Bernd W. Wirtz (Hrsg.)

Handbuch Mergers & Acquisitions Management

GABLER

Hagen Lindstädt

Ziele, Motive und Kriterien für Unternehmenszusammenschlüsse

Wertorientierung aus strategischer Perspektive

1 Einleitung: Wertsteigerung durch M&A versus Interessen von Management und Stakeholdern .....

2 Ausgangspunkt strategischer Wertorientierung: Porters drei "essenzielle Tests" .....

3 Die vier strategischen Ziele von Unternehmenszusammenschlüssen

3.1 Aktivitäten effizienter durchführen: Skalen- und Verbundeffekte .....

3.2 Neue interne Erfolgspotenziale aufbauen und nutzen: Kernfähigkeiten.....

3.3 Preis- und Verhandlungsspielräume vergrößern: Marktmacht.....

3.4 Aktivitäten & Ressourcen effizienter steuern und koordinieren: Transaktionskosten .....

4 Resümee .....

Literaturverzeichnis

1 Einleitung: Wertsteigerung durch M&A versus Interessen von Management und Stakeholdern

Unternehmenszusammenschlüsse sind auf der Tagesordnung des Managements so weit oben angesiedelt wie wohl nur wenige andere Themen. Und dieses Interesse an M&A erklärt sich einfach: Schließlich sind die Implikationen für den Unternehmenswert oft enorm, ebenso wie die Herausforderungen an das Management im gesamten Prozess. Auch die strategischen Chancen und sowie Risiken hinsichtlich Portfolio, Positionierung und Kompetenzen – um nur einige Aspekte zu nennen – sind wesentlich, und nur bei wenigen anderen Themen treten die Folgen einer Managemententscheidung so deutlich und zurechenbar zutage wie bei einer Transaktion entsprechender Größe.

Nicht zuletzt sind bei Unternehmenszusammenschlüssen die Interessen zahlreicher Beteiligter tangiert: (Anteils)Eigner, Management, Mitarbeiter und (andere) Stakeholder auf beiden Seiten beurteilen die Zweckmäßigkeit der Aktivität naturgemäß vor allem aus der Perspektive ihrer jeweiligen eigenen Ziele – und diese sind in aller Regel nicht notwendig komplementär, also identisch ausgerichtet. Um so wichtiger sind diese Ziele – sowohl zur Klärung der (finanziellen und strategischen) Sinnhaftigkeit eines Zusammenschlusses ex ante als auch zur Überprüfung seines Erfolges ex post, bei dem der Grad als Beurteilungskriterium herangezogen werden kann, zu dem die eingangs (hoffentlich explizit) formulierten Ziele realisiert wurden.

Die hohe Relevanz von Untersuchungen zu Unternehmenszusammenschlüssen im Allgemeinen und ihrer Ziele, Motive und (Erfolgs)Kriterien im Besonderen erschließt sich also unmittelbar. Bei ihrer umfassenden Diskussion stellt sich demnach zunächst die Aufgabe, die Interessenvielfalt der relevanten Stakeholder voneinander abzugrenzen, um Ziele und Motive in dieser heterogenen Gruppe sinnvoll zu diskutieren und typische Konflikte zu thematisieren. So stellt sich oftmals heraus, dass reine Wachstumsziele, die vordergründig im Eignerinteresse zu liegen scheinen, tatsächlich vor allem Eigeninteresse des Managements sind, etwa zur Ausdehnung des Einflussbereiches oder wegen unmittelbarer wirkender finanzieller Überlegungen.

Dieser Beitrag verfolgt jedoch einen anderen Weg: Statt einer Gegenüberstellung und Abgrenzung unterschiedlicher Stakeholderinteressen nimmt die Untersuchung die Perspektive des (ökonomischen) Wertes für die Anteilseigner ein, entscheidet sich also durchgehend für die Untersuchung von Zielen, Motiven und somit (Erfolgs)Kriterien aus Shareholdersicht, mit anderem Worten: Es wird die Perspektive des Unternehmenswertes eingenommen.

M&A-Entscheidungen des Managements waren und sind in der Praxis mehrheitlich von drei wesentlichen Ansätzen geprägt: Erstens durch subjektive, oft sogar intuitive

Einschätzungen spezifischer Angebote und Gelegenheiten, zweitens durch die Beschränkung auf rein kapitalwertgetriebene Ansätze und drittens durch ein Handeln entsprechend aktueller Moden und Trends, denen sich das Management nicht entziehen zu können glaubt.

Dabei taugen alle drei Ansätze nur beschränkt zu einer fundierten Entscheidungsfindung. Bei einer Konzentration auf den Einstieg in (vermeintlich) attraktive Industrien muss sich das Management die Frage gefallen lassen, warum andere Marktteilnehmer nicht den gleichen Weg mit einem Angebot identischer Höhe gehen und wodurch sich die gezahlte Prämie eigentlich rechtfertigt. Die erwiesene Unberechenbarkeit der Kapitalmärkte offenbart die immanente Schwäche auch noch so weit entwickelter finanztheoretischer Bewertungs- oder gar Prognosemodelle, was die zweite Kategorie der Einflussgrößen als nicht ausreichend offenbart. Vor dem Hintergrund der Sensitivität der Ergebnisse des Bewertungsmodells für die Modellannahmen kann man bisweilen den Eindruck gewinnen, dass die eigentliche Entscheidung über den „Deal“ nur noch gerechtfertigt werden soll.

Bei der wiederholten Anwendung der ersten beiden Ansätze sehen sich die Eigner nach einiger Zeit im Besitz eines „Bauchladens“, also eines unverbundenen Portfolios von Unternehmensteilen. Das Management muss sich dann – nicht selten von den gleichen Investmentbankern, die vorher die Zusammenschlüsse angeregt hatten – aufzeigen lassen, dass derartige „Finanzverbünde“ durch den Kapitalmarkt mit einem Bewertungsabschlag („*conglomerate discount*“) versehen werden, bis hin zur Gefahr von Aufkauf und Zerschlagung.

Die dritte Kategorie entlarvt sich als theoretischer Nach- oder bestenfalls Mitläufer sich verändernder Rahmenbedingungen. Nach dem Outsourcing Boom vergangener Jahre hatte sich in jüngerer Vergangenheit bei vielen Unternehmen Ernüchterung über die erhofften Effekte solcher Veränderungen eingestellt. Zum Einen erwiesen sich die Folgekosten (etwa für Integration und Qualitätssicherung) als unterschätzt, zum Anderen sträubten sich in einem rezessionsartigen wirtschaftlichen Umfeld die hochgradig desintegrierten Wertschöpfungsketten oft, wenn es um harte und schnelle Sanierungen oder Turnarounds ging.

In der Konsequenz sollten Entscheidungen über Unternehmenszusammenschlüsse trotz der großen Bedeutung kapitalwertgetriebener Überlegungen zunächst aus einer Perspektive strategischer Wertorientierung angegangen werden. Und zwar *bevor* die zwingend erforderlichen finanziellen Modelle für konkrete Opportunitäten und mögliche Transaktionen herangezogen werden. Dieser Beitrag stellt dementsprechend – aufbauend auf grundsätzlichen Überlegungen zu Implikationen von Unternehmenswert- und Portfoliosteuerung in Abschnitt 2 – strategische Ziele von Unternehmenszusammenschlüssen in den Mittelpunkt der Betrachtungen, die allesamt der übergeordneten Unternehmenswertsteigerung dienen.

2 Ausgangspunkt strategischer Wertorientierung: Porters drei „essenzielle Tests“

Es sind also – wie praktisch in der gesamten Betriebswirtschaft – Ersatzkriterien erforderlich, um das übergeordnete Ziel der Unternehmenswertsteigerung angemessen zu erfassen und umzusetzen, weil die Auswirkungen der entsprechenden Maßnahmen (hier: M&A-Aktivitäten) auf den Unternehmenswert nicht klar und unmittelbar genug sind, um eine direkte Analyse zu ermöglichen. Ganz analog geht man etwa im Marketing vor, wenn nicht die Wirkungen von Maßnahmen auf den (eigentlich final interessierenden) Unternehmenswert betrachtet werden, weil diese kaum schlüssig kalkuliert werden können. Vielmehr wird gewöhnlich auf ein Ersatzkriterium wie etwa Kundenzufriedenheit übergegangen, welches näher und unmittelbarer an den interessierenden Managemententscheidungen liegt, wobei gleichzeitig plausible Anhaltspunkte für einen positiven globalen Zusammenhang zum Unternehmenswert gesehen werden (zumindest vor Berücksichtigung von Kosten der betreffenden Maßnahme).

Das adäquate Ersatzkriterium für die nachhaltige Wertorientierung, dessen sich Unternehmensführung und Management üblicherweise bedienen, ist der (strategische) Wettbewerbsvorteil. Aus Perspektive der strategischen Wertorientierung stellt sich also mit anderen Worten für Unternehmenszusammenschlüsse die Frage, welche Implikationen für (strategische) Wettbewerbsvorteile des übernehmenden Unternehmens mit einer konkreten Transaktion verbunden sind – und natürlich, ob diese Implikationen übersetzt in das (Ausgangs)Kriterium Unternehmenswert nicht zu teuer bezahlt sind.

Porter hat 1987 einen Test für die Vorteilhaftigkeit von Diversifikationen vorgeschlagen, der exakt an diesem Zusammenklang von strategischer und C*orporate Finance*-Perspektive aufsetzt. Nach diesem Test ist ein Zusammenschluss dann und nur dann positiv, wenn jedes der drei folgenden Kriterien erfüllt ist:

1. *Attraktivitätstest*: Die Diversifikation muss auf eine Industrie oder Branche gerichtet sein, die (aktuell oder potenziell) attraktiv ist.
2. *Eintrittskostentest*: Die zukünftigen Gewinne müssen die Kosten des Markteintritts, welche die der Übernahme umfassen (etwa Kaufpreis und Kosten der Post-Merger-Integration), zumindest ausgleichen.
3. *Verbesserungstest*: Für das übernehmende Unternehmen oder das Übernahmeziel müssen (Wettbewerbs)Vorteile aus der Verbindung entstehen (beispielsweise die viel strapazierten Synergien).

Der Attraktivitätstest nimmt also die marktorientierte Strategieperspektive ein, während der Verbesserungstest besonders auf die interne, ressoucen- und kompetenzbasierte Strategieperspektive abstellt. Die *Corporate Finance*-Perspektive wird (als wichtiger Teil der strategischen Überlegungen) durch den Eintrittskostentest sichergestellt.

Indem Porter fordert, dass jeder der drei Tests zu einem positiven Ergebnis gelangt, damit die fragliche Diversifikation positiv beurteilt wird, nimmt er eine vergleichsweise restriktive Position ein, welche dem angesprochenen „Schönrechnen nach erfolgter Grundsatzentscheidung“ entgegensteht.

Die strategische Perspektive dieser Überlegungen soll im nächsten Abschnitt zu einem Bezugsrahmen von vier strategischen Zielen hin detailliert werden. Die Entwicklung dieses Bezugsrahmens ist von der Notwendkeit geleitet, zu einer integrierten Perspektive zu gelangen, welche die wertmäßigen und systematischen Wirkungen von Unternehmenszusammenschlüssen für das Gesamtunternehmen als mögliche Ziele betrachtet. Die im Zuge dieser Diskussion auftretenden Ansätze sind – wenig verwunderlich – allesamt in der Literatur ausführlich diskutiert. Das Wesentliche besteht in der Bereinigung der Ansätze um ihre Überschneidungen und der Zusammenführung zu einer integrierten Sichtweise.

3 Die vier strategischen Ziele von Unternehmenszusammenschlüssen

Um dem Globalziel einer langfristigen und nachhaltigen Wertsteigerung des Unternehmens durch Unternehmenszusammenschlüsse zu dienen, ist also (neben den erwähnten unmittelbar finanziellen und kapitalwertgetriebenen Überlegungen) eine strategische Perspektive erforderlich. Mit anderen Worten: Es ist die Frage zu beantworten, inwieweit durch M&A-Aktivitäten Wettbewerbsvorteile geschaffen und genutzt werden können.

In Managementliteratur und –praxis werden zahlreiche Ansätze „rationaler“ Entscheidungsmodelle für Unternehmenszusammenschlüsse diskutiert. Häufig werden dabei (bewusst) einzelne Ansätze in den Vordergrund der Betrachtung gestellt. Zwar nimmt dies der Entscheidungsfindung vieles an Komplexität, lässt jedoch die Interdependenz und Vielschichtigkeit der Zusammenhänge außer Acht. Im Sinne eines komplexitätsreduzierenden Überblickes, wie ihn dieser Beitrag leisten möchte, lassen sich diese Ansätze entsprechend der in ihnen thematisierten (strategischen) Ziele zusammenfassen und in vier Gruppen ordnen. Diese Gruppen unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Perspektive auf Managementfokus und Managementobjekt. Prägnanter ausgedrückt geht es bei der Einteilung strategischer Ziele um die Frage *„was wird wie gemanagt?“*

Das Managementobjekt beschäftigt sich mit dem „Was“, d.h. der Frage, ob entweder Aktivitäten und Ressourcen oder Beziehungen und Abhängigkeiten Gegenstand des Managements sind. Der Managementfokus thematisiert demgegenüber das „Wie“: Entweder liegt der Schwerpunkt auf der Effizienz oder der Effektivität. Effizientes

Management beschäftigt sich mit der Optimierung bestehender Aktivitäten und Beziehungen als Objekte. Effektives Management setzt sich mit Aufbau und Nutzung wertschaffender Aktivitäten und Beziehungen auseinander. Anders gesagt geht es bei der Effektivität um die grundsätzliche Wirksamkeit und Funktionstüchtigkeit von Maßnahmen, während die Effizienz (im hier gemeinten Sinne) den möglichst sparsamen Einsatz von Faktoren und Ressourcen beim Erreichen eines (gegebenen) Ziels betrifft.[1]

Diese Kombination von Managementobjekt und –fokus ergibt eine 2x2-Matrix. Jedem der vier Felder der Matrix lässt sich eine Kategorie strategischer Ziele von Unternehmenszusammenschlüssen zuordnen (siehe Abbildung 3-1).[2]

Abbildung 3-1: *Strategische Ziele von M&A nach Managementobjekt und -fokus*

Managementobjekt („was?“) / Management-fokus ,(„wie?“)		Management von Aktivitäten und Ressourcen	Management von Beziehungen und Abhängigkeiten
Effizienz: “Doing things right”	• Optimierung bestehender Aktivitäten und Beziehungen • Sparsamer Einsatz von Faktoren und Ressourcen	**Ziel:** Bestehende Aktivitäten (Ressourcen) effizienter durchführen (nutzen) **Ansatz**: Skalen- und Verbundeffekte	**Ziel:** Bestehende Aktivitäten & Ressourcen effizienter steuern und koordinieren **Ansatz**: Transaktionskosten
Effektivität: “Doing the right things”	• Aufbau und Nutzung wertschaffender Aktivitäten und Beziehungen • Grundsätzliche Wirksamkeit und Funktionstüchtigkeit von Maßnahmen	**Ziel:** Neue interne Erfolgspotenziale aufbauen, nutzen und schützen **Ansatz**: Kernfähigkeiten	**Ziel:** Preis und Verhandlungsspielräume vergrößern **Ansatz**: Marktmacht

1 Eine ebenso populäre wie klassische Formulierung, die in dieselbe Richtung deutet, geht auf Drucker zurück, vgl. Drucker (1963). Danach bedeutet Effektivität „die richtigen Dinge tun“ und Effizienz „die Dinge richtig tun“.

2 Die beschriebenen Ansätze und Beispiele sind ausführlicher in Lindstädt/Hauser (2004) beschrieben.

3.1 Aktivitäten effizienter durchführen: Skalen- und Verbundeffekte

Ein Unternehmen kann Vorteile gegenüber dem Wettbewerb zunächst einmal schaffen, indem es gegebene Aktivitäten jeder Art effizienter durchführt und vorhandene Ressourcen effizienter nutzt. Dies ist prinzipiell auf eine Vielzahl von Arten möglich. Im Kontext von Unternehmenszusammenschlüssen sind jedoch weniger die vielfältigen operativen Verbesserungspotenziale interessant. Vielmehr kommt es darauf an, *wie die Effizienz durch den Zusammenschluss systematisch gesteigert werden* kann.

Diese systematische Steigerung durch Veränderung des (horizontalen, vertikalen oder geografischen) Wirkungsbereichs eines Unternehmens, welche mit einem Zusammenschluss einhergeht, kann vor allem auf zwei Arten zustande kommen: durch *Skaleneffekte* („economies of scale"), also Vorteile aus reinen Mengenerhöhungen, und durch *Verbundeffekte* („economies of scope"), also Vorteile aus der Nutzung von Gemeinsamkeiten.[3]

Skaleneffekte liegen vor, wenn für eine Erhöhung des Outputs die dafür benötigte Menge an Inputfaktoren nur unterproportional erhöht werden muss. Es existieren im Wesentlichen zwei Arten von Skaleneffekten: Fixkostendegressions- und Produktivitätseffekte. Fixkosten sind, zumindest kurz- bis mittelfristig, unabhängig von der Höhe der Produktionsmenge. Der Grund dafür ist, dass zahlreiche Ressourcen nicht unbegrenzt teilbar sind (z.B. Produktionsanlagen). Als Folge dieser Unteilbarkeiten verringert eine Erhöhung der Outputmenge bei konstantem Fixkostenblock die Stückkosten.

Produktivitätseffekte ergänzen die Fixkostendegression, da sie bei den variablen Kosten pro Stück ansetzen. Variable Stückkosten können produktionsmengenabhängig durch Spezialisierungs-, Lernkurven- und stochastische Glättungseffekte gesenkt werden. Spezialisierungseffekte werden dann erzielt, wenn der Arbeitsprozess in seine einzelnen Teilaktivitäten aufgespalten wird und die Mitarbeiter sich auf die Aktivitäten spezialisieren. Lernkurveneffekte treten auf, wenn ein Mitarbeiter durch wiederholte Ausführung derselben Arbeit „lernt", diese effizienter auszuführen. Ein klassisches Beispiel für Lernkurveneffekte ist die Einarbeitungszeit eines neuen Mitarbeiters. Anfangs ungewohnte, zeitintensive Tätigkeiten werden durch wiederholtes Ausführen zu schnell erledigten Routineaufgaben. Mit zunehmender Produktionsmenge gleichen sich Unregelmäßigkeiten und Risiken gegenseitig stärker aus.

Durch Unternehmenszusammenschlüsse können nun häufig Skaleneffekte realisiert werden - meist in Form von Kosteneinsparungen aus der Zusammenlegung von Tätigkeiten oder aus anderen Kostendegressionseffekten, die mit der Mengenausdehnung beim Zusammenschluss einhergehen.

---

3 Zu Skalen- und Verbundeffekten siehe zusammenfassend Neumann (1994), Tirole (1995) und Kandybin/Kihn/Mainardi (2002).

Beispiele für Unternehmenszusammenschlüsse, die durch Skaleneffekte getrieben werden, sind das Entstehen von „Supermajors“ in der Energiewirtschaft. Die erfolgreiche Erschließung eines Ölfeldes ist mit immensen infrastrukturellen Kosten verbunden. Dazu kommt ein nicht zu vernachlässigendes Risiko, nicht fündig zu werden. Ein Ölfeld stellt folglich eine unteilbare Ressource dar. Nur die großen Unternehmen wie ExxonMobile, BP und Shell sind in der Lage, solche Investitionsbeträge aufzuwenden und intern zu amortisieren. Diese Supermajors können daher gegenüber Markt und Wettbewerb entscheidende Skalenvorteile realisieren.

Wie bei den Skaleneffekten wird auch bei den *Verbundeffekten* eine Verbesserung der Input-Output-Relation angestrebt. Verbundeffekte grenzen sich von den Skaleneffekten dadurch ab, dass sie sich über mehrere Produktsegmente oder Wertschöpfungsstufen hinweg erstrecken (horizontale bzw. vertikale Verbundeffekte). Können durch eine horizontale bzw. vertikale Ausdehnung die Aktivitäten des Unternehmens effizienter durchgeführt werden als vorher, dann liegen Verbundeffekte („economies of scope“) vor. Diese Verbundeffekte werden auch synergetische Effekte (Synergien) genannt.

In horizontaler Richtung, d.h. über mehrere Produktsegmente hinweg, werden Verbundeffekte als Bündelungseffekte bezeichnet, da sie mehrere Produktsegmente horizontal bündeln. In vertikaler Richtung werden sie durch Verkettungseffekte erreicht, da mehrere Stufen der Wertkette miteinander verkettet werden.

Durch eine Bündelung von Produktsegmenten können sachliche, räumliche oder zeitliche Verbundeffekte erzielt werden. Beispielsweise sind in der chemischen Produktion die Abfallstoffe eines Herstellungsprozesses zugleich Inputfaktoren oder Hilfsstoffe eines anderen Herstellungsprozesses. Durch diese (sachliche) Bündelung verschiedener Produktionsprozesse („*Kuppelproduktion*“) kann die Gesamteffizienz deutlich gesteigert werden. Räumliche Bündelungseffekte sind etwa die Zusammenlegung von Filialen und Zweigstellen der Partner, die bei zahlreichen M&A-Aktivitäten der letzten Jahre als zentrales Ziel genannt wurden.

Verkettungseffekte werden durch eine Erhöhung der Leistungstiefe erreicht, d.h. durch eine vertikale Verkettung von Wertschöpfungsstufen. Auch sie sind sachlicher, räumlicher oder zeitlicher Natur. Zeitliche Verkettungseffekte führen dann zu Effizienzvorteilen, wenn durch zeitgleiche Durchführung mehrerer Wertschöpfungsstufen Aktivitäten nicht mehr doppelt bzw. gar nicht mehr durchgeführt werden müssen. Dies ist beispielsweise bei der Herstellung und Weiterverarbeitung von Metallen der Fall, wenn die Weiterverarbeitung bei zeitlicher Verkettung direkt nach dem ersten Einschmelzen erfolgt, sodass auf das (Abkühlen und) Wiedererhitzen sowie eine gegebenenfalls erforderliche Antioxidationsbehandlung verzichtet werden kann.

Die Entstehung von Mehrmarkenhändlern im Automobilvertrieb wird in Deutschland, ermöglicht durch die Neuordnung der Gruppenfreistellungsverordnung (GVO), stark durch horizontale Verbundeffekte getrieben. Automobilhändler sind nun in der Lage, investitionsintensive und unteilbare Aktiva wie Showroom, Werkstatt und administra-

tive Infrastruktur über mehrere Marken hinweg zu verwenden – auch wenn gemeinsame Nutzung dieser Aktiva nicht unbegrenzt, sondern nur in markenpolitisch akzeptablen Spielräumen über mehrere Automobilmarken hinweg sinnvoll möglich ist.

Ein prominentes Beispiel für erhoffte Verbundeffekte, die sich offenbar regelmäßig als nicht im erhofften Maße realisierbar erweisen, ist der Versuch, Versicherungsprodukte in Bankfilialen zu vertreiben, um so Mitarbeiter und Räumlichkeiten besser auszulasten und vor allem die Kundenbasis der Banken besser zu nutzen. Beispiele für solche (zumindest bislang) nicht erfüllten Hoffnungen sind die Zusammenschlüsse von Allianz und Dresdner Bank sowie von Credit Suisse und Winterthur.

Durch Unternehmenszusammenschlüsse können also Effizienzsteigerungen bei bestehenden Aktivitäten in Form von Skaleneffekten (reine Mengenerhöhung) und Verbundeffekten (Nutzung von Komplementaritäten und Gemeinsamkeiten) realisiert werden, und diese Effizienzsteigerungen bilden die erste Kategorie von M&A-Zielen. Das tatsächliche Vorliegen dieser Effekte kann jedoch nicht einfach unterstellt werden, sondern muss im Einzelfall so fundiert wie möglich überprüft werden – schließlich müssen die aus diesen Effekten berechneten Potenziale im Laufe der Durchführung des Zusammenschlusses tatsächlich realisiert werden – und dies erweist sich in zahlreichen Fällen als problematisch.[4]

3.2 Neue interne Erfolgspotenziale aufbauen und nutzen: Kernfähigkeiten

Neben Effizienzsteigerungen für bestehende Aktivitäten kann ein Unternehmenszusammenschluss auch den Aufbau neuer interner Erfolgspotenziale zum Ziel haben, um so neue Wettbewerbsvorteile durch verbesserte Effektivität von Aktivitäten und Ressourcen zu generieren. Anders gesagt: Durch M&A-Aktivitäten können unter bestimmten Voraussetzungen Kernfähigkeiten aufgebaut und genutzt und die „Kompetenzsphäre“ der Unternehmen geschützt werden.[5]

Was macht Kernfähigkeiten und die zumindest ähnlich verwendeten Begriffe Kernressourcen und Kernkompetenzen wesentlich aus? In ihnen wird die gleiche Grundfrage thematisiert: über welche tangiblen und intangiblen Ressourcen ein Unternehmen verfügen muss, um sich im Wettbewerb erfolgreich zu behaupten. Kernfähigkeiten werden hier als unternehmensinterne Bündel von Ressourcen und Fähigkeiten definiert, die als Quelle dauerhafter Wettbewerbsvorteile dienen. Um sich als Kernfähigkeit zu qualifizieren, müssen diese Ressourcenbündel zwei Kriterien erfül-

4 Zu dieser Problematik und Lösungsansätzen siehe Hase (1996) und Lindstädt (2003, 2005).

5 Zur Kernfähigkeitenlogik siehe Wernerfelt (1984), Prahalad/Hamel (1990), Barney (1991), Teece (1992) und Rasche (1994).

len: Erstens müssen sie nachhaltigen „strategischen Nutzen“ beinhalten, d.h. einen bedeutenden Wettbewerbsvorteil im Form einer „Unique Selling Proposition“ (USP) darstellen und/oder Kostenvorteile gegenüber dem Wettbewerb generieren, und dieser Nutzen muss über Zeit nachhaltig sein. Zweitens müssen die Kernfähigkeiten „faktormarktresistent“ sein. Eine Kernfähigkeit stellt nur dann einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil dar, wenn sie von Wettbewerbern weder auf dem freien Markt direkt oder indirekt erworben noch imitiert werden kann.

Häufig erwähnte und bekannte Beispiele von Kernfähigkeiten sind das Know-how von Sony bezüglich Miniaturisierung in verschiedenen Bereichen der Unterhaltungselektronik, die Fähigkeit von Honda im Bereich der Entwicklung von Motoren und entsprechenden Fahrzeugen und die Kompetenzen von 3M bei der Entwicklung und Anwendung innovativer Oberflächenmaterialien. All diese Beispiele zeichnen sich durch hohen strategischen Nutzen und starke Faktormarktresistenz aus.

Unternehmenszusammenschlüsse können hinsichtlich der Kernfähigkeiten für die Generierung von Wettbewerbsvorteilen zwei Zielsetzungen verfolgen, nämlich den Aufbau neuer sowie die bessere Nutzung und den Schutz bestehender Kernfähigkeiten.

Beim *Aufbau von Kernfähigkeiten* stehen die Innovationen, die zu neuen Kernfähigkeiten führen, im Blickpunkt. Grundsätzlich existieren zwei Typen von Innovationen: autonome und systemische. Autonome Innovationen finden innerhalb einer Wertkettenstufe bzw. innerhalb eines Produkt-/Marktsegments statt. Systemische Innovationen dagegen erstrecken sich vertikal über mehrere Wertkettenstufen bzw. horizontal über mehrere Produkt-/Marktsegmente hinweg. Innovationen, die ein einzelnes Produkt betreffen, z.B. Inline Skates, stellen demzufolge eine autonome Innovation dar. Ein typisches Beispiel für eine systemische Innovation ist eine Koppelung des Produktions- und Logistikprozesses an die Nachfragesituation, wie es beispielsweise im Konsumgüterbereich oft der Fall ist („Supply-on-Demand“) oder bei der Herstellung von PKW exakt nach Kundenwunsch („Built-to-Order“).

Die Unterscheidung in autonome und systemische Innovationstypen ist für Unternehmenszusammenschlüsse deshalb relevant, weil ein möglicherweise durch M&A neu entstehendes, größeres Unternehmen tendenziell systemische Innovationen besser und autonome schlechter zu fördern vermag.

Bei systemischen Innovationen arbeiten die einzelnen Innovatoren nicht isoliert und gegeneinander, sondern kollektiv und miteinander. Die Innovation ist umso erfolgreicher, je effektiver die beteiligten Innovationspartner koordiniert werden. Die dafür erforderliche Koordinationsleistung ist in der Regel mit zahlreichen, beidseitig abgestimmten Anpassungen verbunden und damit zu komplex, als dass sie zwischen verschiedenen Unternehmen effektiv durchgeführt werden könnte. Für systemische Innovationen ist daher eine Ansiedelung der beteiligten Partner innerhalb des gleichen Unternehmens mit einer zentralen, hierarchischen Koordination aller Innovationspartner die effektivste organisatorische Lösung.

Autonome Innovationen werden dagegen durch separat am Markt agierende Unternehmen und den zwischen ihnen herrschenden Wettbewerb effektiver selektiert und unterstützt. Der marktliche Steuerungsmechanismus, der zwischen verschiedenen Unternehmen herrscht, ist sehr effektiv darin, die besten autonomen Innovationen herauszufiltern.

Stehen also systemische Innovationen im Mittelpunkt, dann erweist sich ein geeigneter(!) Zusammenschluss somit als tendenziell vorteilhaft, während ein Vorherrschen autonomer Investitionen für kleinere und besser steuerbare Einheiten spricht.

Für eine effektive *Nutzung und Schutz von Kernfähigkeiten* muss ein stabiles organisatorisches Fundament vorhanden sein. Daraus ergibt sich, dass Kernfähigkeiten nur in Form ganzer organisatorischer Einheiten internalisiert werden dürfen und vor einer Aushöhlung, einem „Hollowing Out", durch andere Marktteilnehmer geschützt werden müssen. Die Organisationsstruktur ist also an die Besonderheiten der Kernfähigkeiten anzupassen. Entscheidend im Hinblick auf die strategische Sinnhaftigkeit von Unternehmenszusammenschlüssen ist, dass Kernfähigkeiten komplexe Ressourcenbündel darstellen und das Ergebnis eines langfristigen Entwicklungsprozesses sind. Aus diesem Grunde benötigen sie ein Mindestmaß an räumlicher und zeitlicher Stabilität. Da Unternehmensstrukturen tendenziell langfristiger ausgelegt sind als alle Formen der Zusammenarbeit zwischen verschiedenen Unternehmen, ist eine gemeinsame Organisation nach dem Zusammenschluss besser in der Lage, ein stabiles organisatorisches Fundament für die Kernfähigkeiten zu bilden.

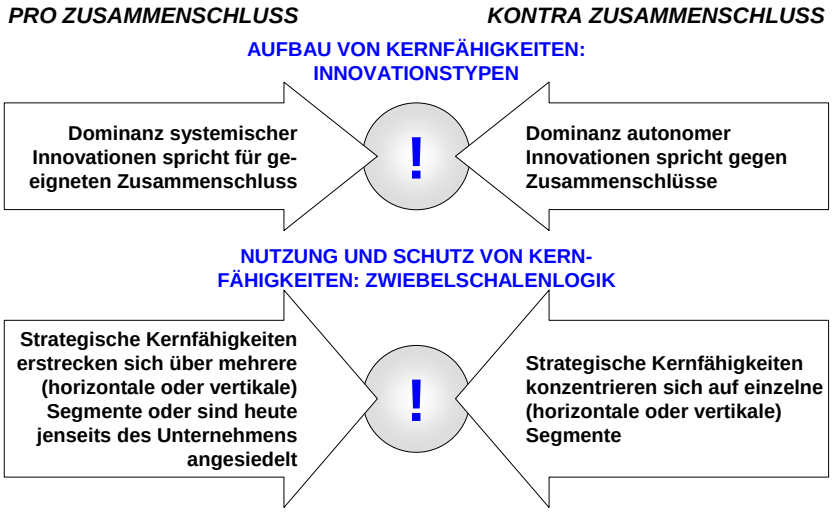
Aus dieser Notwendigkeit einer stabilen, an die Besonderheiten der jeweiligen Kernfähigkeit angepassten Unternehmensstruktur ergibt sich erstens, dass Kernfähigkeiten nicht von ihrem organisatorischen Fundament entkoppelt transferiert werden können. Existieren dringend benötigte Kernfähigkeiten nur außerhalb des eigenen Unternehmens, muss die Kernfähigkeit samt der sie umgebenden Organisation durch M&A in das eigene Unternehmen integriert werden. Anderenfalls besteht die Gefahr, dass die Kernfähigkeit im Zuge der Integration nach dem Zusammenschluss zerstört wird. So ist es im Investmentbanking beispielsweise üblich, nicht einzelne Personen, sondern gesamte Teams von Konkurrenzunternehmen abzuwerben. Nur so kann sicher gestellt werden, dass der damit gewünschte Fähigkeitstransfer auch wirklich stattfindet.

Darüber hinaus muss eine Kernfähigkeit vor der Gefahr des Kompetenzabflusses an andere Marktteilnehmer („Hollowing Out") geschützt werden. Sind die Grenzen der Unternehmung zu offen, so können einseitige Lernprozesse stattfinden. Zulieferer, Vertriebspartner oder (z.B. im Rahmen eines Joint Ventures) Wettbewerber haben dann ausreichend Zeit und Informationszugriff, um die Kernfähigkeit zu imitieren. Als Folge dessen verliert die Kernfähigkeit ihre Einzigartigkeit und stellt keinen USP mehr dar. Das wohl bekannteste Beispiel für ein solches „Hollowing Out" ist das Joint Venture von General Motors (GM) und Toyota zur Produktion von Kleinwagen in den 80er Jahren. Im Zuge dieses Joint Ventures war Toyota in der Lage, US-amerikanische Managementtechniken zu erlernen. Gleichzeitig verbarg Toyota seine kritischen Inge-

nieurs- und Produktionsfähigkeiten erfolgreich vor GM. Der Fähigkeitstransfer war folglich einseitig: Toyota höhlte GM erfolgreich aus.

Abbildung 3-2 fasst die wichtigsten Aspekte der Kernfähigkeitenlogik für die Vorteilhaftigkeit von M&A-Entscheidungen im Überblick zusammen.

Abbildung 3-2: *Strategische M&A-Ziele und Hindernisse aus Kernfähigkeiten-Perspektive*



3.3 Preis- und Verhandlungsspielräume vergrößern: Marktmacht

Marktmacht ist ein Mittel im Wettstreit um den klassischen Zielkonflikt zwischen Verkäufer und Käufer, bei gegebener Qualität einen möglichst geringen versus möglichst hohen Preis zu vereinbaren. Je besser Verkäufer und Käufer ihre jeweiligen Interessen in diesem Konflikt durchsetzten können, desto größer ist ihre Marktmacht. Durch – horizontale wie vertikale – Zusammenschlüsse kann die Marktmacht des neu entstehenden Unternehmens nun unter gewissen Voraussetzungen gesteigert werden,

und zwar im Prinzip sowohl auf Märkten, auf denen das Unternehmen als Verkäufer auftritt, als auch auf solchen, auf denen es als Käufer agiert.[6]

Ein mächtiger Verkäufer kann also einen sehr hohen Preis für sein Produkt oder seine Dienstleistung durchsetzen, im Extremfall bis zur Grenze der Zahlungsunfähigkeit seiner Kunden, bzw. Menge und Qualität nach seinem Gutdünken gestalten. Die Marktmacht ist umso höher, je abhängiger die Kunden von dem Produkt bzw. der Dienstleistung sind. Ein Patient mit Herzrhythmusstörungen etwa benötigt ein Herzmedikament zum Überleben und ist bereit, jeden Preis dafür zu zahlen. Zweitens wächst die Marktmacht mit abnehmenden Substitutionsmöglichkeiten für Produkt oder Dienstleistung. Existieren im Beispiel des Herzpatienten mehrere wirkungsgleiche Medikamente am Markt, so verringert sich die Abhängigkeit des Patienten vom einzelnen Anbieter. Eine M&A-Entscheidung sollte aus Machtaspekten so getroffen werden, dass die (wirksame!) Marktmacht des entstehenden Unternehmens möglichst groß wird, gemessen als Preiselastizität der Nachfrage (Unternehmen als Verkäufer).

Eine günstige Marktkonstellation kann allerdings nicht nur die Marktmacht des Anbieters, sondern auch die Macht des Nachfragers stärken. Beispielsweise besteht die Möglichkeit, dass sich ein einziger – oder einige wenige – Nachfrager und eine Vielzahl von Anbietern gegenüberstehen. Der Nachfrager besitzt nun Marktmacht, da er niedrigere Einkaufspreise durchsetzen kann, ohne dass das Angebot an Gütern spürbar zurückgeht. Der Einfachheit halber wird im Folgenden aus einer Anbieterperspektive argumentiert, die Logik der Marktmacht ist jedoch genauso aus Nachfragersicht anwendbar.

Damit ein Anbieter Marktmacht aufbauen und nutzen kann, muss er zum Einen die aktuelle Marktkonstellation (für ihn) preiselastizitätsoptimal ausgestalten. Zum Anderen muss ein Anbieter zudem auch neue, potenzielle Wettbewerber von Markteintritten abhalten können, die von dem attraktiven, margenträchtigen Marktsegment angezogen werden und die aktuelle Marktkonstellation für den Anbieter nachteilig verändern können.

Die Preiselastizität der Nachfrage wird in der *aktuellen Marktkonstellation* vor allem von zwei Faktoren determiniert: dem Fragmentierungsgrad des Marktes, d.h. der Anzahl an Wettbewerbern im relevanten Segment, und dem relativen Marktanteil des betrachteten Anbieters. Aus der Vielzahl möglicher Kombinationen dieser beiden Faktoren und ihrer Ausprägungen stechen zwei Marktkonstellationen hervor, die zu einer besonders niedrigen Preiselastizität der Nachfrage führen: ein Monopol und ein (enges) Oligopol mit deutlich kleineren Wettbewerbern und weiter Entfernung des nächsten Substituts, d.h. innerhalb eines sinnvoll abgegrenzten Marktes.

Beim Aufkauf eines Anbieters in einem stark fragmentierten, polypolistischen Markt kann hingegen mit keiner Steigerung der Marktmacht gerechnet werden: Eine Reduk-

6 Zu Marktmacht siehe Kantzenbach (1967), Porter (1983, 1991, 1998) und Katz/Shapiro (1985).

tion der Anzahl der Wettbewerber, wie sie durch deren Kauf herbeigeführt werden kann, ist also keineswegs stets mit einer Ausdehnung der tatsächlichen Marktmacht verbunden. Sie kann im Extremfall sogar schädlich sein, wenn durch Zusammenschlüsse nämlich ein weites Oligopol entsteht, bei dem sich die Wettbewerber nicht erfolgreich preislich abzustimmen vermögen, sondern statt dessen zu einem Preiskampf übergehen, der bei der ursprünglichen Anzahl von Wettbewerbern vor den Zusammenschlüssen von vornherein aussichtslos gewesen wäre.

Ein Monopol zeichnet sich durch das völlige Fehlen von Wettbewerb aus – ein einziger Anbieter beherrscht 100% des Marktes. Ein typisches Beispiel für einen Monopolisten ist die deutsche Telekom vor der Liberalisierung des Telefonmarktes Anfang der 90er Jahre. In einem Oligopol wird der Markt unter wenigen, im Falle eines engen Oligopols meist nicht mehr als vier bis fünf Anbietern aufgeteilt. Bei einer größeren Anzahl von Anbietern sind diese nicht mehr in der Lage, Preise (direkt oder indirekt) abzustimmen. Dadurch erhöht sich die Wettbewerbsintensität, im Extremfall bis hin zu einem ruinösen Preiswettbewerb. Anzumerken ist, dass direkte Preisabsprachen zwar in der Regel untersagt sind, indirekte Absprachen etwa in Form von Signalen in vielen Industrien gängige Praxis darstellen.

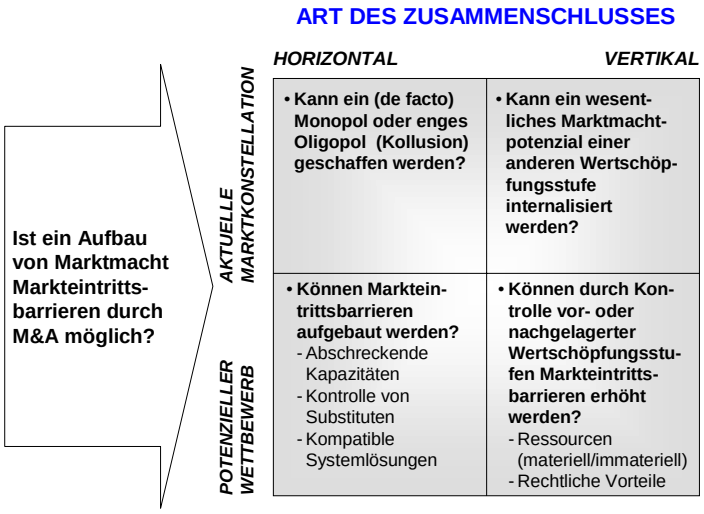
Sind zudem die Marktanteile stark asymmetrisch zwischen den Oligopolisten verteilt, so hat der Oligopolist mit dem größten Marktanteil eine mit einem Monopolisten vergleichbare Marktstellung. Im Segment der Office-Suite Software etwa ist die Firma Microsoft in einer solchen Situation. Mit einem Marktanteil von ca. 95% beherrscht ihr Produkt Microsoft Office XP den Markt weitgehend und ist so im Segment der Office-Suiten nicht nur der größte der Oligopolisten, sondern ein (de facto) Monopolist. Käufern bleibt nur die Möglichkeit, den geforderten hohen Preis zu bezahlen, auf weit entfernte Substitute auszuweichen oder vollständig auf die Leistung zu verzichten.

Potenzieller Wettbewerb wird aus einem Markt durch Markteintrittsbarrieren ferngehalten. Ein mächtiges Unternehmen sollte versuchen, Markteintrittsbarrieren zu errichten bzw. zu erhöhen, um seine Monopol- bzw. Oligopolstellung zu stabilisieren. Ist dies nicht möglich, so ergibt der Versuch einer Verdrängung von Konkurrenten zur Schaffung einer aus Marktmachtsicht günstigeren Marktstruktur – etwa weg von dem hoch wettbewerbsintensiven weiten Oligopol – keinen Sinn. Es existieren rechtliche und wirtschaftliche Markteintrittsbarrieren; bei den wirtschaftlichen Barrieren wird weiter zwischen kosteninduzierten und ressourceninduzierten unterschieden.

Durch Zusammenschlüsse von Unternehmen können prinzipiell sowohl aktuelle Marktkonstellationen verbessert als auch Markteintrittsbarrieren erhöht werden. Ein horizontaler Zusammenschluss führt zur Konzentration eines Industriesegments und damit gegebenenfalls zu dem für hohe Marktmacht notwendigen Monopol, de-facto Monopol oder Oligopol. Sowohl durch horizontale als auch vertikale Zusammenschlüsse können zudem Markteintrittsbarrieren aufgebaut oder vergrößert werden – etwa durch Kontrolle des Zugangs zu wichtigen Ressourcen. Der vertikale Fall kann

auch als defensive Maßnahme gegen Marktmacht in angrenzenden Wertschöpfungsstufen eingesetzt werden (siehe Überblick in Abbildung 3-3).

Abbildung 3-3: *Möglichkeiten zum Aufbau von Marktmacht durch M&A*



3.4 Aktivitäten & Ressourcen effizienter steuern und koordinieren: Transaktionskosten

Das Management von Beziehungen und Abhängigkeiten zwischen Marktakteuren, aber auch innerhalb eines einzelnen Unternehmens, verursacht Transaktionskosten. Diese Kosten fallen sowohl vor als auch direkt zum Zeitpunkt der zu koordinierenden Transaktionen, d.h. dem Austausch von Gütern und Leistungen, an. Es handelt sich um die Kosten der Anbahnung, Vereinbarung und Abwicklung einer Transaktion. Sie können jedoch auch nach erfolgter Transaktion anfallen, falls der Transaktionsvorgang kontrolliert und angepasst werden muss.[7]

Marktmacht setzt sich mit der Frage nach dem effektivsten, dem „wirksamsten" Management von Beziehungen und Abhängigkeiten auseinander. Transaktionskosten ergänzen Marktmacht, da sie die Frage nach dem effizientesten, kostenoptimalen

[7] Zu Transaktionskosten siehe zusammenfassend Williamson (1979, 1985), Langlois (1992), Ebers/Gotsch (1999) und Picot/Reichwald/Wigand (2001).

Management von Beziehungen und Abhängigkeiten stellen. Die Effektivität wird hier als gegebene Konstante betrachtet, und in Abhängigkeit dieser Konstante wird die effizienteste, kostenoptimale Koordinationsform gesucht.

Um durch M&A-Aktivitäten Unternehmensgrenzen so effizient wie möglich zu gestalten, stellt sich die Frage, ob die Koordination in einem einzigen Unternehmen oder über den Marktmechanismus die transaktionskostenoptimale Organisationsform sind. Diese Frage beeinflusst die Sinnhaftigkeit eines Unternehmenszusammenschlusses: Sind nach einem Zusammenschluss geringere Transaktionskosten zu erwarten, so spricht dies für den Zusammenschluss und umgekehrt. Transaktionskostenersparnisse sind also ein (mögliches) M&A-Ziel. Welche dieser beiden Varianten – oder eine hybride Organisationsform, z.B. langfristige Kooperationsverträge – die effizientere ist, hängt insbesondere vom sogenannten „Hold-Up"-Risiko ab:

Geschäftspartner können sich unter gewissen Umständen erpresserisch verhalten mit dem Ziel, höhere Preise oder andere Vorteile durchzusetzen. Das Risiko einer solchen Erpressung („Hold-Up") hängt von der Möglichkeit und der Unsicherheit bezüglich eines solchen Verhaltens ab.

Die Möglichkeit eines Hold-Ups ist umso höher, je spezifischer die von der Transaktion betroffenen Objekte (Faktoren) sind. Die Faktorspezifität beschreibt, zu welchem Grad Ressourcen universell verwendbar sind. Die Spezifität einer Ressource ist umso höher, je weniger alternative Verwendungsmöglichkeiten existieren und je höher der Wertverlust der Ressource zwischen erstbester und zweitbester Verwendung ist. Ein Kernkraftwerk etwa stellt eine hochspezifische Ressource dar: Kann es nicht zur Produktion von Strom an seinem Standort eingesetzt werden, so ist es praktisch wertlos, und seine Demontage ist sogar mit extrem hohen Entsorgungskosten verbunden. Im Gegensatz dazu ist Bausand ein gutes Beispiel für eine Ressource mit niedriger Spezifität. Er ist vielseitig einsetzbar und leicht transportierbar – wird er an einer Baustelle nicht mehr benötigt, so kann er problemlos an einer anderen Baustelle verwendet werden. Es existieren mehrere Formen von Spezifität: Das Kraftwerk ist an einen Standort gebunden und kann nur für eine Sache (Stromerzeugung) genutzt werden. Im Gegensatz dazu kann Bausand ortsunabhängig und für multiple Zwecke eingesetzt werden. Neben der Spezifität von Standort und Sachkapital werden noch die von Humankapital und Markennamen unterschieden.

Je höher die Spezifität ist, desto höher ist die Möglichkeit eines Hold-Ups durch den Transaktionspartner. Das betroffene Unternehmen ist durch den hohen Wertverlust, den seine Aktiva bei Entfall der erstbesten Verwendungsmöglichkeit erfahren, erpressbar. Baut ein Eisenbahnunternehmen beispielsweise eine Bahnlinie zu einer entlegenen Kohlenmine, so besteht für den Minenbesitzer immer noch die Möglichkeit, seine Kohle per LKW abzutransportieren. Der Besitzer der Bahnlinie hingegen steht vor dem Problem, dass seine Investition nur einem einzigen Zweck, dem Einsatz von Kohlezügen, dient. Der Minenbesitzer kann mit dieser Tatsache den Besitzer der Bahn linie erpressen, um z.B. niedrigere Transportpreise auszuhandeln. Diese Erpressung ist

jedoch erst möglich, wenn die Investition in die Schienen bereits erfolgt ist – vorher können langfristige Verträge helfen oder eben der Unternehmenszusammenschluß.

Das generelle Problem in solchen Situationen ist allerdings, dass „vollständige" Verträge, die vor jeder Eventualität absichern, nicht existieren. Alle Verträge sind folglich in irgendeinem Aspekt „unvollständig": Das Hold-Up Risiko kann daher zwar durch komplexe Vertragswerke reduziert, jedoch nicht komplett über Verträge abgefangen werden. Ein hohes Hold-Up Risiko besteht nur bei gleichzeitig hoher Spezifität und hoher Verhaltensunsicherheit. Der Grad der Verhaltensunsicherheit drückt aus, inwiefern einem Transaktionspartner zu trauen ist. Nur in diesem Fall – Spezifität und Verhaltensunsicherheit hoch – ist ein Zusammenschluss also aus Transaktionskostensicht vorteilhaft. Ist nämlich die Verhaltensunsicherheit hoch, so kann es als wahrscheinlich angesehen werden, dass der Geschäftspartner jede ihm durch hohe Spezifität gegebene Möglichkeit opportunistischen Verhaltens ausnutzen kann und wird. Dieses Risiko kann durch einen Zusammenschluss wertsteigernd ausgeschlossen werden.

4 Resümee

Bei M&A-Entscheidungen sollte sich das Management weder auf intuitive Einschätzungen, Moden und Trends noch auf rein kapitalwertgetriebene Ansätze oder andere Modelle aus *Corporate Finance*-Perspektive verlassen. Vielmehr ist – gerade wegen Bedeutung und Unübersichtlichkeit von Für und Wider – eine integrierte, wertorientierte Einschätzung aus strategischer Perspektive erforderlich, um zu einem auf guten Gründen beruhenden Urteil zu gelangen.

Bricht man den übergeordneten Aspekt der Steigerung des Unternehmenswertes durch Zusammenschlüsse in seine Bestandteile auf, so erhält man vier strategisch relevante Ziele, welche dieser Beitrag diskutiert und beschrieben hat. Dabei stehen Effizienz und Effektivität als Managementfokus einerseits und Aktivitäten und Ressourcen sowie Beziehungen und Abhängigkeiten als Managementobjekt andererseits im Zentrum der Überlegungen – letztlich also die Frage *„was wird wie gemanagt?"*. **Abbildung 4-1** fasst diese Ziele strategischer Wertorientierung überblickartig zusammen.

Nun ist bei der Anwendung dieses Zielkatalogs in praktischen Entscheidungen mit zweierlei Schwierigkeiten zu rechnen. Erstens wird bei einer Beurteilung der Zielerfüllung als Kriterium für die ökonomische Sinnhaftigkeit eines möglichen Zusammenschlusses in der Regel der Fall auftreten, dass nicht alle diese vier „Treiber" zum gleichen Ergebnis führen oder auch nur in dieselbe Richtung weisen. So kann sehr wohl aus der Perspektive „Aufbau und Nutzung von Kernfähigkeiten" ein Zusammenschluss angezeigt sein, während Komplexitätskosten (negative Verbundeffekte) gegen ihn sprechen. In solch einem Fall konfliktärer Zielimplikationen, und dieser wird ge-

wöhnlich vorliegen, ist eine Abwägung hinsichtlich der Stärke und Bedeutung aller vier Teilziele erforderlich, um zu einem konsolidierten Urteil zu gelangen – denn dieses wird ja letztlich für die Entscheidung benötigt. Tatsächlich liegt der Grund für die Berücksichtigung aller vier Aspekte gerade darin, dass die Ziele konfliktär sein können: sonst wäre eine Reduktion des Frameworks unproblematisch gewesen.

Abbildung 4-1: *Die vier Ziele der strategischen Wertorientierung für M&A im Überblick*

Managementobjekt („was?“) / Management-fokus ,(„wie?“)		Management von Aktivitäten und Ressourcen	Management von Beziehungen und Abhängigkeiten
Effizienz: “Doing things right”	• Optimierung bestehender Aktivitäten und Beziehungen • Sparsamer Einsatz von Faktoren und Ressourcen	**Maximierung von Skaleneffekten** ‣ **Fixkostendegressionseffekte** ‣ **Produktivitätseffekte** — Spezialisierungseffekte — Lernkurveneffekte — Stochastische Glättungseffekte **Maximierung von Verbundeffekten** ‣ **Bündelungseffekte** (horizontal) ‣ **Verkettungseffekte** (vertikal) ‣ **Drei Arten** von Synergien: Sachlich, räumlich, zeitlich	**Minimierung von Koordinationskosten** ‣ **Hold-Up Risiko** —Faktorspezifität —Verhaltensunsicherheit
Effektivität: “Doing the right things”	• Aufbau und Nutzung wertschaffender Aktivitäten und Beziehungen • Grundsätzliche Wirksamkeit und Funktionstüchtigkeit von Maßnahmen	**Optimaler Aufbau und Nutzung von Kernfähigkeiten** ‣ **Aufbau von Kernfähigkeiten:** —Autonome Innovationstypen —Systemische Innovationstypen ‣ **Nutzung von Kernfähigkeiten** —Stabiles organisatorisches Fundament —Gefahr des „Hollowing Out“	**Maximierung von Marktmacht** ‣ **Aktuelle Marktkonstellation** —Fragmentierungsgrad des Marktes —Relativer Marktanteil ‣ **Potenzieller Wettbewerb: Markteintrittsbarrieren** —Rechtlich —Kosteninduziert —Ressourceninduziert

Zweitens, und dies verschärft die Schwierigkeit der Verdichtung zu einem Gesamturteil, entziehen sich eine Reihe von Aspekten einer zumindest einfachen und genauen Quantifizierung hinsichtlich der Implikationen für den Unternehmenswert hartnäckig. Auch dies ist wenig verwunderlich: andernfalls hätte man auf die Formulierung der (Teil)Ziele als Ersatzkriterien einfach verzichten und direkt von der Wirkung auf den Unternehmenswert ausgehen können. Diese Schwierigkeiten sollten jedoch weder dazu führen, auf jeglichen Versuch einer Quantifizierung zu verzichten, noch sollte sich – wie bisweilen praktiziert – die Analyse „der Einfachheit halber“ auf diejenigen Aspekte konzentrieren, bei denen diese Quantifizierung ohne Weiteres möglich ist, und die anderen vernachlässigen.

Der vorgestellte Bezugsrahmen mit der Möglichkeit, dass die Teilziele unterschiedliche Aussagen zur Sinnhaftigkeit einer M&A-Entscheidung machen, steht im Einklang mit der Beobachtung aus der Praxis, dass in verschiedenen Industrien zu unterschiedlichen Zeitpunkten heterogene Zusammenschlussdynamiken hinsichtlich Art und Intensität der Transaktionstätigkeit zu beobachten sind: Die Randbedingungen von

Unternehmen und Branchen und die relative Bedeutung und Richtung der Zielausprägungen als Treiber der M&A-Aktivität ändern sich im Zeitablauf. Die Ziele selbst jedoch sind gewissermaßen die Konstanten in dieser Gleichung.

Literaturverzeichnis

BARNEY, JAY B. (1991): Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, in: Journal of Management, 17. Jg., Nr. 1, 1991, S. 99-120.

DRUCKER, PETER (1963): Managing for Business Effectiveness, in: Harvard Business Review, 1963, Vol. 41, Nr. 3, Seiten 53-60.

EBERS, MARK/GOTSCH, WILFRIED (1999): Institutionenökonomische Theorien der Organisation, in: Kieser, Alfred (Hrsg.): Organisationstheorien, Stuttgart/Berlin/Köln, 1999, Seiten: 199-251.

HASE, STEFAN (1996): Integration akquirierter Unternehmen, Berlin, 1996, Seiten 151-177.

KANDYBIN, ALEX / KIHN, MARTIN / MAINARDI, CAESARE R. (2002): Reinventing Scale – How to Escape the Size Trap, in: Strategy & Business, Issue 27 (2002), S. 63 – 71.

KANTZENBACH, ERHARD (1967): Die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs, 2. Aufl., Göttingen, 1967.

KATZ, MICHAEL L. UND SHAPIRO, CARL (1985): Network Externalities, Competition, and Compatibility, in: American Economic Review, 75. Jg., Nr. 3, 1985, Seiten: 424-440.

LANGLOIS, RICHARD N. (1992): Transaction-Cost Economics in Real Time, in: Industrial and Corporate Change, 1. Jg., Nr. 1, 1992, Seiten: 99-127.

LINDSTÄDT, HAGEN (2003): Neuausrichtung der Organisations nach M&A-Aktivitäten, in: Balz, U., Arlinghaus, O. (Hrsg.): Das Praxisbuch Mergers & Acquisitions, Bonn, 2003, Seiten 337-366.

LINDSTÄDT, HAGEN (2005): Co-ordination Mechanisms and Intensity of Integration Matter for the Duration and the Success of Mergers: Hypotheses and Empirical Evidence from 50 International Transactions, erscheint in: Investment Management and Financial Innovations (2005).

LINDSTÄDT, HAGEN; HAUSER, RICHARD (2004): Strategische Wirkungsbereiche des Unternehmens: Spielräume und Integrationsgrenzen erkennen und gestalten, Wiesbaden, 2004.

NEUMANN, MANFRED (1994): Theoretische Volkswirtschaftslehre III – Wachstum, Wettbewerb und Verteilung, 2. Auflage, München: 1994.

PICOT, ARNOLD/REICHWALD, RALF/WIGAND, ROLF T. (2001): Die grenzenlose Unternehmung, Wiesbaden, 2001.

PORTER, MICHAEL E. (1983): Wettbewerbsstrategie. Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten, Frankfurt a.M./New York, 1983.

PORTER, MICHAEL E. (1987): From Competitive Advantage to Corporate Strategy, in: Harvard Business Review, 65(3), 1987, Seiten 43-59.

PORTER, MICHAEL E. (1991): Towards a Dynamic Theory of Strategy, in: Strategic Management Journal, 12. Jg., 1991, Seiten: 95-117.

PORTER, MICHAEL E. (1998): Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance, New York, 30. Aufl., 1998.

PRAHALAD, COIMBATORE K. / HAMEL, GARY (1990): The Core Competence of the Corporation, in: Harvard Business Review, May – June 1990, S. 79 – 91.

RASCHE, CHRISTOPH (1994): Wettbewerbsvorteile durch Kernkompetenzen: Ein ressourcenorientierter Ansatz, Wiesbaden, 1994.

TEECE, DAVID J. (1992): Competition, Cooperation, and Innovation: Organizational Arrangements for Regimes of Rapid Technological Progress, in: Journal of Economic Behaviour and Organization, Nr. 18, 1992, Seiten: 1-25.

TIROLE, JEAN (1995): Industrieökonomik, München, Wien, Oldenburg: 1995.

WERNERFELT, BIRGER (1984): A Resource-Based View of the Firm, in: Strategic Management Journal, Nr. 5, 1984, Seiten: 171-180.

WILLIAMSON, OLIVER E. (1979): Transaction-Cost Economics: the Governance of Contractual Relations, in: The Journal of Law & Economics, 22. Jg., Nr. 2, 1979, Seiten: 233-261.

WILLIAMSON, OLIVER E. (1985): The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, and Relational Contracting, New York, 1985.