stuttgart 1990.

**Bühner, Rolf,** Der Shareholder-Value-Report, Landsberg am Lech 1994.

**Bühner, Rolf,** Reaktionen des Aktienmarkts auf Unternehmenszusammenschlüsse, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 42 (1990), S. 295-316.

**Bühner, Rolf,** Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland, Stuttgart 1990.

**Bundeskartellamt,** Bericht des Bundeskartellamts über seine Tätigkeit im Jahre 1978 sowie über Lage und Entwicklung auf seinem Aufgabengebiet (§ 50 GWB), Unterrichtung durch die Bundesregierung, Deutscher Bundestag, Drucksache 8/2980, Bonn 1979.

**Bundesverband der deutschen Banken,** Bericht 2002, Berlin 2003.

**Bundesverband der deutschen Banken,** Geldvermögensbildung der privaten Haushalte in Deutschland und die Bedeutung der Banken, www.bdb.de, Berlin 2002.

**Bundesverband der deutschen Banken,** Statistik-Service, Berlin 2002.

**Bundesverband der Pharmazeutischen Industrie (BPI),** Pharma-Daten 2002, Wiesbaden 2003.

**Cabral, Luis M.B.,** Conjectural variations as a reduced form, in: Economic Letters 49 (1995), S. 397-402.

**Chandler, Alfred D.:** Corporate Strategy, Structure and Control Methods in the United States During the 20th Century, in: Industrial and Corporate Change 1 (1992), S. 263-284.

**Copeland, Tom, Tim Koller und Jack Murrin,** Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 3rd edition, New York 2000.

**Creane, Anthony, und Carl Davidson,** Multidivisional Firms, Staggered Competition and the Merger Paradox, Department of Economics Michigan State University, October 2000.

**Cyert, Michael M., und James G. March,** A Behavioral Theory of the Firm, Englewood Cliffe 1963.

**Daimler-Benz,** Informationen zum Unternehmenszusammenschluß von Daimler-Benz und Chrysler, Stuttgart 1998,

**DaimlerChrysler,** Geschäftsbericht DaimlerChrysler 1999, Stuttgart 2000.

**DaimlerChrysler,** Geschäftsbericht DaimlerChrysler 2001, Stuttgart 2002.

**Danzon, Patricia, M., und Mark V. Pauly, Health Insurance and the Growth in Pharmaceutical Expenditures, in: The Journal of Law and Economics XLV (2002), S. 587-614.**

**Daughety, Andrew F., Beneficial Concentration, in: American Economic Review 80 (1990), S. 1231-1237.**

**Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen – Demografie Spezial, Frankfurt am Main 2002.**

**Deutsche Bank, Geschäftsbericht der Deutschen Bank 1998, Frankfurt am Main 1999.**

**Deutsche Bank, Geschäftsbericht der Deutschen Bank 1999, Frankfurt am Main 2000.**

**Deutsche Bank, Geschäftsbericht der Deutschen Bank 2000, Frankfurt am Main 2001.**

**Deutsche Bank, Geschäftsbericht der Deutschen Bank 2001, Frankfurt am Main 2002.**

**Deutsche Bank, Presse-Information der Deutschen Bank, Frankfurt 2003.**

**Dewing, Arthur Stone, The Financial Policy of Corporations, Vol.2., New York 1953.**

**Dockner, Engelbert J., A dynamic theory of conjectural variations, in: The Journal of Industrial Economics 15 (1992), S. 377-395.**

**Dockner, Engelbert J., und Andrea Gaunersdorfer, On the profitability of horizontal mergers in industries with dynamic competition, in: Japan and the World Economy 13 (2001), S. 195-216.**

**Drukarczyk, Jochen, Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München 2003.**

**Duelli, Jochen, M&A – kein Patentrezept !, in: Finance (2001), S. 58-59.**

**Emmerich, Volker, Kartellrecht, 9.Aufl., München 2001.**

**Entscheidung der Kommission im BMW / Rover Fall, Case No. IV/M.416 – BMW/Rover**

**Entscheidung der Kommission vom 08.05.2001 zur Behinderung von Reimporten durch Glaxo Wellcome, in: ABl. EG Nr. L 302, Brüssel 2001, S. 1-43.**

**Entscheidung der Kommission vom 28.01.1998 zu Verstößen gegen den freien Binnenhandel bzw. Art. 81(I) EGV durch Behinderung von Reimporten im Fall VW - Audi, ABl EG 1998 Nr. L 124, S. 60-108.**

**Entscheidung Nr. 1753/2000 EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Juni 2000 über den Ausstoß von Benzin- und Dieselmotoren von Pkw, Brüssel 2000.**

**Erb, Thoralf, Jochen Jahraus, Uwe Mummert, Axel Schulz und Stefan Voigt, Konsequenzen der Globalisierung für die Wettbewerbspolitik, Frankfurt am Main 2000.**

**Europäische Kommission, Presseerklärung der Europäischen Kommission, IP/00/452, Brüssel 2000.**

- Europäische Kommission**, Presseerklärung der Europäischen Kommission, IP 03/717, Brüssel 2003.
- Europäische Kommission**, Richtlinie 89/552, Brüssel 1989.
- Europäische Kommission**, Richtlinie 92/28, Brüssel 1992.
- Europäische Kommission**, Staatliche Beihilfe Nr. E 10/2000 - Deutschland - Anstaltslast und Gewährträgerhaftung, Brüssel 2002.
- Europäische Kommission**, Towards a dynamic European Economy, Green Paper on the development of the common market for telecommunication services and equipment, Com (87) 290, June 1987.
- European Association for Banking History**, Handbook on the History of European Banks, Frankfurt 1994.
- European Central Bank (ECB)**, Structural Analysis of the EU banking sector, Frankfurt 2002.
- European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations (EFPIA)**, The Pharmaceutical Industry in Figures, Brüssel 2003.
- Fama**, Eugene F., **Lawrence Fisher**, **Michael C. Jensen** und **Richard Roll**, The Adjustment of Stock Prices to New Information, in: *International Economic Review* 10 (1969), S. 1-21.
- Fama**, Eugene F., und **Kenneth R. French**, The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: *Journal of Finance* 47 (1992), S. 427-465.
- Farell**, Joseph, und **Carl Shapiro**, Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis, in: *American Economic Review* 80 (1990), S. 107-126.
- Farell**, Joseph, und **Carl Shapiro**, Scale Economies and Synergies in Horizontal Merger Analysis, in: *Antitrust Law Journal* 68 (2001), S. 685-710.
- Faulf-Oller**, Ramon, und **Massimo Motta**, Managerial Incentives for Takeovers, in: *Journal of Economics and Management Strategy* 5 (1996), S. 497-514.
- Fershtman**, Chaim, und **Kenneth L. Judd**, Equilibrium Incentives in Oligopoly, in: *American Economic Review* 77 (1987), S. 927-940.
- Firth**, Michael, Takeovers, Shareholder Return, and the Theory of the Firm, in: *Quarterly Journal of Economics* 94 (1980), S. 235-260.
- Fischer**, Marcus, *Typologien von Unternehmensverbindungen und Theorie der strategischen Führung*, München 1995.
- Fisher**, Franklin M., Games economists play, in: *RAND Journal of Economics* 20 (1989), S. 113-124.
- Fokken**, Ulrike, *Die Welt AG*, München 1999.
- Fosfuri**, Andrea, und **Massimo Motta**, Multinationals without Advantages, in: *Scandinavian Journal of Economics* 101 (1999), S. 617-630.
- Frühbrodt**, Lutz, *Die Liberalisierung der Telekommunikationsdienste*, Wiesbaden 2002.

- Gabelmann, Anne, und Wolfgang Groß**, Telekommunikation: Wettbewerb in einem dynamischen Markt, in: Knieps, Günter, und Gert Brunekreeft (Hrsg.), Zwischen Regulierung und Wettbewerb, 2. Aufl., Heidelberg 2003, S. 85-130.
- Generaldirektion Wettbewerb**, Car prices in the European Union: still substantial price differences, especially in the mass market segments, Press Release –IP/02/1109– 22.07.2002.
- Gerds, Johannes, und Gerhard Schewe**, Post Merger Integration – Unternehmenserfolg durch Integration Excellence, Heidelberg 2004.
- Gerpott, Torsten**, Wettbewerbsstrategien im Telekommunikationsmarkt, 3. Aufl., Stuttgart 1998.
- GlaxoSmithKline**, Annual Report 2001, London 2002.
- GlaxoSmithKline**, Merger Documentation, London 2000, (ohne Seitenangaben).
- GlaxoSmithkline**, [www.gsk.com](http://www.gsk.com), About GlaxoSmithkline – Our Heritage, (ohne Seitenangaben).
- Goedeckemeyer, Karl-Heinz**, Frankreichs Großbankensektor formiert sich neu, in: Die Bank 43 (2003), S. 80-81.
- Gomez, P., und B. Weber**, Akquisitionsstrategie: Wertsteigerung durch Übernahme von Unternehmungen, Stuttgart 1989.
- Görgens, Egon, Karlheinz Ruckriegel und Franz Seitz**, Europäische Geldpolitik – Theorie, Empirie, Praxis, 2. Aufl., Düsseldorf 2001.
- Gösche, Axel**, Mergers & Acquisitions im Mittelstand, Wiesbaden 1991.
- Gowrisankaran, Gautam**, A dynamic model of endogenous horizontal mergers, in: RAND Journal of Economics 30 (1999), S. 56-83.
- Gowrisankaran, Gautam, und Thomas H. Holmes**, Do Mergers Lead to Monopoly in the long Run ? Results from the Dominant Firm Model, National Bureau of Economic Research Working Paper 9151, Cambridge 2002.
- Grossman, Sanford J., und Oliver D. Hart**, Implicit contracts under asymmetric information, in: Quarterly Journal of Economics 98 (1983), S. 123-156.
- Gugler, Klaus, Dennis C. Mueller, B. Burcin Yurtoglu und Christine Zulehner**, The effects of mergers: an international comparison, in: International Journal of Industrial Organization 21 (2003), S. 625-653.
- Hachmeister, Dirk**, Die Abbildung der Finanzierung im Rahmen verschiedener Discounted Cash Flow-Verfahren, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (1996), S. 251-273.
- Härtel, Hans-Hagen, und Rolf Jungnickel et al.**, Grenzüberschreitende Produktion und Strukturwandel - Globalisierung der deutschen Wirtschaft, Baden Baden 1996.
- Henke, Claudia**, Tour des Banques: Die letzten Etappen, in: Die Bank 41 (2001), S. 88-91.
- Herdzina, Klaus**, Wettbewerbspolitik, 5.Auflage, Stuttgart 1999.



**Hinterhuber**, Andreas, Strategische Erfolgsfaktoren bei der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 2002.

**HM Treasury**, Review of banking services in the UK („Cruikshank report“), London 2000.

**Hoechst**, Bericht über den Zusammenschluß von Hoechst und Rhône Poulenc, Frankfurt 1999.

**Hoechst**, [www.hoechst.de](http://www.hoechst.de), Geschichte, (ohne Seitenangaben).

**Horn**, Henrik, und Lars **Persson**, Endogenous mergers in concentrated markets, in: International Journal of Industrial Organization 19 (2001), S. 1213-1244.

**Hubbard**, R. Glenn, und Darius **Palia**, A Re-Examination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View, National Bureau of Economic Research Working Paper 6539, Cambridge 1998.

**HypoVereinsbank**, Geschäftsbericht der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG 1998, München 1999.

**HypoVereinsbank**, Geschäftsbericht der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank 1999, München 2000.

**HypoVereinsbank**, Geschäftsbericht der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank 2000, München 2001.

**Immenga**, Ulrich, Relevante Märkte und Marktbeherrschung in der Regulierungspraxis, in: Multimedia und Recht 3 (2000), S. 196-200.

**Ingham**, Hilary, Ingvild **Kran**, und Andre **Lovestam**, Mergers and Profitability: A Managerial Success Story ?, in: Journal of Management Studies 29 (1992), S. 195-208.

**International Marketing Services (IMS)**, IMS World Review 2003, London 2003 (ohne Seiteangaben).

**International Telecommunication Union**, World Telecommunication Development Report 2002, Geneva 2002.

**Jacob**, Hans-Joachim, Diskussion zum Vortrag: Unternehmensbewertung im Wandel – Aktuelle Entwicklungen in der Unternehmensbewertung, in: Unternehmensbewertung im Wandel, Baetge, Jörg, (Hrsg.), Düsseldorf 2001.

**Jansen**, Stephan, Mergers & Acquisitions, 3. Aufl., Wiesbaden 2000.

**Jansen**, Stephan, Niko **Pohlmann** und Hubert **Weber**, Herausforderungen und Zumutungen an das Human Ressource Management bei Firmenzusammenschlüssen, in: Personalführung (2000), S. 30-39.

**Jansen**, Stephan, Pre und Post Merger-Integration bei grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen- Trends, Tools, Thesen und empirische Tests von Old and New Economy Deals, in: Internationales Fusionsmanagement: Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse, Jansen, Stephan, Gerhard Picot und Dirk Schiereck (Hrsg.), Stuttgart 2001.

**Jansen**, Stephan, und Klaus **Körner**, Fusionsmanagement in Deutschland, Witten 2000.

**Jensen, Michael C.**, Agency Costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, in: *American Economic Review* 76 (1986), S. 323-329.

**Junghanns, Volker**, Preis-Kosten-Scheren in der Telekommunikation, in: *Wirtschaft und Wettbewerb* 52 (2002), S. 567-576.

**Jungmittag, André, Guido Reger und Thomas Reiss**, *Changing Innovation in the Pharmaceutical Industry*, Heidelberg 2000.

**Kamien, Morton, und Israel Zang**, Competitively Cost Advantageous Mergers and Monopolization, in: *Games of Economic Behavior* 3 (1991), S.323-338.

**Kamien, Morton, und Israel Zang**, The Limits Of Monopolization Through Acquisition, in: *Quarterly Journal of Economics* 105 (1990), S. 465-499.

**Kappler, Ekkehard, und Heinz Rehkugler**, Konstitutive Entscheidungen, in: Heinen, Edmund (Hrsg.), *Industriebetriebslehre*, 9.Aufl., Wiesbaden 1991, S. 73-240.

**Kappler, Ekkehard, und Manfred Wegmann**, Konstitutive Entscheidungen, in: Heinen, Edmund, (Hrsg.), *Industriebetriebslehre*, 8.Aufl., Wiesbaden 1985, S. 69-234.

**Klein, Christina**, *Die Liberalisierung des Telekommunikationsmarktes in der Europäischen Union*, Hamburg 2000.

**Klein, Klaus-Günter, und Martin Jonas**, Due Diligence und Unternehmensbewertung, in: Berens, Wolfgang, Hans U. Brauner und Joachim Strauch, *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, Stuttgart 2002, S. 173-192.

**Kleinert, Jörn, und Henning Klodt**, Die fünfte Fusionswelle: Ausmaße und Hintergründe, in: *Megafusionen – Motive, Erfahrungen und wettbewerbspolitische Probleme*, Oberender, Peter (Hrsg.), S. 9-19.

**Kleinert, Jörn, und Henning Klodt**, *Megafusionen: Trends, Ursachen und Implikationen*, Tübingen 2000.

**Klodt, Henning**, Globalisierung, Phänomen und empirische Relevanz, in: *Jahrbuch für neue politische Ökonomie*, Band 17 (1997), S. 7-34.

**Knieps, Günter**, Rückführung der sektorspezifischen Regulierung auf dem deutschen TK-Markt. Die verpaßte Chance des Sondergutachtens der Monopolkommission, in: *Multimedia und Recht* 3 (2000), S. 266-269.

**Kotzian, Peter**, *Verhandlungen im europäischen Arzneimittelsektor*, Baden Baden 2003.

**KPMG**, *Transactions in Germany Success or Failure ?*, Frankfurt 2002.

**Kraftfahrzeugbundesamt**, [www.kba.de](http://www.kba.de), Zulassungszahlen des Jahres 2001, Flensburg 2002.

**Krauer, Alex**, Novartis – Weshalb ?, in: Siegwart, Hans (Hrsg.), *Megafusionen: Analysen – Kontroversen - Perspektiven*, Bern 1998, S. 123-130.

**Kreps, David M., und Jose A. Scheinkman**, Quantity Precommitment and Bertrand Competition Yield Cournot Outcomes, in: *Bell Journal of Economics* 14 (1983), S. 326-337.

**Kriener, Eberhard**, Wettbewerbliche Veränderungen im Bankensektor und ihre Auswirkungen auf die Geldpolitik der EZB, Wiesbaden 2002.

**Krüger, Wolfgang**, Ökonomische und rechtliche Probleme bei der Erfassung konglomerater Unternehmenszusammenschlüsse, Frankfurt am Main 1981.

**Kruse, Jörn**, Müssen Telefongespräche noch reguliert werden ? Anmerkungen zum Sondergutachten der Monopolkommission, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 70 (2000), S. 765-780.

**Kruse, Jörn**, Vertikale Integration als Wettbewerbsproblem, in: Kruse, Jörn, Kurt Stockmann und Lothar Vollmer, Wettbewerbspolitik im Spannungsfeld nationaler und internationaler Kartellrechtsordnungen: Festschrift für Ingo Schmidt zum 65. Geburtstag, Baden-Baden 1997.

**Laffont, Jean-Jacques**, und **Jean Tirole**, Competition in Telecommunications, Cambridge 2000.

**Leuenberger, A.F.**, Die pharmazeutische Industrie in den neunziger Jahren: Ausblicke und Herausforderungen aus europäischer Sicht, in: Swiss Pharma 12 (1990), S. 6-12.

**Lichtenberg, Frank R.**, und **Tomas J. Philipson**, The Dual Effects of Intellectual Property Regulations: Within- and Between-Patent Competition in the U.S. Pharmaceutical Industry, in: Journal of Law and Economics XLV (2002), S. 643-672.

**Ling, Davina C.**, **Ernst R. Berndt** und **Margaret K. Kyle**, Deregulating Direct-to-Consumer Marketing of Prescription Drugs: Effects on Prescription and Over-the-Counter Product Sales, in: Journal of Law and Economics XLV (2002), S. 691-723.

**Livermore, Shaw**, The Success of Industrial Mergers, in: Quarterly Journal of Economics 50 (1935), S. 68-96.

**Manne, Henry G.**, Mergers and the Market for Corporate Control, in: The Journal of Political Economy 73 (1965), S. 110-120.

**Mannesmann Archiv**, [www.mannesmann-archiv.de](http://www.mannesmann-archiv.de), Überblick über die Mannesmann-Geschichte.

**Mannesmann**, Geschäftsbericht der Mannesmann AG, Düsseldorf 2000.

**Marketing Systems**, Automobilmarkt in Deutschland, in: automotive trends Nr.1 (2002), S. 2-5.

**Markham, Jesse W.**, Survey of Evidence and Findings of Mergers, Princeton 1955.

**Marks, Mitchell Lee**, und **Philip Mirvis**, Merger Syndrome: Stress and Uncertainty, in: Mergers & Acquisitions 20 (1985), S. 50-55.

**Maskin, Eric**, und **Jean Tirole**, A Theory Of Dynamic Oligopoly, I: Overview and Quantity Competition With Large Fixed Costs, in: Econometrica 56 (1988), S. 549-569.

**Masulis, R.W.**, The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers, in: *Journal of Financial Economics* 8 (1980), S.139-178.

**Maucher, Helmut**, Allgemeine Betrachtungen zu Großfusionen, Restrukturierungen und Wettbewerbspolitik, in: Siegwart, Hans und Gregory Neugebauer, *Mega-Fusionen*, Zürich 1998, S. 39-62.

**Mergerstat**, [www.Mergerstat.com](http://www.Mergerstat.com), Free Reports - More than 30 Years of M&A Activity, 2000.

**Milgrom, Paul**, und John **Roberts**, *Economics, Organization and Management*, New Jersey 1992.

**Mishkin, Frederic**, Bank consolidation: A central banker's perspective, in: Amihud, Yakov, und Geoffrey Miller (Hrsg.), *Bank Mergers & Acquisitions*, Boston 1998, S. 3-20.

**Modigliani, Franco**, und Merton C. **Miller**, Corporate Income Taxes and Cost of Capital: A Correction, in: *American Economic Review* 53 (1963) S. 433-443.

**Monopolkommission**, Ökonomische Kriterien für die Rechtsanwendung: 5. Hauptgutachten 1982/1983, Baden-Baden 1984.

**Monopolkommission**, Wettbewerb auf den Telekommunikations- und Postmärkten ?, Sondergutachten Nr. 29, Baden Baden 1999.

**Monopolkommission**, Wettbewerbsentwicklung bei Telekommunikation und Post 2001: Unsicherheit und Stillstand, Sondergutachten Nr.33, Baden Baden 2001.

**Monopolkommission**, XIII. Hauptgutachten, Wettbewerbspolitik in Netzstrukturen, Bonn 2000.

**Morgan, Eleanor J.**, Innovation and Merger Decisions in the Pharmaceutical Industry, in: *Review of Industrial Organization* 19 (2001), S. 181-197.

**Müller, Margit**, Fusionen und Übernahmen aus historischer Sicht, in: Siegwart, Hans, und Gregory Neugebauer, *Mega-Fusionen: Analysen – Kontroversen – Perspektiven*, Bern 1998, S. 63-84.

**Murphy, Kevin J.**, Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis, in: *Journal of Accounting and Economics* 7 (1984), S. 11-42.

**Neumann, Andreas**, Fusionen und fusionsähnliche Zusammenschlüsse, Bern 1994.

**Nilssen, Tore**, und Lars **Sogard**, Sequential horizontal mergers, in: *European Economic Review* 42 (1998), S. 1683–1702.

**Nissan**, [www.nissanmotors.com](http://www.nissanmotors.com), Short History of Nissan Motor Company.

**Novartis**, Financial Report 1998, Basel 1999.

**Novartis**, Financial Report 1999, Basel 2000.

**Novartis**, Investor Relations Release, Basel 2003.

**Novartis**, Medienmitteilung, Basel 2000.

**Novartis**, Medienmitteilung, Basel 2001.

- Novartis**, Medienmitteilung, Basel 2003.
- Novartis**, [www.novartis.com](http://www.novartis.com), History, (ohne Seitenangaben).
- Olivetti**, Annual Report Olivetti 1999, Ivrea 2000.
- Olivetti**, Annual Report Olivetti 2000, Ivrea 2001.
- Olivetti**, Annual Report Olivetti 2001, Ivrea 2002.
- Olivetti**, Annual Report Olivetti 2002, Ivrea 2003.
- Olivetti**, [www.olivetti.com](http://www.olivetti.com), Olivetti: a story of innovation and growth (ohne Seitenangaben).
- Olson**, Mary K., Pharmaceutical Policy Change and the Safety of New Drugs, in: *Journal of Law and Economics* XLV (2002), S. 615-643.
- Pack**, Heinrich, Due Diligence, in: Picot, Gerhard (Hrsg.), *Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration*, 2. Aufl., Stuttgart 2002.
- Paprottka**, Stephan, *Unternehmenszusammenschlüsse*, Wiesbaden 1998.
- Paulus**, John D., und Stephen R. Waite, Discussion, in: Browne, Lynn E., und Eric S. Rosengren (Hrsg.), *The Merger Boom*, New Hampshire 1987, S. 38-51.
- Penzel**, Hans-Gert, und Christian Pietig, *MergerGuide – Handbuch für die Integration von Banken*, München 2000.
- Pepall**, Lynn, Daniel Richards und George Norman, *Industrial Organization: Contemporary Theory & Practice*, 2<sup>nd</sup> edition, Mason 2002.
- Perry**, Martin K., und Robert H. Porter, Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger, in: *American Economic Review* 75 (1985), S. 219-227.
- Picot**, Gerhard, Due Diligence und privatrechtliches Haftungssystem, in: Berens, Wolfgang, Hans U. Brauner, und Joachim Strauch, *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, Stuttgart 2002, S. 241-270.
- Picot**, Gerhard, und Stephan Jansen, *Moderne Bewertungsverfahren von Unternehmen*, in: 12-teilige Serie im Handelsblatt: *Mergers & Acquisitions optimal managen*, 16./17.04.1999, S. K4.
- Picot**, Gerhard, *Unternehmenskauf und Restrukturierung – Handbuch zum Wirtschaftsrecht*, Stuttgart 1998.
- Porter**, Michael, From Competitive Advantage to Corporate Strategy, in: *Harvard Business Review* 65 (1987), S. 43-59.
- Prahalad**, C.K., und Gary Hamel, The Core Competence of the Corporation, in: *Harvard Business Review* (1990), S. 81-91.
- Prokop**, Jörg, *Die Bewertung zukünftiger Unternehmenserfolge, Konzepte – Möglichkeiten – Grenzen*, Wiesbaden 2003.
- Randall**, Morck, Andrei Shleifer, und Robert W. Vishny, Alternative Mechanisms of Corporate Control, in: *American Economic Review* 79 (1989), S. 842-854.
- Randles**, Sally, Complex Systems Applied ? The Merger that made GlaxoSmithKline, in: *Technology Analysis & Strategic Management* 14 (2002), S. 331-354.

**Rappaport**, Alfred, *Shareholder Value - The New Standard for Business Performance*, New York 1986.

**Ravenscraft** David J., und **Frederic M. Scherer**, *The Profitability of Mergers*, in: *Institutional Journal of Industrial Organization* 7 (1989), S.101–116.

**Ravenscraft**, David J., *The 1980s Merger Wave: An Industrial Organization Perspective*, in: *Browne, Lynn E., und Eric S. Rosengren (Hrsg.), The Merger Boom*, New Hampshire 1987, S. 17-37.

**Ravenscraft**, David J., und **Frederic M. Scherer**, *Mergers, Sell-Offs, & Economic Efficiency*, Washington, D.C. 1987.

**Regierungsentwurf** eines Poststrukturgesetzes, BT–Drs. 11/2854.

**Regulierungsbehörde für Telekommunikation und Post**, *Jahresbericht 2002, Marktbeobachtungsdaten der Regulierungsbehörde für Telekommunikation und Post*, Bonn 2003.

**Renault**, *Geschäftsbericht der Renault Group 2000*.

**Renault**, *Geschäftsbericht der Renault Group 2001*.

**Renault**, *Geschäftsbericht Renault Group 1999*, Paris 2000.

**Renault**, [www.renault.com](http://www.renault.com), *Alliance in brief 2001* (ohne Seitenangaben).

**Roades**, Stephen, *Bank Mergers and Banking Structure in the United States, 1980 – 1998*, Federal Reserve Board (Hrsg.), New York 2000.

**Robinson**, Joan, *The Economics of Imperfect Competition*, 2<sup>nd</sup> edition, New York 1969.

**Rodrigues**, Vasco, *Endogenous mergers and market structure*, in: *International Journal of Industrial Organization* 19 (2001), S. 1245-1261.

**Röhrich**, Martina, *Feindliche Übernahmeangebote: eine wettbewerbspolitische Beurteilung anhand von Fallstudien aus den USA*, Baden Baden 1992.

**Roll**, Richard, *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, in: *Journal of Business* 59 (1986), S. 197-216.

**Salant**, Stephen W, **Sheldon Swytzer** und **Robert J. Reynolds**, *Losses from Horizontal Merger: The Effects of an exogenous change in industry structure on Cournot-Nash Equilibrium*, in: *Quarterly Journal of Economics* 98 (1983), S. 185-199.

**Salter**, Malcolm S., und **Wolf A. Weinhold**, *Merger Trends and Prospects for the 1980s*, Harvard 1980.

**Scherer**, **Frederic M.**, und **David Ross**, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Third Edition, Boston 1990.

**Schewe**, Gerhard, **Mirco Schaecke** und **Matthias Münstermann**, *Post Merger Integration: Der Fall Bayerische Vereinsbank / Bayerische Hypotheken- und Wechselbank*, Arbeitspapiere des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insb. Organisation, Personal und Innovation der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster Nr. 13, Münster 2000.

**Schiereck**, Dirk, *Internationale Corporate Governance durch institutionelle Anleger*, in: *Internationales Fusionsmanagement: Erfolgsfaktoren grenzüber-*



**schreitender Unternehmenszusammenschlüsse**, Jansen, Stephan, Gerhard Picot und Dirk Schiereck (Hrsg.), Stuttgart 2001.

**Schmidt**, Ingo, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 7. Auflage, Stuttgart 2001.

**Schmitz**, Ronaldo, Unternehmensfusionen: ein Wesensmerkmal der globalisierten Wirtschaft, in: Wirtschaftsdienst 78 (1998), S. 383-386.

**Schubert**, Werner, und Karlheinz **Kütting**, Unternehmenszusammenschlüsse, München 1981.

**Sebastian**, Karl-Heinz, Ralph **Niederdrenk** und Andreas **Tesch**, Market Due Diligence: Bewertung von Unternehmen aus Sicht des Marktes, in: M&A Review (1998), S. 207-211.

**Sell**, Friedrich, Anforderungen an immobile Produktionsfaktoren vor dem Hintergrund der Globalisierung, in: Berg, Hartmut (Hrsg.), Globalisierung der Wirtschaft: Ursachen – Formen – Konsequenzen, Berlin 1999, S. 69-102.

**Shapiro**, Carl, The theory of business strategy, in: RAND Journal of Economics 20 (1989), S. 125-137.

**Sharpe**, William F., A Simplified Model for Portfolio Analysis, in: Management Science 9 (1963), S. 277-293.

**Sharpe**, William F., Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: Journal of Finance 19 (1964), S. 425-442.

**Shleifer**, Andrei, und Robert W. **Vishny**, The Takeover Wave of the 1980s, in: Science 249 (1990), S. 745-749.

**Shleifer**, Andrei, und Robert W. **Vishny**, Value Maximization and the Acquisition Process, in: Journal of Economic Perspectives 2 (1988), S. 7-20.

**Siroh**, K.V., Are Bigger Banks better ?, The Conference Board, New York 1999.

**Strohmer**, Michael E., Integration nach Merger and Acquisition: Erfolgskonzeption für das Post-Deal-Management, Wiesbaden 2001.

**Telecom Italia**, [www.telecom-italia.com](http://www.telecom-italia.com), (ohne Titel und Seitenangaben).

**Thomson Financial Group**, [www.tfg.com](http://www.tfg.com), Die 20 größten Unternehmensübernahmen weltweit im Zeitraum 1998 – 2002 in Mrd. €.

**Thomson Financial Group**, [www.tfg.com](http://www.tfg.com), Entwicklung des Transaktionsmarktes weltweit in Mrd. \$.

**Tirole**, Jean, The theory of Industrial Organization, Cambridge 1988.

**Turiaux**, André, und Dagmar **Knigge**, Umweltrisiken bei M&A-Transaktionen, in: Betriebs-Berater 54 (1999), S. 913-920.

**Uder**, Helmuth, und Michael H. **Kramarsch**, Mergers & Acquisitions - Managen durch erfolgreiche Integration der Human Resources, in: Internationales Fusionsmanagement: Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse, Jansen, Stephan, Gerhard Picot und Dirk Schiereck (Hrsg.), Stuttgart 2001.

**UNCTAD**, World Investment Report 2000 - Cross-border Mergers and Acquisitions and Development, New York 2000.

**UNCTAD, World Investment Report 2003 – FDI Policies for Development: National and International Perspectives, New York 2003.**

**Verband der Automobilindustrie e.V. (VDA), Jahresbericht 2002, Frankfurt am Main 2002.**

**Verband Forschender Arzneimittelhersteller (VFA), Statistics 2002, Berlin 2003.**

**Verordnung Nr. 1400/2002 der Kommission über die Anwendbarkeit von Art. 81(3) auf vertikale Vereinbarungen in der Automobilindustrie (neue Gruppenfreistellungsverordnung), in: ABl EG 2002, Nr. L 203, S. 30-41.**

**Verordnung Nr. 2790/1999 der Kommission über die Anwendbarkeit von Art. 81(3) auf vertikale Vereinbarungen in der Automobilindustrie (alte Gruppenfreistellungsverordnung) in: ABl EG 1999, Nr. L 336, S. 21-25.**

**Viscusi, W. Kip, John M. Vernon und Joseph E. Harrington, Economics of Regulation and Antitrust, Third Edition, Massachusetts 2000.**

**Vodafone, Geschäftsbericht 2000 der Mannesmann AG – ein Unternehmen der Vodafone Group Plc, Düsseldorf 2001.**

**Vodafone, www.vodafone.com, History, (ohne Seitenangaben).**

**Vodafone, www.vodafone.com, Preliminary Announcement of Results Year Ended 31 March 2003, 27.05.2003 (ohne Seitenangaben).**

**Vogel, Dieter H., M&A Ideal und Wirklichkeit, Wiesbaden 2002.**

**Voigt, Jörn F., Ertragswert und Substanzwert bestimmen den Kaufpreis, in: Blick durch die Wirtschaft (1988) S. 13-15.**

**Weber, Manfred, Die deutschen Banken im europäischen Binnenmarkt, in: Die Bank 42 (2002), S. 456-459.**

**Weimer, Theodor, und Cornel Wißkirchen, Sechs Thesen zur Fusionswelle im Bankenbereich, in: Die Bank 39 (1999), S.758-763.**

**Weizsäcker v., Carl Christian, Transnationale Fusionen aus der Sicht des Wettbewerbspolitikers, in: Wirtschaftsdienst 78 (1998), S. 386-389.**

**Werner, Thomas, Megafusionen, Pharmafusionen am Beispiel GlaxoSmithKline, in: Oberender, Peter (Hrsg.), Megafusionen – Motive, Erfahrungen und wettbewerbspolitische Probleme, Berlin 2002, S. 57-66.**

**Weston, Fred, Kwang S. Chung, und Susan Hoag, Mergers, Restructuring and Corporate Control, Englewood Cliffs 1990.**

**Weston, J. Fred, und Surenda K. Mansinghka, Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms, in: The Journal of Finance 26 (1971), S. 919-936.**

**Williamson, Oliver E., The economic institutions of capitalism - Firms, markets, relational contracting, New York 1985.**

**Wittwer, Antje, Innerbetriebliche Kommunikation bei Unternehmenszusammenschlüssen: eine Untersuchung integrationshemmender und integrationsfördernder Faktoren, München 1995.**

**Wöhe, Günter**, Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 19.Aufl., München 1996.

**Zeller, Christian**, Globalisierungsstrategien – Der Weg von Novartis, Heidelberg 2001.

**Zimmermann, Rolf**: Protektionistische Handelsblöcke als Antwort auf Globalisierung ?, in: Donges, Jürgen und Andreas Freytag (Hrsg.), Die Rolle des Staates in einer globalisierten Wirtschaft, Stuttgart 1998, S. 93-118.

**Ziss, Steffen**, Horizontal mergers and delegation, in: International Journal of Industrial Organization 19 (2001), S. 471-492.

**Zohlhöfer, Werner**, Wettbewerbspolitik im Oligopol: Erfahrungen der amerikanischen Antitrustpolitik, Basel, Tübingen 1968.

## HOHENHEIMER VOLKSWIRTSCHAFTLICHE SCHRIFTEN

- Band 1 Walter Deffaa: Anonymisierte Befragungen mit zufallsverschlüsselten Antworten. Die Randomized-Response-Technik (RRT). Methodische Grundlagen, Modelle und Anwendungen. 1982.
- Band 2 Thomas Michael Baum: Staatsverschuldung und Stabilisierungspolitik in der Demokratie. Zur neoinstitutionalistischen Kritik der keynesianischen Fiskalpolitik. 1982.
- Band 3 Klaus Schröter: Die wettbewerbspolitische Behandlung der leitungsgebundenen Energiewirtschaft. Dargestellt am Beispiel der Fernwärmewirtschaft der Bundesrepublik Deutschland. 1986.
- Band 4 Hugo Mann: Theorie und Politik der Steuerreform in der Demokratie. 1987.
- Band 5 Max Christoph Wewel: Intervallarithmetische Dependenzanalyse in der Ökonometrie. Ein konjekturaler Ansatz. 1987.
- Band 6 Heinrich Pascher: Die U.S.-amerikanische Deregulation Policy im Luftverkehrs- und Bankenbereich. 1987.
- Band 7 Harald Lob: Die Entwicklung der französischen Wettbewerbspolitik bis zur Verordnung Nr. 86-1243 vom 01. Dezember 1986. Eine exemplarische Untersuchung der Erfassung der Behinderungsstrategie auf der Grundlage des Konzepts eines wirksamen Wettbewerbs. 1988.
- Band 8 Ulrich Kirschner: Die Erfassung der Nachfragemacht von Handelsunternehmen. Eine Analyse der ökonomischen Beurteilungskriterien und der wettbewerbsrechtlichen Instrumente im Bereich der Verhaltenskontrolle. 1988.
- Band 9 Friedhelm Herb: Marktwirtschaftliche Innovationspolitik. 1988.
- Band 10 Claus Schnabel: Zur ökonomischen Analyse der Gewerkschaften in der Bundesrepublik Deutschland. Theoretische und empirische Untersuchungen von Mitgliederentwicklung, Verhalten und Einfluß auf wirtschaftliche Größen. 1989.
- Band 11 Jan B. Rittaler: Industrial Concentration and the Chicago School of Antitrust Analysis. A Critical Evaluation on the Basis of Effective Competition. 1989.
- Band 12 Thomas März: Interessengruppen und Gruppeninteressen in der Demokratie. Zur Theorie des Rent-Seeking. 1990.
- Band 13 Andreas Maurer: Statistische Verfahren zur Ermittlung von oligopolistischen Strukturen. 1990.
- Band 14 Peter Mandler: Zur ökonomischen und politisch-institutionellen Analyse öffentlicher Kredithilfen. 1992.
- Band 15 Heinrich J. Engelke: Die Interpretation der Rundfunkfreiheit des Grundgesetzes: Eine Analyse aus ökonomischer Sicht. 1992.
- Band 16 Thomas Fischer: Staat, Recht und Verfassung im Denken von Walter Eucken. Zu den staats- und rechtstheoretischen Grundlagen einer wirtschaftsordnungspolitischen Konzeption. 1993.
- Band 17 Stefan Elßer: Innovationswettbewerb. Determinanten und Unternehmensverhalten. 1993.
- Band 18 Reinhard Scharff: Regionalpolitik und regionale Entwicklungspotentiale. Eine kritische Analyse. 1993.
- Band 19 Karin Beckmann: Probleme der Regionalpolitik im Zuge der Vollendung des Europäischen Binnenmarktes. Eine ökonomische Analyse. 1995.

- Band 20 Bernd Nolte: Engpaßfaktoren der Innovation und Innovationsinfrastruktur. Eine theoretische und empirische Analyse für ländliche Wirtschaftsräume in Baden-Württemberg. 1996.
- Band 21 Klaus-Rainer Brintzinger: Die Nationalökonomie an den Universitäten Freiburg, Heidelberg und Tübingen 1918 - 1945. Eine institutionenhistorische, vergleichende Studie der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultäten und Abteilungen südwestdeutscher Universitäten. 1996.
- Band 22 Steffen Binder: Die Idee der Konsumentensouveränität in der Wettbewerbstheorie. Teleokratische vs. nomokratische Auffassung. 1996.
- Band 23 Alexander Burger: Deregulierungspotentiale in der Gesetzlichen Rentenversicherung. Reformnotwendigkeiten versus Reformmöglichkeiten. 1996.
- Band 24 Burkhard Scherer: Regionale Entwicklungspolitik. Konzeption einer dezentralisierten und integrierten Regionalpolitik. 1997.
- Band 25 Frauke Wolf: Lorenzkurvendisparität. Neuere Entwicklungen, Erweiterungen und Anwendungen. 1997.
- Band 26 Hans Pittlik: Politische Ökonomie des Föderalismus. Föderative Kompetenzverteilung im Lichte der konstitutionellen Ökonomik. 1997.
- Band 27 Stephan Seiter: Der Beitrag Nicholas Kaldors zur Neuen Wachstumstheorie. Eine vergleichende Studie vor dem Hintergrund der Debatte über den Verdoorn-Zusammenhang. 1997.
- Band 28 André Schmidt: Ordnungspolitische Perspektiven der europäischen Integration im Spannungsfeld von Wettbewerbs- und Industriepolitik. 1998.
- Band 29 Bernd Blessin: Innovations- und Umweltmanagement in kleinen und mittleren Unternehmen. Eine theoretische und empirische Analyse. 1998.
- Band 30 Oliver Letzgus: Die Ökonomie internationalen Umweltschutzes. 1999.
- Band 31 Claudia Hafner: Systemwettbewerb versus Harmonisierung in Europa. Am Beispiel des Arbeitsmarktes. 1999.
- Band 32 Jürgen Kulle: Ökonomie der Musikindustrie. Eine Analyse der körperlichen und unkörperlichen Musikverwertung mit Hilfe von Tonträgern und Netzen. 1998.
- Band 33 Michael Ganske: Intertemporale Aspekte von Staatsverschuldung und Außenhandel. 1999.
- Band 34 Margit Ströbele: Die Deregulierungswirkungen der europäischen Integration. Das Beispiel der Sondermärkte. 1999.
- Band 35 Marion Benesch: Devisenmarktinterventionen in Theorie und Praxis. Eine umfassende Analyse ihrer Zielsetzungen, Wirkungsweisen und wirtschaftspolitischen Bedeutung. 1999.
- Band 36 Torsten Gruber: Unterschiedliche geldpolitische Transmissionsmechanismen und Stabilitätskulturen als mögliche Ursachen geldpolitischer Spannungen in der Europäischen Währungsunion. 2000.
- Band 37 Bertram Melzig-Thiel: Arbeit in der Informationsgesellschaft. Chancen und Risiken neuer Informations- und Kommunikationstechnologien für die Beschäftigung. 2000.
- Band 38 Annette Fritz: Die Entsorgungswirtschaft im Spannungsfeld zwischen Abfallpolitik und Kartellrecht. Eine industrieökonomische Branchenstudie. 2001.
- Band 39 Harald Strotmann: Arbeitsplatzdynamik in der baden-württembergischen Industrie. Eine Analyse mit amtlichen Betriebspanel Daten. 2002.

- Band 40 Dietrich Benner: Qualitätsungewißheit bei Gütern mit Vertrauenseigenschaften. Entwicklung und Anwendung eines entscheidungstheoretisch fundierten Analyserahmens. 2002.
- Band 41 Jürgen M. Schechler: Sozialkapital und Netzwerkökonomik. 2002.
- Band 42 Kay-Uwe May: Haushaltskonsolidierung durch Ausgabekürzungen. Restriktionen und Strategien. 2002.
- Band 43 Peter Kühnl: Der Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik im Aufholprozess. Die monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie der Berliner Schule vor dem Hintergrund der makroökonomischen Entwicklung ausgewählter Länder Mittel- und Osteuropas. 2003.
- Band 44 Steffen Wirth: Nichtparametrische Analyse von Bildungsertragsraten. Neuere Entwicklungen und Anwendungen. 2003.
- Band 45 Bernhard Holwegler: Innovation, Diffusion und Beschäftigung. Die ökonomische Theorie der Technologiediffusion und ihr Beitrag zur Erklärung technologischer Arbeitslosigkeit. 2003.
- Band 46 Guntram R. M. Hepperle: Zukunftsorientierte Industriepolitik. Möglichkeiten und Grenzen. 2004.
- Band 47 Udo Vullhorst: Stabilisierungspolitik bei supranationaler Geldpolitik und nationaler Fiskalpolitik. Eine spieltheoretische Betrachtung. 2004.
- Band 48 Matthias Rösch: Die Bedeutung von Investivlöhnen und Gewinnbeteiligungen für Einkommensverteilung und Beschäftigung. 2004.
- Band 49 Michael Bublik: Erfolgskriterien für Unternehmenszusammenschlüsse. Eine theoretische und exemplarische Analyse. 2005.



# Wettbewerb, Wirtschaftsordnung und Umwelt

**Festschrift für Udo Müller**

**Herausgegeben von Oliver Budzinski und Jörg Jasper**

Frankfurt am Main, Berlin, Bern, Bruxelles, New York, Oxford, Wien, 2004.

369 S., 2 Abb., Tab. und Graf.

Schriften zur Politischen Ökonomie. Evolutorische und ökologische Aspekte.

Verantwortlicher Herausgeber: Jörg Jasper. Bd. 3

ISBN 3-631-51710-6 · br. € 54.80\*

In diesem Band wurden Beiträge von Autoren zusammengestellt, die Prof. Dr. Udo Müller im Laufe seines wissenschaftlichen Werdeganges begleitet haben. Entsprechend der großen Bandbreite seiner Interessen und Tätigkeitsbereiche in Forschung und Lehre umfasst dieses Buch ein breites Spektrum von Themen, beginnend mit theoretischen Arbeiten zu den Bereichen Umweltökonomik, Wirtschaftstheorie, Wirtschafts- und Wettbewerbspolitik über Analysen zur Gestaltung der deutschen und europäischen Wettbewerbsordnung bis hin zu Beiträgen, die sich mit der praktischen Umsetzung theoretischer Konzepte im betrieblichen oder wirtschaftspolitischen Kontext befassen.

*Aus dem Inhalt:* Wettbewerbstheorie und Wettbewerbspolitik · Ausgestaltung der deutschen und europäischen Wirtschaftsordnung · Umweltökonomik, Ökologie und Systemmanagement



Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

Auslieferung: Verlag Peter Lang AG

Moosstr. 1, CH-2542 Pieterlen

Telefax 00 41 (0) 32 / 376 17 27

\*inklusive der in Deutschland gültigen Mehrwertsteuer

Preisänderungen vorbehalten

Homepage <http://www.peterlang.de>