


academic**network**

Guido Eilenberger
Sascha Haghani
Alfred Kötze
Kurt Reding
Klaus Spremann
Herausgeber

Finanzstrategisch denken!

Paradigmenwechsel
zur Strategic Corporate Finance



 Springer

Herausgeberrat

Prof. Dr. Thomas Bieger, Universität St. Gallen

Prof. Dr. Rolf Caspers †, European Business School, Oestrich-Winkel

Prof. Dr. Guido Eilenberger, Universität Rostock

Prof. Dr. Dr. Werner Gocht †, RWTH Aachen

Prof. Dr. Karl-Werner Hansmann, Universität Hamburg

Prof. Dr. Alfred Kötzle, Europa-Universität Viadrina, Frankfurt/Oder

Prof. Dr. Kurt Reding, Universität Kassel

Prof. Dr. Dr. Karl-Ulrich Rudolph, Universität Witten-Herdecke

Prof. Dr. Klaus Spremann, Universität St. Gallen

Prof. Dr. Dodo zu Knyphausen-Aufseß,

Otto-Friedrich-Universität Bamberg

Dr. Burkhard Schwenker, Roland Berger Strategy Consultants

T. Bieger · N. Bickhoff · R. Caspers
D. zu Knyphausen-Aufseß · K. Reding
(Hrsg.)
Zukünftige Geschäftsmodelle
XII, 279 Seiten. 2002.
ISBN 978-3-540-42744-5

N. Bickhoff · C. Böhrer · G. Eilenberger
K.-W. Hansmann · M. Niggemann
C. Ringle · K. Spremann · G. Tjaden
Mit Virtuellen Unternehmen zum Erfolg
VI, 125 Seiten. 2003.
ISBN 978-3-540-44246-2

G. Corbae · J. B. Jensen · D. Schneider
Marketing 2.0
VI, 151 pages. 2003.
ISBN 978-3-540-00285-7

R. Caspers · N. Bickhoff · T. Bieger (Hrsg.)
Interorganisatorische Wissensnetzwerke
XI, 353 Seiten. 2004.
ISBN 978-3-540-20182-3

L. Schuster · A. W. Widmer (Hrsg.)
Wege aus der Banken- und Börsenkrise
X, 527 Seiten. 2004.
ISBN 978-3-540-21106-8

N. Bickhoff · M. Blatz · G. Eilenberger
S. Haghani · K.-J. Kraus (Hrsg.)
Die Unternehmenskrise als Chance
X, 440 Seiten. 2004.
ISBN 978-3-540-21433-5

K. Spremann (Hrsg.)
Versicherungen im Umbruch
IX, 543 Seiten. 2005.
ISBN 978-3-540-22063-3

B. Schwenker · S. Böttzel
Auf Wachstumskurs
V, 147 Seiten. 2006.
ISBN 978-3-540-26755-3

M. Blatz · K.-J. Kraus · S. Haghani (Hrsg.)
Gestärkt aus der Krise
XII, 177 Seiten. 2006.
ISBN 978-3-540-29416-0

S. Dutta · A. De Meyer · A. Jain
G. Richter (Eds.)
**The Information Society
in an Enlarged Europe**
X, 290 pages. 2006.
ISBN 978-3-540-26221-3

M. Blatz · K.-J. Kraus · S. Haghani (Eds.)
Corporate Restructuring
XII, 180 pages. 2006.
ISBN 978-3-540-33074-5

G. Kasperk · M. Woywode · R. Kalmbach
Erfolgreich in China
VIII, 166 Seiten. 2006.
ISBN 978-3-540-29839-7

B. Schwenker · S. Böttzel
Making Growth Work
VI, 138 pages. 2007.
ISBN 978-3-540-46486-0

B. Stauss · K. Engelmann · A. Kremer
A. Luhn (Eds.)
Services Science
VI, 172 pages. 2008.
ISBN 978-3-540-74487-0

B. Schwenker · K. Spremann
**Unternehmerisches Denken
zwischen Strategie und Finanzen**
XII, 343 Seiten. 2008.
ISBN 978-3-540-75950-8

Guido Eilenberger · Sascha Haghani
Alfred Kötzle · Kurt Reding
Klaus Spremann
Herausgeber

Finanzstrategisch denken!

Paradigmenwechsel
zur Strategic Corporate Finance

Prof. Dr. Guido Eilenberger
Lehrstuhl für ABWL
Bankbetriebslehre und Finanzierung
Universität Rostock
Ulmenstrasse 69
18051 Rostock
guidoeilenberger@t-online.de

Dr. Sascha Haghani
Partner, Roland Berger
Strategy Consultants
Karl-Arnold-Platz 1
40474 Düsseldorf
sascha_haghani@de.rolandberger.com

Prof. Dr. Alfred Kötzle
Lehrstuhl für Allgemeine
Betriebswirtschaftslehre
Europa-Universität Viadrina
Große Scharrnstraße 59
15230 Frankfurt/Oder
koetzle@euvfrankfurt-o.de

Prof. Dr. Kurt Reding
Lehrstuhl für Finanzwissenschaft
Universität Kassel
Nora-Platiel-Straße 4
34109 Kassel
reding@wirtschaft.unikassel.de

Prof. Dr. Klaus Spremann
Schweizerisches Institut
für Banken und Finanzen
Universität St. Gallen
Rosenbergstr. 52
9000 St. Gallen
klaus.spremann@unisg.ch

ISBN 978-3-540-76433-5

e-ISBN 978-3-540-76434-2

DOI 10.1007/978-3-540-76434-2

© 2008 Springer-Verlag Berlin Heidelberg

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funk-sendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

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

Herstellung: LE-TeX Jelonek, Schmidt & Vöckler GbR, Leipzig
Einbandgestaltung: WMX Design GmbH, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem Papier

9 8 7 6 5 4 3 2 1
springer.com

Inhaltsverzeichnis

Einführung	1
Das Paradox des „finanzstrategischen Denkens“	1
Der Wandel zur Strategic Corporate Finance	3
Aufbau des Buches	4
1 Alte und neue Paradigmen der Finance	7
1.1 Forschungsgegenstand der Finance	7
1.2 Die alte Finance	8
1.3 Die neoklassische Finance	10
1.4 Moderne Portfoliotheorie und Optionspreistheorie	12
1.5 Empirische Finanzmarktforschung	15
1.6 Corporate Finance	18
1.7 Strategic Corporate Finance	21
1.7.1 Attraktivität der Märkte und Ohnmacht der Marktteilnehmer	22
1.7.2 Bewertungsprobleme aufgrund von Komplexität	24
1.7.3 Informationsunterschiede in Märkten	25
1.7.4 Kombinierte Bereitstellung von Wissen und Kapital....	26
2 Mergers & Acquisitions	29
2.1 Manager und Anleger als Akteure	29
2.2 Klassische Kooperationsstrategien	31
2.3 Finanzstrategisches Wachstum	34

2.3.1	Diversifizierung der Geschäftstätigkeit.....	35
2.3.2	Anpassung des Produktportfolios an Marktanforderungen	38
2.3.3	First Mover Advantage – Vorreiter im Markt.....	40
2.3.4	Ressourcenzugriff und fluide Marktgrenzen.....	42
2.4	Differenzierte Betrachtung von Wachstumsstrategien	45
3	Unternehmenskommunikation.....	47
3.1	Inhalte der Unternehmenskommunikation.....	47
3.2	Adressaten der Unternehmenskommunikation	50
3.3	Generische Kommunikationsstrategien	52
3.4	Kommunikationsstrategien für Mergers & Acquisitions	56
3.4.1	Anpassung des Produktportfolios an die Marktanforderungen	57
3.4.2	First Mover Advantage in Netzwerken.....	59
3.4.3	Diversifikation mit dem Ziel der Konglomeratbildung	62
3.4.4	Fluide Marktgrenzen und Ressourcenzugriff.....	65
3.5	Finanzstrategische Kommunikation am Beispiel der Bertelsmann AG	66
4	Neue Finanzierungsformen in der Strategic Corporate Finance: Entrepreneurial Finance, Venture Capital, Private Equity und Hedge-Fonds.....	69
4.1	Private Finanzinvestoren für Innovation und Wachstum.....	69
4.2	Entrepreneurial Finance und Venture Capital.....	72
4.2.1	Von der Invention zur Innovation	72
4.2.2	Entrepreneurial Finance als Basisfinanzierung.....	73

4.2.3	Venture-Capital-Finanzierung als Anschlussfinanzierung.....	75
4.2.4	Private Equity zur Verstärkung von Venture Capital	76
4.3	Private-Equity-Finanzierung.....	77
4.3.1	Buyouts mit dem Ziel der Unternehmensfortführung, Restrukturierung und Sanierung	78
4.3.2	Finanzielle LBOs: Unternehmenszertrümmerung und -ausverkauf.....	81
4.4	Hedge-Fonds-Finanzierung	84
5	Die Bedeutung von CSR-Kapital für eine nachhaltigkeitsorientierte Strategic Corporate Finance.....	87
5.1	Einleitung.....	87
5.2	Die Finanzmärkte als Schauplatz eines neuen Werteverständnisses.....	88
5.3	Zur Bestimmung von Gütekriterien für Kapital und Finanzierung	90
5.3.1	Die Ebene der Mittelherkunft	90
5.3.2	Die Ebene der Mittelverwendung	93
5.3.3	Aktuelle Tendenzen: Das „Heuschrecken“-Phänomen	96
5.4	Der institutionelle Handlungsrahmen	100
5.5	Zur Rolle der Spekulation	101
5.6	Eine Neubesinnung in der Wertediskussion?	102
5.7	Zur Bewertungsfunktion von Finanzmärkten	106
5.8	Realwirtschaft versus Spekulation: Eine Antwort auf die Gütefragen?	107

5.9	Zur Rolle des Ratings und der Zertifizierung	108
5.10	Ein Fazit	109
6	Wechsel der Investoren	113
6.1	Die aktuelle Investitionslandschaft	113
6.2	Wechsel der Investoren – Ein neues Phänomen?	116
6.2.1	Von Corporate Raiders und Heuschrecken – Entwicklung seit den Achtzigerjahren	116
6.2.2	Status Quo	118
6.3	Veränderte Rahmenbedingungen der Finanzierungs- landschaft durch Wechsel der Investoren – Konsequenzen für Unternehmen und Manager	121
6.3.1	Alternative Finanzierungsmöglichkeiten durch neue Investorengruppen – Konsequenzen für Unternehmen	121
6.3.2	Neue Spielregeln der Unternehmensführung durch den Eintritt internationaler Investoren- gruppen – Konsequenzen für das Management	123
6.4	Fazit	126
	Autorenverzeichnis	129

Einführung

Klaus Spremann

Finanziell zu denken heißt, sich an den äußeren Finanzmarkt anzupassen. Strategisch zu denken heißt, die Umwelt zu verändern und zu gestalten. „Finanzstrategisch“ zu denken ist also eigentlich ein Widerspruch in sich. Dieses Paradoxon ist etwas grundlegend Neues gegenüber der klassischen Corporate Finance: Der Finanzstrategie macht die großen Deals und setzt sich mit ihnen bewusst über den Markt hinweg. Dieses Vorgehen kennzeichnet die Strategic Corporate Finance.

Das Paradox des „finanzstrategischen Denkens“

Der Imperativ unseres Buchtitels „Finanzstrategisch denken!“ scheint einen Widerspruch in sich zu bergen. Die Kapitalmärkte haben sich seit einigen Jahrzehnten entscheidend weiterentwickelt und tiefer ausgebildet. Informationen über das Marktgeschehen sind jederzeit zugänglich, ob über Kurse, Zinssätze oder Renditen. Die Finanzmärkte üben anscheinend eine magische Kraft aus; die hohe Liquidität, die Wertpapiere an den Sekundärmärkten erhalten, erlaubt dem Finanzinvestor, seine Engagements jederzeit aufzulösen. Niemand möchte die Vorteile des Kapitalmarktes missen, jeder denkt nur noch in Wertpapieren und deren Renditen. Angesichts dieser Omnipräsenz der Kapitalmärkte wirken einzelne Investoren oder Unternehmen wie die sprichwörtliche Maus gegenüber dem Elefanten: klein und machtlos. „Finanziell“ zu denken, heißt damit, sich den Finanzmärkten anzupassen, denn diese legen die Preise fest, bestimmen die Rendite von Investitionen und die Kapitalkosten. Diese marktgerechten Kapitalkosten wiederum ziehen Unternehmen heran, wenn sie ihre Investitionsvorhaben kalkulieren. Sind diese rentabel? Steigern sie langfristig den Unternehmenswert? Wer sich diese Fragen nicht stellt, wird wiederum vom Kapitalmarkt dafür „abgestraft“. Kein Unternehmen kann sich dauerhaft den Mechanismen der Finanzmärkte entziehen.

Unternehmen werden damit zum „Preisnehmer“ und „Mengenanpasser“, wie der Ökonom sagt. Sie rechnen nicht damit, den Markt und seine Bedingungen spürbar beeinflussen zu können. Wer sich den Marktbedingun-

gen jedoch einfach anpasst, handelt nicht strategisch. Er folgt vielmehr einem einstufigen Nutzenkalkül. Die gegebenen Marktkonditionen führen zu einer individuellen Entscheidung, die eine optimale Anpassung darstellt.¹ Meist sind es nur kleinere Anpassungen, die ausreichen, um den Wert maximal zu steigern. Wer finanziell denkt, denkt also gerade *nicht* strategisch.

Strategisches Denken ist hingegen dort angebracht, wo das eigene Umfeld gestaltet und vielleicht sogar die Reaktion von Gegenspielern beeinflusst werden kann. Strategien sind Abfolgen von Maßnahmen, die auf das Umfeld und auf andere Parteien Einfluss ausüben, wodurch sich die Rahmenbedingungen ändern.² Strategisch zu denken heißt also, sich dessen bewusst zu werden, wie das eigene Verhalten die Umwelt beeinflussen wird und wie man dadurch eventuell Gegenspieler an den Rand drängen kann. Strategisches Denken kann dazu führen, Koalitionen zu bilden, um durch die gemeinsame Marktmacht die Preise beeinflussen zu können. Dazu gehört, Aufmerksamkeit zu erregen und sich zum Mittelpunkt einer Partei oder einer Gruppierung zu machen, die andere anzieht. Strategisches Denken bezieht folglich alle Bereiche mit ein, auch die Kommunikation. Zur Strategie gehören Manöver, die anderen etwas vorgaukeln, was gar nicht geplant ist. Die Taktik des Feldherren war stets das Gegenteil einer einfachen Anpassung an Gegebenheiten. Vor allem in China gehört zur Strategie auch die List. Ob Schachspieler, Feldherr oder Spieltheoretiker³ – sie alle denken strategisch und passen sich damit gerade *nicht* den Markt-

¹ In der Mikroökonomie heißt ein Anbieter oder Nachfrager „Mengenanpasser“, wenn er den Marktpreis als gegeben akzeptiert und die von ihm angebotene oder nachgefragte Menge an diesen Preis so anpasst, dass sein persönlicher Gewinn oder Nutzen maximiert wird. Im „vollkommenen“ Markt sind alle Teilnehmer Mengenanpasser, da dieser Markt unendlich groß ist und keiner der Akteure über ausreichende Marktmacht verfügt, den Preis zu beeinflussen. Eine Absprache zwischen mehreren Parteien, um eine monopolistische, d.h. preissetzende Macht aufzubauen, findet im vollkommenen Markt annahmegoß nicht statt.

² Der Strategiebegriff stammt aus dem Griechischen; wörtlich übersetzt bezeichnet er die Kunst der Heerführung. CARL VON CLAUSEWITZ (1780-1831) hat in seinen Werken die Grundlagen dafür geschaffen, dass später strategische Elemente auf die Wirtschaft übertragen werden konnten.

³ Der vor einigen Jahren entstandene Film „A Beautiful Mind“ über das Leben des Spieltheoretikers JOHN NASH (*1928) kann als eine populärwissenschaftliche Einführung in die Spieltheorie und das strategische Denken gesehen werden.

bedingungen an. Unangebracht ist ein solches strategisches Denken, wo das Umfeld nicht beeinflusst werden kann. Das ist im Beispiel von der Maus gegenüber dem Elefanten der Fall: Ist das Umfeld ein riesiger Markt und kommen Koalitionen nicht in Frage, muss jeder Versuch, strategisch zu handeln, scheitern. Das ist dann der Fall, wenn der Kapitalmarkt gut funktioniert, also „effizient“ ist; er schützt damit vor der Bildung von Machtblöcken. Sämtliche Akteure werden ihre Entscheidungen im Hinblick darauf treffen, wie sie im Kapitalmarkt und von Analysten aufgenommen werden. Die Lehrbücher der klassischen Finanzwissenschaft oder Finance haben dieses Dogma in den letzten dreißig Jahren gebetsmühlenartig wiederholt: Der Finanzmarkt hat immer recht, wir können uns nur anpassen.

Der Wandel zur Strategic Corporate Finance

Unterdessen zeigt sich, dass einzelne Akteure immer wieder große Erfolge „am Markt vorbei“ oder sogar gegen die herrschende Marktmeinung erzielen.

Hier einige Fälle, die unsere Behauptung belegen, dass finanzstrategisches Denken möglich und erfolgreich ist:

1. GEORGES SOROS hat 1992 sein Vermögen mit einer spekulativen Attacke gegen das Britische Pfund begründet. Er hatte Erfolg, obwohl der Markt zuvor behauptet hatte, er würde scheitern.
2. WARREN BUFFET beteuert immer wieder, dass Erfolg an der Börse nur möglich ist, wenn sorgfältig gewählte Assets langfristig gehalten werden. Ein permanentes Kaufen und Verkaufen dagegen sei kontraproduktiv. Auch hier sehen wir eine Strategie, die wenig Rücksicht auf die augenblickliche Marktsituation nimmt.
3. Der Vorstand von Mannesmann hat zwischen 1990 und 2000 das Unternehmen zu großem finanziellen Erfolg geführt und schließlich verkauft, was zur Zerschlagung führte. Die dazu ergriffenen spektakulären Maßnahmen hatten zuvor bei Analysten nur Kopfschütteln ausgelöst.
4. Eine der größten europäischen Bankfusionen, der Marktbeobachter 1995 keine lange Zukunft vorhersagten, ist die heutige UBS. Die Union Bank of Switzerland in Zürich und der Schweizerische Bankverein in Basel verschmolzen in einem Reversed Takeover (Wissen

heiratet Geld) zur UBS. Die UBS ist heute der größte Vermögensverwalter der Welt.

5. Hedge-Fonds-Manager agieren immer weniger wie traditionelle Finanzinvestoren. An Hauptversammlungen und dort getroffenen demokratischen Entscheidungen vorbei setzen sie Maßnahmen Unternehmen durch, die „am Markt vorbei“, also preisverändernd wirken.

In allen diesen Fällen wurden strategisch geplante, größere finanzielle Veränderungen eingeleitet, die sich über die „am Kapitalmarkt vorherrschende Sicht“ hinwegsetzen und daher preisverändernd wirken. Gelegentlich zerstören solche Schachzüge einen ganzen Markt sogar. Solche Fälle werden inzwischen wissenschaftlich untersucht, so dass wir ihren Mechanismus bereits etwas besser verstehen. Allerdings müssen wir uns dazu von dem hergebrachten Denken befreien, in dessen Zentrum ein gut funktionierender Kapitalmarkt steht. In diesem äußern alle Akteure ihre Wünsche und koordinieren diese über den Preismechanismus, so dass alsbald ein markträumendes Gleichgewicht entsteht. Diese klassische Denkart muss einer neuen Perspektive weichen, bei der Akteure den Markt verlassen, an ihm vorbei Transaktionen vornehmen oder durch absichtsvoll hergestellte Marktmacht die Preise beeinflussen. Die Finanzierungstheorie oder „Finance“ steht also vor einem Paradigmenwechsel, wie ihn der Wissenschaftstheoretiker THOMAS KUHN (1922-1996) definiert hat. Neben der Theorie der gut funktionierenden oder perfekten Kapitalmärkte tritt die der „Strategic Corporate Finance“. Diese thematisiert, was passiert, wenn sich Akteure über die in einem Markt geltenden Regeln einfach hinwegsetzen. Finanzstrategisch zu denken heißt also, sich vom Korsett der bestehenden Kapitalmärkte zu befreien und ein Gedankenexperiment zu wagen.

Aufbau des Buches

Dieses Gedankenexperiment der *Strategic Corporate Finance* soll in unserem Buch zunächst historisch eingeordnet werden. Im ersten Kapitel werden dazu die Vorgängertheorien vorgestellt, um anschließend den Paradigmenwechsel hin zu einer Strategic Corporate Finance erläutern zu können.

Kapitel 2 geht auf Mergers & Acquisitions ein und zeigt, dass ein finanzstrategisches Denken bei solchen Vorhaben auch komplexe und längerfristige Wirkungen einer Kooperation berücksichtigt.

Kapitel 3 knüpft an die im vorangehenden Kapitel beschriebenen Kooperationsstrategien an und erläutert, wie ein Unternehmen durch gezielte

Kommunikationsstrategien von einem reinen Preisnehmer zu einem Gestalter am Kapitalmarkt werden kann.

Kapitel 4 erörtert Vor- und Nachteile verschiedener Formen der Eigenkapitalfinanzierung; Entrepreneurial Finance, Venture Capital, Private-Equity- und Hedge-Fonds-Finanzierung werden vorgestellt.

Kapitel 5 befasst sich damit, welche Rolle die Corporate Social Responsibility für eine nachhaltigkeitsorientierte Strategic Corporate Finance spielt. Hierzu wird zunächst ein neues Werteverständnis entwickelt und werden Gütekriterien für Kapital und Finanzierung festgelegt. Anschließend wird der institutionelle Handlungsrahmen festgelegt, der die Spekulation und damit verbundene Fehlbewertungen und -allokationen eindämmen kann.

Das letzte Kapitel stellt vor, wie sich derzeit die Investorenlandschaft verändert. Ausgangspunkt ist dabei die Tatsache, dass Investoren immer häufiger wechseln; außerdem betreten neue Investorengruppen den Markt und gestalten ihn häufig nach ihren Regeln. Das hat Konsequenzen für Unternehmen und ihr Management, die abschließend erörtert werden.

1 Alte und neue Paradigmen der Finance

Klaus Spremann

Die Finanzwirtschaft ist mittlerweile geradezu unüberschaubar geworden und stützt sich auf die verschiedensten Theorien. Ihr Herzstück ist jedoch noch immer die Annahme, dass es einen gut funktionierenden Kapitalmarkt gibt. Die Akteure dieses Kapitalmarktes – Finanzinvestoren und Unternehmen – konzentrieren sich auf marktgängige Finanzkontrakte. Sie denken in Wertpapieren und deren Renditen, sie versuchen zu diversifizieren und passen dann und wann ihre Portfolios an zwischenzeitliche Situationsänderungen an.

1.1 Forschungsgegenstand der Finance

Der amerikanische Wissenschaftstheoretiker THOMAS KUHN (1922-1966) hat in seinem Buch *Die Struktur wissenschaftlicher Revolutionen*⁴ mit der Vorstellung aufgeräumt, eine wissenschaftliche Disziplin entfalte sich nach einem einheitlichen Bauplan, so dass die Summe aller Forschungsbeiträge ein geschlossenes Gesamtwerk entstehen ließe. Vielmehr führe die normale Forschungstätigkeit zu einander widersprechenden Ergebnissen und damit zu Krisen, die erst durch wissenschaftliche Durchbrüche (oder Revolutionen) aufgelöst würden. Bis dahin existierten die Paradigmen der verschiedenen Theorien nebeneinander als „konkrete Problemlösungen, die die Fachwelt akzeptiert hat“ (so die Definition des Paradigmas). Das ist in der Finanzierungstheorie oder in der „Finance“ nicht anders.⁵ Worum geht es in diesem Gebiet, das vor etwa einhundert Jahren aus Untersuchungen dazu entstand, wie sich Unternehmen finanzieren und wie sie investieren können?

⁴ KUHN griff dazu die Monografie Entstehung und Entwicklung einer wissenschaftlichen Tatsache des polnischen Wissenschaftstheoretikers LUDWIK FLECK (1896-1961) auf und entwickelte dessen Ideen weiter.

⁵ Eine Darstellung, die das Gesamtgebiet nach ihren Paradigmen aufbaut: KLAUS SPREMMANN: *Finance*. 3. Auflage, Oldenbourg Verlag, München (2007).

Der Versuch, die Finanzwirtschaft als diejenige Teildisziplin der Wirtschaftswissenschaften zu definieren, in der es um das Geld geht, greift entschieden zu kurz. Schließlich leben wir in einer Geldwirtschaft, in der sich jegliche Ressourcen nach ihrem Geldwert bemessen. Auch im Marketing geht es schließlich um Geld, das über den Verkauf der Produkte erwirtschaftet werden soll. Und selbst wenn wir es Kompensation nennen: Auch im Personalwesen geht es um den Tausch zwischen Geld und Arbeitseinsatz. Das Geld allein unterscheidet folglich die Finanzwirtschaft nicht von den anderen wirtschaftswissenschaftlichen Disziplinen. Vielmehr geht es in der Finanzwirtschaft um Geld, das erst in der Zukunft fällig wird oder verfügbar ist. Hinzu kommen vertraglich festgeschriebene Rechte, die diese zukünftigen Zahlungen begleiten. Mit diesen Rechten sind erstens die Ansprüche selbst gemeint, zweitens Informationsrechte und drittens die Möglichkeit, Entscheidungen zu beeinflussen, die wiederum die Höhe und das Risiko der zukünftig fälligen Zahlung bestimmen. Die Finanzierungstheorie untersucht also

- Werte zukünftiger Zahlungen einschließlich der sie begleitenden Rechte;
- Formen der Übertragung (also Transaktionen),
- Methoden, um Erwartungswert oder Risiko dieser Zahlungen zu beeinflussen.

Häufig wird ihr Forschungsgegenstand auch abgegrenzt, indem vorrangig die Formen der Übertragung, also die Finanzkontrakte, betrachtet werden. Finanzkontrakte sind Verträge, bei denen die eine Seite – sie erhält dafür heute Geld – der anderen Rechte und Ansprüche einräumt, die spätere Rückflüsse sichern. Die wichtigsten Finanzkontrakte sind Fremd- und Eigenkapital. Gleichermaßen werden Investitionen betrachtet: Heute wird mit Auszahlungen der Grundstock für spätere Rückflüsse gelegt. Im Kern der Finanzierungstheorie steht jedenfalls die zeitliche Inkongruenz von Leistung und Gegenleistung. Denn nur weil die Gegenleistung erst in der Zukunft erfolgt, geht es um Risiken, Informationsrechte und Einflussmöglichkeiten auf Entscheidungen. Diese Einschätzung ihres Forschungsgegenstandes eint alle Paradigmen, die die heutige Finanzierungstheorie (mit einigen Revolutionen) geprägt haben.

1.2 Die alte Finance

Das erste Paradigma der Finance ist seit dem *Kaufmann von Venedig* bekannt: WILLIAM SHAKESPEARE führt uns die Denkweise der Geschäftsleute

in der Renaissance vor. Sein Protagonist Antonio reduziert alles aufs Geld und sieht sich damit immer wieder vor Fragen der Finanzierung und Investition gestellt, also:

- Wo erhalte ich Finanzmittel? Wer gibt sie mir zu welchen Konditionen?
- Welche Projekte sind mir möglich? Welchen Gewinn versprechen diese Investitionen?

Diese Fragen sind heute ebenso gültig wie damals. Ob er nun eine neue Geschäfts- oder Produktidee hat, jeder Unternehmer sieht sich vor dieser Aufgabe: Finde erfolgversprechende Projekte und für diese Finanziers. Hat der Kaufmann schließlich verschiedene Angebote für die Projektfinanzierungen, so steht die zweite Aufgabe an: Aus den möglichen Finanzierungen und Investitionsprojekten die geeignetsten auszuwählen. Hier geht es also um die Investitions- oder Wirtschaftlichkeitsrechnung. JOEL DEAN⁶ (1906-1979) hat dazu erstmals eine Größe herangezogen, die noch heute verwendet wird, nämlich den internen Zinssatz einer Zahlungsreihe (wie Antonio kommt es ihm nur auf die Zahlungen an). Im Unterschied zu den dynamischen Investitionsrechenverfahren, die von einem vollkommenen Kapitalmarkt ausgehen und die dort erzielbaren Renditen den voraussichtlichen Projektrenditen gegenüberstellen, vergleicht DEAN simultan Investitions- und Finanzierungsmöglichkeiten. In seinem Modell stellt er sämtliche Finanzierungsmöglichkeiten mit geringerem internem Zinssatz und sämtliche Projekte, deren interner Zinssatz größer als die kritische Rendite ist, einander gegenüber. Die kritische Rendite wird dazu so hoch bemessen, dass das Budget zum Ausgleich kommt. Solche und ähnliche Betrachtungen füllten die alten Lehrbücher.

Die Betriebswirtschaftslehre der Fünfzigerjahre konzentrierte sich zudem vor allem auf den Zusammenhang zwischen Finanzierung und Rechnungswesen. Für die Betriebswirte jener Zeit spiegelten sich Vorgänge der Finanzierung und Investition vor allem in der Bilanz wider. Kreditgeber achteten auf Kennzahlen, die sich als Bilanzrelationen errechneten. So ergibt sich beispielsweise der Verschuldungsgrad eines Unternehmens aus dem Verhältnis des Fremdkapitals zum buchhalterischen Wert des Eigenkapitals. Weiter wurden Kennzahlen wichtig, die den (buchhalterischen) Gewinn in Relation zum Buchwert des Eigenkapitals (Return on Equity, ROE) oder zur Bilanzsumme (Return on Investments, ROI) setzten. Der

⁶ In seinem Buch *Capital Budgeting and Managerial Economics*, New York (1951).

ROE, also der Jahresgewinn geteilt durch den Buchwert des Eigenkapitals, wurde besonders populär. DU PONT zerlegte den ROE erstmals in das Produkt dreier Kennzahlen und begründete damit die Lehre von den sogenannten Werttreibern: Diese funktionieren quasi wie Stellschrauben, an denen man drehen kann, um den ROE zu maximieren. Inzwischen wetteifern Unternehmensberatungen mit je eigenen Definitionen des Economic Value Added oder des Cashflows vor Steuern; und viele Studierende verzweifeln an den Unterschieden zwischen EBIT und EBITDA.

Das oben beschriebene Paradigma der Finanzierungstheorie der Fünfzigerjahre wird heute als klassische Finance oder etwas despektierlich, als „Old Finance“ bezeichnet. Die klassische Finance setzt noch keinen Kapitalmarkt voraus. Jeder (finanzielle) Vertrag ist individuell. Vergleichsmöglichkeiten mit dem „marktüblichen“ gibt es daher in der Welt der klassischen Finance (noch) nicht. Dennoch hat sie auch heute noch Einfluss auf das finanzielle Denken, besonders in der Praxis. Viele Unternehmer lassen sich von den damals geprägten Begriffen leiten. Welcher CEO propagiert nicht unternehmensintern – wo Buchwerte seit jeher als eherne Maßzahlen dienen –, dass oberstes Ziel sei, den ROI zu steigern? Wer findet nicht, der Markt sei unfair, wenn er Unternehmen in den Untergang treibt? Wer denkt nicht, dass buchhalterische Größen wie EBITDA für die Finanzwirtschaft wichtig seien? Die Hauptschwäche der *Old Finance* ist jedoch, dass die unzähligen Details, mit denen sie sich beschäftigt, die Ziele des Unternehmens letztlich unklar bleiben lässt. Während einige Autoren fanden, diese könnten durchaus durch den ROE beschrieben werden, hielten andere dagegen, es käme vielmehr auf den *langfristigen* Gewinn an. Dritte postulierten schließlich, Unternehmen sollten vor allem nach Substanzerhaltung streben, was besondere Probleme (wie etwa das der Besteuerung von Scheingewinnen) aufwarf. Einige Autoren gingen sogar so weit, aus dem Existenzrecht eines Unternehmens moralisch gerechtfertigte Preise für dessen Produkte abzuleiten.

1.3 Die neoklassische Finance

Etwa um 1960 kam es zu einer wissenschaftlichen Revolution, ausgelöst durch neuartige und verwirrende Ereignisse und Mechanismen an den Kapitalmärkten, vor allem in den angelsächsischen Ländern:

- Im Markt gilt bekanntlich das Gesetz des einen Preises. Wie kommt es dann in einem Kapitalmarkt dazu, dass sich einem Unternehmer (wie in der Finanzplanung angenommen) mehrere Finanzierungsmöglichkeiten zu unterschiedlichen Konditionen bieten?

- Warum sollen Rechnungswesen, Bilanzgrößen und die aus ihnen abgeleiteten Kennzahlen wichtig sein, wo doch die Aktionäre im Finanzmarkt eher mit Kursen oder Marktwerten konfrontiert sind? Und wie aussagekräftig ist der buchhalterische Gewinn, wenn für den Finanzinvestor allein die Rendite zählt, die sich aus den Wertsteigerungen und Ausschüttungen im Verhältnis zum Marktwert errechnet?

Die Old Finance blieb darauf eine Antwort schuldig, weshalb ein neues Paradigma aufkam, ja, geschaffen werden musste. Es lässt sich wie folgt beschreiben: Unterstelle einen gut funktionierenden Kapitalmarkt und erkläre alle Phänomene der Finanzwirtschaft im Hinblick darauf, wie diese in einem solchermassen perfekten Markt bewertet werden. Dieses Paradigma wird heute als neoklassische Finanzierungstheorie bezeichnet, da die Neoklassik in den Wirtschaftswissenschaften generell den Markt in das Zentrum ihrer Theorien rückte.

Dieser Ansatz der neoklassischen Finanzierungstheorie war revolutionär. Der italienischstämmige Wirtschaftstheoretiker FRANCO MODIGLIANI (1918-2003) und der unermüdliche Verfechter marktwirtschaftlichen Denkens MERTON MILLER (1923-2000) überraschten die Fachwelt mit Thesen, die noch heute gültig sind und für die sie mit dem Nobelpreis geehrt wurden.

1. MODIGLIANI und MILLER erkannten, dass sich in einer Marktwirtschaft im Preis widerspiegelt, für wie begehrenswert die Allgemeinheit ein Gut erachtet. Der Unternehmenswert ist folglich der Preis, den die Beteiligungstitel (Aktien) dieses Unternehmens in einem gut funktionierenden beziehungsweise perfekten Kapitalmarkt erzielen. Die dortigen Finanzinvestoren entscheiden danach, wann sie mit welcher Wahrscheinlichkeit Geld erhalten. Der Wert eines Unternehmens leitet sich also direkt aus den Zahlungsüberschüssen ab, die es an die Berechtigten ausschüttet oder auf andere Weise den Eigentümern zur Verfügung stellt.
2. Deshalb, so MODIGLIANI/MILLER, kommt es darauf an, *Wertsteigerungen* zu erwirtschaften. Dies muss oberste Maxime sein, sofern denn ein Unternehmen als eine Institution verstanden wird, die Vorteile für die Eigenkapitalgeber schaffen soll. Die beiden Wirtschaftstheoretiker griffen dabei auf Erkenntnisse des Geldtheoretikers IRVING FISHER (1867-1947) zurück. FISHER hatte erkannt, dass im Kapitalmarkt die Wünsche oder Präferenzen der Eigner von den Investitionsentscheidungen getrennt und an einen Manager delegiert werden können. Wenn dieser Manager die Projekte mit positivem

Netto-Kapitalwert realisiert, erreichen die Berechtigten ein Nutzenmaximum unabhängig von ihren eigenen Präferenzen. Kurz gefasst: Die Manager eines Unternehmens können den Wohlstand der Aktionäre – ohne deren Präferenzen genau zu kennen – am besten dadurch mehr, dass sie eine Wertsteigerung des Unternehmens anstreben. Diese Erkenntnis war eine Revolution: Weder Gewinn noch „langfristiger“ Gewinn sind die entscheidenden Zielgrößen! Vielmehr geht es vor allem um die Wertsteigerung und diese wird an Zahlungsüberschüssen festgemacht. Die Buchgrößen haben damit nur noch die Funktion, bei Bedarf genauere Prognose über die wertbestimmenden Cashflows anzugeben.

3. MODIGLIANI/MILLER erschreckten die Fachwelt weiter damit, dass viele der von der „Old Finance“ propagierten Maßnahmen zur Wertsteigerung irrelevant sind. Verschiedene Irrelevanzthesen stellten MODIGLIANI/MILLER auf: Erstens: Verschuldungspolitik trägt nichts zur Wertsteigerung bei. In der Tat: Schlägt mir ein englischer Broker vor, mein Geld zusammen mit einem beträchtlichen Lombardkredit in Aktien anzulegen, dann könnte ich mir die Gebühr dafür und sein Honorar ebenso gut sparen. Schließlich könnte ich zu den für uns beide geltenden Marktkonditionen ein Engagement mit hoher Hebelwirkung ebenso gut selbst erzeugen. Zweitens ist auch die Dividendenpolitik für die Wertschaffung irrelevant, ebenso wie drittens die Frage, ob das Unternehmen oder der Aktionär ein Sicherungsgeschäft abschließt.

Das Paradigma der neoklassischen Finanzierungstheorie – entscheidend ist der in einem perfekten Kapitalmarkt erzielbare Preis – wurde in der Modernen Portfoliotheorie und der Optionspreistheorie weiterentwickelt. Hier zeigte sich nochmals, wie fruchtbar die Annahme eines perfekten Marktes für die Theoriebildung wirkte.

1.4 Moderne Portfoliotheorie und Optionspreistheorie

Parallel zur Forschung zu Unternehmenswert und -zielsetzung und zu den oben beschriebenen Irrelevanzthesen begründete HARRY MARKOWITZ (*1927) die Moderne Portfoliotheorie (MPT). Diese haben in den Sechzigerjahren außerdem JAMES TOBIN (1918-2002), WILLIAM F. SHARPE (*1934) und andere weiter ausgebaut. Sie gingen dabei nicht nur von einem gut funktionierenden Kapitalmarkt aus, sondern zudem davon, dass in

diesem „informatiorische Effizienz“ herrsche. Das heißt, neue Informationen und alles, was daraus antizipierbar ist, schlagen sich unmittelbar und korrekt im Kurs nieder. Die Kurse spiegeln daher jederzeit wider, was irgendwo bekannt ist. Nur wirklich neue Informationen führen zu Kursänderungen, nur sie überraschen und beeinflussen als Zufallsereignisse die Börse. Daher bewegen sich auch die Kurse zufällig, eben wie auf einem „random walk“ oder auf Deutsch „Zufallspfad“. Einer der Verfechter der Effizienzthese, BURTON G. MALKIEL, betitelte seinen Bestseller vieldeutig mit „A Random Walk Down Wall Street“.

Trifft die Effizienzthese nun überall ganz oder nur ungefähr zu? Auch wenn diese Frage zunächst so klingt, als hätte sie nur akademische Relevanz, steht mit ihrer Antwort der Kapitalismus auf der Kippe. Denn letztlich geht es hierbei um die Frage, ob Kapitalmärkte eine Privatveranstaltung für Giganten sein und bleiben sollen oder ob die Öffentlichkeit freien Zutritt erhält. Gilt die Effizienzthese, so können auch weniger gut informierte Akteure auf diesem Markt jederzeit kaufen oder verkaufen. Wie für MALKIELS Affen, der Pfeile auf ein Kursblatt wirft, gibt es für den Uninformierten keinen Grund zur Angst, dass er von der besser informierten Gegenseite über den Tisch gezogen werden kann. *Ein effizienter Kapitalmarkt schützt die Uninformierten*, um nicht zu sagen die Dummen. Deshalb kann er für das breite Anlegerpublikum geöffnet werden. Effiziente Märkte sind demokratische Märkte. Und außerdem kann nur durch offene Finanzmärkte der enorme Kapitalbedarf der modernen Gesellschaft befriedigt werden. Ist ein Markt hingegen nicht effizient, müssen die Teilnehmer darüber informiert werden: „Vorsicht! Es kann immer wieder sein, dass der derzeitige Preis nicht dem wahren Wert entspricht, den die besser Informierten kennen.“ Doch würden Sie gern bei einer Lotterie setzen, wenn die Ziehung schon erfolgt ist und deren Ergebnis einige wenige Personen, nicht aber Sie und die Allgemeinheit kennen? Ist ein Markt nicht effizient, dann ist es für das Publikum ratsam, keine direkten Transaktionen vorzunehmen. Sie sollten sich an einen der besser Informierten wenden und Aufträge delegieren. Das jedoch erschwerte den Marktzutritt erheblich und schränkte das Marktgeschehen auf einen engen Personenkreis ein. Der Kapitalmarkt wäre nicht mehr als wichtige Einrichtung der modernen Gesellschaft zu sehen. Nur wenn man der Annahme folgt, dass informatiorische Effizienz herrscht, kann dem ordnungspolitischen Wunsch nach offenen Kapitalmärkte stattgegeben werden, denn nur dann können auch kleinere Investoren ohne Angst agieren.

Kombiniert man die Moderne Portfoliotheorie und die Effizienzthese, so heißt das, jeder Finanzanleger, ob groß oder klein, diversifiziert seine Risiken ausgehend von den als zufällig angesehenen Renditen. Da alle Finanz-

investoren über dieselben Informationen verfügen, gelangen sie schließlich zu übereinstimmenden Portfolios, die sich in ihrer Größe, nicht aber ihrer Zusammensetzung unterscheiden. Es entsteht ein einheitliches Portfolio, das sogenannte Marktportfolio. Folgt man dieser Theorie, so verhält sich derjenige rational, dessen Portfolio genau das Marktportfolio abbildet und der sämtliche Wertpapiere passiv hält. Bildlich gesprochen, verhält er sich wie ein Schiff bei rauer See – auch dort ist es wenig sinnvoll, die Wirkung der einzelnen Wellen prognostizieren zu wollen und die Ladung hin- und herzuschieben. Sie muss stattdessen festgezurrert werden.

WILLIAM F. SHARPE, JOHN LINTNER und JAN MOISSIN⁷ haben mit ihren Arbeiten die Moderne Portfoliotheorie um ein Modell bereichert, das den Zusammenhang zwischen der Renditeerwartung (also den Kapitalkosten) und dem Risiko eines Unternehmens aufzeigt: das in Theorie und Praxis vielbeachtete Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM). Nach dem CAPM sind die Kapitalkosten vom so genannten *Beta* abhängig. Das Beta drückt das nicht mehr weiter diversifizierbare Risiko der betreffenden Investition aus. Jeder CEO weiß um dieses Beta als zentrale Bestimmungsgröße der Kapitalkosten. Größere Betas bedeuten, dass die Kapitalkosten höher sind, es wird stärker diskontiert. Je weiter Cashflows also in der Zukunft liegen, desto geringer ist ihr Beitrag zur Wertschöpfung. Niedrigere Betas dagegen haben niedrigere Kapitalkosten zur Folge, es wird also nicht so stark diskontiert. Weil sich die Betas in den empirischen Schätzungen als wenig stabil erweisen, ist es jedoch wenig sinnvoll, wie einige „Beta-Fetischisten“ das Beta auf drei Stellen hinter dem Komma bestimmen zu wollen. Vielmehr ist hier das Auge des Experten gefragt, um eine möglichst gute Schätzung abzugeben. Ist dies der Fall, leistet das CAPM recht gute Dienste. Vor allem untermauert es diese beiden Erkenntnisse: 1. Je höher das Risiko einer Investition ist, desto höher wird ihre Rendite auf dem Kapitalmarkt vermutlich ausfallen. 2. Dabei zählen nur „systematische“ Risiken, das heißt solche, die nicht durch weitere Diversifikation verringert oder eliminiert werden können.

So weit die erste Ergänzung, die im Paradigma der neoklassischen Finanzierungstheorie vorgenommen wurde. Die Moderne Portfoliotheorie, die Effizienzthese und das CAPM basieren auf dem Denkmodell des perfekten

⁷ LINTNER, JOHN: *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. Review of Economics and Statistics, vol. 47 (1965), S. 13-37; MOISSIN, JAN: *Equilibrium in a Capital Asset Market*. Econometria, vol. 34 (1966), S. 768-783; SHARPE, WILLIAM F.: *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. Journal of Finance, vol. 19 (1964), S. 425-442.

Marktes. Eine zweite Ergänzung der neoklassischen Finanzierungstheorie, die ebenso von einem perfekten Markt ausgeht, ist die Optionspreistheorie. Um 1970 kam die Idee auf, unsichere und erst in der Zukunft fällige Zahlungen allgemeiner Art zu bewerten (also den Preis zu bestimmen, den sie im perfekten Markt haben sollten), indem man sie aus anderen Zahlungen nachbildete, deren Preis bekannt war. Dank solcher Nachbildungen oder Replikationen konnten nun Optionen numerisch bewertet werden, indem für die Renditeentwicklung des Basisobjekts ein Zufallspfad („random walk“) unterstellt wurde. Damit war die auch heute noch zur Optionspreisbestimmung verwendete Binomialtechnik geboren. FISCHER BLACK (1938-1995) und MYRON S. SCHOLES (*1941) haben 1972⁸ sogar eine geschlossene Formel für den Preis einer Call-Option auf eine Aktie entwickelt. Zur Herleitung verwendeten sie die Replikation der Zahlungen, die mit einem Call verbunden sind. Dazu bildeten sie ein Portfolio aus einer bestimmten Anzahl von Aktien und einer Kreditaufnahme, dessen Zusammensetzung sich über die Zeit und abhängig vom Kurs des Basiswerts (der Aktie) ändert. Diese sogenannte BLACK-SCHOLES-Formel darf durchaus als die Krönung des Paradigmas der neoklassischen Finance angesehen werden. Sie unterstreicht, welchen Reichtum eine Theorie entfalten kann, die sich auf die Annahme eines perfekten Marktes stützt.

1.5 Empirische Finanzmarktforschung

Etwa ab 1980 standen überall Datenbanken mit historischen Kursaufzeichnungen und Computer zur Verfügung. Damit lag die Frage nahe, ob denn all die Theorien, die aus der Annahme eines perfekten Marktes hergeleitet worden sind, überhaupt realitätsnah sind. Einen Modelltheoretiker könnte diese Frage verwirren: Schließlich zeigt sich doch die Qualität seines Modells darin, wie klar es formuliert ist. Diese Klarheit wird dadurch sichergestellt, dass das Modell in der „Sprache“ der Mathematik wiedergegeben wird. Und natürlich wurden die Prämissen so getroffen, dass sie in etwa die Realität widerspiegeln, denn natürlich wollte niemand sich vorwerfen lassen, seine Theorie sei gänzlich im Elfenbeinturm entstanden. Wenn allerdings der schnöde Alltag hier und da nicht ganz dem Modell entsprach, dann war das doch eher das Problem des Alltags als das der Wissenschaft, so die vorherrschende Meinung. So immunisierten die meisten Forscher ihre Theorien gegen Falsifizierungsversuche und die Konfronta-

⁸ BLACK, FISCHER und SCHOLES, MYRON: *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*. Journal of Political Economy, vol. 81 (1973), S. 637-654.

tion mit der Realität. Bereits 1935 hatte der österreichisch-britische Philosoph KARL R. POPPER (1902-1994) jedoch in seinem wissenschaftstheoretischen Hauptwerk *Die Logik der Forschung* gezeigt, dass Erkenntnisfortschritt nur möglich ist, wenn Theorien gezielten Falsifizierungsversuchen ausgesetzt und damit möglicherweise widerlegt werden.

Für die Finanzierungstheorie wurde dies möglich dadurch, dass seit den Achtzigerjahren große Datenmengen und Computer zu ihrer Auswertung verfügbar waren. Überall wurden statistische Programme mit historischen Kursen gefüttert. Eine Motivation war sicher, die Hoffnung aus größeren oder kleineren Abweichungen zwischen Realität und Theorie in Geld ummünzen zu können. Zwischen 1980 und 2000 sprossen überall Finanzfirmen hervor und große Banken erwähnten bei der Finanzanalyse „Modelle“, die sie entwickelt hätten. ANDREW W. LO und A. CRAIG MACKINLEY nahmen 1999 mit ihrem Buchtitel *A Non-Random Walk Down Wall Street* kritisch auf MALKIELS Werk Bezug. In der Tat zeigt die moderne empirische Finance, dass die doch recht einfachen Modelle der neoklassischen Finance hier und da in der Wirklichkeit nicht so genau zutreffen.

Zu den revolutionären Fragen, die am Anfang des Paradigmas der empirischen Finanzmarktanalyse standen, gehören diese drei:

- Sind die wirklichen Finanzmärkte, die Börsen, informationseffizient? Oder kann jemand, der die vorhandenen Informationen geschickt auswertet, doch zu besseren Prognosen gelangen und so möglicherweise „den Markt schlagen“ (also besser abschneiden als durch das in der Modernen Portfoliotheorie postulierte passive Halten des Marktportfolios)?
- Sind die mit dem CAPM ermittelten Kapitalkosten realitätsnah oder werden sie möglicherweise nicht vom Beta allein, sondern von ganz anderen Faktoren beeinflusst (beispielsweise vom KGV oder von der Unternehmensgröße)?
- Stehen die Phänomene, die am Rentenmarkt und bei Währungen zu beobachten sind (etwa die Zinsbildung) in Einklang mit den volkswirtschaftlichen Theorien?

Die neoklassische Finance konnte auf diese Fragen nur mit dem Hinweis antworten, dass die getroffenen Prämissen des perfekten Marktes die Wirklichkeit doch hinlänglich treffen sollten. Kaum waren also Daten und Computer verfügbar, begannen Heerscharen von Forschern damit, Theorie und Wirklichkeit miteinander abzugleichen. Allenthalben wurden Widersprüchlichkeiten entdeckt, sogenannte Antinomien. Die bekannteste ist wohl der Januareffekt. Immer mehr zeigte sich, dass sich mit der Annahme

eines perfekten Marktes einige weitere vereinfachende Annahmen eingeschlichen hatten.

Zuerst ist dies die vereinfachende Annahme, Volatilität sei konstant. Der polnisch-französische Mathematiker BENOÎT MANDELBROT (*1928) entdeckte jedoch, dass sich tatsächlich die Volatilität an den Finanzmärkten ändert: Ruhige und unruhige Phasen wechseln sich ab, es gibt „Volatilitäts-Cluster“. Folglich versagen auch die meisten der für empirische Studien eingesetzten statistischen Verfahren, da sie eine konstante Volatilität voraussetzen. Neue Schätzmethoden waren nötig. ROBERT ENGLE (*1942) entwickelte deshalb sogenannte ARCH-Modelle, die ihm 2003 den Nobelpreis eintrugen. Mit diesen Modellen wird der empirisch bestätigten Tatsache Rechnung getragen, dass sich die Volatilität im Zeitablauf und mit gewissen Ereignissen verändert.

Eine weitere vereinfachende Annahme, die in der Modernen Portfoliotheorie von MARKOWITZ getroffen wurde und sich so in die neoklassische Finanzierungstheorie eingeschlichen hatte, war die der Normalverteilung. Die Renditen der wichtigsten Wertpapierkategorien – Aktien und Bonds – sollten sich entsprechend der Gaußschen Glockenkurve verteilen. Die empirische Forschung förderte jedoch einige nicht symmetrische sondern schiefe Renditeverteilungen zutage. Andere zeigten sogenannte „Fat Tails“, das heißt, die empirischen Wahrscheinlichkeiten für extreme Ausschläge waren deutlich höher als in der Theorie angenommen.

Im Jahr 1992 schließlich widerlegten EUGENE FAMA (*1939) und KENNETH FRENCH (*1954) empirisch das CAPM, das Flaggschiff des Paradigmas der neoklassischen Finanzierungstheorie.⁹ Die Fachwelt titelte daraufhin mit „Beta ist tot“. Doch warum ist es so schlecht bestellt um die empirische Gültigkeit des CAPM? Der Grund ist überraschend einfach: Die Menschen halten sich nicht genau genug an die Empfehlungen der Modernen Portfoliotheorie. Obwohl sie durch ihren klaren und konsistenten Aufbau besticht, obwohl ihre Schöpfer MARKOWITZ, TOBIN und SHARPE dafür den Nobelpreis erhalten haben, obwohl Banken Anlageempfehlungen auf diese Theorie bauen – die Wirklichkeit bildet sie nicht ab. Der Grund dafür ist, dass Menschen bei ihren Geldanlagen nur beschränkt rational vorgehen. Häufig folgen sie eher Gefühlen oder wenig reflektierten Impulsen, manchmal packt sie Angst. Mit diesem Ansatz

⁹ EUGENE F. FAMA und KENNETH R. FRENCH: *The cross-section of expected stock returns*. Journal of Finance 47 (1992), S. 427-465.

gelangt zwischen 1995 und 2000 die *Behavioral Finance*¹⁰ zur Blüte. Sie führt uns vor Augen: Wir haben ein ungerechtfertigt hohes Selbstvertrauen, blicken zu oft zurück statt in die Zukunft und tun uns schwer, Risiken wirklich zu verstehen und damit treffend abzuschätzen. Ihre herausragenden Vertreter DANIEL KAHNEMAN (*1934) und VERNON L. SMITH (*1927) werden für ihre bahnbrechenden Forschungen zum wirklichen Entscheidungsverhalten der Menschen 2002 mit dem Nobelpreis geehrt.

Einem anderen Grund für die empirischen Unzulänglichkeiten des CAPM und der Modernen Portfoliotheorie ist man etwa seit 2000 auf der Spur. Die empirische Forschung hat immer wieder unterstrichen, wie bedeutend makroökonomische Variablen für das Geschehen an den Finanzmärkten sind. Was klar auf der Hand zu liegen scheint, nämlich dass „die Wirtschaft draußen“ das Börsengeschehen bestimmt, hatte die neoklassische Finanzierungstheorie ausgeklammert. Nun also werden Konjunkturzyklen, der gesamtwirtschaftlichen Konsum und Investitionen der Realwirtschaft einbezogen. Und es stellt sich heraus, dass die neoklassische Annahme perfekter Kapitalmärkte verbunden mit den genannten weiteren Vereinfachungen gar nicht so schlecht war. Nur waren die neoklassischen Modelle etwas zu einfach. So berücksichtigten sie von vornherein Dinge nicht, die erst in zweiter Linie wichtig sind. Doch die Investoren sind klüger (rationaler), als man dachte: Im Gegensatz zu den einfachen Modellen (Portfoliotheorie, CAPM) berücksichtigen sie auch diese zweitrangigen Einflussfaktoren. Das gilt natürlich vor allem für große Investoren, etwa Fondsmanager, denn anders als Kleinanleger sind diese weniger Spielball ihrer psychologischen Schwächen. Bei dieser Erklärung ist der Investor also nicht beschränkt rational und Opfer seines behavioristischen Strickmusters. Er ist im Gegenteil differenzierter, als es die (einfachen) Modelle der neoklassischen Finanzierungstheorie einräumen. Und genau deshalb können also diese Modelle das tatsächliche Geschehen an den Finanzmärkten nicht exakt beschreiben.

1.6 Corporate Finance

Die ersten entscheidenden Erkenntnisse der neoklassischen Finanzierungstheorie waren die erwähnten Irrelevanzthesen von MODIGLIANI und MILLER. Wer sich mit der Finanzierung von Unternehmen (Corporate Finance) und ihren Investitionen befasste, war frustriert: Weder Verschul-

¹⁰ RICHARD H. THALER: *The Winner's Curse. Paradoxes and Anomalies of Economic Life*. Princeton University Press, Boston (1994).

dungs- noch Ausschüttungspolitik noch finanzielle Absicherungsmaßnahmen (Hedging) etwa von Währungsrisiken sollten irgendeinen Einfluss darauf haben, ob das Unternehmen sein oberstes Ziel der Wertsteigerung erreichte? Dass die Irrelevanzthesen kunstvolle Betrachtungen des Verschuldungsgrads von Unternehmen einfach hinfällig machen sollten, wollte 1960 niemand hinnehmen. Die mit der Idee des perfekten Kapitalmarktes getroffenen Prämissen lehnte man als Basis für die weitere Untersuchung der Finanzierung von Unternehmen ab. Und in der Tat widersprachen zwei Phänomene der Idee des perfekten Marktes, noch bevor die empirische Finanzmarktforschung ihre Ergebnisse präsentierte:

- In allen Ländern werden Wirtschaftsergebnisse unterschiedlich besteuert, je nachdem, ob sie Fremd- oder Eigenkapitalgebern zugewiesen werden. Zinsen, die ein Unternehmen für den Einsatz von Fremdkapital bezahlt, sind Aufwand. Für sie fällt keine Unternehmenssteuer an. Gewinne dagegen unterliegen der Unternehmensbesteuerung. Damit werden Eigen- und Fremdkapital steuerlich ungleich behandelt.
- Ebenso wenig sind Märkte vollkommen transparent, denn jeder CEO hat einen gewissen diskretionären Handlungsspielraum, in den niemand anders Einblick hat. Für den Eigenkapitalgeber, der Aufgaben an den CEO delegiert, heißt das, dass er diesen nicht hundertprozentig kontrollieren kann. Nur durch Motivationsanreize kann er bewirken, dass ein CEO möglichst in seinem Sinne handelt. Zudem informieren Geschäftsführer in der Realität ihre Bankiers meist gründlicher als ihre Eigenkapitalgeber¹¹ – es herrscht also ein erhebliches Informationsungleichgewicht zwischen Geschäftsführung, Eigen- und Fremdkapitalgebern (asymmetrische Information).

Diese beiden Tatsachen laufen dem perfekten Marktmodell zuwider, das davon ausgeht, dass Eigen- und Fremdkapital steuerlich gleichbehandelt werden und sämtliche Informationen für alle Marktteilnehmer gleichermaßen transparent sind.

Zieht man also die wirklichen Verhältnisse heran und kombiniert diese mit den restlichen, hier nicht weiter ausgeführten Annahmen des perfekten Marktes, erhält man eine deutlich realitätsnähere Basis, um die Unternehmensfinanzierung wissenschaftlich behandeln zu können. Eine erste Er-

¹¹ MICHAEL C. JENSEN und WILLIAM H. MECKLING: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 3 (1976) 4, S. 305-360.

kenntnisse dabei ist: Die Kapitalstruktur *hat* Bedeutung. Schließlich ist es ist vielfach leichter, das Fremdkapital zu erhöhen als eine Kapitalerhöhung zu erreichen, etwa indem das Unternehmen neue Aktien ausgibt. Das liegt zum einen daran, dass die Aufnahme von Fremdkapital steuerlich bevorzugt wird, zum anderen daran, dass sich Vorstand und Bank informatorisch näherstehen. Dasselbe gilt für andere finanzielle Maßnahmen, auch dort spielen steuerliche Gründe und informatorische Ungleichgewichte eine entscheidende Rolle. So sind einige besonders geeignet, glaubwürdige Signale auszusenden, wodurch die Kosten der entstehenden Prinzipal-Agenten-Beziehungen sinken.

Eines der bekanntesten Forschungsergebnisse zur Unternehmensfinanzierung sind Rechenmethoden zur Unternehmensbewertung. Definierte Formeln erlauben zu ermitteln, welchen den Einfluss die Verschuldung auf den Gesamtwert des Unternehmens hat („enterprise value“). Der Unternehmenswert definiert sich dabei als die Summe der Werte von Eigen- und Fremdkapital. In den Formeln zu seiner Berechnung tauchen nun die WACC auf, die „Weighted Average Cost of Capital“ oder gewichteten Kapitalkosten nach MILES und EZZELL,¹² zweite zentrale Größe ist die Steuerquote. Ein anderer Bewertungsansatz zieht zur Ermittlung des Unternehmenswerts den um Abschreibungen gekürzten steuerpflichtigen Gewinn („tax shield“) heran und ermittelt so den berichtigten Zeitwert („adjusted present value“). Auf diesen Formeln basiert heute jede Bewertung, die den Unternehmenswert anhand der Barwerte zukünftiger Zahlungsüberschüsse („cash flows“) bemisst. Darüber hinaus haben ALFRED RAPPAPORT (*1932) und andere gezeigt, welche Werttreiber auf die so quantifizierte Zielgröße einwirken und so ihren Wert bestimmen.

Eine zweite wichtige Erkenntnis der neuesten Forschung zur Unternehmensfinanzierung ist, dass es quasi eine Hackordnung der unterschiedlichen Finanzierungsformen gibt (Pecking-Order-Theorie). Diese Hackordnung besteht darin, dass Unternehmen die Innenfinanzierung einer Außenfinanzierung zunächst vorziehen. Jeder Unternehmer kann bestätigen, dass die Innenfinanzierung tatsächlich die dominante Finanzierungsquelle für Investitionen ist. Die Außenfinanzierung dagegen ist lange nicht so bedeutend, wie es die Erforscher der Kapitalmärkte glauben machen. Das gilt übrigens auch in den USA, in dem Land also, in dem (aber eben nur scheinbar) vor allem der Kapitalmarkt unternehmerische Investitionen

¹² J. EZZELL und J. MILES: *The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Project Life: A Clarification*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 15 (1980), S. 719-730.

finanziert und steuert. Die Pecking-Order-Theorie erklärt nun, warum die Geschäftsführung zuerst auf die Innenfinanzierung zurückgreift, im zweiten Schritt neues Fremdkapital aufnimmt und erst, wenn diese beiden Quellen versiegen, an eine Kapitalerhöhung denkt. Laut S. C. MYERS und N. S. MAJLUFF¹³ ist der Grund wiederum die Informationsasymmetrie zwischen Geschäftsführung und Geldgebern. Diese Informationsasymmetrie zwischen Management und Kapitalmarkt ist übrigens auch für das „Underpricing“ bei Emissionen verantwortlich.

In jüngster Zeit wird die klassische Form der Unternehmensfinanzierung durch die sogenannte „Entrepreneurial Finance“ oder Gründungs- und Wachstumsfinanzierung ergänzt. Anders als in der traditionellen Unternehmensfinanzierung sind Kapitalgeber und Kapitalverwender hier nicht allein durch Zahlungen, Zahlungsansprüche oder Verträge zur Durchsetzung von Zahlungsansprüchen miteinander verbunden. Vielmehr kommen Know-how und Managementfähigkeiten zum rein Geldlichen hinzu.¹⁴ Die realwirtschaftliche Kompetenz verteilt sich gleichermaßen auf Kapitalgeber und Kapitalverwender, das heißt, der Kapitalgeber ist kein reiner Portfolioinvestor mehr, wie es der Aktionär in der klassischen Unternehmensfinanzierung ist. In der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung reduziert sich die Beziehung zwischen Kapitalgeber und Kapitalverwender eben nicht mehr auf ein Wertpapier, das jederzeit an einem Sekundärmarkt verkauft werden kann. Selbst ein Ausstieg wird nun sorgfältig geplant und damit Gegenstand eines erfolgreichen Finanzkontrakts.

1.7 Strategic Corporate Finance

Zweifelloos hat das neoklassische Paradigma die Finanzierungstheorie am stärksten geprägt. Dieses geht, wie zuvor bereits beschrieben, von einem in allen Aspekten perfekten Kapitalmarkt aus. Ergänzt man diese Prämissen um einige vereinfachende Annahmen, lässt sich hieraus eine umfangreiche Finanztheorie entwickeln, die die Moderne Portfoliotheorie, das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und die Black-Scholes-Formel zur Preiskalkulation einer Call Option umfasst.

¹³ MYERS, S. C. und N. S. MAJLUFF: *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of Financial Economics, vol. 13 (1984), S. 187-221.

¹⁴ JANET KIHOLM SMITH und RICHARD L. SMITH: *Entrepreneurial Finance*. 2nd edition, John Wiley & Sons, Weinheim (2003).

Ähnlich einflussreich ist die Theorie zur Unternehmensfinanzierung oder „Corporate Finance“. Allerdings sind ihre Prämissen nicht so stark idealisiert. So thematisiert sie unter anderem die steuerliche Ungleichbehandlung von Fremd- und Eigenkapital sowie die Informationsasymmetrie zwischen den Akteuren und gelangt so zu einer realistischen Beschreibung der Kapitalstruktur. Mit dem Modell der Prinzipal-Agent-Beziehung (Agency-Theorie) können zudem Fragen von Delegation und Kontrolle (Corporate Governance) erhellend behandelt werden.

Beide Paradigmen (wir gehen jetzt nicht mehr auf die empirische Finanzmarktforschung ein) modellieren einen gut funktionierenden Kapitalmarkt, einmal stark idealisiert (neoklassische Finanzierungstheorie), ein andermal etwas realitätsnäher (Unternehmensfinanzierung).

In beiden Ansätzen treten Finanzinvestoren als Portfolioinvestoren auf. Sie finden den Kapitalmarkt gut und attraktiv und konzentrieren sich selbstverständlich auf marktgängige Finanzkontrakte. Transaktionen, die am Markt vorbeigehen, kommen für sie nicht in Frage. Sie diversifizieren, nehmen Kursbildungen als gegeben hin und passen ihre Portfolios an neue Gegebenheiten an. Diese Portfolioinvestoren prägen insgesamt zwar das Geschehen im Kapitalmarkt. Keiner von ihnen ist allein jedoch mächtig genug, um sich über die Marktgesetze hinwegsetzen zu können – so zumindest ist die gängige Meinung.

1.7.1 Attraktivität der Märkte und Ohnmacht der Marktteilnehmer

Rekapitulieren wir deshalb kurz, welche Funktionen und Eigenschaften Märkte grundsätzlich besitzen. Märkte sind wie Städte: 1. Sie machen transparent, was es alles gibt. 2. Sie erlauben den Vergleich und gewisse Transaktionen. 3. Sie geben dem Einzelnen Feedback darüber, wie seine Leistung von den anderen eingeschätzt wird.

Diese drei Funktionen sind allgemein attraktiv. Die Menschen gehen folglich bereitwillig in die Städte. Sie nutzen die dort gegebenen Vergleichsmöglichkeiten und das breitere Angebot. Sie nehmen sogar Feedback und Einstufung hin, weil sie nicht dem Urteil einer Einzelperson entspringen, sondern einer Gesamtsicht. Durch diese Attraktivität wachsen die Städte und können in der Folge ihre Funktionen noch besser ausfüllen – solange sich nicht negative Skaleneffekte bemerkbar machen. Selbstverständlich muss sich der Einzelne, der neu in eine Stadt kommt, in gewisser Weise anpassen. Er muss die dortigen Regeln beachten. Im Rahmen dieser Regeln darf er innovativ sein und an Veränderungen arbeiten.

Genau so bilden sich Kapitalmärkte und Finanzzentren heraus und wachsen. Die an Finanzierung und Investition Interessierten nehmen gern an den Kapitalmärkten teil und gehen in die Finanzzentren. Jeder Einzelne entdeckt für sich: Es ist für ihn vorteilhafter, Transaktionswünsche über den Markt zu erfüllen als auf andere Art und Weise. Dadurch wachsen die Kapitalmärkte weiter und werden noch attraktiver. Finanzinnovationen sind willkommen und verschaffen Vorteile. Auch Kapitalmärkte haben Regeln. Die wichtigste ist, sich an die Preisbildung anzupassen.

Märkte und Finanzmärkte haben somit zwei Merkmale:

- Sie ziehen Transaktionen auf sich. Jede Person entdeckt, dass sie davon profitiert, am Kapitalmarkt teilzunehmen anstatt an ihm vorbei ein anderes Arrangement zu versuchen.
- Sie machen die Marktteilnehmer zu Mengenanpassern. Angesichts der Marktgröße und hohen Teilnehmerzahl rechnet keine Person mit der Möglichkeit, den Preis beeinflussen zu können. Jede Person entdeckt für sich, dass sie am besten eine optimale Mengenanpassung vornimmt und dabei die Marktpreise als gegeben betrachtet.

Investmentbanken folgen bei der Emission neuer Wertpapiere am Primärmarkt genau diesen Merkmalen. Zwar verändert und erweitert jede Emission den Kapitalmarkt, doch die Konditionen für die Emission werden genau mit der gegenwärtigen Situation (Preisbildung) am Sekundärmarkt abgestimmt. Im Grunde verfolgt die Investmentbank ein doppeltes Ziel: Zwar soll das Gesamtvolumen am Markt platziert werden, dabei jedoch das bestehende Preisgefüge so wenig wie möglich verändert werden.

Die Finanzinvestoren sind sowohl in der neoklassischen Finance als auch in der Corporate Finance Portfolioinvestoren. Sie finden den Kapitalmarkt gut und attraktiv. Für sie ist es selbstverständlich, sich auf marktgängige Finanzkontrakte zu konzentrieren. Transaktionen, die am Markt vorbeigehen, kommen für sie nicht in Frage. Sie diversifizieren, nehmen Kursbildungen als gegeben hin und passen ihre Portfolios neuen Gegebenheiten an. Eine große Anzahl solcher Portfolioinvestoren prägt das Geschehen im Kapitalmarkt. Keiner ist groß genug, um sich mit eigener Kraft über den Markt hinwegsetzen zu können.

Trotz der skizzierten generellen Anziehungskraft des Marktes und der Ohnmacht des Einzelnen gegenüber der Preisbildung gibt es einige Situationen, in denen dies nicht gilt. In der Strategic Corporate Finance werden deshalb Positionen entweder am Markt vorbei oder sogar gegen die herrschende Marktmeinung eingenommen. Die folgenden Unterabschnitte charakterisieren einige dieser Situationen.

1.7.2 Bewertungsprobleme aufgrund von Komplexität

Kapitalmärkte sind gelegentlich nicht vollkommen genug, das zu bepreisen, was an ihnen gehandelt wird. So werden strategisch komplexe Transaktionen, die einen hohen Analyseaufwand erfordern, häufig vom Kapitalmarkt nicht korrekt bepreist, weil entsprechend aufwändige Untersuchungen zur korrekten Bewertung der Vorhaben von Analysten und Investoren nicht oder nur unzureichend vorgenommen werden. In diesen Fällen muss sich ein finanzstrategisch agierendes Unternehmen über die aktuellen Marktbewertungen hinwegsetzen und kurzfristige Wertverluste hinnehmen. Wenn die Marktteilnehmer schließlich von der Vorteilhaftigkeit der Strategie überzeugt sind, zeigen sich langfristig die geschaffenen Wertzuwächse in den Marktbewertungen.

Ein Beispiel hierfür sind *komplexe* und *längerfristige* Kooperations-, Fusions- oder Übernahmepläne. Die klassische Finanzmarkttheorie gibt im Wesentlichen zwei Antworten auf die Frage, in welchen Fällen es für Unternehmen sinnvoll ist durch Zukäufe, Fusionen oder Allianzen zu wachsen: 1. Wenn sich durch die Kooperation Synergien erschließen lassen; 2. wenn die Zusammenarbeit mit einem Wissenstransfer einhergeht, der beiden Unternehmen nutzt. Diese klassischen, eher einfach strukturierten Bewertungsmaßstäbe zur Beurteilung von Kooperationsentscheidungen lassen jedoch längerfristige und komplexe strategische Komponenten teilweise oder gänzlich außer Acht.

In Kapitel 2 werden deshalb Strategien vorgestellt, die mit Hilfe der klassischen Bewertungsmaßstäbe der Finanzmarkttheorie allein nicht korrekt zu bewerten sind. So werden beispielsweise Diversifizierungsstrategien vom Finanzmarkt eher skeptisch betrachtet und häufig mit einem Konglomeratsabschlag bestraft. Einem Unternehmer, dem es dagegen gelingt, bei der Diversifizierung bestimmte Grundsätze zu beachten und das Unternehmen strategisch auszurichten, kann dadurch langfristig zusätzlichen Unternehmenswert schaffen.

Ein weiteres Beispiel, bei dem sich oftmals Bewertungsdifferenzen zwischen den Teilnehmern des Kapitalmarkts und dem Management eines Unternehmens zeigen, sind Kooperationsstrategien, mit denen das Produktportfolio eines Unternehmens angepasst werden soll. Häufig möchte in solchen Fällen das Management nach eingehender Analyse der Marktentwicklung Kompetenzen hinzukaufen, Analysten und Anleger hingegen sind nicht von der beabsichtigten Zusammenarbeit überzeugt. Dabei entsteht ein Wertverlust für das Unternehmen, weil die Zukunftsanalyse des Managements den Kapitalmarktteilnehmern aufgrund ihrer Komplexität

nur schwer vermittelbar ist. Erschwerend kommt hinzu, dass das Management der Öffentlichkeit nicht zu viele Details seiner Überlegungen bekanntgeben darf, um diese Informationen nicht zugleich Konkurrenzunternehmen zuzuspielen.

Bei längerfristig angelegten Kooperationsinvestitionen treten Unternehmen oftmals in Märkte ein bzw. entwickeln Geschäftsmodelle, von denen klassische Anleger in den jeweiligen Situationen noch Abstand halten. Langfristig zahlen sich diese Engagements jedoch aus, da die Unternehmen ihren Konkurrenten in diesen Märkten einen Schritt voraus sind und einen First-Mover-Advantage genießen.

Ein letztes Beispiel für Investitionen, bei denen die klassischen Bewertungsmaßstäbe zu kurz greifen, sind Kooperationsentscheidungen, die Unternehmer in einem komplexen Marktumfeld wie dem Telekommunikationssektor treffen, um künftige Marktentwicklungen vorwegzunehmen. So ist es für Kapitalmarktteilnehmer häufig schwer, Transaktionen korrekt zu bewerten, die den Unternehmen Zugriff auf langfristig benötigte Ressourcen sichern, sich jedoch zunächst neutral oder sogar negativ auf den Unternehmensgewinn auswirken.

In all diesen Fällen muss das Management sich über den Markt hinwegsetzen und kurzfristige Wertverluste (des Aktienpreises) in Kauf nehmen, um langfristig Wert zu schaffen.

1.7.3 Informationsunterschiede in Märkten

Weitere Situationen, in denen sich Akteure über den Markt hinwegsetzen, sind Konstellationen, bei denen zwischen den verschiedenen Akteuren Informationsunterschiede auftreten, die zu strategischem Verhalten genutzt werden können. Besonders in kritischen Situationen, etwa im Financial Distress oder bei der Restrukturierung einer Unternehmung, dürfte eine Partei versucht sein, ihre Kommunikation mit strategischem Ziel zu gestalten, um Informationsunterschiede für sich auszunutzen. Hierzu bieten sich den Akteuren grundsätzlich drei verschiedene generische Kommunikationsstrategien an: Schmückungs-, Schweige- sowie Täuschungsstrategie. Diese Strategieansätze werden in Kapitel 3 ausführlich dargestellt und auf unterschiedliche Konstellationen bei Kooperationsvorhaben angewendet.

Aufgrund von Informationsunterschieden können sich auch Koalitionen von Investoren bilden, die allein durch die schiere Größe ihres Kapitals – egal, ob geliehen ist oder von mehreren Partnern gemeinschaftlich kontrolliert – eine preisbeeinflussende Wirkung im Markt erzielen können. Aktu-

ell werden Koalitionen stark durch internationale Kapitalgeber wie Staats- und Pensionsfonds finanziert, die ihre großen Mengen an liquiden Mitteln Gewinn bringend anzulegen suchen. In Kombination mit Bankkrediten, die einen hohen Leverage haben, ist es diesen Koalitionen möglich, selbst große Konzerne als Übernahmeziele auszuwählen und so ihre Macht zu beweisen. Aus dieser Position heraus besteht für sie die Möglichkeit, selbst aus Minderheitspositionen heraus ihre Forderungen durchzusetzen.

1.7.4 Kombinierte Bereitstellung von Wissen und Kapital

Schließlich ist es durch die kombinierte Bereitstellung von Wissen und Kapital möglich, finanzstrategisch zu agieren. In der Finance Theorie spricht die „Fisher Separation“ von der Trennung von Unternehmensmanagement und -eigentum. Insbesondere sind dadurch kurzfristige Engagements von Investoren, mit dem Ziel der Partizipation an den Unternehmenscashflows ohne Übertragung von Wissen, möglich. Diese Trennung von Wissen und Kapital praktizieren eher etablierte Firmen; sie ermöglicht es ihnen, ihre Finanzierungsverträge jederzeit zu handeln. In diese Unternehmen kommt Wissen nicht über Eigenkapitalinvestoren, sondern wird von Managern und externen Quellen (Beratungsunternehmen oder Forschungsinstitute) eingebracht.

Es gibt hingegen ebenso Konstellationen, in denen die Beziehung zwischen externem Kapitalgeber und Unternehmung von vornherein so gestaltet wird, dass sie sich nicht auf das Geld reduzieren lassen. Wenn zusätzliches Managementwissen der externen Geldgeber (Wissenskapital) das Geldkapital begleitet und mit ihm untrennbar verknüpft ist, sind traditionelle Wertpapiere nicht die beste Lösung. In diesen Situationen hat das Engagement der Investoren grundsätzlich langfristige Natur, da sich das befruchtende Wissen im Unternehmen nicht kurzfristig materialisiert und dem Investor die angestrebte Rendite eröffnet. Demnach ist die Langfristigkeit der Finanzbeziehung bei Wissensübertragung wesensinhärent. Einen liquiden öffentlichen Markt für diese Finanzverträge gibt es daher nicht. In der Fachsprache wird deshalb nicht von „Public“, sondern von „Private“ Capital gesprochen. Hierunter zu fassen sind unter anderem Entrepreneurial Finance, Venture Capital und Private Equity. Diese Finanzierungsformen werden daher bei innovativen Unternehmen und Existenzgründungen eingesetzt, wo die Verbindung zwischen dem „Geld“ einerseits und dem Wissen und der Expertise andererseits sinnvollerweise nicht aufgetrennt werden kann. Auch bei etablierten Unternehmen können diese Finanzierungsformen zum Zuge kommen, wenn diese Firmen in eine finanzielle Schieflage geraten sind, so dass Investitionen zur Restruktu-

rierung nötig sind. Die unsicheren Erfolgsaussichten dieser Investitionsobjekte und langfristige Lock-in-Perioden machen sie für klassische Kapitalgeber wenig interessant. Nur für finanzstrategisch agierende Investoren, die die Erfolgsaussichten mit ihrem Spezialwissen realistisch prognostizieren und ihr Kapital sogar positiv beeinflussen können, ist eine solche Investition attraktiv. Auch hier werden die Grenzen des Kapitalmarktes sichtbar. Mit Strategic Corporate Finance sind hingegen überlegene Resultate erreichbar.

2 Mergers & Acquisitions

Alfred Kötzle, Christof Meißner

Durch Allianzen, Fusionen und Übernahmen können Unternehmen ihr allgemeines Marktumfeld grundlegend verändern. Doch nicht nur das: Sie können unerwartete und langfristige Trends setzen, die der Kapitalmarkt erst mit der Zeit akzeptiert oder sogar honoriert, selbst wenn er sie zu Beginn des Engagements negativ bewertet. Ein solches Vorgehen bezeichnen wir als finanzstrategisch.

2.1 Manager und Anleger als Akteure

Die Wirtschaftsmedien sind voll von Meldungen über Unternehmensallianzen, -fusionen und -übernahmen. In allen finanzmarktrelevanten Branchen und Konzernen sind derartige Transaktionen inzwischen an der Tagesordnung. Unternehmen kooperieren, verschmelzen oder kaufen Konkurrenten auf – und jedes größere Vorhaben dieser Art wird von Anlegern, Analysten und Journalisten mal euphorisch, mal skeptisch kommentiert. Zudem spekuliert der Kapitalmarkt ständig darüber, welche Unternehmen sich als nächste an dem großen Spiel beteiligen könnten. Finanzanalysten benennen Konzerne, die reif für eine Übernahme sein könnten, und solche, die als Käufer in Frage kommen. Ist erst eine Entscheidung gefallen, untersuchen sie die Chancen und Risiken der Vorhaben und geben Prognosen über deren zukünftige Entwicklung ab. Die Anleger wiederum reagieren auf solche Empfehlungen, kaufen oder verkaufen Unternehmensanteile und bestimmen damit den Unternehmenswert neu.

Doch nicht in jedem Fall messen kooperationswillige Unternehmen mit dem gleichen Maß wie der Markt. Dieser denkt häufig kurzfristig, orientiert sich an traditionellen Bewertungsmaßstäben und interessiert sich nicht für komplexe Kooperationsstrategien, dafür aber umso mehr für kontinuierlich steigende Aktienkurse und Dividenden. Einfallsreiche Manager dagegen haben häufig ganz andere Vorstellungen von ihren Transaktionen. Teilweise sehen sie umfassender und schneller als die Unternehmenseigner voraus, dass eine Investition getätigt werden muss, um langfristig erfolgreich wirtschaften zu können. Kann der Markt jedoch ihre Entscheidung

für eine Kooperation nicht nachvollziehen, werden sie durch einen sinkenden Unternehmenswert für ihre Ideen abgestraft. Die Aktienkurse fallen innerhalb kürzester Zeit und erholen sich erst wieder, wenn sich der – aus Sicht des Marktes unwahrscheinliche – Erfolg der Transaktion abzeichnet.

Was ist der Grund dafür? Sind die Aktionäre und Analysten weniger intelligent als mancher strategisch denkende Manager? Wohl kaum. Interessiert sie nur kurzfristiges Wachstum, weil sie ihr Kapital nach einer Wertmehrung sofort wieder in andere lukrative Projekte investieren wollen? Schon eher. Oder aber besteht zwischen Managern und Anteilseignern eine so gravierende Informationsasymmetrie, dass sie ein und dasselbe Projekt vollkommen unterschiedlich einschätzen? Diese Antwort kommt der Realität wahrscheinlich am nächsten, was nicht unbedingt heißt, dass beide Seiten tatsächlich über unterschiedliche Informationen verfügen, sondern nur, dass sie diese anders bewerten.

Der Kapitalmarkt nutzt oft klassische, eher einfach strukturierte Bewertungsmaßstäbe, mit denen er Kooperationsentscheidungen bewertet. Stützen sich Managemententscheidungen auf dieselben Annahmen der klassischen ökonomischen Theorien, ist dieses Vorgehen sicherlich sinnvoll. Anhand zahlreicher Beispiele hat die Wissenschaft schließlich bereits gezeigt, welche Voraussetzungen und Auswirkungen herkömmliche Kooperationen haben. Es wurde analysiert, was Unternehmenskooperationen gelingen lässt, und daraus wurden Kriterien abgeleitet, um Erfolg oder Misserfolg prognostizieren zu können. Mit ihrer Hilfe kann nun häufig recht genau vorausgesagt werden, wie sich Kooperationspläne – vorausgesetzt, es liegen detaillierte Informationen über das Vorhaben vor – auswirken werden. Dies hat zur Folge, dass Entscheidungen zu einer Zusammenarbeit von den Marktteilnehmern unmittelbar belohnt oder abgestraft werden können. In einigen Fällen haben Aktionäre, nachdem Pläne zur Zusammenarbeit bekannt wurden, signalisiert, dass sie die entsprechende Kooperation nicht für sinnvoll hielten: Sie verkauften ihre Anteile an den Unternehmen und ließen so deren Marktwerte sinken. Ebenso gibt es Beispiele für erfolgreiche Unternehmenskooperationen, welche die Anleger von Anfang an für gut befanden. Sie hielten ihren Unternehmen die Treue oder waren von deren Plänen so überzeugt, dass sie weitere Wertpapiere kauften, was die Marktbewertungen der betroffenen Firmen positiv beeinflusste. In solchen Szenarien, für die sich zahlreiche Beispiele großer und kleiner börsennotierter Firmen finden lassen, läuft die Unternehmensbewertung streng kapitalmarktorientiert ab. In den Augen der Anleger ist klar vorhersehbar, ob das Vorhaben eines Unternehmens Erfolg haben oder in die Irre führen wird. Die Unternehmer können ihrerseits die Einschätzungen ihrer Aktionäre antizipieren. Handeln sie kapitalmarktorien-

tiert, werden sie nur solche Modelle der Zusammenarbeit in Betracht ziehen, die eine Zustimmung des Kapitalmarkts erwarten lassen.

Der Kapitalmarkt ist jedoch nicht vollkommen und berücksichtigt nicht alle Kriterien, die für erfolgreiches Wirtschaften relevant sein können. Genau hier liegt das Problem der klassisch orientierten Anleger und Analysten: Komplexe und längerfristige strategische Aspekte von Kooperationsplänen können oder wollen sie in ihren Entscheidungen nicht bedenken; sie agieren also nicht *finanzstrategisch*. In diesem Kapitel werden daher die strategischen Komponenten herausgearbeitet, die der klassischen Finanzmarkttheorie an die Seite gestellt werden müssen, um längerfristige Ziele von Unternehmensmanagern erkennen, verstehen und bewerten zu können. Hierzu folgt zunächst eine kurze Übersicht der klassischen Annahmen, die daraufhin weiterentwickelt werden.

2.2 Klassische Kooperationsstrategien

Wachstum ist das zentrale Ziel einer Unternehmung und die Grundlage für erfolgreiches Wirtschaften, solange mit der Expansion auch die Unternehmensrentabilität wächst. Firmen sollten kontinuierlich mindestens so stark wachsen wie der Markt, in dem sie agieren. Noch besser ist es, stärker zu wachsen, um Marktanteile zu gewinnen und den Markt selbst gestalten zu können. Parallel zum Wachstum müssen Kundenorientierung, Innovationsfähigkeit, Kostenstruktur und andere erfolgsspezifische Merkmale zielstrebig verbessert werden.

Warum Unternehmen extern – also durch Übernahmen, Fusionen oder Allianzen – wachsen müssen, um erfolgreich zu sein, beantworten BURKHARD SCHWENKER und STEFAN BÖTZEL¹⁵ mit den beiden klassischen Argumenten für Unternehmenskooperationen: Indem sie mit Konkurrenzunternehmen verschmelzen, möchten Firmen erstens Synergien für sich erschließen und weitere größenabhängige Skaleneffekte nutzen. Zweitens sind sie an einem Wissenstransfer mit dem Unternehmen interessiert, mit dem sie künftig zusammenarbeiten.

Synergien und Skaleneffekte durch externes Wachstum kommen dadurch zustande, dass Geschäftsvorgänge beispielsweise in der Informationstechnologie oder Logistik effizienter gestaltet werden können. So wirkt das Unternehmen den für gesättigte Märkte typischerweise sinkenden Margen

¹⁵ BURKHARD SCHWENKER und STEFAN BÖTZEL: *Making Growth Work*. Springer, Berlin (2007).

entgegen. Denn je größer die Konkurrenz in einer bestimmten Branche ist, desto stärker sinken die Gewinne aus der Geschäftstätigkeit. Jede Unternehmung muss daher in einer solchen Situation ein Interesse daran haben, ihre Marktanteile zu auszubauen, um ihre Gewinne über höhere Verkaufszahlen zu steigern. Es kommt hinzu, dass Großunternehmen verstärkt weltweit agieren und so von unterschiedlichen Trends in den Regionen profitieren können. Das erlaubt ihnen, Marktanteile in aller Welt zielgerichtet abzuschöpfen.

Beim Wissenstransfer geht es Unternehmen zunächst darum, in anderen Firmen vorhandene Kompetenzen und Erfahrungen unter ihr eigenes Dach zu holen und zu nutzen. Dies kann sowohl Geschäftswissen eines Unternehmens über Produkte, Kunden oder Märkte als auch Forschungs- und Entwicklungskompetenz sein. ANNETTE BLÖCHER und MARTIN GLAUM¹⁶ empfehlen, zusätzlich die unterschiedlichen Unternehmenskulturen zu berücksichtigen und vor einer Kooperationsentscheidung eine Kulturuntersuchung durchzuführen. Geeignete Untersuchungsfelder sind dabei in erster Linie Führungsstile sowie die Kunden- und Mitarbeiterorientierung von Unternehmungen.

Streben nach Synergien und Wissen sind also die beiden wichtigsten Beweggründe für Unternehmen, sich mit anderen Firmen zusammenzuschließen. Um das zu erreichen, gibt es unterschiedliche Expansionsstrategien, die kurz vorgestellt werden sollen.

Zunächst muss ein expansionswilliges Unternehmen sich fragen, aus welchem Antrieb heraus es wachsen möchte: Sollen Konkurrenten unter Druck gesetzt und im besten Fall ausgeschaltet werden? Oder ist die Konkurrenz so stark, dass das eigene Unternehmen Wettbewerbern hinterher jagt und aufholen muss? Soll also agiert oder muss reagiert werden? ROBERT N. PALTER und DEV SRINIVASAN¹⁷ haben in einer Studie die Expansionsstrategien von zwanzig führenden US-Unternehmen untersucht und festgestellt, dass diese umso erfolgreicher waren, je offensiver sie agierten. Keines der erfolgreich kooperierenden Unternehmen hatte mit dem Zusammenschluss eine defensive Strategie verfolgt. Vielmehr ist eine Zusammenarbeit nach Ansicht der erfolgreich kooperierenden Unternehmen nur dann sinnvoll, wenn dadurch offensiv die Marktstellung ver-

¹⁶ ANNETTE BLÖCHER und MARTIN GLAUM: *Die Rolle der Unternehmenskultur bei Akquisitionen und die Möglichkeiten und Grenzen einer Cultural Due Dilligence*. Die Betriebswirtschaft 65 (2005) 3, S. 295-317.

¹⁷ ROBERT N. PALTER und DEV SRINIVASAN: *Habits of the busiest acquirers*. The McKinsey Quarterly Web exclusive (Juli 2007).

bessert werden kann. Zudem können Unternehmen in stark umkämpften Märkten eher mit positiven Kapitalmarktreaktionen auf Kooperationsankündigungen rechnen, wenn sie nicht zu den Marktführern gehören. Ihre stärkeren Konkurrenten müssen sich dagegen auf eher negative Reaktionen einstellen.

Weiterhin muss klar sein, ob eine Expansion die Kernkompetenzen und Anteile im eigenen Markt verstärken soll oder ob dadurch neue Märkte, möglicherweise in bisher fremden Branchen, erschlossen werden sollen. Die wichtigsten Fragen lauten demnach: Soll die eigene Wertschöpfungskette konsolidiert werden? Sollen die angebotenen Produkte künftig auf neuen Märkten, beispielsweise im Ausland, vertrieben werden? Will sich das Unternehmen in bisher völlig fremden Branchen positionieren? Letzteres kann durchaus riskant sein. RON ADNER und PETER ZEMSKY¹⁸ haben die Diversifikationsstrategien von Firmen untersucht, die einem starken Wettbewerbsdruck ausgesetzt sind und darauf reagieren, indem sie ihre Geschäftsfelder in Branchen zu erschließen versuchen, die nichts oder nur wenig mit ihrer bisherigen Geschäftstätigkeit zu tun haben. Diese Unternehmen müssen sehr viel Kraft investieren, um in neuen Märkten Fuß zu fassen, und verlieren über den Wunsch nach Wachstum häufig ihr eigentliches Unternehmensziel aus den Augen. Häufig werden deshalb Diversifikationsstrategien und die entstehenden Konglomerate vom Kapitalmarkt nicht honoriert, sondern mit Abschlägen auf den Unternehmenswert sanktioniert. Denn verschiedene, nicht oder nur entfernt miteinander verwandte Sparten unter einem Unternehmensdach zusammenzufassen, lässt Geschäftsabläufe häufig ineffizient werden und kann das Management schnell überfordern. Diversifizierte Firmen tun sich zudem häufig schwer, den Wettbewerbsanforderungen ihrer verschiedenen Märkte spartenübergreifend gerecht zu werden. TYSON B. MACKEY und JAY B. BARNEY¹⁹ raten solchen Unternehmen, freies Unternehmenskapital an die Aktionäre zurückzugeben und nicht in Kooperationsprojekten zu investieren, deren Misserfolg abzusehen ist.

Erwägt ein Unternehmen eine Kooperation, steht es schließlich vor einer dritten wichtigen Frage: Unterscheiden sich Übernahmen, Fusionen und Allianzen qualitativ voneinander? Ist also eine der Kooperationsformen eher zu empfehlen als eine andere? Oder sollte die Kooperationsform von

¹⁸ RON ADNER und PETER ZEMSKY: *Diversification and Performance*. <http://ssrn.com/abstract=890499> (Februar 2006).

¹⁹ TYSON B. MACKEY und JAY B. BARNEY: *Is there a Diversification Discount?* <http://ssrn.com/abstract=772806> (Juni 2005).

Fall zu Fall entschieden werden, je nachdem, welche Strukturen und Voraussetzungen die Kooperationspartner mitbringen und welche Bedingungen in ihrer Branche und ihrem Markt herrschen? HANS BIESHAAR, JEREMY KNIGHT und ALEXANDER VON WASSENAER²⁰ zufolge versprechen Übernahmen eher Wertsteigerungen als Fusionen, die wiederum aussichtsreicher als Allianzen sind. Während Übernahmen vielfach zu steigenden Aktienkursen führen, ist bei Fusionen eher mit stagnierenden und bei Allianzen häufig sogar mit sinkenden Bewertungen zu rechnen. Übernahmen sind demnach generell vorzuziehen. Wenn eine Übernahme jedoch nicht möglich ist, sollte eher eine Fusion als eine Allianz in Betracht gezogen werden.

Nach dieser kurzen Übersicht über die klassischen finanzmarktorientierten Ansätze bei Unternehmensallianzen, -fusionen und -übernahmen stellt sich nun die Frage, welche zusätzlichen Möglichkeiten finanzstrategisch denkende und handelnde Manager haben, um ihre Unternehmen im Wettbewerb erfolgreich zu positionieren. Welche neuen Akzente können sie in ihren Märkten setzen, anstatt sich nur deren Gegebenheiten anzupassen?

2.3 Finanzstrategisches Wachstum

Die klassischen kapitalmarktorientierten Annahmen sind zwar grundsätzlich richtig. Werden Kooperationsentscheidungen auf dieser Grundlage getroffen, heißt das jedoch nicht, dass sie vom Kapitalmarkt automatisch auch honoriert werden. Zumindest kurzfristig reagiert der Markt oft negativ und würdigt zudem in der Regel eher überschaubare Strategien, während komplexere Entscheidungen skeptisch gesehen werden. Je besser eine Strategie auf den ersten Blick einzuschätzen ist, desto eher wird sie vom Kapitalmarkt akzeptiert und honoriert. Ist eine Kooperationsentscheidung dagegen schwieriger zu analysieren, sind Analysten und Anleger weniger leicht von ihren Vorteilen zu überzeugen.

Der Kapitalmarkt ist also in zweierlei Hinsicht unvollständig und damit ineffizient: Erstens werden längerfristige Strategien oft mit Abschlägen auf den Unternehmenswert bestraft, weil die getroffenen Entscheidungen die kurzfristigen Gewinnziele der Anleger nicht unbedingt fördern. Zweitens werden strategisch komplexe Transaktionen häufig nicht ihrem Wert entsprechend gewürdigt, weil Analysten und Anleger die aufwändigen

²⁰ HANS BIESHAAR, JEREMY KNIGHT und ALEXANDER VON WASSENAER: *Deals that Create Value*. The McKinsey Quarterly 1/2001.

Untersuchungen solcher Vorhaben scheuen. Zwischen den Managern der Unternehmen und ihren aktuellen oder potenziellen Anteilseignern besteht in diesem Fall eine tatsächliche oder gefühlte Informationsasymmetrie.

Ob Investoren entsprechende langfristige Analysen anstellen und ihre Entscheidungen daraus ableiten, hängt zunächst von den erwarteten Kosten und dem voraussichtlichen Nutzen dieser Untersuchungen ab. Bei Übernahmen, Fusionen und Allianzen, die in der Regel mit Transaktionen in beträchtlicher Höhe verbunden sind, lohnen sich solche Analysen meist. Sie müssen klären, ob eine längerfristige oder komplexe Strategie sinnvoll ist und ob es sich um eine Investition in die Zukunft oder eine Neuausrichtung des Unternehmens handelt. Ausgehend davon sollten sich Analysten und Anleger abschließend die Frage stellen, ob es sich um eine strategische Expansionsentscheidung handelt, die möglicherweise nicht mit den klassischen Erfolgskriterien bewertet werden kann. Denn es gibt durchaus Strategien, die die klassischen Bewertungsmaßstäbe des Kapitalmarkts unterlaufen und deshalb von Anlegern und Analysten nicht erkannt und damit unzutreffend bewertet werden. Um solche Strategien soll es im folgenden Teil gehen.

2.3.1 Diversifizierung der Geschäftstätigkeit

Wie bereits erläutert, stehen finanzmarktorientierte Anleger der Unternehmensdiversifizierung traditionell besonders skeptisch gegenüber. Synergien, Skalenerträge oder Wissens- und Kompetenztransfer sind selten mit einer Diversifikation zu erreichen. Traditionelle Investoren fürchten, dass sich diversifizierende Unternehmen mit dieser Strategie verzetteln, also ihr Kerngeschäft schwächen oder aus den Augen verlieren. Sie quittieren die Entscheidung für eine Diversifizierung daher häufig mit einem sogenannten Konglomeratsabschlag. Dabei ist gar nicht sicher, dass Unternehmen, die sich als so genannte Gemischtwarenläden etablieren, schlechtere Entwicklungsmöglichkeiten haben als solche, die sich in einem eng abgegrenzten Markt bewegen. Neuere Untersuchungen bescheinigen den Konglomeraten sogar größeren Erfolg. So belegen DIETER HEUSKEL, ACHIM FECHTEL und PHILIP BECKMANN²¹ in ihrer Untersuchung von 300 Unternehmen aus aller Welt mit unterschiedlichen Diversifizierungsgraden, dass Mischkonzerne keinesfalls grundsätzlich weniger rentabel wirtschaften als ihre spezialisierten Konkurrenten. Mehr als die Hälfte der untersuchten

²¹ DIETER HEUSKEL, ACHIM FECHTEL UND PHILIP BECKMANN: *Managing for Value*. The Boston Consulting Group, www.bcg.com (2006).

Mischkonzerne weist demnach eine Wertentwicklung auf, die signifikant über dem Kapitalmarktdurchschnitt liegt. Dagegen wirkt es sich für viele spezialisierte Unternehmen sogar negativ auf ihren Unternehmenswert aus, dass sie sich ausschließlich auf ihre Kerngeschäftszweige konzentrieren. Es zeigt sich, dass Mischkonzerne, die eine Spezialisierungsstrategie verfolgen, damit nur in einem knappen Drittel der Fälle Erfolg haben. Hingegen führt die Spezialisierung in etwa der Hälfte der Fälle zu negativen Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Es ist also nicht grundsätzlich falsch, wenn ein Unternehmen neue Geschäftsfelder außerhalb seiner originären Branche erschließt. Eine solche Entscheidung kann im Gegenteil Gold wert sein, wenn sie auf der Grundlage eines finanzstrategischen Plans getroffen wird. Mit anderen Worten: Das Unternehmen muss wissen, *warum* es seine Tätigkeit diversifiziert. Es muss ein Ziel und somit Klarheit darüber haben, wohin die Reise gehen soll. Dazu muss den Konzernmanagern bewusst sein, dass sie ihre Strategie mit großem Nachdruck umsetzen müssen. Nach der Expansionsentscheidung hängt alles davon ab, welche Maßnahmen das Management ergreift, um zusätzliche Unternehmenssparten zielorientiert und erfolgreich in das unternehmerische Gesamtkonzept zu integrieren. Meist sind Restrukturierungsmaßnahmen erforderlich, und es muss eine Gesamtstrategie für das erweiterte Unternehmen entwickelt und etabliert werden. Genau das gelingt allerdings häufig nicht oder nur unzureichend, wie der zuvor genannte Konglomeratsabschlag zeigt.

Ein Beispiel für ein Unternehmen, das zunächst eine Diversifizierungsstrategie ohne die notwendige operative Begleitung durch das Management verfolgte, sich unterdessen jedoch eines Besseren besann, ist die Karstadt-Quelle AG – mittlerweile in Arcandor AG umbenannt. In den vergangenen Jahren kam das Unternehmen kaum aus den Schlagzeilen heraus, und eine Hiobsbotschaft jagte die nächste. Seine jüngste Entwicklung zeigt doch, dass die Integration unterschiedlicher Geschäftsfelder in ein Unternehmensgefüge sinnvoll sein kann, wenn sie von den richtigen Entscheidungen im operativen Geschäft begleitet wird. Das Konzernergebnis des Geschäftsjahres 2006 beweist, dass die verschiedenen Sparten des Konzerns durchaus Gewinne erwirtschaften können. Nach den vergangenen Jahren, in denen das Unternehmen mit finanziellen Problemen kämpfte und umfangreiche Konsolidierungsmaßnahmen einleiten musste, tragen mittlerweile sowohl die Warenhäuser als auch das Touristikgeschäft zu einem respektablen Jahresergebnis bei. Der Versandhandelssektor und der Konzernzweig für Finanzdienstleistungen entwickeln sich ebenfalls positiv. Der Konzern konnte so in den letzten Jahren beweisen, dass die bereits 1977 getroffene Entscheidung, in das Versandhandelsgeschäft einzusteigen,

strategisch richtig war. Allerdings brauchte es nach der Übernahme des angeschlagenen Neckermann-Versandes ganze zehn Jahre, den neuen Unternehmenszweig in die schwarzen Zahlen zu führen. Als Karstadt im Jahr 1999 dann mit dem Versandhaus Quelle fusionierte, quittierte der Aktienmarkt das mit hohen Kursabschlägen. Die Begründung lautete, der Versandhandel habe keine Zukunft. KarstadtQuelle belehrte seine Anleger eines Besseren und beweist heute, dass ein Versandhandelsgeschäft, das die einstigen großen Konkurrenten Neckermann und Quelle unter einem Dach vereint, sehr wohl profitabel geführt werden kann. Bei der Übernahme des Einzelhandelskonkurrenten Hertie im Jahr 1994 dagegen lief es umgekehrt: Hier waren die Anleger begeistert, der Karstadt-Aktienkurs verdoppelte sich. Die Übernahme des größten Konkurrenten, das heißt die Konzentration auf das Kerngeschäft, konnte den Unternehmenswert doch nur steigern, dachten die Anleger. Es zeigte sich jedoch schnell, dass die Übernahme kaum Vorteile mit sich brachte. Ein wichtiger Konkurrent war zwar ausgeschaltet worden, doch dafür verschärfen sich die internen Probleme im Einzelhandelsgeschäft. Das Beispiel der KarstadtQuelle AG zeigt, dass es letztlich nicht darauf ankommt, ob ein Unternehmen eine Diversifizierungs- oder eine Spezialisierungsstrategie verfolgt. Entscheidend ist vielmehr, dass ein stringentes langfristiges Konzept dahinter steht und konsequent umgesetzt wird. Nur ein konsequentes Sanierungsprogramm, das auch den Ressourcenabbau in den verschiedenen Konzernsparten umfasste, führte KarstadtQuelle wieder in die Gewinnzone.

HEUSKEL, FECHTEL und BECKMANN²² zufolge hängt der Erfolg von Konglomeraten vor allem von fünf Strategiekomponenten ab: Erstens investieren erfolgreiche Konglomerate überdurchschnittlich viel in ihre profitablen Wachstumssparten, während sie Mittelzuflüsse in stagnierende oder unrentable Unternehmenszweige reduzieren oder zumindest einfrieren. Sie unterziehen zweitens jede Konzernsparte kontinuierlichen Neustrukturierungen, kaufen Erfolg versprechende neue Unternehmenszweige zu und stoßen unprofitable Sparten ab. Drittens zeichnen sich erfolgreiche Konglomerate häufig durch schlanke Hierarchien und Organisationsstrukturen und damit durch klare Verantwortlichkeiten innerhalb des Konzerns aus. Das heißt durchaus nicht, dass etwa jeder Unternehmenszweig tun und lassen kann, was er möchte. Eine solche effiziente Führungsstruktur führt vielmehr dazu, dass viertens strategische Prozesse im Unternehmen von der Konzernleitung selbst vorangetrieben, unterstützt und kontrolliert werden können. Fünftens gibt es in erfolgreichen Konglomeraten eine rege Rotation des Führungspersonals, wodurch die Fach- und Führungswissen

²² Vgl. Fußnote 21.

kontinuierlich ausgetauscht und weitergegeben wird. Ein Mischkonzern, dessen Management diese fünf Regeln beherzigt und das Unternehmen effizient auf strategische Ziele ausrichtet, hat im Wettbewerb mit seinen Konkurrenten große Chancen auf wirtschaftlichen Erfolg. Ein genereller Konglomeratsabschlag ist also nicht gerechtfertigt.

2.3.2 Anpassung des Produktportfolios an Marktanforderungen

Unternehmen, die am Markt erfolgreich agieren möchten, müssen ihr Produktangebot ständig überdenken, ergänzen, aktualisieren und damit an die Erwartungen ihrer Kunden anpassen. Sie müssen den Markt beobachten, Trends analysieren und sich um möglichst treffsichere Marktprognosen auf mittlere und lange Sicht bemühen. Zunächst herrscht also vor allem ein Wettbewerb um die besten Analysen zur Marktentwicklung. Denn wer die Zukunft am besten vorhersagt, hat die beste Ausgangsposition, um sich erfolgreich auf seinem Markt zu positionieren. Im zweiten Schritt folgt dann die Entscheidung, ob das Unternehmen intern oder extern wachsen will. Viele Unternehmen entwickeln ihre Produkte sehr erfolgreich intern weiter und betreiben eigenständige Forschung. Sie stellen ihre neuen oder abgewandelten Produkte mit bereits vorhandenen Ressourcen her oder wachsen organisch, indem sie Entwicklungsressourcen ausbauen. Eine andere Möglichkeit ist jedoch auch, das bestehende Produktportfolio durch Übernahmen, Fusionen oder Allianzen zu optimieren, also extern zu wachsen. Dazu muss das Unternehmen sich nach Partnern umsehen, die über eben jene künftig nachgefragten Produkte, Forschungsergebnisse oder Entwicklungsressourcen verfügen. Sobald ein Unternehmen weiß, welche Kompetenzen es einkaufen muss, entsteht daraufhin ein Wettbewerb um die Firmen, die diese Kompetenzen besitzen und einbringen können. An dieser Stelle greifen wiederum die gängigen Regeln des Kapitalmarktes: Sind Analysten und Anleger vom Nutzen der beabsichtigten Kooperation überzeugt, werden sie dem Vorhaben zustimmen und das Unternehmen am Aktienmarkt stützen. Wenden sie sich aber gegen die Pläne, müssen die betroffenen Unternehmen Werteinbußen hinnehmen. Um dem entgegenzuwirken, kann das Management zwar versuchen, den Kapitalmarkt von seiner Strategie zu überzeugen. Zugleich darf es jedoch nicht zu viele Details seiner Überlegungen preisgeben, weil auf diese Weise nicht nur interessierte Analysten und Anleger, sondern auch Mitbewerber von der zukünftigen Unternehmensstrategie in Kenntnis gesetzt würden – ein schwieriger Balanceakt.

Die Übernahme des angeschlagenen US-Unternehmens Compaq Computer Corporation durch dessen US-Mitbewerber Hewlett-Packard Company im Jahr 2002 ist ein lehrreiches Beispiel für eine letztlich vorteilhafte, jedoch anfangs heftig kritisierte Kooperation. Hewlett-Packard war damals hauptsächlich mit der Produktion und dem Vertrieb von Druckern und Zubehör erfolgreich und wollte sein Portfolio ausbauen. Mit dem Erwerb von Compaq sollte nun der Markt für Personalcomputer erobert werden. Das Management von Hewlett-Packard beabsichtigte, sich so auf die gesamte Computersparte auszudehnen und mittelfristig den US-Weltmarktführer Dell anzugreifen. Während die Aktionäre von Compaq dieser Übernahme, die zum Transaktionszeitpunkt als Fusion bezeichnet wurde, mehrheitlich zustimmten, kam es bei Hewlett-Packard zu einem Machtkampf zwischen der damaligen Unternehmenschefin Carleton Fiorina und dem Gründererben Walter Hewlett, der den Zusammenschluss strikt ablehnte. Eine sehr knappe Eignermehrheit sprach sich letztlich für die Übernahme aus. Der Aktienkurs von Hewlett-Packard halbierte sich innerhalb weniger Wochen. Hauptargument gegen den Zusammenschluss war die erwartete immense Wertvernichtung. Außerdem erschien es den Gegnern der Übernahme aussichtslos, im Computergeschäft gegen den Marktführer Dell anzutreten. Sie befürchteten sogar, Hewlett-Packards profitables Druckergeschäft könne durch die Expansion leiden, und sagten auf Jahresfrist starke Umsatz- und Gewinnrückgänge voraus. Die Befürworter der Übernahme vertraten dagegen die Ansicht, dass Hewlett-Packard durch ein gleichzeitiges Engagement im Computer- und Druckerbereich seinen Einfluss auf die Endkunden ausbauen und zum Marktführer avancieren könne. Sie argumentierten außerdem, dass die erwarteten Umsatz- und Ertragsschwächen durch Kosteneinsparungen mehr als ausgeglichen werden könnten. Bald stellte sich heraus, dass die Befürworter der Transaktion mit ihren Einschätzungen richtig lagen. Bereits im Jahr 2006 zog Hewlett-Packard an Dell vorbei. Auch wenn das Druckergeschäft mit einem Gewinnbeitrag von nahezu sechzig Prozent weiterhin die wichtigste Stütze des Unternehmens blieb, wuchs der Computerbereich bald am schnellsten. Die Rechnung, dass ein florierendes Geschäft mit Personalcomputern auch den Verkauf von Druckern fördern würde, ging also auf: Da die beiden Sparten ineinander greifen, kann das Unternehmen Verbundeffekte hervorragend nutzen.

Hewlett-Packard hat also durch den Zusammenschluss mit Compaq sein Produktportfolio geschickt optimieren können. Die Unternehmensführung hatte richtig erkannt, dass der Markt integrierten Angeboten von Hardware und Systemtechnik aufgeschlossen gegenüberstand und diese nachfragte. Diese Erkenntnis ließ sie mit Compaq einen Kooperationspartner aus-

wählen, der genau in jenem neu zu besetzenden Bereich wichtige Kenntnisse und Marktanteile besaß. Die Übernahmebefürworter behielten Recht, während der Kapitalmarkt sich täuschte, als er die Entwicklungschancen für das Unternehmen eher negativ einschätzte. Bemerkenswert ist, dass sich mit Walter Packard auch ein Aufsichtsratsmitglied gegen die Transaktion sträubte, obwohl er über unternehmensinterne Informationen verfügte, mit denen er den Erfolg hätte voraussehen können. Gegen großen Widerstand hat die Unternehmensführung schließlich ihre finanzstrategischen Ziele durchgesetzt und damit die Spielregeln einer ganzen Branche neu definiert.

2.3.3 First Mover Advantage – Vorreiter im Markt

Umfangreiche finanzielle Transaktionen gehen mit Übernahmen, Fusionen und Allianzen einher. Beteiligte Unternehmen nehmen häufig viel Geld in die Hand, um ihre Pläne umzusetzen. Anleger und Analysten, die sich mit solchen Investitionen einverstanden zeigen sollen, müssen daher davon überzeugt werden, dass diese notwendig, sinnvoll und zielführend sind. Erfahrungsgemäß ist das umso leichter, je überschaubarer die mit Kooperationsentscheidungen verbundenen Risiken sind. Klassisch denkende Investoren sind vor allem daran interessiert, dass das von ihnen eingesetzte Kapital möglichst schnell Gewinne abwirft. Transaktionen, die mit einem längeren Zeithorizont getätigt werden, sind nicht gern gesehen und werden mit Abschlägen auf den Unternehmenswert bedacht. Während bei anderen Investitionen – beispielsweise in Forschung und Entwicklung – Risiken selbstverständlich in Kauf genommen werden, ist dies bei Kooperationsentscheidungen häufig nicht der Fall.

Finanzstrategische Anleger setzen im Gegensatz zu traditionellen Marktteilnehmern gerade auf längerfristig angelegte Kooperationsinvestitionen. Bewusst nehmen sie dabei Risiken in Kauf, weil sie sicher sind, dass sich ihre Investitionen letztlich auszahlen. Optimistisch betreten sie Märkte oder entwickeln Geschäftsmodelle, vor denen klassische Anleger noch zurückschrecken. Dieses Engagement lohnt sich vor allem deshalb, weil sie damit ihren Konkurrenten immer einen Schritt voraus sind – sie haben schon einen Fuß in der Tür. Finanzstrategisch agierende Unternehmen investieren beispielsweise in Entwicklungs- oder Schwellenstaaten, die zum Entscheidungszeitpunkt zwar politisch oder wirtschaftlich unsicher sind, sich aber im Wandel befinden. Oder sie schließen – soweit kartellrechtlich möglich – Kooperationsvereinbarungen mit Unternehmen, die traditionelle Anleger scheuen, weil diese fürchten, zu viel Wissen oder Marktanteile an die Konkurrenz beziehungsweise den Kooperationspartner

zu verlieren. Derlei Befürchtungen und Bedenken sind sicherlich vielfach berechtigt. Ein finanzstrategisch denkender Unternehmer lässt sich davon jedoch nicht abschrecken, sondern prüft sämtliche Optionen eingehend. Kommt er dabei zu dem Ergebnis, dass bestimmte Engagements langfristig einen Wertzuwachs für sein Unternehmen bewirken können, nimmt er die damit verbundenen Risiken bewusst in Kauf.

Der Zusammenschluss von Renault und Nissan im Jahr 1999 ist ein anschauliches Beispiel dafür, wie die ehernen Gesetze einer Branche nicht nur unterlaufen, sondern umgeschrieben werden können. Damals galt, dass ein europäischer und ein asiatischer Automobilhersteller niemals gewinnbringend kooperieren könnten. Tatsächlich waren die Märkte seinerzeit so strukturiert, dass alle bedeutenden Autohersteller ihre Produkte zwar weltweit produzierten und vertrieben, jedoch in der Regel keine Partnerschaften mit Konkurrenten von anderen Kontinenten eingingen. Die Großfusion zwischen der deutschen Mercedes-Benz AG und der US-amerikanischen Chrysler Corporation zur DaimlerChrysler AG im Jahr 1998 war eine Ausnahme, die sich jedoch als Misserfolg herausstellen sollte. Auch bei Renault-Nissan erwarteten skeptische Marktteilnehmer, dass die kulturellen Unterschiede zwischen den beiden Unternehmen und ihren Heimatmärkten Frankreich und Japan zu groß sein würden. Zudem befand sich Nissan in einer wirtschaftlichen Krise und wurde in der Automobilbranche eher als Übernahmekandidat denn als Partner für eine strategische Kooperation angesehen. DaimlerChrysler und Ford lehnten eine Zusammenarbeit daher ab. Auch Renaults Aktionäre waren nicht überzeugt: Das französische Unternehmen musste nach Bekanntgabe der Kooperation innerhalb kürzester Zeit Kursverluste von etwa dreißig Prozent hinnehmen.

Dennoch wurde die Partnerschaft mit Nissan für Renault äußerst erfolgreich. Nach dem anfänglichen Kurseinbruch erreichten die Papiere beider Unternehmen im Laufe der Jahre immer neue Höchststände. Es stellte sich heraus, dass die beiden Unternehmen sich gut ergänzten. Die ehemaligen Konkurrenten hatten einen sehr unterschiedlichen Wissens- und Erfahrungsschatz und bewegten sich in verschiedenen geografischen Märkten. Nissans schlechte Verfassung ermöglichte es dem Unternehmen zudem, weitreichende Restrukturierungsmaßnahmen zu ergreifen, die sich positiv auf das Gesamtgeschäft auswirkten. Und beide Unternehmen hatten sehr gut strukturierte Entwicklungsabteilungen, so dass Renault-Nissan schnell eine weltweite Vorreiterrolle einnehmen konnte. Die beiden Unternehmen haben bewiesen, dass sich eine gut durchdachte Expansionsstrategie über geografische und kulturelle Grenzen hinweg auszahlen kann. Ihre Kooperation hat sich nicht nur für die beiden Unternehmen gelohnt, sondern hat

in der Automobilbranche weltweit neue Maßstäbe gesetzt. Übernahmen und Fusionen sind seither an der Tagesordnung, die verschiedenen Arten organischen Wachstums dagegen spielen derzeit eine geringere Rolle.

Auch die Lufthansa AG hatte einen solchen First Mover Advantage, als sie 1997 entschied, sich mit einer Gruppe von Konkurrenten zur Star Alliance zusammenzuschließen. Anders als die Partnerschaft von Renault und Nissan wurde diese Kooperation im Flug- und Vertriebsgeschäft jedoch auf niedrigster struktureller Ebene geschlossen. Nicht umfangreiche Vertragswerke, sondern allein bilaterale Abkommen verpflichteten die Beteiligten zur Kooperation mit jedem der Netzwerkpartner. Die Risiken einer solchen klar umrissenen Kooperation waren überschaubar, so dass selbst traditionelle Anleger der Star Alliance von Anfang an positiv gegenüberstanden. Auch hier waren finanzstrategische Überlegungen ausschlaggebend dafür, mit einem ungewöhnlichen ersten Schritt einen Markt neu zu strukturieren und in diesem vom First Mover Advantage zu profitieren. In den Folgejahren kamen große Fluggesellschaften, die der Star Alliance nicht angehörten, nicht umhin, eigene Netzwerke zu knüpfen. Sie zogen im Jahr 1999 mit der Oneworld Alliance und im Jahr 2000 mit dem Netzwerk Skyteam nach.

2.3.4 Ressourcenzugriff und fluide Marktgrenzen

Wollen sie sich weiterentwickeln und modernisieren, sind Unternehmen und Märkte auf zahlreiche Ressourcen angewiesen, die im ökonomischen Sinn allesamt knapp sind. Wer also in einem umkämpften Markt Ressourcen benötigt und diese einkaufen muss, zahlt dafür einen hohen Preis. Es empfiehlt sich für Unternehmen daher, frühzeitig zu analysieren, welche Ressourcen sie auf lange Sicht benötigen, um die Nachfrage der Kunden befriedigen und das eigene unternehmerische Handeln ausbauen zu können. Wer entsprechende Trends früh erkennt, kann sich günstige Konditionen sichern und so einen Wettbewerbsvorteil erzielen, den auch die Finanzmärkte langfristig positiv bewerten.

Mit Übernahmen, Fusionen und Allianzen versuchen Firmen, sich Rohstoffe oder Wissen ihrer Kooperationspartner für die Zukunft zu sichern, und nehmen dafür in Kauf, dass solche Transaktionen zunächst gewinnneutral wirken oder sogar Kosten verursachen können. Beispielsweise kann sich ein Unternehmen der klassischen verarbeitenden Industrie an einem anderen beteiligen, das Rohstoffe fördert, die auf dem Weltmarkt in absehbarer Zeit knapper und damit teurer sein werden. Sieht das Management frühzeitig und vor allen Konkurrenten voraus, dass ein bestimmter

Stoff zu verknappten droht, sollte es sich den direkten Zugriff auf dessen Quellen sichern. Industrien, die auf bestimmte Metalle angewiesen sind, könnten also beispielsweise Minen hinzukaufen, solche, die spezielle Holzarten benötigen, könnten sich entsprechende Anbauflächen sichern. In solchen Fällen liegt die strategische Entscheidung klar auf der Hand und wurde bereits häufig praktiziert. Die Märkte und Entwicklungen in der verarbeitenden Industrie sind gut bekannt und dokumentiert, so dass Investoren die Voraussetzungen und Auswirkungen entsprechender Transaktionen gut einschätzen können.

Anders sieht es in Branchen aus, die auf sich durch technischen Fortschritt wandelnde oder erst zu erschließende Ressourcen angewiesen sind. Hier sind die Chancen und Risiken von Kooperationsentscheidungen, die den Ressourcenzugriff sichern sollen, deutlich schwieriger abzuschätzen. Ein Beispiel für eine solche Branche ist die Medienindustrie. Die sogenannten neuen Medien haben in den vergangenen Jahrzehnten dazu geführt, dass Unternehmen ihre Angebote teilweise völlig neu gestalten mussten, um den Kundenanforderungen gerecht zu werden. Dazu engagieren sich Zeitungskonzerne inzwischen in der Fernsehbranche, Zeitschriftenverleger expandieren ins Internet, Onlineinformationsdienste wandeln sich zu virtuellen Kaufhäusern. Dass diese Strategie erfolgreich ist, zeigt eine Untersuchung von INSA SJURTS,²³ derzufolge die Umsätze der sechs weltweit größten Medienunternehmen durch ihre TV-Aktivitäten erheblich sind. Die deutsche Bertelsmann AG etwa erwirtschaftet rund 27 Prozent ihres Gesamtumsatzes über ihre TV-Tochterunternehmen, der US-Konzern Viacom sogar 58 Prozent. Daneben sind Internet und Mobilfunk für Medienunternehmen sehr attraktiv: Hier können mediale Inhalte so aktuell wie nirgends sonst verkauft werden. Außerdem können sie Synergien nutzen, indem sie einmal aufbereitete Inhalte an den jeweiligen Kanal – Fernsehen, Internet oder Mobilfunk – anpassen und so mehrfach nutzen. Haben sie sich damit einmal in den verschiedenen Branchen etabliert, sind sie für Konkurrenten nur sehr schwer angreifbar. Manche Medienhäuser gehen sogar noch einen Schritt weiter und entscheiden sich, die Grenze zur Telekommunikationsindustrie zu überschreiten. Damit stellen sie dann nicht nur Inhalte in den verschiedenen Medien bereit, sondern betreiben auch die Kommunikationswege selbst. Hörfunk- und Fernsehfrequenzen sind allerdings limitiert und werden weltweit fast überall hoheitlich vergeben und verwaltet. Gleiches gilt für Einrichtungen zur Datenübertragung wie Mobilfunksender, Erd- oder Hochkabel. Selbst das Internet hat technische

²³ INSA SJURTS: *Strategien in der Medienbranche*. 3. Aufl., Gabler, Wiesbaden (2005).

Grenzen und beschränkte Kapazitäten. Hier geht es darum, mögliche neue Übertragungskanäle zu antizipieren und sich diese Ressourcen frühzeitig zu sichern.

Sehr erfolgreich macht das der US-Medienkonzern Time Warner, unter dessen Dach sich das zweitgrößte Kabelnetz der USA befindet. Im Laufe der Jahre hat sich das Unternehmen durch zahlreiche Übernahmen kleinerer und größerer Kabelfirmen eine Führungsposition gesichert, die das Unternehmen für die Konkurrenz geradezu unangreifbar macht. Time Warner kann über die firmeneigenen Vertriebswege seine selbst produzierten Medien kostengünstig an den Markt bringen, während Konkurrenten durch den Vertrieb ihrer Produkte hohe Kosten haben. Sich die Hoheit über 50 Prozent der US-Kabelnetze zu sichern, war nicht nur ein sehr geschickter Schachzug von Time Warner. Der Konzern ist vielmehr finanzstrategisch vorgegangen und hat durch seine Expansion in diesen angrenzenden Markt die Medienmärkte grundlegend umstrukturiert. Deren bislang klare Marktgrenzen werden zunehmend fluide. Ähnlich ging das französische Medienunternehmen Vivendi vor. Es wählte jedoch nicht das Kabelnetz, sondern die mobile Telekommunikation, um sich eine Vormachtstellung zu sichern. Seine Mehrheitsbeteiligung am zweitgrößten französischen Mobilfunkanbieter SFR sichert dem Konzern wichtige mobile Vertriebswege für seine Musik- und Filminhalte. Auch die Bertelsmann AG, deren Ursprungsgeschäft die Produktion von Print- und Musikmedien war, hat sich durch zahlreiche Übernahmen wichtige Ressourcen gesichert und damit finanzstrategisches Geschick bewiesen. Durch die Mehrheitsbeteiligung an der RTL Group, zu der mehr als 30 Fernsehsender und fast genauso viele Radiostationen in ganz Europa gehören, hat sich der Konzern im Wettbewerb um die Gunst der Fernsehzuschauer einen Vorteil gesichert, der ihm nur schwer streitig zu machen ist. Das Unternehmen will zudem im Internet und im Mobilfunk stärker Fuß fassen.

Die Geschichte von UMTS (Universal Mobile Telecommunications System) dagegen zeigt, wie fatal es sein kann, sich auf unzutreffende Marktprognosen zu stützen. Die Bundesrepublik Deutschland versteigerte im Jahr 2000 sechs UMTS-Lizenzen zur mobilen Internetnutzung für jeweils rund acht Milliarden Euro. Sechs Telekommunikationsdienstleister rissen sich förmlich um die Rechte, trieben ihre Gebote gegenseitig in die Höhe und spülten letztlich etwa 50 Milliarden Euro in die Staatskasse. Jeder von ihnen wollte auf dem neuen Markt der zukunftsweisenden Datenübertragung mitmischen. Allesamt waren sie der Auffassung, dass die Mobilfunknutzer nur auf die neue Technik warteten. Doch zumindest die kurzfristigen Geschäftsaussichten wurden viel zu rosig eingeschätzt. Das neue System wurde von den Kunden, wenn überhaupt, sehr zögerlich ange-

nommen. Sieben Jahre nach der Versteigerung gehört UMTS noch immer nur für eine kleine Zielgruppe zum Kommunikationsalltag. Das heißt nicht, dass sich die Investitionen nicht künftig noch auszahlen könnten, denn bislang ist kein Nachfolger für die UMTS-Technik in Sicht. Dass hier jedoch kurzfristig große Gewinne einzufahren sind, war definitiv eine Fehleinschätzung der Konzerne und nahezu sämtlicher Marktteilnehmer. Nicht nur die Konzernmanager der Mobilfunkunternehmen, auch ihre Anteilseigner waren überzeugt davon, dass es die richtige Entscheidung war, die UMTS-Lizenzen vom Staat zu erwerben. Diese Entscheidung hat die Märkte jedoch kaum verändert und ist damit das Gegenteil finanzstrategischen Handelns.

2.4 Differenzierte Betrachtung von Wachstumsstrategien

Die beschriebenen Szenarien und Beispiele machen deutlich, dass die klassische Kapitalmarkttheorie um einige Aspekte erweitert werden muss, um finanzstrategischen Ansprüchen zu genügen. Sowohl neue Marktkonstellationen, wie die Überlegungen zu fluiden Marktgrenzen als auch bekannte Probleme, wie Diversifizierungsstrategien, Portfolioanpassungen und das First-Mover-Modell, erfordern eine zeitgemäße und differenzierte Betrachtungsweise, wenn zuverlässige Aussagen über Wachstumsstrategien getroffen werden sollen.

Auf immer stärker vernetzten nationalen und internationalen Märkten kommen Gewinn maximierende Anleger nicht umhin, sich auch mit komplexen Managementstrategien intensiv auseinanderzusetzen. Einfache Formeln, wie die des Konglomeratsabschlags reichen nicht aus, um individuelle Unternehmensentscheidungen zutreffend beurteilen zu können. Stattdessen müssen Chancen und Risiken einzelner Entscheidungen detaillierter abgeglichen werden.

Finanzstrategische Überlegungen müssen dazu stärker als bisher über die bloße Analyse von Unternehmensdaten hinausgehen und Strategieentscheidungen des Managements von verschiedenen Seiten beleuchten. Eine dieser Seiten ist das Kommunikationsverhalten von Managern kooperationswilliger Unternehmen, auf das im folgenden Kapitel eingegangen wird.

3 Unternehmenskommunikation

Alfred Kötze, Michael Grüning

Anders als in den effizienten Finanzmärkten der neoklassischen Finanzierungs- oder der Portfoliotheorie herrscht in realen Märkten ein Informationsungleichgewicht. Mit geeigneten Kommunikationsstrategien können Unternehmen deshalb ihre Bewertung am Kapitalmarkt beeinflussen. Auch das ist ein finanzstrategisches Vorgehen: Statt nur als Preisnehmer auf dem Kapitalmarkt zu agieren, gestalten Unternehmen diesen.

3.1 Inhalte der Unternehmenskommunikation

Ständig und überall ist jeder, der am Kapitalmarkt teilnimmt, verschiedenen Kommunikationsarten ausgesetzt. Unternehmen berichten, welche Erfolge sie in der Vergangenheit erreicht haben – über die Misserfolge wird häufig lieber geschwiegen. Analysten veröffentlichen ihre wortreichen Empfehlungen, welche Wertpapiere in naher Zukunft einen hohen Wertzuwachs versprechen und welche besser schleunigst verkauft werden sollten. Gelegentlich machen auch Investoren öffentlich bekannt, dass sie einen erheblichen Anteil an einem Unternehmen erworben haben. Bis in die Abendnachrichten schaffen es Meldungen aus großen Wirtschaftsforschungsinstituten über erfreuliche oder sich eintrübende Konjunkturaussichten. Informationen über bevorstehende oder vollzogene große Unternehmensfusionen, die im zweiten Kapitel genauer betrachtet wurden, haben ebenfalls erhebliches „prime time potential“. Wir wollen uns hier aber nicht mit der Kommunikation im Allgemeinen auseinandersetzen, sondern auf die Unternehmenskommunikation konzentrieren. Besonderes Augenmerk soll der Frage gelten, welche Möglichkeiten die strategische Unternehmenskommunikation bei Mergers & Acquisitions hat, um den Kapitalmarkt zielgerichtet zu beeinflussen.

Den oben angesprochenen und zahlreichen anderen Kommunikationsformen begegnet jeder Kapitalmarktteilnehmer täglich. Aus der Kommunikationswissenschaft wissen wir, dass es unmöglich ist, nicht zu kommunizieren. Auch die Verweigerung der Kommunikation ist eine Form der Kommunikation. Während die Nicht-Kommunikation im persönlichen

Bereich als ausgesprochen unhöflich, wenn nicht beleidigend gilt, ist sie am Kapitalmarkt gang und gäbe. Zwar verpflichten gesetzliche Regelungen Unternehmen dazu, kursrelevante Informationen der Öffentlichkeit mitzuteilen; im alltäglichen Radau der Unternehmenskommunikation gehen viele Informationen jedoch einfach unter. Manches Unternehmen tut sich außerdem schwer, eigene Prognosen nach unten zu korrigieren und negative Entwicklungen zu kommunizieren. Häufig wird dann ein Feuerwerk an Ablenkungsmeldungen gezündet, das wir aus den Hoch-Zeiten des Neuen Marktes kennen. Einige Fälle unlauterer Unternehmenskommunikation aus dieser Zeit haben noch heute juristische Nachspiele.

Für kapitalmarktorientierte Unternehmen ist die Veröffentlichung einer Reihe von Informationen gesetzlich geregelt. Das wichtigste Instrument dieser verpflichtenden Publizität ist der Jahresabschluss²⁴ bestehend aus Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung, deren Details in einem Anhang näher zu erläutern sind. Daneben ist ein Lagebericht²⁵ zu veröffentlichen, der auf die künftige Unternehmensentwicklung und kurzfristige, wichtige Ereignisse eingeht. Neben der jährlichen Berichterstattung ist häufig ein Quartalsbericht²⁶ zu erstellen, der als eine verkürzte Fassung des Jahresabschlusses aufgefasst werden kann. Jeder Quartalsbericht muss ähnlich wie der Jahresabschluss eine Bilanz, eine Gewinn- und Verlustrechnung und einen erläuternden Anhang enthalten. Angaben zur Unternehmensentwicklung und wichtigen Einzelereignissen runden den Quartalsbericht ab. Schließlich muss jährlich mindestens eine Hauptversammlung²⁷ durchgeführt werden, auf der jeder der anwesenden Aktionäre ein Recht darauf hat, dass seine unternehmensbezogenen Fragen beantwortet werden. Meist ist daneben jährlich mindestens eine Analystenkonferenz abzuhalten. Wichtige, potenziell kursrelevante aktuelle Unternehmensnachrichten sind als Ad-hoc-Meldungen unverzüglich zu kommunizieren. Die Bandbreite der Ad-hoc-Meldungen reicht dabei von erhaltenen (oder geplatzen) Großaufträgen über Erfolge oder Misserfolge in der Forschung

²⁴ Vgl. z. B. zum Jahresabschluss COENENBERG, ADOLF G.: *Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse*. 20. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart (2005).

²⁵ Vgl. z. B. zum Lagebericht HEIKE BICKEL: *Der Lagebericht: Eine umfassende Darstellung in Theorie und Praxis*. Salzwasser, Bremen (2007).

²⁶ Vgl. z. B. zum Quartalsbericht MANUEL ALVAREZ und STEFAN WOTSCHOFSKY: *Zwischenberichterstattung nach Börsenrecht/DRS, IAS und US-GAAP*. 2. Aufl., Schmidt, Berlin (2003).

²⁷ Vgl. z. B. zur Hauptversammlung WALTER OBERMÜLLER: *Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*. 4. Aufl. Schäffer-Poeschel, Stuttgart (2001).

bis zu Lieferschwierigkeiten oder Absatzsteigerungen. Daneben können für die Unternehmenskommunikation verschiedene andere nicht primär auf den Kapitalmarkt ausgerichtete Medien verwendet werden, wie beispielsweise Fachzeitschriften, Messen oder Konferenzbeteiligungen.

In welchem Umfang eine Firma zur Unternehmenskommunikation gesetzlich verpflichtet ist, unterscheidet sich je nach Börsensegment, Unternehmensgröße und Branche zwar teilweise erheblich. Der Umfang der Informationspflichten innerhalb eines Segments und einer Branche ist aber für alle Unternehmen gleich. Die verpflichtende Publizität bietet also keinen Ansatzpunkt für finanzstrategisches Handeln, da kein Gestaltungsspielraum vorhanden ist, der strategisch genutzt werden könnte.

Große Gestaltungsmöglichkeiten haben dagegen Unternehmen, die über das gesetzliche Niveau hinaus kommunikativ aktiv werden. Unabdingbar auch für die freiwillige Unternehmenskommunikation ist, es mit der Wahrheit sehr genau zu nehmen, also nicht (wissentlich) falsche Informationen zu verbreiten. Außerdem müssen die Inhalte der freiwilligen Unternehmenskommunikation allen Teilnehmern am Kapitalmarkt gleichermaßen zugänglich sein. Wurden in der Vergangenheit bedeutende institutionelle Investoren und Analysten auf Treffen und Telefonkonferenzen mit Informationen versorgt, die Kleinanlegern vorenthalten wurden, ist dies heute verboten. Wer dagegen verstößt, muss mit empfindlichen Strafen²⁸ rechnen; doch nicht nur deshalb fühlen sich die meisten Unternehmen heute verpflichtet, diskriminierungsfrei zu informieren.

Der Gleichbehandlungsgrundsatz ist zugleich die größte strategische Herausforderung für die Unternehmenskommunikation. Unternehmen können nicht gezielt und exklusiv mit bestimmten Zielgruppen kommunizieren, sondern nur grundsätzlich entscheiden, ob sie bestimmte Inhalte kommunizieren oder nicht kommunizieren. Diese Entscheidungen gelten dann aber für sämtliche Adressatengruppen. Auf den ersten Blick ist die Idee verlockend, dem Kapitalmarkt ein blühendes Unternehmen mit erklecklichen Cashflows zu präsentieren, während man sich Arbeitnehmern und Lieferanten als Hungerleider darstellt, um günstigere Vertragskonditionen auszuhandeln. Kurzfristig kann das gelingen, indem man Kommunikationsmedien wählt, die von den Zielgruppen unterschiedlich gut wahrgenommen werden. Langfristig wird eine solche Doppelzüngigkeit jedoch nicht erfolgreich sein, da es unmöglich ist, die unterschiedlichen Botschaften auf je eine Zielgruppe zu begrenzen.

²⁸ In Deutschland sind das Verbot in § 12ff. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und die Konsequenzen einer Missachtung der Norm in § 38ff. WpHG geregelt.

Da freiwillige Unternehmenskommunikation keinen inhaltlichen Zwängen unterliegt, können Unternehmen vielfältige Kommunikationsinhalte wählen. Ob ergänzende Finanzinformationen, Einzelheiten über Forschung und Entwicklung, Mitarbeiterbelange, Corporate Social Responsibility, Informationen über die operative Wertkette eines Unternehmens, Corporate Governance oder Unternehmensumfeld und -strategie – alles ist möglich. Entscheidend ist nur, weder nach dem „Das-haben-wir-schon-immer-so-gemacht“-Prinzip noch nach persönlichen Vorlieben zu entscheiden, was wie kommuniziert wird. Nur wenn die Kommunikationsstrategie auf die Unternehmensstrategie zugeschnitten wird, trägt sie wirkungsvoll dazu bei, die Unternehmensziele zu erreichen.

Dieses Kapitel stellt drei generische Kommunikationsstrategien vor und zeigt, in welchen Situationen diese am besten einzusetzen sind. Vor allem soll es um mögliche Kommunikationsstrategien bei Mergers & Acquisitions gehen, die allen Beteiligten im Fusionsprozess gerecht werden. Zunächst fragen wir uns jedoch, an wen sich Unternehmenskommunikation überhaupt richtet, auf welche Adressaten eine Kommunikationsstrategie also abgestimmt werden muss.

3.2 Adressaten der Unternehmenskommunikation

Die Adressaten der Unternehmenskommunikation lassen sich grob einteilen in Investoren, Informationsmittler und sonstige Stakeholder. Investoren werden schon seit Jahrhunderten vom Management über die Unternehmensentwicklung informiert. Schließlich sind sie letztlich die Eigentümer, die die Managementaufgaben an die Geschäftsführung delegiert haben (Prinzipal-Agent-Modell). Um ihnen einen umfassenden und objektiven Einblick in ein Unternehmen zu ermöglichen, etablierte sich bereits im 14. Jahrhundert in den oberitalienischen Kaufmannsstädten die doppelte Buchführung.²⁹ Damit war die Voraussetzung für eine finanzbasierte Unternehmenskommunikation geschaffen. In der Folgezeit verbreitete sich dieses Kommunikationskonzept in ganz Europa. Im 16. Jahrhundert forderte GEORG AGRICOLA für die damalige High-Tech-Industrie des Erzbergbaus, dass der Bergverwalter detailliert über Einnahmen, Ausgaben und den

²⁹ Zum Beispiel durch die Schrift von LUCAS PACIOLI: *Summa de Arithmetica, Geometria, Proportioni et Proportionalità*. Venedig (1523), Blatt 197 ff.

Ertrag jeder Grube Rechenschaft abgeben sollte.³⁰ Auch die frühen Geschäftsberichte³¹ des 19. Jahrhunderts richteten sich an Investoren.

Unter den Investoren sind die institutionellen Anleger (Versicherungen, Pensions- und Unterstützungskassen, Pensions- und Investmentfonds) seit etwas mehr als zehn Jahren die bedeutendste Gruppe, wogegen der Anteil der Privatanleger sinkt, wie Abbildung 1 zeigt. Privatanleger sind heute besonders in sich entwickelnden Kapitalmärkten wichtig, in denen klassische Bewertungsinstrumente nur eingeschränkt aussagekräftig sind. So investierten Privatanleger frühzeitig in den Neuen Markt,³² während sich institutionelle Investoren noch zurückhielten und vergleichsweise spät mit eigenen Fondsprodukten aktiv wurden.

Die zweite Adressatengruppe, die Informationsmittler, sind beispielsweise Investmentanalysten, Rating-Agenturen und die Wirtschaftspresse. Sie verbreiten und verarbeiten Informationen am Kapitalmarkt und können dank ihrer Fach-, Markt- und Branchenkenntnisse das Marktgeschehen stark beeinflussen. Viele Investoren stützen ihre Entscheidungen sogar ausschließlich auf die Empfehlungen dieser Informationsmittler.

Sonstige Stakeholder bilden in Erweiterung von R. EDWARD FREEMANS klassischer Definition die dritte Adressatengruppe. Damit sind nicht nur Kunden, Lieferanten, Mitarbeiter, Management, der Staat als Fiskus und die allgemeine Öffentlichkeit potenzielle Adressaten der Unternehmenskommunikation, sondern auch Konkurrenten.

³⁰ GEORG AGRICOLA: *De Re Metallica Libri XII*. Froben & Episcopius, Basel (1556), S. 68. Die Berichterstattung soll dabei nicht nur jahres-, sondern auch vierteljährlich erfolgen. Die am deutschen Kapitalmarkt vor einigen Jahren diskutierte Quartalsberichterstattung ist also keinesfalls eine Mode, die aus dem angelsächsischen Raum über den deutschen Kapitalmarkt hereingebrochen ist.

³¹ Beispielsweise LEIPZIG-DRESDNER EISENBAHN-COMPAGNIE: *Geschäftsbericht des Directoriums der Leipzig-Dresdner Eisenbahn Compagnie für die sechste Generalversammlung*. Leipzig (1840).

³² ULRICH HOCKER: Investor Relations aus Sicht der Privatanleger. In: ANN-KRISTIN ACHLEITNER/ALEXANDER BASSEN (Hrsg.): *Investor Relations am Neuen Markt: Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte*. Schäffer-Poeschel, Stuttgart (2001), S. 453-462, hier S. 454.

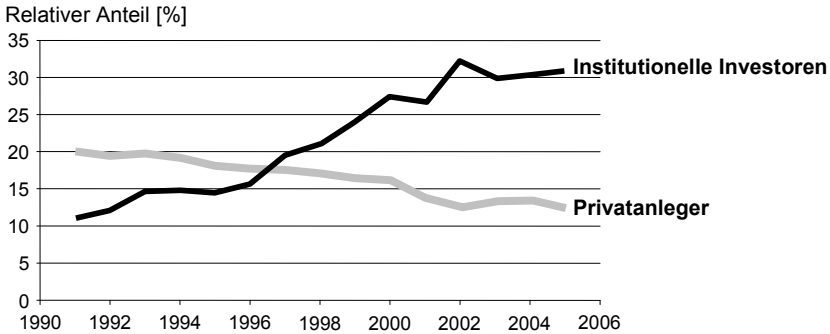


Abbildung 1: Anteil von institutionellen Investoren und Privatanlegern am Gesamtbestand deutscher Aktien³³

Nachdem der Adressatenkreis der Unternehmenskommunikation kurz umrissen ist, soll es im Folgenden um grundlegende Muster im Kommunikationsverhalten von Unternehmen gehen, also um die drei generischen Kommunikationsstrategien.

3.3 Generische Kommunikationsstrategien

Sendet ein Unternehmen Informationen an den Kapitalmarkt und andere Adressatengruppen, kann es damit unterschiedlichste Motive verfolgen. So könnte es beispielsweise beabsichtigen, seine Marktbewertung oder die eines fremden Unternehmens zu steigern. Ersteres ist sinnvoll, um unfreundliche Übernahmen abzuwenden. Letzteres kann sinnvoll sein, wenn dadurch einem Wettbewerber die Übernahme eines anderen Unternehmens erschwert und so die eigene Marktposition gestärkt wird. Ebenso kann ein Unternehmen geeignete Partner für einen Zusammenschluss suchen oder versuchen zu verhindern, dass es auf dem Radarschirm partnersuchender Unternehmen erscheint. So unterschiedlich die Ziele jeweils sind, dahinter stecken stets drei strategische Grundmuster, deren militärischer Ursprung sich nicht leugnen lässt:

³³ Daten aus DAI-Factbook 2006: *Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktienären, Aktiengesellschaften und Börsen*. DAI, Frankfurt am Main (2006), S. 08.1-3. Der übrige Anteil wird von Unternehmen, Banken und dem Staat gehalten oder befindet sich in ausländischen Händen.

1. Der Gegner soll durch demonstrierte Stärke abgeschreckt und zugleich potenzielle Verbündete angelockt werden. So funktionierte die Abschreckung im Kalten Krieg. In der Unternehmenskommunikation wird dieser Ansatz zur Schmückungsstrategie ausgebaut.
2. Der Gegner wird im Ungewissen gelassen, wie stark ein Unternehmen wirklich ist und welche Pläne es hat. So kann er keine fundierten Entscheidungen treffen. Je nach Konstitution verleitet ihn das zu Inaktivität oder zu überstürzten Entscheidungen, was beides nicht unbedingt zuträglich ist. Israel wendet seit Jahrzehnten diese militärische Strategie an, um zu verschleiern, über welche nuklearen Waffen es wirklich verfügt. Das Äquivalent dazu ist in der Unternehmenskommunikation die Schweigestrategie.
3. Der Gegner wird gezielt auf eine falsche Fährte gelockt, schließlich wussten schon die Griechen der Klassik, wie viel sich mit List erreichen lässt. Sie gewannen den Trojanischen Krieg, indem sie den Trojanern ein hölzernes Pferd schenkten, in dem unbemerkt Soldaten Unterschlupf fanden. In der Unternehmenskommunikation wird dieser Ansatz als Täuschungsstrategie bezeichnet. Von ihrem militärischen Pendant unterscheidet sich die Täuschungsstrategie allerdings in einem Punkt wesentlich: Lügen steht sowohl in Widerspruch zu den Gepflogenheiten am Kapitalmarkt und ist auch gesetzlich verboten. Daher nehmen es Firmen in ihrer Unternehmenskommunikation mit der Wahrheit sehr genau und unterlassen (wissentliche) Falschinformationen.

Im Folgenden untersuchen wir en détail, wie diese generischen Strategien in der Unternehmenskommunikation aussehen.

Die Schmückungsstrategie fußt auf dem Gedanken „Tue Gutes und rede darüber“. Sie geht wie das Value Reporting davon aus, dass der Kapitalmarkt nicht richtig oder nicht vollständig über das Wertpotenzial eines Unternehmens informiert ist. Diese Informationsasymmetrie soll mit Hilfe der Schmückungsstrategie reduziert werden, um den Kapitalmarkt so etwas effizienter werden zu lassen. Wirklich wirkungsvoll wird die Schmückungsstrategie aber nicht etwa dadurch, dass der Kapitalmarkt mit allen (potenziell) wertrelevanten Informationen gefüttert wird. Das hieße, nicht finanzstrategisch zu denken, sondern der neoklassischen Finance und der Portfoliotheorie verhaftet zu bleiben. Will ein Unternehmen sich mithilfe der Schmückungsstrategie vom Mengenanpasser zum Trendsetter entwickeln, muss es vielmehr ein selektives Value Reporting betreiben. Es geht also darum, die Informationsasymmetrie am Kapitalmarkt *selektiv* abzubauen. Besonders geeignet für eine Schmückungsstrategie sind Infor-

mationen über Intangibles,³⁴ also immaterielle Unternehmenswerte. Bei diesen und anderen nicht finanziellen Größen ist die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt erfahrungsgemäß besonders groß.

Das Gegenteil der Schmückungsstrategie ist die Schweigestrategie. Stille ist per se keine gerichtete Kommunikation und hat damit kein strategisches Potential. Schweigen lässt sich aber zur Kommunikation nutzen, wenn ein Adressat bestimmte Nachrichten erwartet, diese aber eben gerade nicht gesendet werden. Beispielsweise kann der Kapitalmarkt heftig reagieren, wenn ein sicher geglaubter Auftrag ausbleibt. Wenn diese Marktreaktion im strategischen Interesse des betroffenen Unternehmens liegt, ist die Nicht-Kommunikation also ein gutes finanzstrategisches Instrument. Ebenfalls gute Dienste kann die Schweigestrategie leisten, wenn sich beispielsweise im Markt Gerüchte über eine Fusion oder Übernahme verbreiten. Die meisten Informationen lassen sich allerdings nicht auf Dauer vor dem Kapitalmarkt verheimlichen. Denn irgendwann wird auf anderem Wege bekannt, ob ein Unternehmen den sehnlich erwarteten Auftrag erhalten hat oder leer ausgegangen ist. Auch anstehende Unternehmenszusammenschlüsse sind nur für begrenzte Zeit vor der Öffentlichkeit des Kapitalmarktes zu verbergen. Über kurz oder lang sind Fusion oder Akquisition perfekt und als neues Unternehmen am Kapitalmarkt präsent. Scheitert der Versuch oder war nie ein Zusammenschluss geplant, werden die im Kapitalmarkt kolportierten Gerüchte schließlich verstummen. Besonders bei Mergers & Acquisitions zeigt sich, wie wichtig das richtige Timing für die strategische Kommunikation ist. Während eine finanzstrategische Kommunikationsstrategie langfristig nur wenig unmittelbare Wirkung entfaltet, kann ein finanzstrategisch motiviertes Schweigen im richtigen Moment den Markt erheblich verunsichern, was kluge Unternehmen gezielt für sich nutzen können.³⁵ Wie die Schmückungsstrategie sich grundsätzlich vom Value Reporting unterscheidet, so meint auch die Schweigestrategie nicht, dass die Unternehmenskommunikation partiell oder vollständig eingestellt werden sollte. Auch hier kommt es vielmehr darauf an, selektiv vorzugehen. Die Kapitalmarktteilnehmer sollten nur dann *nicht* informiert werden,

³⁴ Vgl. z. B. zu Intangibles PÉTER HORVÁTH und KLAUS MÖLLER (Hrsg.): *Intangibles in der Unternehmenssteuerung: Strategien und Instrumente zur Wertsteigerung des immateriellen Kapitals*. Vahlen, München (2004).

³⁵ JOHN MAYNARD KEYNES' bekannter Ausspruch „Langfristig sind wir alle tot“ (vgl. *A Tract on Monetary Reform*. MacMillan, London (1923), S. 80) beschreibt treffend den Unterschied zwischen kurzfristigen und langfristigen Effekten.

wenn dadurch ihr Verhalten im Sinne des strategischen Unternehmensziels beeinflusst werden kann.

Schlechte Neuigkeiten? – Zeit für ein Täuschungsmanöver. Mit der Täuschungsstrategie gehen Unternehmen aber nicht wie mit der Schweige-strategie auf Tauchstation. Stattdessen werden Informationen publiziert, die mit der eigentlichen Neuigkeit nichts zu tun haben. Die Täuschungsstrategie ist damit eine Mischung aus Schweige- (für die wichtige Information) und Schmückungsstrategie (für die unwichtige Information). Sehr beliebt war die Täuschungsstrategie bei den Unternehmen des Neuen Marktes, deren Performance anhand ihrer „Cash Burn Rate“ bewertet wurde, also der Geschwindigkeit, mit der sie Geld „verbrannten“. Damals überschwemmten viele dieser Firmen den Kapitalmarkt mit Ad-hoc-Mitteilungen über neue Produkte (die manchmal doch nicht ganz so neu waren), über Auftragseingänge (teilweise marginaler Größe), Messebeteiligungen und Presseartikel in Fachzeitschriften. Die Strategie dahinter ist offensichtlich: Viel Radau lenkte von der schlechten Unternehmensentwicklung ab. Vorübergehend ließen sich die Kapitalmarktteilnehmer von diesem kommunikativen Rauschen tatsächlich täuschen. Wie bei der Schweige- und bei der Schmückungsstrategie ist auch für die Täuschungsstrategie erfolgsentscheidend, dass sie selektiv eingesetzt wird. Völlig beliebige Meldungen zu beliebigem Zeitpunkt helfen Unternehmen nicht, ihre strategischen Ziele zu erreichen. Es kommt vielmehr darauf an, im entscheidenden Moment ein Störfeuerwerk ablenkender Informationen abzuschießen und den Markt so zu verwirren.

Weniger das Wie, sondern vor allem das Wann ist also wichtig in der Kunst der strategischen Finanzmarktkommunikation. Nur der richtige Mix der generischen Strategien, die in bestimmten strategischen Entscheidungssituationen selektiv angewendet werden, macht die Finanzmarktkommunikation zu einem schlagkräftigen strategischen Werkzeug. Wie so vieles hat auch sie aber ihre Tücken. Denn mit allen drei generischen Kommunikationsstrategien riskiert das Unternehmen einen Vertrauensverlust. Hat das Unternehmen den Kapitalmarktteilnehmern einmal wichtige Information vorenthalten, werden diese dem Unternehmen künftig kritischer gegenüberstehen. Das gilt genauso, wenn das Unternehmen eine Täuschungsstrategie praktiziert, die ja immer auch Elemente einer Schweige-strategie beinhaltet. Aber auch eine reine Schmückungsstrategie kann langfristig das Vertrauen der Kapitalmärkte in ein Unternehmen erschüttern. Im Unterschied zum Value Reporting, das die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt so weit wie möglich reduzieren will, informiert in der strategischen Finanzmarktkommunikation das Unternehmen den Kapitalmarkt nur in ausgewählten Bereichen.

Besteht die Informationsasymmetrie in den übrigen Bereichen fort, bemerken die Kapitalmarktteilnehmer früher oder später die Diskrepanz zwischen Schmückungsstrategie und einem vollumfänglichem Value Reporting und reagieren unter Umständen mit Vertrauensverlust.

3.4 Kommunikationsstrategien für Mergers & Acquisitions

Im vorangehenden Kapitel wurde offensichtlich, dass sich Unternehmen bei Mergers & Acquisitions heute nicht mehr nur von den drei „klassischen“ Motiven für Unternehmenszusammenschlüsse leiten lassen, sondern von vielfältigeren Beweggründen. Das Streben nach Größe, um Skaleneffekte realisieren zu können, und der Wunsch, durch Know-how-Transfer die eigene Marktposition zu verbessern, werden ergänzt durch das Streben nach einem First Mover Advantage, durch den Wunsch, das Produktportfolio zu erweitern, sich als Konglomerat zu diversifizieren oder um in zusammenwachsenden Märkten mit verwischenden Grenzen präsent zu bleiben.

Diese Motive sind nicht neu, denn es gab auch schon vor Jahrzehnten Zusammenschlüsse aus diesen Gründen. Neu ist hingegen die große Anzahl von Fusionen, hinter denen keine „klassischen“ Motive stehen. Aufgrund noch fehlender Erfahrungswerte ist es für den Kapitalmarkt schwierig, das strategische Potenzial solcher Mergers & Acquisitions richtig zu bewerten. Durch geeignete Kommunikationsstrategien können Unternehmen, die langfristig ausgerichtete Fusionsprojekte durchführen, aber mögliche anfängliche negative Marktreaktionen mildern oder ganz vermeiden.

(Potenzielle) Unternehmenszusammenschlüsse führen zwei Unternehmen zusammen. Aus dieser Binsenweisheit kann ein wichtiger Schluss für die situative Kommunikationsstrategie gezogen werden: es gibt zwei Perspektiven. Bei einem Merger sind das die Perspektiven zweier gleichberechtigter Unternehmen mit unterschiedlichen strategischen Zielen; bei einer Akquisition gibt es, die des übernommenen und die des übernehmenden Unternehmens. Nicht nur bei feindlichen Übernahmen unterscheiden sich die Vorstellungen beider Unternehmen und damit die strategischen Ziele der Finanzkommunikationsstrategie erheblich. Die Interessen der beiden Partner sind auch bei freundlichen Übernahmen selten deckungsgleich. Während die strategischen Interessen mitunter harmonieren, beginnen Unterschiede spätestens bei den Konditions- und Preisverhandlungen des

Zusammenschlusses. Kommunikationsstrategien müssen deshalb immer die Perspektiven beider beteiligter Seiten berücksichtigen.

3.4.1 Anpassung des Produktportfolios an die Marktanforderungen

Ohne marktfähige Produkte kann kein Unternehmen lange überleben. In der strategischen Unternehmensplanung wird schon seit Jahrzehnten untersucht, welche Produkt-Markt-Kombinationen besonders erfolgversprechend sind. Da sich Marktanforderungen verändern, muss das Produktportfolio nicht nur aktuell, sondern auch künftig erfolgreiche Produkt-Markt-Kombinationen ermöglichen. Um ihr Produktportfolio zu überprüfen, ziehen Unternehmen Lebenszykluskonzepte zur strategischen Planung von Produktentwicklungen heran. Ziel ist, stets über eine ausgewogene Palette von „Cash Cows“ und „Stars“ zu verfügen. Ebenso wichtig sind auch die „Question Marks“, die zu „Stars“ entwickelt werden können. Neben eigener Entwicklungsarbeit erweitern Unternehmen wie beispielsweise Pfizer immer häufiger ihr Portfolio, indem sie andere Unternehmen und damit deren Produktneuheiten erwerben. Pfizer ist beileibe kein Einzelfall: Es gibt zahlreiche Unternehmen, die sich mit ertragreichen Produkten, hohen Cashflows und großen finanziellen Reserven eine solide Position aufgebaut haben, aber in der eigenen F&E-Pipeline nicht genügend erfolgversprechende Produktneuheiten haben. Ein Unternehmen mit komplementärem Produktportfolio ist dann sicher nicht die schlechteste Lösung, um die eigene Marktposition zu sichern. Die Kommunikationsstrategie muss dabei darauf abzielen, für solche potenziellen Partner möglichst attraktiv zu wirken. Hier leistet eine Schmückungsstrategie, die die eigenen Stärken herausstreicht, gute Dienste.

Ein finanzstarkes, aber zukunfts schwaches Unternehmen muss in seiner Kommunikationsstrategie also seine stabile operative Position herausstellen, die es zu einem interessanten Partner für ein finanzschwaches Unternehmen mit vielversprechenden Produktinnovationen machen. Gut zu kommunizierende Kennzahlen sind dabei insbesondere der operative Cashflow und Periodenüberschüsse. Auch Berichte über eine hohe Eigenkapitalrendite und große Rücklagen können die finanzielle Leistungsfähigkeit des Unternehmens glaubwürdig vermitteln. Geeignete Instrumente dafür sind Geschäfts- und Quartalsberichte, denn es ist nicht sinnvoll, die relevanten Kennzahlen über einen Zeitraum von unter drei Monaten zu er-

mitteln.³⁶ Daher ist auch die sehr kurzfristige Ad-hoc-Kommunikation ungeeignet. Das innovative Unternehmen wird so auf die finanziellen Ressourcen aufmerksam, die es selbst dringend braucht, um seine Produkte in der Pipeline zur Marktreife zu entwickeln. Gleichzeitig wird der Kapitalmarkt so auf die bevorstehende Akquisition vorbereitet und die Wahrscheinlichkeit für eine frühzeitige positive Marktbewertung steigt.

Für finanzschwache Unternehmen mit Potenzialprodukten ist es noch wichtiger, in einer Schmückungsstrategie auf die eigenen F&E-Erfolge aufmerksam zu machen. Auch wenn dies schwieriger ist, als harte Fakten wie die Eigenkapitalrendite zu berichten, so gibt es doch geeignete Instrumente wie die Ad-hoc-Kommunikation. Berichte über aktuelle F&E-Projekte, Produktideen oder Patente belegen überzeugend die Innovationskraft des Unternehmens. In der pharmazeutischen Industrie können beispielsweise erfolgreich verlaufene Studien der Phase 1, Phase 2 oder gar klinische Tests vorgestellt werden. Aber auch Informationen über Kooperationen mit Universitäten und anderen Forschungseinrichtungen vermitteln das gewünschte Bild. Auch ein Quartalslagebericht kann Hintergrundinformationen zu den F&E-Aktivitäten liefern. Der finanzstarke Partner wird so auf ein innovatives Unternehmen aufmerksam, dessen Produktportfolio das eigene optimal ergänzt. Von beiden Seiten über die Vorteile der produktportfoliogetriebenen Fusion informiert, wird auch die gewünschte positive Einstellung des Kapitalmarktes zum Fusionsprojekt wahrscheinlicher.

Eine andere Strategie empfiehlt sich, wenn es darum geht, eine Übernahme abzuwehren. Ist ein Unternehmen beispielsweise überzeugt, sowohl momentan als auch zukünftig erfolgreiche Produkt-Markt-Kombinationen generieren zu können, will es keinesfalls in eine Übernahmeschlacht verwickelt werden. In der Unternehmenskommunikation muss sich das Unternehmen dann als unattraktiver Partner für einen Zusammenschluss darstellen. Das Mittel der Wahl ist hier zunächst eine selektive Schweige-strategie, die dem Kapitalmarkt und anderen Adressaten detaillierte Informationen über den F&E-Bereich und Produkte in der Pipeline vorenthält. Die Publizitätspflicht wirkt dem allerdings entgegen, da die meist erheblichen F&E-Aufwendungen spätestens im Jahresabschluss offengelegt werden müssen. Langfristig erfolgversprechender ist deshalb eine Täuschungsstrategie. Ein wirkungsvolles Ablenkungsfeuerwerk kann erstens aus Meldungen über operative Erfolge bestehen. Sie suggerieren einem

³⁶ Oder würden Sie einer Eigenkapitalrendite für den gestrigen Tag viel Vertrauen entgegenbringen?

finanzstarken Übernahmeinteressenten, ein bereits operativ erfolgreiches Unternehmen vor sich zu haben, das als Übernahmekandidat nicht geeignet ist. Gleichzeitig signalisieren diese Meldungen, dass das Unternehmen ebenfalls über ein eher ausgereiftes Portfolio verfügt. Auch wenn sonst gilt „Gleich und Gleich gesellt sich gern“, so suchen doch Unternehmen, die ihre Produktpalette mit „Question Marks“ verjüngen wollen und dazu auf Brautschau sind, Partner, die die eigenen Lücken füllen und nicht dieselben Probleme mit in die Ehe bringen. Bleiben daher Meldungen über neue Produktentwicklungen aus, wird ein Übernahmeinteressent dies so interpretieren, dass sein potenzielles Übernahmeobjekt keine der ihn interessierenden Pipelineprodukte vorweisen kann. Zweitens kann das Unternehmen vor allem über gescheiterte Produktentwicklungen berichten und so erfolgreiche Kandidaten in der Pipeline verheimlichen. Material dafür findet sich reichlich, denn jedes innovative Unternehmen hat zahlreiche gescheiterte und abgebrochene F&E-Projekte. Ob die Gründe technische Probleme oder mangelnde Kundenakzeptanz waren, ist dabei völlig unwichtig – nachträglich werden diese Flops äußerst nützlich, nämlich als Munition für eine Täuschungsstrategie.

Fazit: Eine abgestimmte Schmückungsstrategie unterstützt Unternehmen, die Mergers & Acquisitions anstreben, um das eigene Portfolio zu verbessern oder macht Fusionen überhaupt erst möglich. Schweige-, oder besser noch Täuschungsstrategien dagegen sind scharfe Waffen in der Abwehr unerwünschter produktportfoliogetriebener Akquisitionen.

3.4.2 First Mover Advantage in Netzwerken

Netzwerke lösen zunehmend die traditionellen Punkt-Zu-Punkt-Geschäftsbeziehungen von Unternehmen ab. Um erfolgreich am Markt agieren zu können, kommt es heute darauf an, in den richtigen Netzwerken aktiv zu sein sowie neu entstehende Netzwerke frühzeitig zu erkennen und gezielt für das eigene Unternehmen zu besetzen. Mit dieser Intention engagierte sich Volkswagen mit einem Joint Venture bereits in den frühen Achtzigerjahren in China und baute so ein Netzwerk mit chinesischen Automobilproduzenten, Politik und Gesellschaft auf, das dem Unternehmen in den Neunzigerjahren einen erheblichen Marktanteil im stark wachsenden chinesischen Automarkt bescherte. Um die Vorteile eines Netzwerkes vollständig nutzen zu können, ist ein zeitiger Einstieg als First Mover ange raten, das heißt, bevor Wettbewerber aktiv werden.

Unternehmen, die sich mit dem Gedanken tragen, durch eine Akquisition Mitglied eines Netzwerkes zu werden („Outside the Network“), müssen

sowohl geeignete Netzwerkpartner aussfindig machen als auch als wertvolles potenzielles Netzwerkmitglied wahrgenommen werden. Damit das gegenseitige Screening am Markt funktioniert, darf die Informationsasymmetrie zwischen potenziellen Partnern nicht zu groß sein. Für ein solches Unternehmen, das einem Netzwerk beitreten oder ein solches gründen möchte, ist also eine Schmückungsstrategie, die eigene Stärken herausstreicht, die Kommunikationsstrategie der Wahl. Das gilt auch für Unternehmen, die bereits Mitglied eines Netzwerkes sind („Inside the Network“); sie sind vor allem daran interessiert, das Netzwerk durch geeignete Partner zu stärken. Doch im Unterschied zu Unternehmen, die erst Netzwerkzugang suchen, muss die Schmückungsstrategie eines Netzwerkmitgliedes die Stärken des Netzwerks betonen, um neue Mitglieder zu werben. Zugleich muss es aber deutlich machen, dass ein Zugang zum Netzwerk (nur) über die Fusion mit einem starken Partner gelingt. Denn Netzwerkunternehmen, die in ihrer Kommunikation einseitig auf die positiven Eigenschaften des Netzwerkes zielen, stärken zwar das Netzwerk, werden bei der Brautschau aber leer ausgehen. Streicht die Schmückungsstrategie dagegen zugleich die Stärken eines Mitgliedsunternehmens heraus, so ist dies ein starkes Signal an einen potenziellen Fusions- oder Akquisitionspartner. Auch der Kapitalmarkt nimmt die Kommunikation über starke Netzwerke und die Vorteile einer Partnerschaft wahr. So steigt die Wahrscheinlichkeit, dass vorteilhafte Merger & Acquisitions bereits frühzeitig als werthaltig eingeschätzt werden und vom Markt entsprechend beurteilt werden.

Outside-the-Network-Unternehmen und Inside-the-Network-Unternehmen, die eine Fusion oder Akquisition anstreben, werden sehr unterschiedliche Medien für ihre Kommunikation wählen. Unternehmen außerhalb des Netzwerkes können nicht per se mit starker Aufmerksamkeit des Netzwerkes rechnen. Sie müssen ihre Kommunikation daher möglichst breit ausrichten und spezialisierte Kommunikationsmedien meiden. Der Geschäftsbericht als Flaggschiff der Unternehmenskommunikation ist hier ideal, da Netzwerke diesen auf der Suche nach potenziellen neuen Mitgliedern heranziehen. Je nachdem, welche Ziele das Netzwerk hat, bieten sich unterschiedliche Inhalte an. Wer die Mitgliedschaft in Forschungsverbänden anstrebt, wird in seinem Lagebericht die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten besonders hervorheben. Sinnvoll ist auch, über die Grundlagenforschung des Unternehmens zu berichten oder in der Pipeline befindliche Produkte detailliert vorzustellen. Wer einem Produktionsnetzwerk beitreten will, wird vor allem wertschöpfungsrelevante Informationen vermitteln. Mit einem ausführlichen Produktprogramm, Informationen zur technischen Ausstattung, oder Kennzahlen zur operativen Effizienz

(Durchlaufzeiten, Ausschussquoten, Mitarbeiterproduktivität) kann sich ein Unternehmen wirkungsvoll schmücken.

Inside-the-Network-Unternehmen dagegen können sich auf wenige Medien beschränken, denn für die vielen kooperationswilligen Unternehmen gibt es nur einige wenige interessante Netzwerke. Outside-Unternehmen haben daher keine große Mühe, auch abseits der Mainstream-Medien die Kommunikation der Inside-Unternehmen wahrzunehmen. Für das Netzwerk sind Medien, die vom Kapitalmarkt und der breiten Öffentlichkeit wenig wahrgenommen werden (beispielsweise Messe- oder Konferenzbeteiligungen) gut geeignet. Auch ein Fachbeitrag, geschickt in einer einschlägigen Fachzeitschrift platziert, wird seine Wirkung nicht verfehlen. Mit dieser Unternehmenskommunikation abseits von Geschäfts- und Quartalsbericht können so sogar einzelne Zielgruppen selektiv angesprochen werden. Um dennoch den Gleichbehandlungsgrundsatz nicht zu verletzen, muss für den Kapitalmarkt wertrelevante Information allerdings auch als Ad-hoc-Meldung verfügbar sein. Problematisch ist, dass das Risiko einer negativen Bewertung der Fusion durch den Kapitalmarkt steigt, desto geringer die Öffentlichkeitswirksamkeit der strategischen Kommunikation ist, denn Informationen, die ihn nicht erreichen, kann der Kapitalmarkt nicht verarbeiten und in Preisen abbilden.

Nun gibt es jedoch nicht nur Outside-Unternehmen, die über eine Fusion oder Akquisition einem Netzwerk beitreten wollen, und Inside-Unternehmen, die das begrüßen. Genauso kann es vorkommen, dass sich ein Inside-Unternehmen eben nicht mit einem Outside-Unternehmen zusammenschließen will. Ein solches Inside-Unternehmen wird wiederum eine Kommunikationsstrategie wählen, die verhindert, dass es als interessanter Übernahmekandidat wahrgenommen wird. Naturgemäß haben Inside-the-Network-Unternehmen es jedoch schwerer, dem Übernahmeversuch eines Outsiders kommunikativ etwas entgegenzusetzen. Denn die wenigen interessanten Netzwerke werden permanent von außenstehenden Unternehmen beobachtet, von denen einige nur auf einen günstigen Moment zur Übernahme warten. Da die Outside-Unternehmen ihre Informationen nicht nur aus der Unternehmenskommunikation, sondern auch aus anderen Informationsquellen beziehen, ist eine Schweigestrategie über Stärken des Netzwerkes und der Netzwerkunternehmen wenig erfolgversprechend. Eher können hier Täuschungsstrategien nützlich sein, die die auch in sehr erfolgreichen Netzwerken vorhandenen kleinen operativen Probleme in den Vordergrund rücken. Wer möchte schon einem Netzwerk beitreten, dessen Mitglieder sich nicht sonderlich grün zu sein scheinen, da sie häufig öffentlich über die Abrechnung diverser Dienstleistungen streiten? Auch Kennzahlen zu Kosten der Netzwerkmitgliedschaft und -verwaltung oder

Berichte, dass Mitglieder aufgrund eines regionalen Konkurrenzverbots in einigen Märkten Verluste schreiben, können wirksame Täuschungsmanöver sein.

Umgekehrt ist es für ein Outside-Unternehmen wesentlich einfacher, sich der Aufmerksamkeit eines Netzwerks zu entziehen. Schließlich können die Inside-Unternehmen nicht ständig tausende Outside-Unternehmen analysieren. Outside-Unternehmen, die Outsider bleiben wollen, brauchen deshalb nichts weiter zu tun, als sämtliche für das Netzwerk interessanten Themen in ihrer Kommunikation außer Acht zu lassen. Täuschungsstrategien sind hier nicht besonders sinnvoll und auch gar nicht notwendig. Es wäre unnötiger Aufwand, sich zu überlegen, was denn als Ablenkungsfeuerwerk kommuniziert werden könnte. Außerdem würden solchen Ablenkungsmanöver das eigentliche Ziel verfehlen, da sie Aufmerksamkeit erregen, wo es doch darum geht, möglichst nicht wahrgenommen zu werden. Und wer erst einmal die Aufmerksamkeit eines akquisitionswilligen Unternehmens erregt hat und von diesem sorgfältig analysiert wurde, der hat bald keine Geheimnisse mehr.

Fazit: Auch wenn mit Mergers & Acquisitions die Mitgliedschaft in einem Netzwerk angestrebt wird, können Kommunikationsstrategien zielgerichtet unterstützen. Outside-the-Network-Unternehmen setzen abgestimmte Schmückungs- oder Schweigestrategien ein, Inside-the-Network-Unternehmen verwenden Schmückungs- oder Täuschungsstrategien.

3.4.3 Diversifikation mit dem Ziel der Konglomeratbildung

General Electric ist das Paradebeispiel eines äußerst erfolgreichen diversifizierten Unternehmens. Mit diesem guten Renommee steht es allerdings recht allein auf weiter Flur. Jahrzehntlang sah die klassische Finance Konglomerat-diversifizierte Unternehmen fast ausnahmslos als Wertvernichter, die es durch Zerschlagung auf den Pfad der Tugend zurückzuführen galt. Neue Forschungsergebnisse zeigen dagegen, dass Konglomerate als diversifizierte Unternehmen langfristig am Kapitalmarkt nicht schlechter abschneiden als ihre hoch spezialisierten Wettbewerber, dazu aber mit wesentlich geringeren Risiken³⁷ behaftet sind. Nachdem sich seit den Neunzigerjahren deutsche Konzerne wie Tui (Preussag), Höchst oder Bayer sehr auf ihre originären Geschäftsfelder konzentriert hatten, wird es

³⁷ Vgl. Abschnitt 2.3.1.

in den kommenden Jahrzehnten wieder zunehmend Fusionen und Zusammenschlüsse mit dem Ziel der Geschäftsfelddiversifikation geben.

Entscheidet sich ein ertrags- und reservenstarkes Unternehmen zur Diversifikation muss es sein strategisches Interesse an der Konglomeratbildung glaubhaft signalisieren. Nichts wäre seinem Vorhaben abträglicher als ein Image als „Heuschrecke“, die allein an kurzfristiger Cash-Maximierung interessiert ist. Nur Unternehmen, die ihren häufig mittelständischen Übernahmekandidaten ein langfristiges Interesse an dem hinzukommenden Geschäftsfeld signalisieren, werden erfolgreich diversifizieren. Verfolgt ein Unternehmen ein Diversifikationsvorhaben, sollte es bedenken, dass es seine neue Branche noch nicht gut kennt. Sinnvollerweise schneidet es seine Kommunikationsstrategie deshalb auf Informationsmittler wie Investmentbanken oder Beratungsunternehmen zu, denn gerade Investmentbanken kennen geeignete Übernahme- oder Fusionskandidaten. Für ein Unternehmen, das sich auf diese Weise ein Standbein in einer neuen Branche schaffen will, empfiehlt sich also eine Schmückungsstrategie, die potenziell interessante Geschäftsfelder nennt und zugleich hervorhebt, dass es sich um ein langfristiges Engagement handelt. Je präziser diese Angaben sind, desto leichter können Investmentbanken geeignete Partnerunternehmen finden. Oft wird dieser Teil der Schmückungsstrategie auch soweit als möglich außerhalb der öffentlich wahrnehmbaren Unternehmenskommunikation abgewickelt, so dass sich die Frage nach dem Medium der Kommunikation nicht ernsthaft stellt. Dennoch sollten sich Unternehmen stets ihrer Verpflichtung zur Offenlegung aller wertrelevanten Informationen erinnern.

Noch wichtiger ist es, das eigene Unternehmen als vertrauenswürdigen, verlässlichen Partner zu präsentieren. Hierzu bietet sich beispielsweise der Lagebericht an. Eine lange Unternehmensgeschichte stellt Gemeinsamkeiten mit den eher mittelständischen, eigentümergeführten Unternehmen heraus. Vertrauen schaffen auch positive Meldungen über Personalführungsmethoden („bester Arbeitgeber“) oder zum fairen Umgang mit Lieferanten und Wettbewerbern. Im Zahlenteil des Geschäfts- oder Quartalsberichts sollte die gesunde Finanzlage des Unternehmens unterstrichen werden, wobei Hinweise auf die gute Eigenkapitalausstattung mit hohem Fremdfinanzierungsspielraum und großen Reserven gute Dienste leisten können. Durch die reichweitenstarken Kommunikationsinstrumente kann die Schmückungsstrategie gleichzeitig auch positiv auf das Unternehmensimage wirken. So vorbereitet steigt die Wahrscheinlichkeit, dass der Kapitalmarkt einer Fusion zur Konglomeratbildung positiv gegenübersteht. Allerdings stehen die Chancen dafür angesichts der durch oft hohe Konglomeratsabschläge gekennzeichneten aktuellen Marktsituation nicht be-

sonders gut. Die Konglomeratsbildung ist damit heute die vielleicht größte Herausforderung der strategischen Unternehmenskommunikation.

Welches Interesse kann nun ein Unternehmen haben, sich an ein diversifizierendes Konglomerat zu verkaufen? Die Antwort liegt auf der Hand: Wer einen starken Partner hinter sich hat, trägt ein deutlich geringeres Insolvenzrisiko. Für mittelständische Unternehmen können ein anstehender Generationswechsel, eine kritische Unternehmensgröße oder eine schwer abschätzbare Branchenentwicklung Beweggründe sein, sich unter das schützende Dach eines Konglomerats zu begeben. Damit sie am Markt aber überhaupt als interessantes Diversifikationsobjekt wahrgenommen werden, brauchen sie eine passende Kommunikationsstrategie. Gerade mittelständische Unternehmen, an denen das unternehmerische Herzblut des Gründers hängt, sollten vorsichtig vorgehen, um nicht in die Hände von Interessenten zu gelangen, die nur an Zerschlagung und Filetierung interessiert sind. Geeignet ist in einem solchen Fall eine ausbalancierte Schmückungsstrategie. Diese sollte die Ursachen für das steigende Existenzrisiko des Unternehmens (Generationswechsel, Wachstumsschwelle etc.) benennen und zugleich signalisieren, dass das Unternehmen an sich gut positioniert und gesund ist. Gefragt sind also leise Töne und nicht lautes Poltern. Beispielsweise bietet sich ein Rückblick auf die langjährige Firmengeschichte im Geschäftsbericht an. In diesem kann dann die bald anstehende Nachfolgefrage angesprochen werden – ohne eine Lösung zu präsentieren. Kann eine Wachstumsschwelle nicht aus eigener Kraft überschritten werden, kann im Lagebericht die Unternehmensgröße denen der Wettbewerber gegenübergestellt und das Wachstum der letzten Jahre präsentiert werden. Muss eine neue Technologie eingeführt werden, sind also erhebliche Investitionen nötig, kann darauf ebenfalls im Lagebericht hingewiesen werden. Diese und andere schwache Signale zeigen Ansatzpunkte für interessierte Konglomerate auf, ohne die eigenen Defizite zu stark zu betonen. Eine spezielle kommunikative Abwehrstrategie gegen Übernahmen durch Konglomerate ist indessen nicht notwendig. Denn angesichts der Vielzahl potentieller Kandidaten für Diversifizierungen sind Übernahmekämpfe im Konglomeratbereich bislang selten.

Fazit: Strebt ein Unternehmen mit einer Fusion oder Akquisition danach, sich zu diversifizieren, sollte es eine offensive Schmückungsstrategie verfolgen. Der Übernahmekandidat hingegen sollte eine zurückhaltende Schmückungsstrategie umsetzen. Eine gezielte Abwehrstrategie ist derzeit (noch?) entbehrlich.

3.4.4 Fluide Marktgrenzen und Ressourcenzugriff

Märkte sind dynamisch. Neue Technologien schaffen nicht nur ständig neue Produktmärkte, sondern bestehende nähern sich zudem einander an. Dieses Neustrukturieren und Verschmelzen von Märkten wird als Konvergenz bezeichnet. Konvergenz fand in den letzten Jahren besonders in der Medienbranche statt; das Fernsehen verschmilzt mit dem Internet, und auch die Printmedien und das Internet rücken immer enger zusammen. Unternehmen, die in solchen konvergierenden Märkten agieren, müssen sich komplementäre Ressourcen sichern, mit denen sie den neuen Markt möglichst umfassend bedienen können. Wollen sie sich durch Mergers & Acquisitions möglichst breit aufstellen, stehen sie vor einem ähnlichen Problem wie Diversifizierer: Partner in unbekannten Märkten zu finden, ist keine leichte Aufgabe. Wie zuvor bereits erläutert, ist es in einer solchen Situation wichtig, sich von „Heuschrecken“ deutlich abzugrenzen und langfristiges Interesse zu signalisieren. Da beide Unternehmen aus bisher separaten Märkten an einer Partnerschaft interessiert sind, müssen sie sich beide gleichermaßen dem anderen als verlässliches Gegenüber präsentieren. Das macht die Suche deutlich einfacher. Informationsmittler wie Investmentbanken sind hier meist entbehrlich. Die Unternehmenskommunikation sollte eine Schmückungsstrategie verfolgen und sich auf die vorhandenen Aktivitäten in den Teilsegmenten des neu entstehenden Marktes konzentrieren. Zugleich sollte das Unternehmen herausstreichen, dass es eine solide operative und finanzielle Basis hat.

Die eigenen Stärken und bestehende Geschäftsfelder können mit Hilfe ausführlich segmentierter und detaillierter Gewinn- und Verlust- sowie Cashflow-Rechnungen deutlich dargestellt werden. Auch Marktanteils- und operative Daten helfen potentiellen Partnern, das Unternehmen besser einzuschätzen. Dafür bieten sich die Klassiker des Geschäfts- und Quartalsberichts aufgrund ihrer breiten Wahrnehmung an, wo sowohl in der Segmentberichterstattung, aber auch im Lagebericht diese wichtigen Inhalte aufgenommen werden können. Ideal für eine langfristige Partnerschaft sind zudem ähnliche oder sich ergänzende Unternehmensstrategien und -kulturen; sie sind allerdings in der Unternehmenskommunikation schwer zu vermitteln. Im Lagebericht kann versucht werden, ein langfristiges Interesse zu kommunizieren. Glaubwürdig sind auch langjährige Aktivitäten in einem Teil des neu entstehenden Marktes. Diese können gut in einem Abriss der Unternehmensgeschichte beschrieben werden, am besten ergänzt durch konservative, langfristige Unternehmenswerte.

Will ein Unternehmen in konvergierenden Märkten dagegen eine Fusion oder Übernahme verhindern, ist es nicht leicht, eine geeignete Kommu-

nikationsstrategie zu finden. Eine selektive Schweigestrategie ist sicher keine schlechte Idee – also sollten die verwischenden Marktgrenzen und die Bedeutung des Zugriffs auf Ressourcen tunlichst nicht thematisiert werden, um keine schlafenden Hunde zu wecken. Es gilt dabei aber auch zu beachten, dass es unglaublich wirkt, dass ein Unternehmen den Kopf in den Sand steckt und das Entstehen neuer Marktstrukturen ignoriert. Hier ist also ein gutes Fingerspitzengefühl bei der Auswahl der anzusprechenden und der nicht anzusprechenden Themen gefragt. Eine Täuschungsstrategie ist definitiv ungeeignet, da sie zu große Aufmerksamkeit auf das eigene Unternehmen lenkt. Außerdem haben potenzielle Partnerunternehmen die unterschiedlichsten Interessen, die unmöglich alle antizipiert und abgewehrt werden können.

Fazit: Wer in Märkten mit fluiden Grenzen das eigene Marktangebot vergrößern und sich dazu über M&A komplementäre Ressourcen sichern will, sollte seine Partnerwahl mit einer Schmückungsstrategie unterstützen. Vor allem segmentbezogene Informationen informieren potenzielle Partner umfassend. Eine Abwehrstrategie ist meist wenig sinnvoll, kann aber im Zweifelsfall als Schweigestrategie umgesetzt werden.

3.5 Finanzstrategische Kommunikation am Beispiel der Bertelsmann AG

An prominenter Stelle in ihrem Geschäftsbericht 2006 erläutert die Bertelsmann AG ihre Unternehmensstrategie in konvergierenden Märkten.³⁸ Auf den Seiten vier bis sechs, gleich nach einem beinahe ganzseitigen Foto des Vorstandsvorsitzenden GUNTER THIELEN, findet sich ein (fingiertes?) Vorstandsinterview. In diesem wird eine offensichtliche Schmückungsstrategie verfolgt, die zum Ziel hat, Merger & Acquisitions zu unterstützen. So geht es zunächst darum, ob Bertelsmann „in der Weltliga der Medienkonzerne [mit]spielen“ kann, wenn „in der Medienbranche [...] derzeit enorme Summen zum Beispiel für die Übernahme von Internetunternehmen bezahlt“ werden. Die Antwort lautet wenig überraschend: „Bertelsmann gehört nach wie vor zur Champions League der internationalen Medienindustrie“ und betont die operative und finanzielle Unternehmensstärke, wie bei einer Schmückungsstrategie nicht anders zu erwarten. Bertelsmann sei ein nicht börsennotiertes, aber „kapitalmarktorien-

³⁸ Bertelsmann AG: Geschäftsbericht 2006, Gütersloh, 2007. Alle hier zitierten Passagen finden sich wörtlich im Geschäftsbericht unter Abschnitt 5.5, S. 4-6.

tiertes Unternehmen, das sich jederzeit an den Märkten die notwendigen Finanzierungsmittel sichern" könne. Zwei erfolgreich platzierte Anleihen im Volumen von über einer Milliarde Euro würden dies belegen. Weiter heißt es: „An der Schwelle zu einer neuen Wachstumsphase sind wir gut gerüstet" oder „Wir sind weltweit einer der größten Content-Produzenten und in Europa mit Abstand die Nummer 1". Um nochmals zu unterstreichen, dass Bertelsmann im Internetmarkt mitmischen will, wird schließlich angekündigt: „Auf dieser Position werden wir aufbauen". Welche Motive dahinterstecken und warum Bertelsmann sich langfristig in den konvergierenden Märkten engagieren will, erläutert THIELEN wie folgt: „Der technologische Wandel durch die Digitalisierung stellt unser Unternehmen vor große Herausforderungen und wird in den kommenden Jahren zu großen Veränderungen führen." Damit diese Nachricht auch jeden Adressaten erreicht, legt THIELEN nach: „Neue Technologien, neue Wettbewerber und neue Geschäftsmodelle verändern die Marktmodelle und auch die Spielregeln: Im Kern geht es um die Frage, wie kann ein Medienunternehmen mit unserer Tradition seinen Erfolgsweg auch im Zeitalter der Digitalisierung fortsetzen?" Anschließend konkretisiert er Bertelsmanns Akquisitionspläne, die keine spektakulären Übernahmen großer Internet-Unternehmen vorsehen. Neben eigenem organischem Wachstum strebt Bertelsmann vielmehr an, „neue Aktivitäten [...] in einem frühen Stadium ausfindig [zu] machen und aus[zu]bauen". Es sollen also kleine Start-up-Unternehmen akquiriert werden, wobei THIELEN deren möglicherweise überzogenen Preisvorstellungen sogleich korrigiert: „Wir haben dazu im Herbst 2006 einen Risikokapitalfonds gegründet, den wir zum Start mit 50 Millionen Euro ausgestattet haben." Sollte bei der Lektüre ein geeigneter Kandidat anbeißen, nennt der Geschäftsbericht auch gleich die richtige Kontaktadresse: „Das internationale Team von Bertelsmann Digital Media Investments mit Sitz in New York macht hier einen ausgezeichneten Job." Die Bertelsmann AG ist ein anschauliches Beispiel dafür, wie ein Geschäftsbericht gestaltet werden kann, wenn ein Unternehmen beabsichtigt, sich über Akquisitionen in den konvergierenden Medienmärkten zu positionieren. Die Schmückungsstrategie im Geschäftsbericht ist offensichtlich und Bertelsmanns Interesse an Akquisitionsobjekten wird sehr deutlich herausgestellt. So wird vorsorglich – in der Hoffnung auf positive Bewertungen – gleichzeitig der Kapitalmarkt auf kommende Akquisitionen vorbereitet.

4 Neue Finanzierungsformen in der Strategic Corporate Finance: Entrepreneurial Finance, Venture Capital, Private Equity und Hedge-Fonds

Guido Eilenberger

Neue Finanzierungsformen außerhalb des öffentlichen Kapitalmarktes erlauben es Gründer- und Wachstumsunternehmen, innovative Konzepte und Prozesse umzusetzen. In der Vergangenheit scheiterten sie häufig an der eher geringen Risikobereitschaft traditioneller Investoren. Finanzinvestoren neuen Typs dagegen beurteilen Risiken eher danach, welche Wertsteigerung sie realistischerweise von ihren Beteiligungen erwarten können. Mit neuen Finanzierungsformen und diesem neuen Investorentypus ist es einfacher, neue Wege zu gehen. Finanzinvestoren neuen Typs „hebeln“ die Rendite des Eigenkapitals meist unkonventionell über hoch verzinste Finanzinstrumente, kombinierte Geld-/Kapitalmarktfinanzierungen, hybride Finanzierungsformen, fortschrittliches Forderungsmanagement und über Derivate auf Basiswerte aller Art, insbesondere Kreditderivate. Aber: Die neuen, goldenen Wege sind nicht frei von neuen Fallstricken.

4.1 Private Finanzinvestoren für Innovation und Wachstum

Innovative Unternehmen und Existenzgründer können sich meist nicht über Instrumente des Kreditmarktes finanzieren. Den Banken fehlen einfach Anhaltspunkte und Argumente dafür, das Kapital ihrer Kunden Unternehmen zur Verfügung zu stellen, die erst am Anfang ihrer Karriere stehen und deren Erfolgsaussichten schwer zu prognostizieren sind. Da der Kreditmarkt der Banken und auch der Markt für öffentliches Eigenkapital (Public-Equity-Markt) die Risiko-Chancen-Relation von innovativen jungen Unternehmen meist negativ beurteilt, sind diese also auf Finanzierungen über den Markt für privates Eigenkapital (Private-Equity-Markt) an-

gewiesen. Hier finden sie Finanziers, die Extremsituationen – das heißt den vollständigen oder teilweisen Verlust der von ihnen bereitgestellten Finanzmittel – in Kauf nehmen. Solche Risiken sind aber nur eine Seite der Medaille: Investitionen in junge und innovative Unternehmen können andererseits überdurchschnittliche Renditen erzielen, was Beteiligungen sehr attraktiv macht. Auch etablierte Unternehmen finden deshalb immer wieder risikobereite und chancenorientierte Finanziers, die ihr weiteres Wachstum fördern. Diese Art der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung kann auch als „Entrepreneurial Finance“ bezeichnet werden.

Finanzierungen mit Hochrisikokapital (Venture Capital) setzen voraus, dass es genügend spezialisierte Finanzinvestoren gibt, die von vermögenden und risikobereiten Anlegern Kapital einsammeln und in ausgewählten Zielunternehmen einsetzen. Der Anreiz für die Anleger ist dabei die Aussicht auf vielfach höhere Renditen für ihr eingesetztes Kapital als am öffentlichen Kapitalmarkt erzielbar wären. Abhängig vom Geschäftsmodell des Finanzinvestors werden Renditeversprechen häufig in Form einer Zielvereinbarung gegeben. So sichert der Finanzinvestor dem Anleger beispielsweise zu, innerhalb eines festgelegten, mittelfristigen Zeitraums (zum Beispiel fünf Jahre) die angestrebte risikoadäquate Rendite zu realisieren.

Als Finanzinvestoren agieren vor allem:

1. Venture-Capital-Gesellschaften und Venture-Capital-Fonds:
Ihr primäres Ziel ist, durch den Einsatz von Hochrisikokapital und spezifischem unternehmerischen Know-how bei innovativen und jungen Firmen hohe Renditen zu erwirtschaften. Sie erreichen dieses Ziel in dem Moment, wo sie ihre Beteiligungen verkaufen und sich so die im Investitionszeitraum erzielte Wertsteigerung bezahlen lassen. Gefördert und finanziert wird in erster Linie internes Wachstum, das sich aus der Innovationskraft dieser Pionier-Unternehmen speist. Formen der Entrepreneurial Finance (siehe 4.2.2) ergänzen die Palette der Venture-Capital-Finanzierungen.
2. Private-Equity-Gesellschaften und Private-Equity-Fonds (PE):
Private-Equity-Firmen konzentrieren sich stärker auf etablierte Unternehmen, die ihren Risikokapitalbedarf nicht über Public Equity decken wollen oder (beispielsweise aufgrund ihrer Rechtsform) nicht können. Ihre Geschäftsfelder sind:
 - Unternehmensbeteiligungen (Gewerbe, Industrie, Handel, Immobilien) mit hohem Wertsteigerungspotenzial und Handel mit solchen Beteiligungen sowie Finanzierung von Buyouts. Der Finanzinvestor tritt hier also als „Trader“ (= Händler) auf.

- Unternehmensbeteiligungen mit dem Ziel, Firmen zu sanieren oder zu retten (der Finanzinvestor als „Samariter“). Solche Investitionen sind zwar eher die Ausnahme, aber durchaus möglich, wenn der Investor sich hohe Sanierungserlöse verspricht oder das Zielunternehmen eine besondere Markstellung hat.
3. Hedge-Fonds: Sie zielen vor allem darauf ab, die finanziellen Ressourcen ihres Zielunternehmens unmittelbar zu nutzen. Das geschieht, indem dieses vorhandene Finanzmittel (freie Cashflows), die für externes Wachstum bereitstehen, in Form von Sonderausschüttungen an die Hedge-Fonds (und ihre Anleger) ausgibt. In dieselbe Richtung wirken Rückkäufe eigener Aktien (= Aktienrückkäufe) durch das Zielunternehmen: So fließt Eigenkapital an die Shareholder zu höheren Kursen, als es die Einstandskurse waren, zurück. In diesem Fall erfolgen entsprechende Zuflüsse in die Kassen von Hedge-Fonds und erhöhen das Ausschüttungspotential an deren Anleger. Investoren dieses Typs verhalten sich als „Raider“ (= Räuber, Piraten): Sie ziehen den eigentlichen Gewinn aus der Auflösung von angesammelten freien Cash Flows für Unternehmenskäufe („Kriegskassen“) der Zielunternehmen und aus dem (Teil-)Verkauf ihrer Beteiligungen. Der Erfolg ist umso höher, je stärker wertorientiert das Zielunternehmen geführt wird.

Alle drei Investorentypen eint, dass sie Unternehmen befristet sogenanntes Hochrisikokapital überlassen; sie lösen alle Engagements wieder auf, indem sie ihre Anteile über den öffentlichen Kapitalmarkt (d. h. die Börse) veräußern. Diese Art von Handel wird als Initial Public Offering (IPO) bezeichnet. Ist ein IPO nicht möglich oder gewünscht, kann die Beteiligung an andere Akteure am privaten Kapitalmarkt verkauft werden (Deals mit Aktienpaketen).

Auch wenn VC- und PE-Gesellschaften und Hedge-Fonds nach derselben Methode vorgehen, unterscheiden sie sich darin, wie sie ihre Engagements finanzieren: VC-Finanziers nutzen dazu die Mittel ihrer Anleger und bereits erzielte Beteiligungserlöse; PE- und Hedge-Fonds dagegen ziehen zusätzlich hoch verzinsten Schuldaufnahmen (High Yielded Bonds, auch als Junk Bonds bezeichnet) als Finanzierungsinstrumente hinzu. Damit verfügen sie bei Unternehmensübernahmen über weitaus größere Summen, handeln sich allerdings auch nicht unerhebliche finanzielle Leverage-Risiken ein. Während PE-Fonds diese Risiken aus freien Stücken eingehen, um ihren finanziellen Handlungsspielraum zu vergrößern, sind Hedge-Fonds dazu gesetzlich verpflichtet (beispielsweise durch § 112 des

deutschen Investmentgesetzes). Obwohl PE-Firmen dank hoher Geldzuflüsse durch private Anleger bereits ausreichend liquide sind, erweitern einige von ihnen seit 2007 ihre finanziellen Möglichkeiten zusätzlich, indem sie am öffentlichen Kapitalmarkt Beteiligungskapital aufnehmen. Alternativ können sie Geldmittel von Staatsfonds akquirieren, die ihre eigene hohe Liquidität bei PE-Firmen und insbesondere bei Hedge-Fonds gewinnbringend anlegen wollen. Wie wichtig die Finanzierung über Staatsfonds schon heute ist, zeigt sich, wenn man das geschätzte Anlagevolumen der Hedge-Fonds (weltweit 1.600 Mrd. US-Dollar) mit dem potenziellen Anlagevolumen der Staatsfonds vergleicht: 2.500 Mrd. Euro stehen staatlich kontrollierten Fonds vor allem aus China, Russland und den Golfstaaten zur Verfügung. Wahrscheinlich werden künftig Staatsfonds, PE-Firmen und Hedge-Fonds zunehmend enger zusammenarbeiten – erstere profitieren vom Anlage-Know-how der privaten Finanzinvestoren und Kapitalgeber, letztere von den staatlichen Geldreserven.

4.2 Entrepreneurial Finance und Venture Capital

Welche Finanzierung für innovative Unternehmen und Existenzgründer geeignet ist, hängt davon ab, in welcher Entwicklungsphase sie sich befinden. Je nachdem variieren die Anteile der Entrepreneurial und der Venture Capital Finance.

4.2.1 Von der Invention zur Innovation

Vor der Innovation kommt die Invention – das gilt für Produkte genauso wie für Prozesse. Doch was die Invention auslöst und wie das Neue dann in die Welt kommt, ist nicht unumstritten. Eine Theorie ist, dass neue Ideen durch die Inspiration eines Genius entstehen (transzendentaler Ansatz), eine andere, dass eher ökonomische Verhältnisse und Notwendigkeiten der Modernisierung der Produktion und der Effizienzsteigerung von Prozessen dazu führen (mechanistischer Ansatz). Eine dritte Theorie geht davon aus, dass vor allem die systematische Suche und Erprobung in Expertenteams zum Erfolg führt (kumulativer Ansatz). Was hier wie ein philosophisches Gedankenspiel anmutet, hat handfeste wirtschaftliche Konsequenzen: Folgt man dem transzendentalen oder mechanistischen Ansatz, ist Innovation etwas, das mehr oder minder zufällig entsteht und damit keinen nennenswerten (Such- bzw. Forschungs-)Aufwand verursacht. Wer dagegen den kumulativen Ansatz verfolgt, braucht für ein systematisches

Vorgehen erhebliche Personal-, Sach- und Finanzmittel. Im Allgemeinen können sich nur Großunternehmen derart aufwändige F&E-Aktivitäten leisten (so die Pharma-Industrie, die Medikamente erst nach zahlreichen Tests auf den Markt bringt). Ist schließlich die Entscheidung gefallen, eine Invention zu realisieren, folgt die eigentliche Innovation, also die technische und wirtschaftliche Umsetzung der Idee. Meist sind es vor allem technische Probleme, die es bis zur Markteinführung des Produkts oder Verfahrens zu bewältigen gilt. Nicht nur das macht es schwierig abzuschätzen, ob und wann die ursprüngliche Idee wirklich marktfähig gemacht werden kann; genauso lässt sich nur vermuten, ob das Endprodukt tatsächlich nachgefragt wird. Denn nur wenn die potenziellen Kunden einen echten Nutzen darin sehen, wird die Innovation den Markt so schnell erobern, dass sie auch wirtschaftlich erfolgreich ist, also die erhofften Innovationserlöse einbringt.

4.2.2 Entrepreneurial Finance als Basisfinanzierung

Um abzuwägen, ob eher eine Unternehmer- (Entrepreneurial) oder Venture-Capital-Finanzierung zweckdienlich ist, sollten Investor und Unternehmer wissen, in welchem Entwicklungsstadium sich ihr Unternehmen befindet. Innovative Unternehmen folgen meist einer Entwicklungskurve, deren idealtypischer Verlauf in Abbildung 2 zu sehen ist. Zentrale Messgröße ist der finanzielle Erfolg des Unternehmens, der sich aus dem erwarteten Gewinn und Verlust ergibt.

In der Gründungs- und ersten Start-up-Phase muss der Unternehmer selbst seine Gründungsvorbereitungen und die Produktentwicklung finanzieren („Seed Financing“); vielfach unterstützen ihn Angehörige und Freunde (Family and Friends) mit Risikokapital. Auch Business Angels greifen Gründern unter die Arme, außerdem gibt es staatliche und EU-Förderprogramme, die Risikokapital bereitstellen (letztere vor allem für KMU). Diese Hilfen überbrücken Finanzierungsengpässe, bis die vom Venture-Capital-Finanzier vorgegebene Mindestkapitaldecke erreicht ist.

Steigen schließlich externe Kapitalgeber ein, müssen sie wissen, ob sie das Unternehmen im Frühstadium unterstützen („Early Stage Financing“) und somit zunächst eine finanzielle Durststrecke überwinden helfen oder ob sie eher eine Wachstumsfinanzierung leisten („Expansion Stage Financing“). Wächst das Unternehmen bereits, hat es sich offenbar am Markt durchgesetzt und erzielt gegenwärtig oder künftig überdurchschnittliche Gewinne, das Risiko des Investors ist also deutlich geringer.

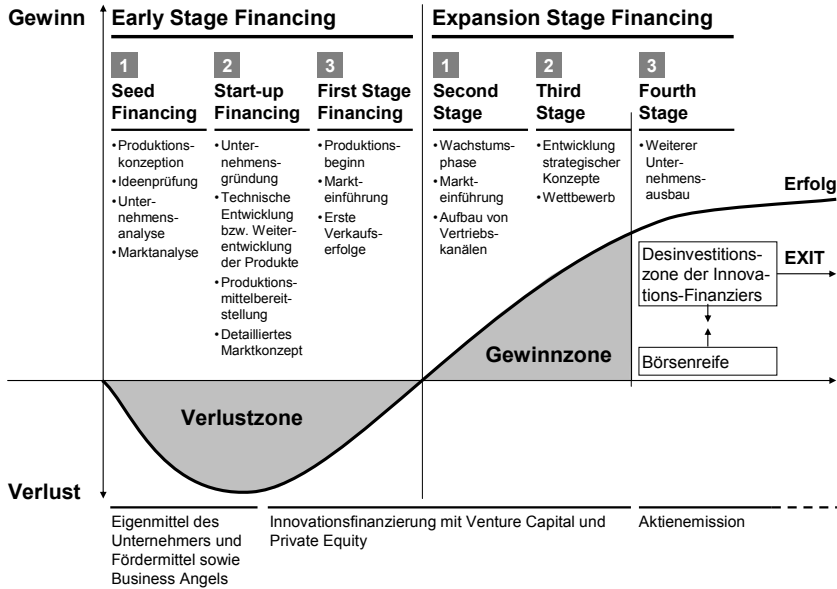


Abbildung 2: Phasen der Innovationsfinanzierung

Existenzgründungen, die einen relativ geringen Risikokapitalbedarf haben, können auch später rein unternehmerfinanziert bleiben. Der Finanzierungsbedarf kann dann durch stille Beteiligungen privater Investoren, Mitarbeiterbeteiligungen oder (sobald der Markterfolg gesichert ist) durch Kredite gedeckt werden. Alternativ könnte in jeder Phase des Unternehmenszyklus ein strategischer Investor einsteigen und die Unternehmerfinanzierung sichern. Dem Unternehmen kommen in einem solchen Fall nicht nur die Finanzmittel und das Know-how des strategischen Investors zugute, sondern auch die Tatsache, dass es sich stärker strategisch-technologisch ausrichten muss, um dessen Vorgaben zu erfüllen. Allerdings sollte der Unternehmer bedenken, dass er durch eine solche Zusammenarbeit seine Eigenständigkeit riskiert.

Inkubatoren (das sind meist Technologie- und Gründerzentren) unterstützen innovative Unternehmen zusätzlich in allen Phasen. Vor allem High-Tech-Gründern stellen sie die erforderliche Infrastruktur bereit. Als Gegenleistung verlangen diese sowohl von der öffentlichen Hand als auch von privaten Initiatoren betriebenen Institutionen Anteile an den Jungunternehmen. Auch bei der Finanzmittelbeschaffung sind sie oft behilflich und erstellen Expertisen zur weiteren Entwicklung und Vermarktung. Viele junge Unternehmen ziehen außerdem großen Nutzen aus der Nähe zu

anderen innovativen Firmen in einer ähnlichen Situation: Sie können gemeinsam forschen und entwickeln, was ihre Kosten mindert, außerdem entstehen durch die enge Zusammenarbeit häufig weitere neue Ideen – materielle und ideelle Synergien können hier geradezu als Innovationsmotor wirken.

4.2.3 Venture-Capital-Finanzierung als Anschlussfinanzierung

An die beiden ersten, rein unternehmerfinanzierten Phasen schließt sich im Allgemeinen eine Venture-Capital-Finanzierung an. Diese beginnt oft mit dem sogenannten „First Stage Financing“. In dieser Phase läuft die Produktion an, das Produkt wird auf dem Markt eingeführt und der Vertrieb aufgebaut, so dass der Risikokapitalbedarf besonders hoch ist. Dem stehen erste Verkaufserlöse entgegen, sobald das Produkt erfolgreich eingeführt ist. Sie erlauben, die bis dahin angehäuften Verluste auszugleichen und Vorschüsse von Angehörigen, Freunden, Business Angels und stillen Teilhabern zurückzuzahlen. Ab dem „Second Stage“ stehen zudem kostengünstige Mittel aus öffentlichen Finanzierungsprogrammen zur Verfügung.

Eine Finanzierung durch Venture Capital lässt sich in unterschiedlichen Rechtsformen und mit unterschiedlichen Trägerschaften umsetzen. Wachstumsunternehmen können sich zwischen privaten und öffentlichen Venture-Capital-Investoren entscheiden. Deren Rendite-Erwartungen liegen zwischen 30 und 50 Prozent bei einer Early-Stage-Finanzierung, zwischen 30 bis 35 Prozent bei einer Second-Stage-Finanzierung und zwischen 25 bis 30 Prozent bei Later-Stage-Finanzierungen („Third and Fourth Stage“) und variieren je nach Risikograd der Investition und je nachdem, ob die VC-Geber eine hohe Verzinsung oder große Wertzuwächse vorziehen. Große Wertzuwächse streben meist industrielle Großunternehmen an, die als VC-Investoren auftreten. Davon, dass sie sogenanntes Corporate Venture Capital bereitstellen, erhoffen sie sich neben finanziellen Vorteilen auch Synergien und andere positive Effekte.

Eine Finanzierung mit Venture Capital setzt voraus, dass der Unternehmer einen Business Plan erstellt und sein Unternehmenskonzept detailliert erläutert. Anhand des Business Plans kann der VC-Investor prüfen, wie groß die Erfolgsaussichten des Jungunternehmens sind und ob es seiner Ansicht nach sich lohnt, mit Hochrisikokapital dort einzusteigen. Der Business Plan informiert über die Rechtsform des Unternehmens, seine bisherige Entwicklung, die angestrebte Positionierung und Strategie, die Geschäftsidee und das Unternehmenskonzept sowie über Produkte und Prozesse, mit

denen der Unternehmenszweck erreicht werden soll. Außerdem beinhaltet er eine Einschätzung des Markts und des Wettbewerbs und eine Geschäfts- und Finanzplanung für die nächsten drei bis fünf Jahre. Ebenfalls muss der Finanzierungsbedarf angegeben und dargestellt werden, welche besonderen Qualifikationen Management und Mitarbeiter haben. Eine Executive Summary sollte die genannten Punkte kurz zusammenfassen. VC-Geber prüfen den Business Plan sorgfältig in einer sogenannten Due Diligence. Ihre wichtigsten Kriterien sind dabei, ob Produkt- und Geschäftsidee realisierbar sind, welche Voraussetzungen am Markt herrschen und welches Potenzial das Management hat.

Die nun folgenden Beteiligungsverhandlungen stützen sich auf den diskontierten künftigen Unternehmenswert. Erschwert wird diese Kalkulation allerdings dadurch, dass die Discounted-Cash-Flow-Verfahren bei Jungunternehmen nicht eingesetzt werden können – es liegen nicht genug Daten vor, um die freien Cashflows zuverlässig prognostizieren zu können. Für Wachstumsunternehmen werden daher die sonst üblichen Bewertungsverfahren modifiziert. So wird angesichts der hohen Risiken ein Diskontierungssatz zwischen 40 und 60 Prozent angenommen. Davon ausgehend, legt der VC-Finanzier die Höhe seiner Beteiligung fest. In einigen Fällen folgt nun eine erweiterte Due Diligence, innerhalb derer die notwendigen Vertragsunterlagen und Förderanträge vorbereitet werden. Mit Vertragsabschluss enden die Finanzierungsverhandlungen.

4.2.4 Private Equity zur Verstärkung von Venture Capital

Je nach Geschäftstätigkeit müssen im „Second“ und „Third Stage“ der Expansionsphase weitere Finanzmittel zum Venture Capital hinzukommen, damit das Unternehmen wachsen, seine Produkte verbessern, Vertriebssysteme aufbauen oder seine Wettbewerbsposition ausbauen kann. Diese kann entweder der ursprünglich engagierte Venture-Capital-Geber zuschießen oder sie können über Private-Equity-Investoren hinzukommen. PE-Investoren beteiligen sich meist im „Third Stage“ und stellen damit die Weichen für „Leveraged Buyouts“ (LBOs, siehe 4.3.1). Damit verzichtet das Unternehmen darauf, mit einem IPO an die Börse zu gehen. Viele Venture-Capital-Geber ziehen dieses Vorgehen inzwischen vor, weil sie in den Jahren der New Economy mit IPOs schlechte Erfahrungen gemacht haben. Viele der damals an die Börse gebrachten Unternehmen waren noch nicht marktreif und „verbrannten“ das ihnen zur Verfügung gestellte Risikokapital buchstäblich. Im Jahr 2003 war daher der europäische Wagniskapitalmarkt erheblich geschrumpft und die Zahl der Börsengänge rapide zurückgegangen. Inzwischen hat sich der Markt wieder etwas erholt, im

Jahr 2006 wurden 6 Mrd. Euro in Wagniskapital investiert. Damit bleibt der Venture-Capital-Markt aber weiterhin der kleine Bruder des Buyout-Sektors, in dem Private-Equity-Unternehmen und Hedge-Fonds dominieren. Der weitere Ausbau junger Unternehmen wird im „Fourth Stage“ meist mit Mitteln aus Private Equity oder mit Mezzanine Capital bestritten. Mezzanine sind eine hybride Finanzierungsform, die als Brückenfinanzierung („Bridge Financing“) genutzt werden kann, bis eine kostengünstigere Fremdfinanzierung über nachrangige Darlehen oder Genussrechte möglich ist. Wird die Expansionsphase dagegen vor allem mit Venture Capital finanziert, sollten die Finanzinvestoren ein „Going Public“ anstreben; ein solcher Börsengang kann mit einem sogenannten „venture-backed IPO“ erfolgen. Dabei wird das von den VC-Investoren bereitgestellte Risikokapital abgelöst, das häufig mit privat platzierten und kostengünstig von den VC-Gebern übernommenen Aktien („Penny Stocks“) unterlegt war. Nach einem erfolgreichen IPO des Unternehmens werden diese am öffentlichen Kapitalmarkt als Sekundäremissionen herausgebracht und dadurch Kursgewinne realisiert. Ein IPO kann mittels zweier Emissionsverfahren erfolgen; diese sind in den USA unter den Begriffen „Best Effort“ und „Firm Commitment“ bekannt, in Deutschland heißen sie Begebungs- und Übernahmekonsortiumsverfahren.

4.3 Private-Equity-Finanzierung

Private-Equity- und Hedge-Fonds finanzieren jedoch nicht nur die Reifephase von Venture-Capital-Unternehmen (siehe 4.2.4), sondern beteiligen sich vor allem an Fusionen und Übernahmen (siehe dazu vor allem 3.4 Kommunikationsstrategien für Mergers & Acquisitions). Bei Fusionen (Mergers) werden zwei oder mehrere Unternehmen auf ein neues Unternehmen verschmolzen. Im Falle von Übernahmen (Acquisitions) werden dagegen Mehrheitsbeteiligungen oder ganze Unternehmen in einen bereits bestehenden Konzernverbund eingegliedert. Das übernommene Unternehmen bleibt dabei rechtlich selbstständig, ist jedoch wirtschaftlich vom beherrschenden Unternehmen abhängig. Übernahmen haben für Investoren den Vorteil, dass das übernommene Unternehmen später problemlos wieder aus dem Konzernverbund herausgelöst und verkauft werden kann (Handel mit Beteiligungen). Fusionen dagegen sind nicht ohne größeren Aufwand wieder rückgängig zu machen, da die verschmelzenden Unternehmen rechtlich miteinander verflochten werden. Die beschriebenen Transaktionen werden unter dem Begriff des „Buyout“ zusammengefasst; wie sie genau gestaltet werden, hängt von den Zielen der Finanzinvestoren ab (siehe Abbildung 3).

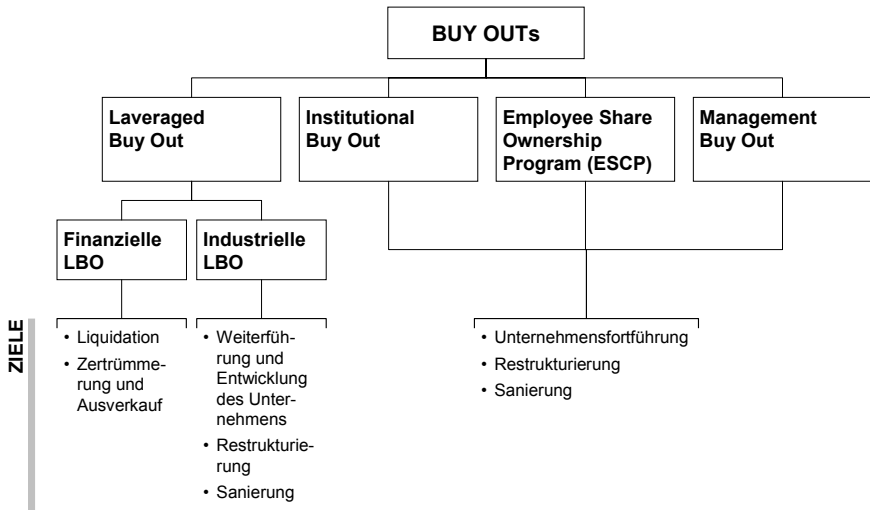


Abbildung 3: Systematik von Buyouts

4.3.1 Buyouts mit dem Ziel der Unternehmensfortführung, Restrukturierung und Sanierung

Der klassische Fall unter den Buyouts sind die Management Buyouts (MBOs); dabei kaufen sich Manager in das eigene Unternehmen ein. MBOs sind eine Alternative dazu, dass Finanzinvestoren einsteigen, indem die bisherigen Geschäftsführer zu Gesellschaftern und damit zu Eigentümern werden. Ein solcher MBO kann viele Gründe haben: Eine unklare Unternehmensnachfolge, eine unzureichende unternehmerische Leistung der bisherigen Eigentümer, eine drohende Insolvenz oder den Wunsch des Managements nach gezielter Machtübernahme. Je nach Gesamtsituation des Unternehmens und je nach Finanzierungsmöglichkeiten der Käufer erwerben diese einen Teil des Risikokapitals oder sogar das gesamte Eigenkapital. Planen Führungskräfte eine solche Übernahme, brauchen sie meist einen Akquisitionskredit, den sie durch Gewinne oder den Verkauf von Unternehmensteilen zurückzahlen (die Gewinne sollten dabei hoch genug sein, um nicht nur den Kredit zu bedienen, sondern auch noch Investitionen tätigen zu können). Solche Kredite bieten neben Banken auch Finanzinvestoren in Form von stillen Beteiligungen an. Die Kreditkosten müssen natürlich an die Risiken der Finanzierung angepasst sein. Die Eigenkapitalrichtlinie Basel II verpflichtet Banken dazu, solche Kredite mit einer 50 Prozent höheren Eigenkapitalmenge zu unterlegen. Das gilt aller-

dings nur, wenn sie solche Kredite als Forderungen in ihrem Bestand führen; sie können diese auch über den Kapitalmarkt an andere (Finanz-) Investoren verkaufen. Ein solcher Forderungsverkauf hebt de facto die in Basel II vorgeschriebene Risikovorsorge aus, die letztlich auch die Solvenz von Unternehmen sichern soll.

Stille Beteiligungen sind quasi die Hintertür, über die Finanzinvestoren auch bei MBOs in ein Unternehmen einsteigen. Vielfach engagieren sie sich in einem nächsten Schritt dann auch offen. Das Management kann allerdings jederzeit die Gesellschaftsanteile der Finanzinvestoren erwerben. Das ist besonders dann günstig, wenn das Management bereits in einer ersten Phase Unternehmensanteile erworben hat. Steigt ein Finanzinvestor dagegen aus und werden seine Anteile an andere Finanzinvestoren weiterverkauft, kann das die Existenz des Unternehmens gefährden: Derartige Transaktionen müssen meist durch weitere Kredite finanziert werden, was die Belastung durch Zins- und Zinseszinszahlungen vervielfacht. Jeder Weiterverkauf erhöht nämlich die Veräußerungspreise und führt damit zu den genannten Zins- und Zinseszinszahlungen. Erwirtschaftet das Zielunternehmen nicht ausreichende Erträge, um die Belastung aus den steigenden Krediten zu zahlen, bleibt nur noch der Gang zum Insolvenzgericht. Weiterverkäufe sollten deshalb bei MBOs unterbleiben, damit das Zielunternehmen saniert und weitergeführt werden kann.

Ähnlich funktionieren die sogenannten „Institutional Buyouts“ (IBO). Dabei kaufen spezialisierte Finanzinvestoren (als Institution, deshalb „institutional“) ein Unternehmen auf und binden das Management mit ein. Die Investoren profitieren davon, dass die Manager das Unternehmen und seine Stärken und Schwächen genau kennen, was ihnen als Käufer auch auf lange Sicht (etwa durch Risiken, die erst nach dem Kauf sichtbar werden) unangenehme Überraschungen erspart. Im Unterschied zum MBO wird ein IBO meist von den Finanzinvestoren und nicht von den Führungskräften des Unternehmens initiiert. Haben Finanzinvestoren ihre mit dem Kauf angestrebten finanziellen Ziele erreicht, ziehen sie sich meist aus dem Engagement zurück. Dadurch mutieren IBOs häufig zu reinen MBOs. Geht es dem Finanzinvestor allein darum, Gewinne aus einer solchen Transaktion abzuschöpfen, kann er seine Anteile auch an andere Finanzinvestoren weiterverkaufen (Trading von Beteiligungen).

Ebenso wie die Führungskräfte eines Unternehmens dieses als Eigentümer übernehmen können, kann dies auch die Belegschaft tun. Um den Fortbestand des Unternehmens zu sichern oder unliebsame Übernahmen durch Finanzinvestoren abzuwehren, können die Angestellten mehrheitlich oder ganz das Risikokapital des Unternehmens erwerben. So etwas kann bei-

spielsweise in Form eines ESOP – Employee Share Ownership Program – erfolgen. Für die Belegschaft ist es allerdings schwierig, entsprechende Finanzmittel aufzubringen. Bankfinanzierungen scheiden aus, da kaum eine Bank bereit sein wird, an eine Vielzahl von Kreditnehmern einen Kredit ohne Sicherheiten zu vergeben. Daher ist die Belegschaft gezwungen, alternative Konzepte für die Übernahme des Unternehmens zu entwickeln. Beispielsweise kann sie dem Unternehmen ihre Ansprüche aus der betrieblichen Altersversorgung und andere Leistungszusagen als Abgeltung anbieten. Sind diese Ansprüche ausreichend hoch – wie beispielsweise in den USA, wo die betriebliche Altersversorgung noch weitaus wichtiger ist als in Deutschland – ist das eine geeignete Basis, um mit den bisherigen Eigentümern zu verhandeln. In Zusammenarbeit mit den Gewerkschaften übernehmen die Angestellten ein meist sanierungsbedürftiges Unternehmen und verzichten dafür auf ihre Sozialansprüche. Was zunächst wie ein schlechter Tausch klingt, kann dabei durchaus attraktiv sein: Erstens sichern sich die Angestellten so ihre künftige Beschäftigung; zweitens können sie nun direkt von Unternehmensgewinnen durch eine wertorientierte Unternehmensführung profitieren. Gelingt es, den Wert ihrer Aktien zu steigern, so kann dieser Wertzuwachs die verwirkten Ansprüche auf Sozialleistungen kompensieren. Die Belegschaft sichert sich damit ihre Altersvorsorge selbst aus eigener Kraft und nicht mehr über Arbeitgeberzuschüsse. Auch wenn Bezug und Veräußerung der Anteile (Aktien) am Unternehmen gewissen Restriktionen („Restricted Share Plan“) unterliegen, hat dies doch den Vorteil, dass jeder Unternehmensangehörige seine Aktien nach einer gewissen Zeit verkaufen kann, anstatt auf unsichere Pensionszusagen seines früheren Arbeitgebers angewiesen zu sein. Neben dem beschriebenen Sanierungs-ESOP ist auch denkbar, dass die Belegschaft mit einem wachsenden Anteil am Risikokapital des Unternehmens beteiligt wird (Wachstums-ESOP). Während Betriebsvereinbarungen zur planmäßigen Mitarbeiterbeteiligung festlegen, in welchem Umfang die Belegschaft über (Vorzugs-) Aktien am Unternehmenserfolg partizipiert, kann zudem außerplanmäßig vereinbart werden, dass auch die Mitarbeiterbeteiligung am Risikokapital kontinuierlich wachsen soll.

Will ein Finanzinvestor eine Mehrheitsbeteiligung erwerben, so kann er das bei Leveraged Buyouts genauso wie bei MBOs nicht nur mit Eigenmitteln (inklusive eigener Aktien), sondern auch mit Fremdmitteln finanzieren. Liegt sein Anteil zwischen 30 bis maximal 50 Prozent und nimmt er für die restliche Kaufsumme einen Bankkredit auf oder gibt am Kapitalmarkt Schuldverschreibungen aus, bewirkt dies einen positiven finanziellen Hebeleffekt („Financial Leverage“). Dieser Hebeleffekt steigert die Eigenkapitalrendite des Zielunternehmens. PE-Firmen setzen meist in

sogenannten industriellen LBOs auf solche Hebelwirkungen. Dabei übertragen sie die Schulden aus dem Unternehmenserwerb auf das Zielunternehmen, das dann mit den Gewinnen aus dem laufenden Geschäft diese Verbindlichkeiten bedienen muss. Eine solche Erhöhung des Fremdmittelanteils steigert die Eigenkapitalrendite („Return on Equity“, RoE) des Zielunternehmens, was zunächst durchaus im Sinne einer wertorientierten Unternehmensführung ist und die Wahrscheinlichkeit erhöht, die Beteiligung später gewinnbringend zu verkaufen. Problematisch wird dies nur, wenn die Gesamtkapitalrentabilität eines Unternehmens nicht mehr ausreicht, die Hochzinskredite und Hochzinsanleihen zu bedienen. Zins- und Tilgungsansprüche zehren dann an der Substanz des Unternehmens, dem keine Mittel mehr für notwendige Investitionen bereitstehen. Der Finanzinvestor trägt in solchen Fällen keinerlei Risiko: Zeichnet sich das Misslingen seines Engagements ab, entlässt er das Unternehmen notfalls in die Insolvenz. Meist kann er jedoch einen wenn auch geringen Erlös erzielen, indem er seine Beteiligung mitsamt den Lasten weiterverkauft. Mit einem Leveraged Buyout wälzen die Investoren ihre Risiken also komplett auf das Zielunternehmen ab.

Sieht man von solchen Negativbeispielen ab, wollen PE-Firmen sich über industrielle LBOs meist nicht nur kurz-, sondern eher mittelfristig beteiligen und das Unternehmen weiterführen und -entwickeln. Sie optimieren dazu die Geschäftsprozesse und Wertschöpfungsketten und reduzieren die Personalkosten meist drastisch. Dadurch wird die Unternehmensorganisation so schlank und effizient, wie sie es vermutlich unter den alten Eigentümern nie hätte werden können. Außerdem initiieren PE-Investoren häufig neue Finanzierungskonzepte, so dass dem Management höhere Summen für notwendige Investitionen zur Verfügung stehen. Ihr ultimatives Ziel bleibt jedoch, ihren Anteil später wieder gewinnbringend zu verkaufen. Einschränkend ist allerdings festzustellen, dass sie eher selten daran interessiert sind, das Zielunternehmen zu sanieren oder zu restrukturieren. Generell gilt, dass Private-Equity-Investoren ihre Motive Anlegern und der interessierten Öffentlichkeit selten offen kommunizieren, sondern diese vielmehr im Dunkeln lassen.

4.3.2 Finanzielle LBOs: Unternehmenszertrümmerung und -ausverkauf

Finanzielle LBOs hingegen sind stets kurzfristige Engagements. Sie zielen darauf, das Gesamtunternehmen oder Unternehmensteile zu zerschlagen und zu liquidieren. PE-Investoren reduzieren dabei die von ihnen eingesetzten Eigenmittel auf ein notwendiges Minimum. Angestrebt wird eine

möglichst hohe Fremdfinanzierung, was die Risiken für den Finanzinvestor reduziert. Nicht selten wird bei einem finanziellen LBO der Kaufpreis zu 90 Prozent mit Bankkrediten und Hochrisikoanleihen finanziert. Der Deal ist für einen Finanzinvestor erfolgreich, wenn er diesen Kaufpreis möglichst schnell durch Verwertungserlöse refinanzieren und darüber hinaus noch einen Gewinn herausschlagen kann. Vor dem Kauf ermittelt der Finanzinvestor den Unternehmenswert und prüft, ob stille Reserven vorhanden sind, die er heben kann. Er entwickelt dann einen Liquidations- und Zertrümmerungsplan, dessen Herzstück ein detaillierter, belastbarer Finanzierungsplan ist.

Um die Akquisition eines Zerschlagungsobjekts zu finanzieren, gründen Finanzinvestoren in aller Regel sogenannte Erwerbergesellschaften. Nicht der Investor selbst, sondern diese Erwerbergesellschaften kaufen das Zielunternehmen. Die Erwerbergesellschaften verfügen selbst über nur geringes Eigenkapital, verfolgen keine eigene operative Geschäftstätigkeit und wählen eine haftungsbeschränkende Rechtsform (beispielsweise die der GmbH & Co. KG). Der Investor wälzt sämtliche Risiken (etwa der Kreditaufnahme oder der Emission von Anleihen) auf die Erwerbergesellschaft ab; beteiligte Banken erhalten nicht etwa von ihm, sondern allein von der Erwerbergesellschaft Sicherheiten. Damit die Banken beurteilen können, ob die Kredite ausreichend gesichert sind und bedient werden können, sind sie auf die projektierten Cashflows des Zielunternehmens angewiesen. Gibt die Erwerbergesellschaft hoch verzinste Anleihen aus, räumt sie ihren Anlegern genauso wenig Sicherheiten ein. Wer diese Anleihen erwirbt, verlässt sich ebenfalls allein auf den prognostizierten Cashflow des Zielunternehmens. Die Erwerbergesellschaft ist also durch extrem teure Bankkredite und sogenannte High Yielded Bonds („Junk Bonds“) hoch verschuldet, was der Finanzinvestor billigend in Kauf nimmt – ihn treffen diese Risiken nicht, da die Erwerbergesellschaft rechtlich unabhängig von ihm ist. Misslingt die Transaktion, sind die Lasten letztlich komplett vom Zielunternehmen zu schultern.

Die Banken spielen bei finanziellen LBOs eine etwas zweifelhafte Rolle: Obwohl sie nach Basel II eine erhöhte Risikovorsorge treffen sollten und zu größerer Sensibilität und Vorsicht angehalten sind, gewähren sie Finanzinvestoren Kredite zu rein spekulativen Zwecken. Versuchen hingegen mittelständische Unternehmen an einen Kredit zu kommen, lehnen sie diesen mit dem Hinweis auf die zu hohen Risiken im Kreditgeschäft ab. Richtig ist allerdings, dass die Risiken aus institutionellen LBOs für Banken gering sind. Sie trennen sich frühzeitig von Krediten, die drohen, Not leidend zu werden, und verkaufen diese mit einem Abschlag an Investmentbanken und Hedge-Fonds. Alternativ bündeln sie im Zeichen fort-

schrittlichen Forderungsmanagements für das Zielunternehmen über banknahe Zweckgesellschaften (sogenannten Conduits) Unternehmensforderungen zu „Asset Backed Securities“, die sie als Schuldverschreibungen am Kapitalmarkt platzieren. Eine dritte Möglichkeit ist, Not leidende Kredite durch Kreditderivate zu sichern; in allen drei Fällen jedenfalls „swapen“, also überwälzen, die Banken ihre Risiken auf andere Finanzmarktakteure. Probleme ergeben sich für die Banken allerdings dann, wenn Akquisitionskredite (auch als Übernehmerkredite bezeichnet), wegen krisenhafter Erscheinungen an den Finanzmärkten nicht mehr refinanzierbar sind und dann die eigene Bilanz belasten.

Finanziert der Investor den Kaufpreis über traditionellere Instrumente wie direkt am Kapitalmarkt platzierte „Junk Bonds“ des Zielunternehmens, wissen die Anleger um das damit verbundene Risiko. Sie erwarten dafür eine Verzinsung im zweistelligen Bereich als „Zitterprämie“, wobei sie das Risiko eingehen, nicht nur niedrigere oder keine Zinsen zu erhalten, sondern auch das eingesetzte Kapital komplett zu verlieren. Solche riskanten Engagements sind für Anleger besonders verlockend, wenn das allgemeine Zinsniveau sehr niedrig ist. Wie bereits geschildert, bleibt das Risiko des PE-Investors überschaubar; nur wenn der LBO komplett fehlschlägt, gerät er mit seiner Eigenkapitalquote ins Obligo. Kann der Investor dagegen eine sogenannte Rekapitalisierung durchsetzen, hat er bereits einen Mindesterfolg errungen. Bei einer Rekapitalisierung werden Fremdmittel nicht in das Zielunternehmen investiert, sondern direkt nach dem Kauf in Form einer Sonderdividende an den PE-Investor ausgeschüttet. Zumindest für den Investor ist der LBO damit erfolgreich verlaufen. Sind die verwertbaren Unternehmensteile schließlich gewinnbringend verkauft, entledigen sich die Investoren der nicht verkäuflichen Unternehmensreste, indem sie diese in die Insolvenz entlassen. Für PE-Investoren ist ein finanzieller LBO dann erfolgreich, wenn ihre durch die Zerschlagung erzielten Erlöse größer sind als ihre Finanzierungs- und Zerschlagungskosten. Finanzielle LBOs sind also die ideale Investitionsform für PE-Firmen: Sie versprechen maximale Eigenkapitalrenditen bei minimalem Risiko innerhalb kurzer Zeit.

Das Zielunternehmen muss dagegen in finanzstrategischer Perspektive darauf bedacht sein, existenzgefährdende Finanzierungsbelastungen zu verhindern oder zu versuchen, über einen MBO (4.3.1) der Zerschlagung oder dem Ausverkauf zu entgehen. Beispiele der Praxis zeigen, dass durch Herauslösen aus einem Konzernverbund (Auskauf) Unternehmen – befreit von Konzernzwängen – durchaus positive Entwicklungen nehmen können, ohne zerschlagen zu werden.

4.4 Hedge-Fonds-Finanzierung

Das Aufkommen der Hedge-Fonds hat die Unternehmensfinanzierung oder Corporate Finance nicht nur in Deutschland, sondern weltweit verändert. Ihre unternehmensbezogenen Investmentstrategien sollen hier kurz erläutert werden.

Hedge-Fonds sammeln ebenso wie Private-Equity-Gesellschaften Kapital bei vermögenden und risikobereiten Anlegern ein. Sie verpflichten sich im Gegenzug dazu, mittelfristig mit diesem Anlagebetrag eine weit höhere Rendite als am Markt üblich zu erwirtschaften. Das ist mit herkömmlichen Kapitalanlagen nicht zu erreichen, und so bevorzugen Hedge-Fonds Investitionen mit hohem Leverage-Effekt. Dieser wird beispielsweise erzielt, indem ein Kredit auf gemeinschaftliche Rechnung der Anleger aufgenommen wird oder indem Derivate für den Kauf eines Unternehmens verwendet werden. Bei niedrigen Zinsen am Geldmarkt erfolgt die mittelfristige Kreditfinanzierung häufig über revolvingierende kurzfristige Geldmarktkredite. Das bewirkt eine zusätzliche Hebelung der Eigenkapitalrentabilität gegenüber ansonsten üblichen Kredit- oder Kapitalmarktfinanzierungen, so lange sich die Zinssituation nicht ändert und die Kredite über den Geldmarkt erhältlich und finanzierbar sind. Treten allerdings Störungen in der revolvingierenden Geldmarktfinanzierung auf, muss diese Lücke durch teurere Kredite vom Kredit- oder Kapitalmarkt geschlossen werden. Nun zeigt das Risiko der Finanzierung „aus kurz mach lang“, an der in den 1960er Jahren bereits der legendäre Bankier MÜNEMANN gescheitert ist, sein wahres Gesicht: Die ursprünglich positive Hebelung schlägt in eine negative Hebelwirkung auf das Eigenkapital um. Im Extremfall kann die Finanzierung sogar unmöglich werden.

Ein einzelner Hedge-Fonds finanziert in der Regel allerdings nicht mehr als 5 bis 10 Prozent des Eigenkapitals des Zielunternehmens. Hedge-Fonds bilden also Portfolios, die trotz der hohen Risiken der einzelnen Beteiligungen in ihrer Summe relativ sicher sind. Außerdem kommt ein Hedge-Fonds selten allein: Ein oder zwei weitere Fonds übernehmen ähnlich große beziehungsweise kleine Anteile und stimmen sich untereinander ab. Damit ist ihnen das Zielunternehmen häufig wehrlos ausgeliefert. Die Ziele, die Hedge-Fonds verfolgen, sind für die interessierte Öffentlichkeit nicht durchschaubar. Nachdem die Hedge-Fonds Anteile der bisherigen Anteilseigner erworben haben, führen sie dem Zielunternehmen nicht etwa weitere Fonds-Finanzmittel zu. Obwohl sie nur Minderheitsbeteiligungen halten, drängen sie vielmehr die Geschäftsführung dazu, Liquidität und freie Cashflows abzuschöpfen. Diese abgeschöpften Mittel fließen als Sonderausschüttungen oder über Aktienrückkäufe durch das Zielunter-

nehmen an die Hedge-Fonds – sehr zur Freude ihrer Anteilseigner. Das Zielunternehmen löst damit seine „Kriegskasse“ auf, die das Interesse der Hedge-Fonds geweckt hatte und eigentlich dazu bestimmt war, selbst Anteile an anderen Unternehmen zu erwerben. Zur Finanzierung von Aktienrückkäufen müssen Zielunternehmen häufig sogar Kredite aufnehmen, um den Ansprüchen der Hedge-Fonds gerecht zu werden.

Steigen also Hedge-Fonds in ein Unternehmen ein, folgt dem häufig eine Welle von Deffinanzierungen; diese lähmen das Unternehmen buchstäblich, da ihm sämtliche Mittel zur Finanzierung von Investitionen entzogen werden. Unternehmen, die eine Finanzierung über Hedge-Fonds nutzen wollen, sollten sich also dessen bewusst sein, dass sie möglicherweise den Teufel mit dem Beelzebub austreiben und ihnen womöglich am Ende weniger Kapital zur Verfügung steht als zuvor.

Auf der anderen Seite kann die Beteiligung von Hedge-Fonds durchaus für das Zielunternehmen positiv sein, da sie häufig mit einem Strategiewechsel des Zielunternehmens verbunden sein wird. Dieser kann zu einer Neukonzeption auch der Finanzierung des Zielunternehmens führen und dessen finanzstrategisches Denken in dem Sinne fördern, dass unrealistische Beteiligungsversuche des Zielunternehmens an anderen Unternehmen unterbleiben und andere Investitionsalternativen oder Schwerpunkte der Unternehmenstätigkeit gefunden werden, die zu Steigerungen des Corporate Value und des Shareholder Value führen. In dieselbe Richtung wirkt das Vorgehen von Hedge-Fonds, wenn sie Geschäftsfelder bzw. Beteiligungen des Zielunternehmens auf ausreichende Returns on Equity abklopfen. Die Ergebnisse der Praxis zeigen, dass erst durch derartige Analysen von Hedge-Fonds Anstrengungen des Zielunternehmens erfolgen, Verbesserungen im Sinne wertsteigernder Maßnahmen in Angriff zu nehmen. Damit beenden Hedge-Fonds oft auch das stille Leiden von Aktionären, die – auf sich allein gestellt – gegenüber dem Zielunternehmen machtlos wären. Hedge-Fonds-Manager sprechen dann das Machtwort („Es reicht!“) und üben Druck auf das Zielunternehmen zur Wertmaximierung aus. Insofern kommt es nicht von ungefähr, dass Hedge-Fonds-Manager, wie zum Beispiel der Gründer des Hedge-Fonds TCI, CHRISTOPHER HOHN, im Rufe eines Robin Hood unglücklicher Aktionäre stehen. Nachdem unter seiner maßgeblichen Mitwirkung 2005 die Übernahmepläne der Deutschen Börse an der London Stock Exchange zu Gunsten der Aktionäre geplatzt waren, kann er auch als einer der Initiatoren der Zerschlagung der Großbank ABN Amro im Jahr 2007 gelten. ABN Amro gelang es in den letzten fünf Jahren nicht, akzeptable Renditen zu erzielen; die Zerschlagung war eine Option neben der Möglichkeit zur Fusion mit der englischen Barclays Bank, die letztlich nicht zustande kam.

5 Die Bedeutung von CSR-Kapital für eine nachhaltigkeitsorientierte Strategic Corporate Finance

Kurt Reding, Rainer Stöttner

5.1 Einleitung

An Bezeichnungen wie „Corporate Identity“, „Corporate Governance“ und „Corporate Finance“ hat man sich inzwischen einigermaßen gewöhnt, auch wenn noch immer unklar ist, was genau sie meinen. Indessen wächst die Zahl der „Corporate“-Anglizismen munter weiter: „Corporate (Social) Responsibility“, „Corporate Education“, „Corporate Integrity“, „Corporate Citizenship“, „Corporate Credibility“, „Corporate Branding“, „Corporate Education“, „Corporate Success“, „Corporate Strategy“, um nur einige zu nennen. Klar scheint dabei immerhin zu sein, dass die „Corporates“ in engem Zusammenhang stehen mit der erneut aufgeflammt Diskussion um Unternehmensziele – oder besser: Unternehmerziele. Die Fixierung auf den Shareholder Value als alleinige Messgröße des Unternehmenserfolgs hat den Konflikt zwischen Unternehmenseignern (Shareholders) und den übrigen Interessengruppen (Stakeholders) verschärft und eine Grundsatzdiskussion darüber entfacht, welche unternehmerischen Ziele angestrebt werden sollten. Auch wenn diese Diskussion längst nicht abgeschlossen ist, zeichnet sich ab, dass Unternehmer mehr Verantwortung übernehmen müssen. Diese gesellschaftlich gewollte (erzwungene?) Verantwortung bezieht sich gleichermaßen auf die Volkswirtschaft als Ganzes, die Gesellschaft und die Umwelt. Die bisher (scheinbar) herrschende unternehmerische Egozentrik wird abgelöst durch eine Art universeller Verantwortlichkeit allen und allem Schutzwürdigen gegenüber. Damit wird der Begriff des Unternehmenswerts in einer Weise neu definiert, deren Tragweite heute noch nicht absehbar ist.

5.2 Die Finanzmärkte als Schauplatz eines neuen Werteverständnisses

Nicht nur Unternehmen und ihre Ziele standen in letzter Zeit im Kreuzfeuer der Kritik; auch die Finanzmärkte und ihre Interessen sind ins Blickfeld der öffentlichen Diskussion gerückt. Immer weniger akzeptiert die Gesellschaft, dass die Finanzmärkte allein dazu genutzt werden, egoistische Profitinteressen durchzusetzen, und lehnt eine einseitig an den Interessen der Anteilseigner ausgerichtete Unternehmenspolitik ab. Nimmt man diese beiden Kritikpunkte zusammen, stellt sich unmittelbar die Frage, wie der Finanzmarkt verantwortungsvolle Unternehmenspolitik unterstützen kann. Oder zugespitzt: Was ist „gutes“ Kapital (Corporate Social Responsibility Capital, CSR-Kapital) und was sind „gute“ Investitionen? Hierzu ist zunächst zu klären, was „Corporate Social Responsibility“ oder das Attribut „gut“ eigentlich bedeuten sollen. Nach allgemeinem Verständnis ist damit verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln gemeint, und zwar verantwortungsvoll in Bezug auf die Wirtschaft und Gesellschaft als Ganzes, auf Mitarbeiter (Personalressourcen) und die Umwelt beziehungsweise den Klimaschutz (Nachhaltigkeit, Sustainability). Ein solches universelles Verantwortungsbewusstsein muss sich auf ethisch-moralische Grundsätze³⁹ stützen. Unternehmen sind also gefordert, eine tragfähige, ethisch fundierte Unternehmensphilosophie zu entwickeln, während der Finanzmarkt eine gleichfalls an ethischen Grundsätzen orientierte Finanzmarktkultur herausbilden sollte. Hierfür gibt es bereits erste Anzeichen: Von Rating-Agenturen vorgeschriebene Standards und bankaufsichtsrechtliche Kreditvergabevorschriften zwingen Unternehmen immer häufiger dazu, verantwortlich (im Sinne der CSR) zu handeln.

Dies ist ein einschneidender Wandel in der Betriebswirtschaftslehre, die ursprünglich davon ausging, dass Unternehmer ausschließlich nach Gewinn streben. Die neuere, unter anderem von EUGEN SCHMALENBACH und ERICH KOSIOL begründete „pagatorische“ BWL konzentrierte sich nicht mehr auf den Gewinn, sondern den Cashflow. Auch das Shareholder-Value-Konzept ALFRED RAPPAPORTS stützt sich auf den Cashflow; ihm zufolge sollten Unternehmer vor allem den Shareholder Value steigern, also den Unternehmenswert aus Sicht der Anteilseigner. Diese Einseitigkeit versuchten ROBERT S. KAPLAN und DAVID P. NORTON mit ihrem

³⁹ Schon in der Pastoralkonstitution „Gaudium et Spes“ des 2. Vatikanischen Konzils von 1965, No. 70, wird das Postulat nachhaltig verantwortungsvoller Investitionen moraltheologisch fundiert.

Konzept der Balanced Scorecard zu überwinden. Auch deren vier Perspektiven ließen aber einen Aspekt außer Acht, der seit der Ökologie-Bewegung in den Achtzigerjahren immer stärker ins Bewusstsein der Öffentlichkeit rückte: den Umweltschutz. Heutzutage soll nicht nur die Umwelt geschützt, der Klimawandel aufgehalten und sollen nicht nur Ressourcen nachhaltig genutzt werden, auch sozialverträglich muss es sein. Überraschend ist das alles nicht: Seit Jahren (wenn nicht Jahrzehnten) wird das Shareholder-Value-Konzept immer wieder scharf kritisiert, ebenso wie die neoliberale Wirtschaftspolitik. Immer wieder wurde angeprangert, dass eine solche verantwortungslose Profitgier die Stakeholder-Interessen vernachlässige. Dabei wurde der Kreis der potenziellen Stakeholder stetig ausgeweitet. Es war eigentlich nur eine Frage der Zeit, bis auch die Umwelt mit ihren vielfältigen Interessen und Interessenträgern hinzuzurechnen sein würde.⁴⁰ Doch zeichnet sich heute wirklich ein so radikales Umdenken ab, ändert sich unser ökonomisches Ziel- und Wertesystem wirklich so grundlegend, dass man mit den Wissenschaftstheoretikern in der Tradition Karl Poppers um die Werturteilsfreiheit der betriebswirtschaftlichen Theorie fürchten muss?

Tatsächlich impliziert die Shareholder-Value-Orientierung *nicht*, dass die Interessen aller (übrigen) Stakeholder zu vernachlässigen sind. Vielmehr hat man es hier mit einem Optimierungsproblem unter Nebenbedingungen zu tun, der Shareholder Value wird also maximiert unter der Nebenbedingung der Stakeholder-Interessen. Der Shareholder Value bildet somit ein bedingtes Maximum (Optimum). Formal gesehen, ist die Forderung, den Shareholder Value nicht unter völliger Missachtung aller sonstigen Stakeholder-Interessen zu maximieren, also nicht neu. Um die Stakeholder-Interessen zu schützen, gibt es zahllose Gesetze und Regeln, die Unternehmer (also die Shareholder) beachten müssen, beispielsweise das Produktsicherheits- und Gewährleistungsrecht, Umweltschutzbestimmungen, Arbeitsschutzbestimmungen, Tarifverträge, Vorschriften zum Recycling von Abfällen, Müllentsorgungsbestimmungen und anderes mehr. Soweit die Theorie. In der Praxis werden offenbar die Stakeholder-Interessen nach wie vor nicht genügend berücksichtigt, sonst würden die Forderungen danach wohl kaum immer lauter werden.

⁴⁰ Vgl. auch ROSSMANN, ROBERT: *Marktwirtschaft auf ökologisch*. Süddeutsche Zeitung Nr. 134 (14.6.2007), S. 23.

5.3 Zur Bestimmung von Gütekriterien für Kapital und Finanzierung

Um zu definieren, was „gutes“ Kapital (CSR capital), „gutes“ Vermögen (CSR assets), „gute“ Investitionen (CSR investments) und eine „gute“ Finanzierung (CSR finance) sind, reicht das intuitive Verständnis des Begriffs „gut“ nicht aus. Vielmehr müssen Gütekriterien bestimmt werden, die eine objektive Bewertung ermöglichen. Diese Gütekriterien unterscheiden sich je nachdem, ob sie auf Aktiva oder Passiva angewendet werden. Auf der Passivseite der Bilanz ist das Kapital verzeichnet, also die Mittelherkunft, auf der Aktivseite dagegen steht das Vermögen, also die Mittelverwendung.

5.3.1 Die Ebene der Mittelherkunft

Es liegt nahe, die Güte der Mittelherkunft, also die Güte des Kapitals, an induzierten Kapitalstruktureffekten festzumachen. Mezzanine-Kapital aufzunehmen, verbessert beispielsweise die Kapitalstruktur, indem der Eigenkapitalanteil steigt. Das führt zu einem besseren Rating und erhöht die Aussichten, Fremdkapital zu erhalten. In diesem Sinne wäre Mezzanine-Kapital also eine „gute“ Finanzierung: Sie eröffnet nicht nur weitere Finanzierungsmöglichkeiten, sondern macht die bestehende Kapitalstruktur belastbarer und dauerhafter („More Sustainable“). Bewertungskriterium ist hier also die Nachhaltigkeit. Umgekehrt wäre ein kurzfristiger Zwischenkredit eine „schlechte“ Finanzierung, weil dieser negative Kapitalstruktureffekte hat. Andererseits beseitigt er einen kurzfristigen Liquiditätsengpass und sichert so das (langfristige) Weiterbestehen des Unternehmens. Wie sich an diesem einfachen Beispiel zeigt, genügt es also nicht, allein die Fristigkeit einer Finanzierungsmaßnahme heranzuziehen, wenn man ihre „Güte“ bewerten will; vielmehr muss auch der Unternehmenskontext berücksichtigt werden (hier: drohende Illiquidität).

Als weiteres Gütekriterium könnte die Tatsache dienen, ob durch eine Kapitalaufnahme zusätzliche Leistungen für das Unternehmen bereitstehen. Beispielsweise hat es nicht nur positive Kapitalstruktureffekte, echtes Beteiligungskapital aufzunehmen – etwa durch Unternehmensbeteiligungen, Venture Capital oder andere kapitalmäßige Beteiligungen von Business Angels. Vielfach ist damit auch ein Know-how-Transfer verbunden, der produktivitäts- und wachstumssteigernd wirkt. Ein Unternehmen wird hierdurch also zukunftsfähiger und kann sich wechselnden Markt- und Rahmenbedingungen besser anpassen. Eine solche Kapitalaufnahme

dient damit ebenfalls der nachhaltigen Existenzsicherung, selbst wenn die Kapitalgeber sich nach einiger Zeit wieder zurückziehen. Diesen Vorteilen steht entgegen, dass durch Beteiligungen die bisherigen Eigentümer womöglich nicht länger „Herr im Hause“ sind. Potenzielle Mitsprache- und Kontrollkonflikte mindern also die Güte einer solchen Finanzierung.

Auch die externe Eigenfinanzierung durch eine Kapitalerhöhung verdient das Prädikat gut: Die Eigenkapitalquote wird erhöht, als wiederum die Kapitalstruktur verbessert. Positiv kommt hinzu, dass sich die Anteilserwerber prinzipiell unbegrenzt lange engagieren. De facto kann eine solche Beteiligung allerdings (jedenfalls, wenn eine Anteile an einer Aktiengesellschaft erworben wurden) ebenso gut auf einem Sekundärmarkt weiterverkauft werden, das heißt, das Engagement kann auch beliebig kurz sein. „Gütemindernd“ wirkt dann, dass der Kapitalgeber sich offensichtlich mit „seinem“ Unternehmen wenig oder nicht identifiziert, was wiederum dadurch kompensiert wird, dass er sich nicht unterwünscht in das operative Geschäft einmischen kann (Aktionäre haben nur beschränkte Eingriffsrechte).

Die Innenfinanzierung beeinflusst die Kapitalstruktur ebenfalls günstig und kann somit als „gutes“ Finanzierungsmittel angesehen werden. Sie speist sich aus nicht ausgeschütteten Gewinnen, Mittelrückflüssen aus Abschreibungen oder aufgelösten Rückstellungen. Der Innenfinanzierung sind allerdings Grenzen gesetzt, da Kapitaleigner nicht beliebig lange auf Ausschüttungen verzichten werden. Ebenso sind Abschreibungen durch den abschreibungsfähigen Kapitalstock begrenzt und können Rückstellungen nur in dem Rückstellungsanlass angemessener Höhe gebildet werden.

Wie sieht es nun mit den Fremdmitteln aus – ist womöglich die Finanzierung durch Fremdmittel per se schon „schlecht“? Hier lautet die Standardantwort der Ökonomen: Sie ist solange nicht „schlecht“, wie die Fremdmittel im Betrieb eine Rendite erwirtschaften, die über der verlangten Fremdmittelverzinsung liegt (Prinzip der effizienten Finanzmittelallokation). Dabei liegt der für Fremdmittel verlangte Zins im Allgemeinen über dem Kapitalmarktzins. Andererseits muss, wer Fremdmittel in Anspruch nimmt, diese fristgerecht und in vereinbarter Höhe bedienen. Das unterscheidet sie von den Eigenmitteln, die irgendwann in noch fest zu legendender Höhe zurückgezahlt werden können. Dafür sind Fremdmittel im Vergleich zu Eigenmitteln billig; Sie gewährleisten dem Fremdmittelgeber sichere Einkommensströme, während der Eigenmittelgeber unsichere Einkommensströme hat. Diese Unsicherheit lässt er sich mit einer Risikoprämie vergüten. Für den Unternehmer oder Mittelbeschaffer stellt sich also die Frage: Lieber billige Fremdmittel beschaffen und sich damit einem rigoro-

sen Rückzahlungsplan unterwerfen oder teure Eigenmittel aufnehmen, deren Rückzahlung in Höhe und Zeitpunkt flexibel gehandhabt werden kann?

Die Bewertung, ob Fremdkapital „gutes“ Kapital ist, erhält außerdem eine neue Dimension durch die jüngsten bankaufsichtsrechtlichen Entwicklungen. Die stark überarbeiteten Risk-Management- und Eigenkapitalunterlegungsvorschriften des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (Basel II) lassen eine Kreditvergabe nur dann zu, wenn die Banken die Bonität der potenziellen Kreditnehmer genau geprüft haben. Diese müssen überzeugend und detailliert darlegen, dass sie heute und künftig in der Lage sind, den Kredit zu bedienen. Vom ermittelten Bonitätsgrad des Kreditnehmers hängt dann ab, wie hoch seine Kreditbeschaffungskosten sind – wenn eine Kreditzusage erfolgt. Diese Differenzierung nach Bonitätsgraden zwingt die Kreditnehmer dazu, dem Kreditgeber Informationen darüber bereitzustellen, wie hoch oder gering die Risiken einer Kreditvergabe an ihn sind. Um glaubwürdig vermitteln zu können, dass ein Unternehmen kreditwürdig ist, wird es sich vor allem um mehr Transparenz dem Kapitalmarkt gegenüber bemühen. Dazu kann es seine innerbetrieblichen Strukturen und Prozesse offenlegen und verbessern, wenn Ineffizienzen seine Bonität belasten. Diese Koppelung der Kreditbeschaffungskosten an die Qualität des Schuldners führt also vor allem dazu, dass diese seinen „Laden gründlich aufräumt“, um es salopp auszudrücken.

Damit hat das lange praktizierte, bequeme Hausbankprinzip ein jähes Ende gefunden. Die Gewissheit, dass bei zusätzlichem Finanzbedarf die Hausbank schon einspringen wird, ohne viele lästige Fragen zu stellen, hat früher durchaus zu betrieblichem Schlendrian geführt. Heute wird so etwas vom Kapitalmarkt nicht länger toleriert, sondern Kredite werden verweigert oder zumindest sehr teuer. Im Rückblick waren die verschärften Bedingungen der Fremdkapitalbeschaffung durch Basel II also ein geradezu heilsamer Schock. Bisher eher lasch geführte Unternehmen wurden nun gezwungen, ihre Produktionsstrukturen und -prozesse zu optimieren, der Druck durch den Kapitalmarkt wirkt hier wie eine externe Corporate Governance. Außerdem müssen sie Unternehmensrisiken durch ein konsequentes Risiko-Management und -Controlling vermeiden oder wenigstens begrenzen – hier wirken die Vorschriften von Basel II auf die interne Corporate Governance. Inzwischen wenden auch kleinere und mittlere Unternehmen Instrumente moderner Unternehmensführung an; sie haben ihr Prozess-, Risiko- und Personal-Management überarbeitet und Maßnahmen zur Verbesserung der Kapitalstruktur ergriffen – alles mit dem Ziel, eine höhere Eigenkapitalquote zu erreichen und damit für kreditwürdig befunden zu werden. Gesamtwirtschaftlich gesehen, steigt dadurch die

Qualität der von Banken (oder anderen Kreditgebern) gewährten Kredite und verbessern sich ihre Bilanzen: Bei guten Krediten müssen Banken vergleichsweise wenig Eigenkapital unterlegen, was ihren Kreditgewährungsspielraum ausweitet. Und die adverse Selektion, die sich einstellt, wenn Banken die Bonität ihrer Kunden nicht um Einzelfall beurteilen können und deshalb eine generelle Ausfallprämie veranschlagen, die von der durchschnittlichen Bonität ausgeht, dürfte dank Basel II ebenfalls unterbleiben. In Summe haben die von Basel II ausgelösten Disziplinierungseffekte also zu einem verantwortungsvolleren Umgang mit Finanzmitteln geführt. An die Stelle von leichtfertig hinggegebenem Fremdkapital ist verantwortungsvoll gewährtes Fremdkapital getreten – sozusagen CSR-Lending oder „gutes“ Fremdkapital.

5.3.2 Die Ebene der Mittelverwendung

Im Gegensatz zum Kapitalnachfrager, der Finanzmittel zu möglichst geringen Kapitalkosten beschaffen will, möchte der Kapitalgeber oder Investor ebendiese Mittel zu möglichst günstigen Bedingungen anlegen. „Günstig“ ist für ihn angemessenes Verhältnis von Rendite und Risiko, denn mit dem simplen Streben nach maximaler Rendite ist es nicht getan; ein Mehr an Rendite ist nur durch ein Mehr an Risiko zu haben. Ob eine Investition „gut“ ist, hängt für ihn (zumindest in der Theorie) von nur zwei Kriterien ab, von der Rendite und dem Risiko. Die moderne Portfoliotheorie hat gezeigt, wie Anleger ausgehend von diesen zwei Parametern eine optimale Anlageentscheidung treffen.⁴¹ Kommen weitere Parameter hinzu, etwa die Liquidität des Anlageobjektes, seine mittel- oder unmittelbare Umweltverträglichkeit, sein direkter oder indirekter Beitrag zu nachhaltigem Wirtschaften, dann wird, formal gesprochen, aus dem zweidimensionalen Entscheidungsfeld ein polygoner Entscheidungswürfel. Aus einem solchen polygonen Entscheidungswürfel eine optimale Anlageentscheidung abzuleiten, ist bislang nicht gelungen. Hierzu müssten nicht nur die Beziehungen zwischen je zwei Entscheidungsparametern bekannt sein, sondern auch, wie genau sie sich wechselseitig beeinflussen. Hierüber ist nur sehr wenig, und schon gar nichts Quantifizierbares, bekannt.

Dennoch soll der Versuch einer Annäherung gewagt werden: Sind einem Anleger die Umweltverträglichkeit und/oder die Nachhaltigkeit der Pro-

⁴¹ Siehe dazu HARRY M. MARKOWITZ (1952, 1959, 1991), JAMES TOBIN (1958) oder auch WILLIAM F. SHARPE (1964), JOHN LINTNERS (1965) und JAN MOSSINS (1966) Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM).

duktion wichtig, wird er sie positiv bewerten. Er wird also bereit sein, vom ausschließlich durch Rendite und Risiko bestimmten Optimum abzuweichen. Das heißt, er nimmt bei unverändertem Risiko eine niedrigere Rendite in Kauf oder geht bei gleichbleibender Rendite ein höheres Risiko ein, wenn er dafür eine höhere Nachhaltigkeit und größere Umweltverträglichkeit gewinnt. Offenbar verhalten sich Anleger durchaus so: Wie MICHAEL SCHRÖDER in einer Studie⁴² zeigt, können sich „Socially Responsible Investments“ (SRI) unter Renditegesichtspunkten durchaus mit anderen Investitionen messen lassen. Ihre risikobereinigten Renditen liegen weder über noch unter den Renditen von vergleichbaren Anlagen in Aktien herkömmlicher Unternehmen, die sich nicht durch ein besonderes Engagement für Umwelt, Soziales und nachhaltiges Wirtschaften auszeichnen. Das ist umso erstaunlicher, da SRI die Anlagemöglichkeit stark einschränken, das heißt, Risiken können weniger als sonst durch Diversifikation aufgefangen werden. Warum also werfen SRI-Investments entgegen jeder Logik nicht geringere risikobereinigte Rendite ab als normale Investment? Der Grund könnte sein, dass die Anleger für SRI höhere Preise zahlen, weil sie damit ihre Anerkennung für sozial verantwortliches Wirtschaften zum Ausdruck bringen möchten. Man sollte sich jedoch darüber im Klaren sein, dass die Sozialverträglichkeitsdividende nicht als besonders hohe monetäre Dividendenausschüttung in Erscheinung tritt, sondern zu überdurchschnittlichen Kurssteigerungen der SRI führt, von denen die Halter derartiger Investments (Aktien) profitieren. Sobald die Kursphantasie erlischt, dürfte die risikobereinigte Rendite einbrechen, sofern sie nicht durch massive Gewinnausschüttungen gestützt wird.

Wie dieses Beispiel zeigt, ist es also schwierig, die Gütekriterien von Investitionen zu erweitern. Da schwer zu messen ist, in welchem Verhältnis Rendite und nicht monetäre Sozialverträglichkeits- oder Nachhaltigkeitsdividenden zueinander stehen, bleibt die Entscheidung für eine solche Investition letztlich beliebig. Je nachdem, wie hoch einzelne Anleger die Sozialverträglichkeits- oder Nachhaltigkeitsdividende ansetzen, entscheiden sie sich subjektiv für oder gegen eine Anlage. Zwar gibt es Versuche,

⁴² Vgl. SCHRÖDER, MICHAEL: *Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI: Equity Indexes*. ZEW Discussion Paper No. 05-50, Mannheim (2005). Dass inzwischen nahezu alle namhaften Investmentbanken Nachhaltigkeitszertifikate anbieten, belegt, dass hier Renditen zu realisieren sind, die denen traditioneller Anlagen teils sogar überlegen sind. Der Markt entwickelt sich so vielversprechend, dass weitere Emittenten sich dort engagieren. Vgl. etwa SIMONS, H. J.: *Kursgewinne mit dem Klimawandel*. Süddeutsche Zeitung Nr. 114 (19./20.5.2007), S. 30.

den durch nachhaltiges Wirtschaften veränderten Marktwert von Unternehmen zu messen oder über Umwelt- und Sozialindikatoren („Environmental and Social Impacts“)⁴³ die Kosten von Sustainability Capital zu bestimmen. Letztlich verlieren dabei jedoch die Modelle zur Portfolio- und Investitionsoptimierung nur an Genauigkeit und Zuverlässigkeit. In deren simpler Ein-Parameter- (Rendite als einziges Gütekriterium) oder Zwei-Parameter-Welt (Verhältnis von Rendite und Risiko als Gütekriterium) lässt sich immerhin klar beantworten, was eine „gute“ Anlage ist.

Welche bewährten Methoden gibt es also bereits, um die Qualität von Investitionen zu messen? Weit verbreitet ist das Discounting-Cash-Flow-Modell (DCF-Modell); nach diesem ist eine Investition dann vorteilhaft, wenn sie einen positiven Kapitalwert hat. Um diesen zu bestimmen, muss man die Anschaffungskosten einer Investition, die zukünftigen Cashflows und die zukünftigen Zinssätze kennen. Sind die anzunehmenden Cashflows und/oder Zinssätze nicht bekannt, so kann man statistisch wahrscheinliche Werte heranziehen. Auf diese Weise kann auf der Grundlage quasi-sicherer, risikobereinigter Daten der Kapitalwert berechnet werden. Das Endergebnis ist nicht beliebig manipulierbar, sondern objektiv nachvollziehbar. Das Konzept der Realoptionen und die darin berücksichtigten Synergieeffekte zwischen Investitionsobjekten eröffnen weitere Aspekte, unter denen eine Investition vorteilhaft sein kann: Eine Investition ist gut, wenn der vom Investor unterstellte Wert des Investitionsobjekts höher ist als dessen Marktpreis. Schlecht ist sie, wenn der Fall umgekehrt liegt, also der Marktpreis höher ist als der vom Investor angenommene Wert. Entscheidend ist nun, wie der Anleger zu seiner Wertvorstellung kommt. Hier gibt es individuelle Unterschiede, die der Realoptionsansatz erstmals berücksichtigt. Der Realoptionsansatz stützt sich auf die Optionspreistheorie von FISCHER BLACK, MYRON SCHOLES und ROBERT MERTON und geht davon aus, dass – salopp ausgedrückt – der Wert, den eine Investition für einen Anleger hat, davon abhängt, was dieser Anleger mit diesem Objekt anzufangen weiß. Der Wert eines Grundstücks, das ein Unternehmer kauft, hängt entscheidend davon ab, welche Verwendungsoptionen das Grundstück für ihn besitzt. Beispielsweise könnte er dort eine Lagerhalle oder ein Verwaltungsgebäude aufstellen, wenn die ursprünglich geplante Fertigungshalle nicht mehr nötig ist. Für einen anderen potenziellen Käufer, der für das Grundstück nur eine dieser Verwendungsmöglichkeit hat, wäre dieses weit weniger wert. Ähnliches gilt für Maschinen, etwa ein neues

⁴³ Vgl. etwa FIGGE, F. und T. HAHN: *The Cost of Sustainability Capital on the Creation of Sustainable Value by Companies*. Journal of Industrial Ecology 9 (2005), S. 47 ff.

Bohrwerk, das nach einer Umrüstung vielfältig weiterverwendet werden kann. Gibt es solche alternativen Verwendungsoptionen, reduziert sich das Risiko von Fehlinvestitionen erheblich. Scheinbar irreversible Realinvestitionen werden reversibel, in dem man sie eben anders nutzt. Das gilt beispielsweise auch für produzierende Unternehmen: Ein Konzern mit mehreren Standbeinen kann Ressourcen konzernintern verlagern, er hat also die reale Option, sich auf ein anderes Geschäftsfeld als bisher zu konzentrieren und seine entsprechenden Ressourcen anzupassen. Ob das in der Realität immer funktioniert, ist eine andere Frage – nicht selten sind die erhofften Diversifizierungsvorteile ausgeblieben oder gar ins Gegenteil umgeschlagen. Offensichtlich wurden die Optionen falsch eingeschätzt und Unternehmen, die glaubten, andere Produktoptionen zu besitzen, mussten sich letztlich auf ihr Kerngeschäft zurückbesinnen. Nur in diesem waren die Optionen offenbar real, also Realoptionen.

In diesen Kontext gehören auch Mergers & Acquisitions (M&A). Ob eine Fusion oder Akquisition eine reale Option ist, sollte sorgfältig geprüft werden. Häufig sind es nämlich nicht etwa die übernommenen, sondern die übernehmenden Unternehmen, die mit Blessuren aus solchen Transaktionen herausgehen. Kursverluste ihrer Aktien signalisieren, dass der Erwerb nicht ins Kerngeschäft passt, also keine nachhaltigen Optionen bietet, das übernommene Unternehmen zu integrieren und Synergieeffekte gewinnbringend zu nutzen. Werden dagegen im Vorfeld die bestehenden Realoptionen und möglichen Synergien genau geprüft, können M&A durchaus gute Investitionen sein, und zwar sowohl mikroökonomisch aus Unternehmenssicht als auch makroökonomisch, also aus volkswirtschaftlicher Sicht. Realoptionen und Synergien sind also entscheidende Kriterien für die Güte einer Investition.

5.3.3 Aktuelle Tendenzen: Das „Heuschrecken“-Phänomen

Das Finanzmarktgeschehen wird im Wesentlichen von institutionellen Anlegern bestimmt. Hierzu zählen neben Banken und Versicherungen auch Investmentfonds und neuerdings die Private-Equity- und Hedge-Fonds. Diese Fonds werden von Kapitalmarktbeobachtern zumeist argwöhnisch beäugt und wurden wenig schmeichelhaft als „Heuschrecken“ titulierte (an eine solche „Heuschrecke“ wurde kürzlich das Chrysler-Segment der DaimlerChrysler AG verkauft). A priori unterstellt man diesen institutionellen Finanzinvestoren keine lauterer Motive und schon gar keine Corporate (Social) Responsibility. Die Rücksichtnahme auf Stakeholders ist ihnen angeblich fremd, schließlich geht es ihnen nicht um lang-

fristige Engagements, sondern um schnellen Profit. Ein solches rücksichtsloses Profitstreben ließe Stakeholderinteressen ebenso wie den Umweltschutz oder die Nachhaltigkeit auf der Strecke.

In der Tat: Wenn die meisten institutionellen Investoren spekulative Interessen verfolgen, dann erscheint die Frage nach „guten“ Investitionen in einem neuen Licht: Was für den institutionellen Investor „gut“ sein mag, muss für die Stakeholder, die Umwelt und die nachhaltige Wirtschaftsentwicklung noch lange nicht gut sein. Auch dies hat mit Portfolio-Diversifizierung und Realoptionen zu tun. Ein zusätzliches Investment mag hervorragend in das momentan vorhandene Beteiligungsportfolio eines PE- oder Hedge-Fonds passen, weil sich auf diese Weise gezielt Diversifikations- und Synergiewirkungen nutzen lassen. Diese positiven Wirkungen kommen aber nur dem Fonds zugute, schlimmer noch: Sie lassen sich nur auf Kosten von Umwelt- und Stakeholder-Interessen realisieren. Hat die vorübergehende Depotbeimischung ihre Dienste getan, trennt sich der Fonds vermeintlich verantwortungslos von der Investition, indem er diese womöglich an einen anderen institutionellen Finanzinvestor weiterverkauft. Auch wenn die Aktivitäten von Institutionellen und hier insbesondere von Private-Equity- und Hedge-Fonds nicht generell und zwangsläufig als schädlich sind, weil sie die Nachhaltigkeits-Trias – Ökonomie, Ökologie, Soziales – nicht respektieren, scheint doch der vorsichtige vorläufige Schluss zulässig, dass diese Investorengruppe wenig zu „guten“ Investments beiträgt.

Allerdings sollten hier weitere Gesichtspunkte berücksichtigt werden. Immerhin nutzen diese Akteure Marktineffizienzen aus und reduzieren diese dadurch möglicherweise oder beseitigen sie sogar ganz. Marktineffizienzen können in vielerlei Hinsicht bestehen. So kommt es immer wieder vor, dass gleiche Produkte zum selben Zeitpunkt an verschiedenen Orten zu unterschiedlichen Preisen angeboten werden. Hierdurch entstehen Arbitragemöglichkeiten. Sie können entweder darauf beruhen, dass der Markt nicht hinreichend transparent ist, weshalb der ungleiche Preis gleicher Produkte zumindest vorübergehend nicht auffällt. Auf dem vollkommenen Markt, der ja auch uneingeschränkt transparent ist, sind Arbitragemöglichkeiten dagegen per definitionem ausgeschlossen („No Arbitrage Condition“). Auch bei erkennbar gleichen Produkten dürften Arbitragemöglichkeiten de facto kaum existieren, das heißt, in dieser Hinsicht sind die realen Märkte wirklich vollkommen. Nun gibt es aber auch Arbitragemöglichkeiten zwischen nicht gleichen Produkten, denn Gleichheit ist hier als Gleichheit wesentlicher Eigenschaften zu verstehen – in unwesentlichen können diese Produkte also voneinander abweichen. So gelten auf den Finanzmärkten zwei Produkte dann als gleich, wenn sie dieselben

Cashflows in der Zukunft versprechen. Wendet man eine einheitliche Bewertungsformel (etwa den erwähnten Discounted-Cash-Flow) an, erhält man für alle Produkte mit denselben zukünftigen Cashflows denselben Preis („Law of One Price“). Erkennen aber nicht alle oder nur einige Marktteilnehmer, dass die Cashflows aller dieser Produkte gleich sind, ist der Markt temporär unvollkommen, das heißt ineffizient. Genau das machen sich Hedge-Fonds zunutze: Entdecken sie eine derartige Fehlbewertung (Arbitragemöglichkeit), können sie große Gewinne mit kleinem Risiko realisieren. Dazu kaufen sie das unterbewertete Produkt, bevor die übrigen Marktteilnehmer die Unterbewertung bemerken. Entdeckt der Markt dann die Fehlbewertung („Mispricing“) und reagiert darauf, kann der Hedge-Fonds das unter Wert gekaufte Objekt zum korrekten Marktwert verkaufen.

Doch wie kommt es eigentlich zu solchen verborgenen Arbitragemöglichkeiten, warum ist es so schwer zu durchschauen, dass zwei Produkte dieselben Cashflows aufweisen? Der Grund ist, dass die seit einiger Zeit den Markt geradezu überflutenden innovativen Finanzprodukte so komplex sind, noch dass nur eine maßgeschneiderte Klientel sie durchschaut. Diese sogenannten strukturierten Produkte oder Zertifikate bestehen aus derivativen Komponenten; deren Nicht-Linearität macht eine korrekte Bewertung und Bepreisung schwierig. Weitere Komponenten erschweren es zusätzlich, die künftigen Cashflows solcher Produkte zu bestimmen. Solch komplizierte Finanzprodukte eröffnen den Wenigen, die sie durchschauen, zahlreiche Arbitragemöglichkeiten. Hedge-Fonds profitieren von solchen Marktineffizienzen. Dass sie diese ausnutzen, bewirkt allerdings paradoxerweise, dass sie verschwinden. Sieht man es von dieser Seite, leisten die Hedge-Fonds also gesamtwirtschaftlich einen wertvollen Beitrag zum Abbau etwaiger Ineffizienzen des Kapitalmarktes. Unabsichtlich fördern sie die Vollkommenheit des Kapitalmarktes,⁴⁴ auch wenn das natürlich ihren Intentionen widerstrebt – wer zerstört schon absichtlich seine Geschäftsgrundlage. Vermutlich werden sie deshalb versuchen, neue Marktineffizienzen zu schaffen, etwa indem sie die Märkte durch gezielte Spekulation in eine bestimmte Richtung zwingen.

Ebenfalls im Interesse der Hedge-Fonds sind zunehmend volatile Märkte: Je höher die Volatilität, desto höher die theoretische Gewinnspanne. Auch die Volatilität, also das Schwanken der Preise um ihren Gleichgewichtswert, ist eine Art Marktineffizienz. Außerhalb des Gleichgewichts ist das betreffende Asset falsch bewertet. Werden durch Pendelbewegungen des

⁴⁴ Vgl. hierzu etwa *IWD-Informationsdienst* Nr. 22 (2007), S. 7.

Preises überhitzte Preise durch unterkühlte Preise abgelöst und umgekehrt, dann kann der Hedge-Fonds, indem er auf die jeweils entgegengesetzte Bewegung setzt, erhebliche Gewinne erzielen. Das führt in diesem Fall jedoch nicht dazu, dass diese Ineffizienz beseitigt wird, im Gegenteil. Volatilitäten verstärken sich, je mehr Marktteilnehmer davon zu profitieren suchen, so wie eine Schaukel von einem leichten Kleinkind weit weniger ausladend in Bewegung gesetzt werden kann als von einem kräftigen Erwachsenen. Stark schwankende Preise, Zinsen, Wechselkurse etc. geben erfahrungsgemäß falsche Marktsignale und führen so zu Fehlallokationen von Ressourcen. Fehlallokationen aber schädigen die Realwirtschaft; das geschah beispielsweise in den Achtzigerjahren durch die starke Aufwertung des US-Dollars. Dadurch brach der Export von landwirtschaftlichen und Stahlprodukten buchstäblich zusammen. Ressourcen in diesen Sektoren wurden abgezogen oder vernichtet und waren nicht mehr verfügbar, als die Bewertung des Dollar sich wieder normalisiert hatte. Wenn Hedge-Fonds also bewusst mit Gewinnerzielungsabsicht die Finanzmärkte destabilisieren und die dort abgerufenen Preissignale verfälschen, dann handeln sie also möglicherweise im Interesse ihrer Anleger, nicht jedoch im übergeordneten volkswirtschaftlichen und gesellschaftlichen Interesse handeln. Letztlich gehen sie also mit dem ihnen anvertrauten Kapital nicht verantwortungsvoll um.

Den Hedge-Fonds wird ebenfalls vorgeworfen, die Markttransparenz zu untergraben. Nur in der Klandestinität könnten sie schließlich ihre Strategien umsetzen, ohne fürchten zu müssen, dass andere Marktteilnehmer sie kopieren. Indem sie Markttransparenz verhindern, verhindern sie in der Tat faire Marktbedingungen (insofern sind Investitionen in Hedge-Fonds wohl kaum als „gute“ Anlage anzusehen). Hedge-Fonds und andere institutionelle Investoren agieren darin allerdings nicht „am Markt vorbei“ und verhindern damit, dass der Kapitalmarkt ordnend, koordinierend und chancenausgleichend wirkt, auch wenn diese These immer wieder zu hören ist. Eine solche Aussage verkennt die eigentlichen Probleme und leugnet ebenso wie die neoklassische Kapitalmarkt- und Finanzierungstheorie, dass die Finanzmärkte weder vollkommen noch effizient sind. Die Praxis hat das schon längst begriffen und zu ihren Gunsten zu nutzen verstanden. Und so wenig Finanzmärkte heute vollkommen sind, so wenig nähern sie sich einem Idealzustand in der Zukunft an; es sieht eher danach aus, dass sie zunehmend instabil werden, ein endgültiger Systemzusammenbruch ist durchaus denkbar. Was Hedge-Fonds und andere Marktteilnehmer also tun, ist aus marktwirtschaftlicher Sicht nicht nur normal, sondern sogar erwünscht: Sie versuchen, die am Markt bestehenden Chancen zu nutzen.

Gezielt agieren sie auf einem unvollkommenen Kapitalmarkt und versuchen, aus dessen Unvollkommenheiten Kapital zu schlagen.

Positiv ist auch der Anspruch der Hedge-Fonds zu bewerten, für ihre Anleger einen Total Return zu erwirtschaften. Sie versprechen also nachhaltig positiven Kapitalertrags unabhängig davon, wie sich die Vermögensmärkte entwickeln. Eine solche Zusage kommt vielen Groß-Investoren, wie etwa Versicherern, sehr entgegen. Lebensversicherer beispielsweise sind zwingend auf nachhaltig positive Erträge ihrer Assets angewiesen, um ihren Versicherungsnehmern solide Garantierenditen anbieten und attraktive Überschussbeteiligungen zusichern zu können. Können die Hedge-Fonds dieses Total-Return-Versprechen also einlösen, eröffnen sie nicht nur der Versicherungswirtschaft, sondern sämtlichen Versicherungsnehmern stabile und attraktive Renditen. Diese Leistung der Hedge-Fonds ist zweifellos als Pluspunkt zu verbuchen.

Die Beurteilung von Hedge-Fonds bleibt also letztlich zwiespältig. Für Private-Equity-Fonds und andere innovative Fondskonstruktionen gilt dasselbe: Den positiven Effekten stehen mindestens ebenso viele negative gegenüber. Wie der Saldo ausfällt, ist kaum zu sagen. Hedge-Fonds und andere aggressive Marktteilnehmer können die Finanzmärkte zwar destabilisieren. Es greift jedoch zu kurz, wenn man ihnen allein die Schuld an den Finanzmarktinstabilitäten gibt. Die Gründe sind vielmehr genauso Defekte des Finanzsystems selbst und eine ihm immanente Instabilität. Passen sich die Marktteilnehmer den Marktunvollkommenheiten in einem dynamischen System an, reagieren also auf ein Ungleichgewicht, so heißt das nicht zwangsläufig, dass sie dadurch das Gleichgewicht des Systems wieder herstellen; genauso kann sich dadurch das Ungleichgewicht noch verschärfen. Das ist dann der Fall, wenn die Marktakteure mangelhaft informiert sind und ihre Anpassungsschritte deshalb falsch dosieren. Genauso kann es jedoch sein, dass sie das System nicht stabilisieren wollen oder können – können sie es nicht, liegt ein Systemfehler vor, der nur eine grundlegende Systemveränderung behoben werden kann.

5.4 Der institutionelle Handlungsrahmen

Diverse Krisen des internationalen Finanzsystems haben einige System-schwächen aufgedeckt. Doch wen kann oder sollte man mit der System-reparatur beauftragen? Eine globale Instanz, die fachlich kompetent und weltumspannend regelungsbefugt wäre, gibt es nicht. Immerhin sind allenthalben Reparaturtrupps im Einsatz, auch wenn sie sich meist auf Empfehlungen beschränken. Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht spielt

hier eine Schlüsselrolle. Er ist bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank of International Settlements, BIZ) angesiedelt, und die Baseler Empfehlungen finden inzwischen nicht nur in Europa, sondern auch in den USA und darüber hinaus Gehör. Auch wenn sich der Ausschuss nur um einen Teil der Systemschwächen des Kapitalmarktes kümmert, nämlich um Mängel in der Kreditvergabepolitik der Geschäftsbanken, wirkt er merklich auf das weltweite Finanzsystem und indirekt auf das realwirtschaftliche Geschehen ein.

Daneben bemühen sich der Internationale Währungsfonds (IWF), die Weltbank, die Vereinten Nationen, die OECD und die International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) darum, die internationale Finanzarchitektur zu reformieren. Zahlreiche EU-Richtlinien, die die Mitgliedsstaaten in nationales Recht umsetzen müssen, und einzelstaatliche Regelungswerke belegen das nationale und internationale Bemühen, dem internationalen Finanzsystem einen Ordnungsrahmen zu geben, der seine Funktionen verbessern und es vor Destabilisierung schützen soll. Stabilisierend wirken in Deutschland beispielsweise das Wertpapierhandelsgesetz, der Corporate-Governance-Kodex, diverse Finanzmarktförderungsgesetze, das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz in Unternehmen (KonTraG), das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) sowie die mit umfassenden Kompetenzen ausgestattete Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), die als Kapitalmarktaufsichtsbehörde für Banken und Versicherungen fungiert. Auch die weltweite Vereinheitlichung von Rechnungslegungsvorschriften (Internationale Financial Reporting Standards IFRS, International Accounting Standards IAS) kommt dem Bedürfnis der Kapitalmarktteilnehmer nach Transparenz entgegen und etabliert zugleich weltweit anerkannte Bewertungsmaßstäbe.

5.5 Zur Rolle der Spekulation

Nicht nur Systemmängel und die Aktivitäten von Hedge-Fonds destabilisieren die Finanzmärkte, auch die Zunahme spekulativer Investitionen trägt dazu bei. Diese strukturelle Veränderung der Anlegerinteressen wirft die Frage auf, ob das Finanzsystem in seiner derzeitigen Struktur überhaupt überleben kann. Möglicherweise gelingt es nicht, eine belastbare Finanzarchitektur zu schaffen, solange spekulative Finanzmarkttransaktionen die Grundfesten des internationalen Finanzsystems erschüttern. Die Finanzmärkte werden inzwischen kaum noch genutzt, um Realinvestitionen zu finanzieren, tatsächlich dominieren spekulative Finanzbewegungen. Wie schon ihr Name sagt, haben diese keinen realwirtschaftlichen Hinter-

grund, sondern setzen auf schnell wechselnde, häufig kumulativ sich verstärkenden Erwartungen, so dass sich das Preisgeschehen auf den Finanzmärkten zunehmend von der Realität abkoppelt. Klafft zwischen Finanzmarktgeschehens und den sogenannten „Fundamentals“ eine besonders große Lücke, spricht man von einer Preisblase. Preisblasen drohen jederzeit zu platzen, enden also in einem Börsencrash. Solche Krisen auf den Finanzmärkten gab es bereits häufig, so die internationale Schuldenkrise 1982, der Crash der Welt-Aktienbörsen 1987, die Russlandkrise 1997, die Asienkrise 1998, der Kollaps der Weltaktienmärkte 2000-2002, der Mini-Crash im Februar/März 2007 in Fernost, weil angeblich Carrytrades zwischen Yen und US-Dollar unausgewogen waren. Und die nächste Krise ist beinahe vorhersagbar: Der schwache Dollar gefährdet die Stabilität der Finanzmärkte erheblich, zumal die USA die Geldmenge weiter erhöht und Schulden aufbaut. Können angesichts dieser Tatsachen verzinsliche Wertpapiere (Bonds) überhaupt noch als mündelsichere Kapitalanlage angesehen werden? Droht nicht die Gefahr, die Aktien- und Immobilienmärkte durch die nahezu schrankenlose Geldmengenausweitung und allzu leicht „auf Pump“ finanzierte Investitionen künstlich aufzublähen? Immerhin wächst die Geldmenge M2 auch in Europa zweistellig; dem steht noch immer ein vergleichsweise bescheidenes reales Wachstum gegenüber. Setzt sich diese Entwicklung fort, wird ein Zusammenbruch unausweichlich. Dass einige Anleger verstärkt in Edelmetalle investieren, ist möglicherweise ein erstes Anzeichen für eine einsetzende Flucht aus dem Papiervermögen. Besonders gut informierte Investorenkreise entsinnen sich möglicherweise der düsteren Prognose Alan Greenspans, der in den Sechzigerjahren den Untergang des Papiergeldsystems vorhersagte.

5.6 Eine Neubesinnung in der Wertediskussion?

Besinnen sich die Anleger auch bei den Vermögensanlagen auf solide Werte, zumal es immer wichtiger wird, eigenverantwortlich für das Alter vorzusorgen? Die durch Finanzderivate ungeheuer aufgeblähten Finanzvolumina werden vielen unheimlich; weder ihre Höhe noch wie sehr sie destabilisierend wirken, kann recht kalkuliert werden, zumal keine realen Werte dahinter liegen. Schaffen die Finanzmärkte also Wertillusionen? Die Frage nach dem Wert einer Sache ist so alt wie die menschliche Kultur. Zumindest ist der „Wert“ keine Erfindung der Ökonomen. Sie haben zwar Verwirrendes und Klärendes zur Wertediskussion beigetragen, sind sich

aber bislang nicht einmal darüber einig, was im ökonomischen Sinn eigentlich ein Wert ist.

Für produzierte Güter und Dienstleistungen setzen Ökonomen meist die Produktionskosten als reale Basis zur Wertbildung an. Diese sind also ein erster Anhaltspunkt für die Höhe des produzierten Wertes, zu der sich eine angemessene Vergütung für die Unternehmensleistung – der Unternehmerlohn – hinzuaddiert. In diese Berechnung wird allerdings nur die Angebotsseite einbezogen. Ob die Produktionskosten jedoch durch den Marktpreis gedeckt werden können, hängt von der Nachfrageseite ab. Wie uns die Preistheorie lehrt, kommt es dann im Wechselspiel zwischen Angebots- und Nachfragepreis in funktionierenden Märkten zu einem markträumenden Gleichgewichtspreis. Dieser ist Ausdruck der Kräfteverhältnisse und sonstigen Bedingungen am Markt. Somit spricht eigentlich nichts dagegen, als Wert eines Gutes den Markt(gleichgewichts)preis anzusetzen. Dazu man allerdings von Störungen und Verzerrungen des Preisbildungsprozesses absehen, beispielsweise unfaire Wettbewerbsbedingungen durch einseitige Marktmacht.

Wie wird nun aber der Wert in Vermögensmärkten und hier speziell auf den Finanzmärkten ermittelt? Ökonomen der neoklassischen Schule weichen der Frage aus, ob ein Vermögenspreis angemessen ist, indem sie auf die Effizienz der Märkte verweisen. Effizient sind (Finanz-)Märkte nach der bekannten Definition EUGENE FAMA (1970) dann, wenn sie veränderte Informationen unverzüglich korrekt in entsprechende Preisänderungen transformieren. Somit spiegelt der Preis stets den vorhandenen Informationsstand wider. Da Informationen von allen vernünftigen Marktteilnehmern gleich bewertet werden, kennt jeder den richtigen Preis. Außerdem wird jeder vom Markt fair behandelt, unabhängig davon, ob er in großen oder in kleinen Mengen kaufen oder verkaufen will. Damit ist die Frage nach dem Wert im Grunde beantwortet: Der Wert eines Vermögensobjekts entspricht seinem aktuellen Marktpreis. Wäre es wirklich so einfach, dürfte es keine abrupten und drastischen Preisänderungen geben. Sowohl in Finanzmärkten als auch in realen Märkten (beispielsweise für Edelmetalle und andere Commodities) sind Werte jedoch offenbar ephemere und extrem volatil. Das widerspricht der allgemeinen menschlichen Vorstellung, dass „Werte“ etwas Dauerhaftes seien. „Echte“ Werte können sich nach diesem Verständnis nicht grundlegend quasi über Nacht oder gar in wenigen Sekunden ändern. Dieser Widerspruch lässt sich auflösen, wenn man die von den Märkten hervorgebrachten Preise als Momentaufnahmen eines längerfristigen Preisbildungs-Kontinuums interpretiert, das neben einer fundamentalen auch eine illusionäre Komponente besitzt. Aktuelle Preise können dann durchaus falsch sein in dem Sinne, dass sie von der funda-

mental (soliden) Bewertung abweichen. Diese Abweichungen spiegeln mehr oder wenig starke Wertillusionen (Übertreibungen) wider. Halten sich positive und negative Übertreibungen die Waage, ist der korrekte Wert demnach der längerfristige Preisdurchschnitt eines Objekts.

Dass die realen (Finanz-)Märkte ihre Bewertungsfunktion allerdings eher schlecht erfüllen, die Bewertung an den Märkten also nicht im Einklang mit dem neoklassischen Kapitalmarkt-Paradigma steht, ist bereits frühzeitig erkannt worden. ROBERT SHILLER hat zugleich mit S. F. LEROY und R. PORTER 1981 in seinem „Variance-Bounds-Ansatz“ gezeigt, dass die Preise weitaus stärker schwanken, als sie aufgrund veränderter fundamentaler Bewertungsfaktoren schwanken dürften („Excess-Volatility-Hypothese“). Die Hypothese effizienter Märkte, die gewissermaßen der harte Kern der neoklassischen Kapitalmarkttheorie ist, erhielt damit ersten argumentativen Gegenwind, der sich in der Folgezeit zu einem Sturm von Ineffizienzthesen steigerte. Beispiele sind der „Fads-and-Fashions-Approach“ wiederum von ROBERT SHILLER von 1984, der katastrophentheoretische Ansatz von RENÉ THOM (1972), der chaostheoretische Ansatz von BENOÎT MANDELBROT in den Jahren 1997 und 2005 oder JAMES TOBINS massive Kritik von 1984 an dem zu stark simplifizierten Effizienzbegriff EUGENE FAMAS aus den Siebzigerjahren.⁴⁵ Es existieren also zahlreiche Alternativen zum neoklassischen Kapitalmarktparadigma, die inzwischen oft empirisch belegt und damit wissenschaftlich gefestigt sind. Unbestritten wird an dieser Stelle ein Paradigmenwechsel angestoßen, der in Hinblick auf den Aspekt des CSR-Kapitals auch gelungen zu sein scheint. Eine grundlegende Veränderung bzw. ein Ersatz der traditionellen Kapitalmarkttheorie ist bisher jedoch nicht erfolgt und die Vertreter des neoklassischen Paradigmas ignorieren weiterhin alle Attacken gegen die

⁴⁵ Diese Liste ließe sich beliebig fortsetzen: Auch R. P. FLOOD und R. J. HODRICK kritisieren 1986 und 1990 mit ihrem „Price-Bubble-Ansatz“ die Effizienzhypothese, ebenso B. T. DIBA und H. J. GROSSMANN (1988), LARS TVEDE (1990), A. SHLEIFER und L. H. SUMMERS in ihrem „Noise-Trading“-Ansatzes von 1990. Der Behavioral-Finance-Ansatz ist ebenso ein grundlegender Angriff; dieser wird auf der Grundlage der „Prospect Theory“ 1979 von D. KAHNEMANN und A. TVERSKY und wiederum im Jahr 2000 von ANDREI SHLEIFER formuliert; Gleiches gilt für den „Irrational-Exuberance“-Ansatz von ROBERT J. SHILLER (2000), den „Feedback-Trading“-Ansatz von JOHN Y. CAMPBELL und JOHN H. COCHRANE (1999), D. M. CUTLER, J. M. POTERBA und L. H. SUMMERS (1990) sowie J. B. DE LONG, A. SHLEIFER, L. H. SUMMERS und R. J. WALDMANN (1990) sowie für die aus (markt)technischen, meist anwendungsorientierten Ansätze in der Kapitalmarktforschung, so beispielsweise R. STÖTTNER (1989).

Markteffizienzthese. So auch EUGENE FAMA,⁴⁶ wenn er die Kritik an den Fehlleistungen von Portfolio- und Fondsmanagern zum Anlass nimmt, die Gültigkeit der Efficient-Market-Hypothese ohne jegliche Abstriche zu bekräftigen. Damit desavouieren FAMA und seine Anhänger nicht nur die Wissenschaftsgemeinschaft, die immer stärker dafür plädiert, sich von dem Irrglauben an effiziente Finanzmärkte zu verabschieden, sondern ignorieren auch die Realität der Kapitalmärkte. In diesen tun zahlreiche hochqualifizierte Finanzmarktexperten nichts anderes, als aus der faktischen Ineffizienz der Finanzmärkte Kapital zu schlagen. Sie verwenden ihr überlegenes Wissen und ihre bessere Informationsauswertung dazu, „den Markt zu schlagen“, was die neoklassische Kapitalmarkttheorie für unmöglich erklärt hat. „To Beat the Market“ ist nicht nur der Anspruch von Hedge-Fonds, sondern im Grunde auch jedes Fonds-Managers, Investment-Beraters, usw. Auch wenn dieser Anspruch oft genug nicht erfüllt wird, ist das kein Beleg dafür, dass es notwendig ausgeschlossen ist, den Markt schlagen zu können. Oft genug lassen sich schließlich systematisch Überrenditen erzielen. Dieses Argument lassen Vertreter der neoklassischen Kapitalmarkttheorie jedoch nicht gelten; sie verweisen darauf, dass Ergebnisse der Vergangenheit nicht zwingend auf die Zukunft übertragbar seien. Dieses Prinzip, dass Aussagen nur vorläufig gültig sind, bis sie empirisch bewiesen oder widerlegt werden könne, gilt allerdings auch für die Hypothese der effizienten Märkte.

Die Finanzmärkte haben also in der Tat ein gravierendes Bewertungsproblem. Die Frage nach dem tatsächlichen oder bleibenden Wert eines Finanzprodukts, eines Vermögensobjekts oder eines Assets ist keineswegs trivial und kann nicht mit dem schlichten Hinweis auf den aktuellen Kurs oder Marktpreis beantwortet werden. Es gibt Grund genug zu der Vermutung, dass Finanzmärkte falsche Preise hervorbringen und damit die Grundlage für Fehlinvestitionen bilden. Fehlinvestitionen implizieren Kapitalvernichtung, wie es geschehen ist, als der Neue Markt zusammenbrach. Legt man solide Bewertungsmaßstäbe zugrunde, waren die meisten dort notierten Aktien geradezu abenteuerlich überbewertet, was die Käufer zunächst nicht wahrnahmen. Warnende Stimmen gingen in sagenhaften Gewinnprognosen unter, die die Wertillusion am Markt schürten und Anleger in einen wahren Kaufrausch versetzten.

⁴⁶ Vgl. HANDELSBLATT vom 25.1.2007: „*Vermögensverwalter in der Kritik*“.

5.7 Zur Bewertungsfunktion von Finanzmärkten

Will man diese Gefahr der Kapitalvernichtung verringern, muss man nicht nur die Funktionsfähigkeit, sondern auch die Wahrhaftigkeit der Finanzmärkte verbessern. Eine der wichtigsten Funktionen, wenn nicht sogar die wichtigste überhaupt, ist die Bewertungsfunktion der Finanzmärkte. Diese ist gefährdet, sobald Meinungs- und Informationsgeber der Finanzmärkte (Banken, Rating-Agenturen, Finanz-Journalisten und andere) Preisexzesse verharmlosen und für normal erklären. Fehlbewertungen und deren verlustreiche Bereinigung beseitigt nicht nur die Wertillusion, sie zerstört auch das Vertrauen in die Finanzmärkte. Fehlbewertungen können nicht nur den einzelnen Investor ruinieren, sie lösen auch Fehlallokationen von Ressourcen und Risiken aus, was große volkswirtschaftliche Schäden haben kann. Darüber birgt die Fehlfunktion der Finanzmärkte die Gefahr der Selbstzerstörung: Wachsen sich Funktionsmängel des Systems zu ernsthaften Finanzkrisen aus, zerstören Sie das Vertrauen der Marktteilnehmer, gefährden den Fortbestand des Finanzsystems und haben möglicherweise unabsehbare realwirtschaftliche Folgeeffekte.

Um das Vertrauen der Marktteilnehmer und vor allem der Anleger wiederzugewinnen, sind Verhaltensregeln für die Finanzmärkte sowie eine intensivierte Finanzmarktaufsicht zweifellos angezeigt. Wunder sollte man von derartigen Reparaturmaßnahmen freilich nicht erwarten, denn die Gründe für Systemkrise der Finanzmärkte liegen tiefer; geboten wäre eigentlich eine radikale Umorientierung aller Finanzmarktteilnehmer. Seit einigen Jahrzehnten denken und agieren diese zunehmend kurzfristig. Damit werden die Finanzmärkte zu einem reinen Spekulationsvehikel verkommen, wo nur eines zählt: Möglichst schnell und möglichst mit dem Kapital anderer hohe Spekulationsgewinne zu erzielen. Spekulanten interessieren sich nicht für reale Werte. Für ihn spielt es keine Rolle, was ein Spekulationsobjekt momentan wert ist. Für ihn ist allein relevant, ob das Spekulationsobjekt in möglichst kurzer Zeit mehr kostet und mit Gewinn verkauft werden kann. Marktteilnehmer, die die Finanzmärkte in ihrer ursprünglichen Funktion dafür nutzen, dort realwirtschaftliche Geschäfte finanziell abzuwickeln, haben dabei das Nachsehen. Er begegnet von der Realität völlig abgekoppelten Preisen, die es ihm unmöglich machen, ein reales Hintergrundgeschäft (beispielsweise den Export oder Import von Waren) erfolgreich abzuwickeln.

Die Wohlfahrt einer Gesellschaft hängt jedoch nicht vom Volumen aufgehäufter finanzieller Ansprüche ab, sondern allein von den dahinter stehenden realen Werten. Deshalb sollte eine schnelle Rückbesinnung auf die ursprüngliche Funktion der Finanzmärkte erfolgen, nämlich den Güter-

und Dienstleistungsmärkten zu dienen. Dann tritt das kurzfristige spekulative zurück hinter ein langfristig orientiertes Denken, das die Entwicklungsperspektiven einer Gesellschaft im Blick hat. In diesem Moment bringen Finanzmärkte dann anstelle kurzfristig verzerrter Preise wieder langfristig gültige Werte hervor.

5.8 Realwirtschaft versus Spekulation: Eine Antwort auf die Gütefragen?

Realistischerweise stehen die Chancen für eine solche grundlegende Umorientierung allerdings eher schlecht. Die mit spekulativen Geschäften erzielbaren kurzfristigen Renditen sind offenbar so attraktiv, dass die Meisten darauf nicht verzichten wollen. Spekulanten sind längst nicht mehr überwiegend Privatanleger. Auch Banken, Finanzinstitute, Investmentfonds, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds, Pensionsfonds beteiligen sich ebenso an der Spekulation. Obwohl die Preise jegliche Bodenhaftung verloren haben („Speculative Price Bubbles“), spekulieren sie mit, schließlich können die zu illusionären Preisen erworbenen Objekte mit satter Gewinnspanne weiterverkauft werden. Nicht umsonst spricht man in diesem Zusammenhang von der „Greater-Fool Theory“ – ein Dummkopf sucht den noch größeren Dummkopf. Doch es gibt auch Versuche, die Finanzmarktspekulation zu begrenzen, beispielsweise eine Steuer für spekulative Transaktionen einzuführen. Diese ursprünglich auf Devisentransaktionen bezogene Idee stammt von James TOBIN, weshalb derartige Transaktionssteuern als „Tobin-Steuer“ bezeichnet werden. Bislang allerdings sind alle Versuche gescheitert, die Tobin-Steuer weltweit einzuführen, und nur dann ist sie wirklich sinnvoll.

Unbestritten verzerren spekulative Investitionen den Preis- und Wertbildungsprozess. MILTON FRIEDMAN hat dennoch 1960 die gegenteilige Auffassung geäußert (und bis zu seinem Tode nicht wirklich revidiert) und damit verkannt, das das Anlegerverhalten kumulative Feedback-Prozesse auslöst: Spekulation stabilisiere die Preisbildung, weil kluge Anleger immer, wenn der Preis unter (über) den wahren Wert falle (steige), die günstige Gelegenheit zu (Ver-)Käufen nutzen und dadurch dem Preisverfall (Preisauftrieb) Einhalt gebieten würden. Zudem könne ein Spekulant am Markt nur überleben, wenn er sich dieser stabilisierenden Art der Spekulation befleißige. Selbst dem Altmeister des Monetarismus und Nobelpreisträger hat hier offenbar die neoklassische Annahme, die Marktteilnehmer verhielten sich stets rational und Märkte befänden sich immer im Gleichgewicht, den Blick für die Realität verstellt. Gleichwohl muss man

einräumen, dass die Spekulation auch positive Wirkungen hat: Sie sorgt für eine effiziente Risikoallokation. Wer Finanzmarktrisiken nicht tragen kann oder will, kann sie gegen eine angemessene Risikoprämie auf andere übertragen. Da Versicherungsgesellschaften spekulative Preisrisiken nicht abdecken, bleibt nur noch der Finanzmarkt selbst, um einen angemessenen Risikoschutz zu beschaffen. Einen solchen Risikoschutz bieten nun ausrechnet die viel geschmähten Spekulanten an. Mit den zahlreichen derivativen Instrumenten wie Optionen, Forwards, Futures und Swaps können Wechselkurs-, Zinsänderungs- sowie nahezu alle Preisänderungsrisiken auf den Vermögensmärkten geradezu maßgeschneidert abgesichert werden. Die realwirtschaftlichen Akteure befreien sich so von diesen durchaus existenzbedrohenden Risiken und können nun unbeschwert ihrer realwirtschaftlichen Produktionsaufgabe nachgehen. Will man zu einem gerechten Urteil über die Spekulation kommen, muss man ihr also zugestehen, dass sie für die Realwirtschaft sowohl günstig als auch ungünstig wirken kann.

5.9 Zur Rolle des Ratings und der Zertifizierung

Will man klären, was „gutes“ oder „schlechtes“ Kapital geht, müssen auch die Rating- und Zertifizierungsagenturen behandelt werden. Ihre ureigentliche Aufgabe ist, die Qualität von Kapital zu prüfen. Dabei berücksichtigen sie sowohl die Mittelherkunft (Kapitalgeberseite, beispielsweise Banken) als auch die Mittelverwendung (Kapitalnehmerseite, beispielsweise Unternehmen). Je mehr von Unternehmen erwartet und damit von Kapitalgebern auch honoriert wird, dass sie nachhaltig wirtschaften, desto niedriger werden die Kapital(beschaffungs)kosten. Niedrige Kapitalkosten wiederum führen in gängigen Bewertungsverfahren (beispielsweise DCF-Verfahren) zu einem höheren Unternehmenswert oder Aktienkurs. Rating-Agenturen könne überprüfen, ob ein Unternehmen einen derartigen „Nachhaltigkeitsabschlag“ bei den Finanzierungskosten verdient. Ernsthafte Bemühungen des Unternehmens um Nachhaltigkeit werden zudem seine Kreditwürdigkeit erhöhen.

Die traditionellen Rating-Agenturen (Standard & Poor's, Moody's, Fitch, Creditreform) arbeiten bisher sinnvollerweise mit anderen Agenturen (GUT Cert und andere) zusammen, die sich auf die Überprüfung von Managementsystemen und Nachhaltigkeitsaktivitäten spezialisiert haben. Vermutlich wird es noch dauern, bis das gesamte Spektrum der Nachhaltigkeit (Ökonomie, Ökologie, Soziales) von einer Agentur abgedeckt werden kann und bis die überwiegend mit ökonomischen Beurteilungskriterien arbeitenden Rating-Agenturen in der Lage sind, mit Ökobilanzen

(Life Cycle Assessment, LCA) ebenso versiert umzugehen wie mit Handels- und Steuerbilanzen oder Jahresabschlüssen nach IFRS. Immerhin gibt es zur Beurteilung von Ökobilanzen ein umfassendes Normenwerk: Die ISO-Norm 14001 setzt weltweit anerkannte Standards für den Aufbau von Umweltmanagementsystemen, die Normenreihe ISO 14040 bis ISO 14043 legt die Mindestanforderungen zur Erstellung einer Ökobilanz fest. Seit 2006 sind die Einzelnormen ISO 14040 bis 14043 in der ISO-Norm 14044 zusammengefasst. Darüber hinaus haben sich verschiedene Verfahren herausgebildet, um die Umweltverträglichkeit von Produkten zu bewerten. Beispielsweise werden nach der Methode der ökologischen Knappheit „Umweltbelastungspunkte“ ermittelt. Ähnliches gilt für den kumulierten Energieaufwand. Alternativ kann man auf Wirkungsindikatoren (CML-Methode) zurückgreifen. Daneben wird ein „Sustainable Process Index“ (SPI) ermittelt oder der „Eco-Indikator 99“, der die Umweltaspekte eines Produktes zu einer einzigen Zahl aggregiert. Mit dem vom Wuppertaler Institut für Klima, Umwelt und Energie entwickelten MIPS-Konzept (MIPS = Materialinput pro Serviceeinheit) wird der Naturverbrauch eines Produktes oder Dienstleistung gemessen, und zwar „von der Wiege bis zur Bahre“. Das berücksichtigt, dass Inputs in der Produktion irgendwann zur Outputs (im Allgemein zu Abfall) führen. Außerdem gibt es noch die EMAS- (= Eco-Audit and Management Scheme) beziehungsweise Öko-Audit-Verordnung der EU. Sie regelt die bisher noch freiwillige Beteiligung gewerblicher Unternehmen an einem von der EU konzipierten Umweltmanagementsystem

5.10 Ein Fazit

Die Antwort auf die Frage, ob es „gutes“ Kapital oder „gute“ Finanzierung gibt, ist also eher ernüchternd: Es kommt darauf an. Was aus der Perspektive eines Anlegers gut ist, weil es eine hohe Rendite abwirft, kann sich als ein Engagement in Papiere entpuppen, die ein Unternehmen emittiert hat, das umweltschädlich produziert oder umweltfeindliche Produkte auf den Markt bringt. Umgekehrt kann eine nachhaltigkeits- oder umweltorientierte Investition vielleicht nicht die Renditeerwartungen des Anlegers einlösen. Allerdings zeichnet sich ab, dass der Trade-off „mehr Nachhaltigkeit für weniger Rendite“ zunehmend weniger gilt. Wie an bereits bemerkt, ist die Rendite der Nachhaltigkeitswerte nicht unbedingt niedriger

als die der traditionellen Anlageprodukte. Dass auch in Deutschland⁴⁷ Nachhaltigkeitsfonds stark wachsen, belegt, dass es möglich ist, sich umweltbewusst zu verhalten, ohne dabei seine Renditeerwartungen senken zu müssen.

Trifft also der Satz „Markt belohnt Moral“⁴⁸ zu? Oder liegt beruht der Nachhaltigkeitstrend eher auf einem „Moral Hazard“, weil einige Akteure (Hedge-Fonds und andere) plötzlich entdecken, dass mit Umwelt und Nachhaltigkeit eine Menge Geld zu verdienen ist? Hier hilft es, sich auf ökonomische Theorien zu besinnen, die weniger die Motive der Akteure untersuchen, als vielmehr das Ergebnis ihres Handelns. Unternehmer bringen Waren nicht auf den Markt, um die Menschheit zu beglücken, sondern um ihren Profit zu maximieren. Diese Feststellung⁴⁹ gesteht auch unliebsamen Marktakteuren eine Daseinsberechtigung zu: Solange Spekulanten, Hedge-Fonds und andere suspekten Akteure ihr „Unwesen“ und damit zugleich aber einen Beitrag dazu leisten, den Wert von Umwelt- oder Nachhaltigkeitsanlagen zu definieren oder zu steigern, kann das – salopp gesprochen – der Umwelt nur recht sein. Es hilft schließlich wenig weiter, das CSR-Denken zu verabsolutieren, also den moralischen Zeigefinger zu erheben⁵⁰ und ökonomische Kriterien zu diskreditieren. Hier beginnt die oft emotional geführte Diskussion um das Verhältnis von Ökonomie oder Profitstreben und Moral. Wie problematisch dieses Verhältnis ist, war schon dem klassischen Theoretiker der Ökonomie A. Smith bewusst und bis heute wird zu diesem Thema viel publiziert.⁵¹

⁴⁷ Vgl. ENSTE, D.H.: *Marktwirtschaft und Moral. Eine ordnungstheoretische Reflexion*. Deutscher Instituts-Verlag, Köln (2006), S. 28.

⁴⁸ Vgl. ebenda, S. 26.

⁴⁹ „Produktion ist nur eine Nebenerscheinung beim Erzielen von Profiten“, so beschreibt J. A. SCHUMPETER erstmals prägnant diesen Sachverhalt in seinem Werk *Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie*, Francke, 3. Auflage, München, S. 448. Schumpeter selbst überträgt dies auf die Politik. So habe das Streben von Politikern nach Macht und Amt letztlich eine soziale Funktion. A. Downs nimmt diese Idee in seiner Theorie der Stimmenmaximierung der Politiker auf (DOWNS, A.: *An Economic Theory of Democracy*. Harper & Row, New York (1957)).

⁵⁰ Vgl. hierzu ENSTE, D. H., a.a.O., S. 26.

⁵¹ *ibid.*; siehe außerdem etwa BARRO, R. J. und MCCLEARY, R. M.: *Religion and Economic Growth*. NBER-Working Paper No. 9682, Cambridge (Mass.) (2003); BAURMANN, M.: *Der Markt der Tugend: Recht und Moral in der liberalen Gesellschaft*. Mohr-Siebeck, Tübingen (1996); BECKERT, J.: *The Moral*

Ungeachtet der theoretischen Diskussion etablieren sich sozial verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln und nachhaltigkeitsorientierte Finanzierungsinstrumente mehr und mehr als Desiderata erfolgsorientierten Denkens. Die Betriebswirtschaftslehre erweitert ihren Themenkanon zur Corporate Social Responsibility,⁵² Personalberater empfehlen BWL-Absolventen, sich hierin zu spezialisieren, um im Bewerbermarkt erfolgreicher zu sein.⁵³ Appelle und Initiativen der EU zielen in dieselbe Richtung und zeigen, für wie wichtig CSR-Engagements der Unternehmen inzwischen gehalten werden.⁵⁴ Damit relativiert sich auch die vorhin getroffene Aussage, es käme auf die Perspektive an, ob Kapital oder eine Finanzierung „gut“ seien. Ist nämlich anerkannt, dass CSR-Orientierung von Unternehmen und Unternehmern „gut“ ist, dann sind auch CSR-Finanzierung und CSR-Kapital mit dem Prädikat „gut“ zu verstehen.

Embeddedness of Markets. Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Discussion Paper 05/6, Köln 2005; HOMANN, K. und LÜTGE, C.: *Vorteile und Anreize zur Grundlegung einer Ethik der Zukunft.* Mohr-Siebeck, Tübingen (2002); PRIDDAT, B.P.: *Moral als Indikator und Kontext von Ökonomie.* Metropolis, Marburg (2007); WEBLEY, S. und MORE, E.: *Does Business Ethics Pay?* Institute of Business Ethics, London (2003).

⁵² Vgl. etwa BERGINS, S.: *Grüne BWL: Die Betriebswirtschaftslehre hat ein neues Forschungsthema entdeckt: Die Nachhaltigkeit*, in: Handelsblatt Nr. 199 (16.10.2006), S. 11.

⁵³ Vgl. Staufenbiel Karrieremagazin „Geld & Gewissen“, Ausgabe SoSe 2007, S. 8f.

⁵⁴ Vgl. BARROSO, J. M.: *Mehr Verantwortung übernehmen!*, in: think:act 9 (2007), S. 41f.

6 Wechsel der Investoren

Sascha Haghani, Patrick Heinemann

Continental übernimmt VDO, Permira übernimmt Valentino, die Royal Bank of Scotland und die Barclays Bank bieten für ABN Amro. In den letzten Jahren verging kaum ein Tag ohne eine Nachricht über eine größere Fusion, eine gewichtige Übernahme oder Unternehmensbeteiligung. Weltweit summierten sich die M&A-Transaktionen in der ersten Jahreshälfte 2007 auf mehr als 2.500 Milliarden US-Dollar. Setzt sich dieses Wachstum trotz der derzeitigen Finanzierungsklemme nur annähernd fort, ist der Rekord von 3.600 Milliarden US-Dollar von 2006 bald übertroffen. Der Anstieg von Unternehmenskäufen und -beteiligungen bedeutet, dass Unternehmen und Management sich immer häufiger wechselnden und mächtigen Investoren oder Investorengruppen gegenübersehen, die ihre Forderungen selbst dann durchsetzen können, wenn sie ursprünglich nur eine Minderheitsbeteiligung erworben haben. Hybride Finanzierungsvehikel erlauben es ihnen, in alle Asset- und Risikoklassen von Unternehmen zu investieren; über Debt-to-Equity-Swaps können sie dann ungesichertes Fremdkapital in Eigenkapital umwandeln und damit zum Mehrheitseigner werden. Welche Faktoren diese dynamische Entwicklung in Gang gesetzt und welche Auswirkungen sie auf Unternehmen und Management haben, darum soll es in diesem Kapitel gehen.

6.1 Die aktuelle Investitionslandschaft

Dass der Markt für Unternehmensfusionen, -akquisitionen und -beteiligungen in den letzten Jahren so rasant gewachsen ist, dass Investoren und ihre Anlagestrategien immer häufiger wechseln und sie sich in den Unternehmen förmlich die Klinke in die Hand geben, hat vielfältige Gründe. In der Vergangenheit wurden meist profitable Unternehmen aufgekauft. Seit einigen Jahren jedoch peilen internationale Investorengruppen immer häufiger Unternehmen an, die einen ungünstigen Mix von Geschäftsaktivitäten, suboptimale Kapitalstrukturen, fragwürdige Übernahmestrategien oder ein schwaches Management aufweisen. Auch wenn die Anlagestrategien der Investorengruppen differieren, so versprechen sie sich unterm Strich nach oder durch die Übernahme eines angeschlagenen Unternehmens ein große-

res Wertsteigerungspotenzial. Dabei verwalten institutionelle Investorengruppen teilweise enorme Kapitalvermögen und bezahlen selbst Übernahmesummen im zweistelligen Milliardenbereich quasi „aus der Portokasse“. Dies gilt vor allem für sogenannte „Leveraged Buyouts“ (LBO); diese werden überwiegend aus Fremdkapital finanziert und ermöglichen Übernahmesummen, die das Eigenkapital um ein Vielfaches übersteigen. Die Private-Equity-Gesellschaft CVC Capital Partners beispielsweise bot dem spanischen Tabakproduzenten Altadis über 17,3 Milliarden US-Dollar – und das nur drei Wochen, nachdem CVC zusammen mit Kohlberg Kravis Roberts (KKR) die britische Supermarktkette Sainsbury für rund 20 Milliarden US-Dollar hatte übernehmen wollen (diese Übernahme ist inzwischen gescheitert). Die Refinanzierung solch großer Deals wird zunehmend schwieriger, da die kreditgebenden Banken die Finanzierung nicht oder nur zu höheren Sätzen weitergeben können, und sie diese Risiken nicht in die eigene Bilanz aufnehmen wollen. Vor allem für LBO-Modelle wird dadurch künftig deutlich mehr Eigenkapital benötigt. Zwar wird das die Aktivitäten von Investorengesellschaften etwas bremsen, keinesfalls jedoch beenden. Denn die von ihnen verwalteten Kapitalvermögen sind weiterhin enorm. Es stellt sich die Frage, welche (gesamtwirtschaftlichen) Entwicklungen diesen Kapitalaufbau begünstigt und die verschiedenen Investorengruppen so mächtig gemacht haben?

Zum einen hat sich die Konjunktur in den letzten Jahren weltweit deutlich erholt. Hinzu kamen die niedrige Bewertung von Unternehmen an den Aktienmärkten und das niedrige Zinsniveau, das Banken risikofreudiger bei der Fremdkapitalvergabe hat werden lassen. Trotz Basel II und den damit verbundenen strengeren Anforderungen an die Eigenkapitalhinterlegung bei der Kreditvergabe verzichteten Banken für die Finanzierung von M&A-Transaktionen und Unternehmensbeteiligungen teilweise auf Financial Covenants in Kreditverträgen oder forderten nur geringe Risikoprämien. Diese Geschäftspolitik wurde begünstigt durch einen zunehmend liquiden Markt für die Verbriefung von Kreditportfolios über Asset Backed Securities. Dieses Vehikel ermöglicht es Banken, Kreditportfolios am Kapitalmarkt zu platzieren. Institutionelle Investoren wie Private-Equity-Gesellschaften oder Hedge-Fonds konnten dadurch Unternehmensbeteiligungen und -übernahmen überwiegend mit günstigem Fremdkapital finanzieren. Der enorme Kapitalzufluss internationaler Anlegergruppen verhalf ihnen darüber hinaus zu einem bisher ungekannten Wachstum und machte sie zu immer wichtigeren Marktakteuren. Einer aktuellen Studie von Private Equity International zufolge trieben die 50 weltweit größten Private-Equity-Gesellschaften von 2002 bis 2007 Eigenkapital in Höhe von 550 Milliarden US-Dollar ein. Rechnet man das ihnen zur Verfügung gestellte

Fremdkapital mit ein, erreichten sie eine Gesamtkaufkraft von 2,76 Billionen US-Dollar. Das entspricht etwa 75 Prozent des weltweiten Private-Equity-Marktes. Hedge-Fonds verwalten im Jahr 2007 weltweit über 1.300 Milliarden US-Dollar (in Deutschland sind es etwa 2,5 Milliarden Euro). Diese hohen Kapitalvermögen erlauben Investoren die Übernahme großer internationaler Unternehmen, aber auch mittelständische Firmen gewinnen zunehmend an Popularität. Beispielsweise haben die internationalen Beteiligungsgesellschaften Carlyle Group und Advent International die mittelständische HT Troplast AG in Nordrhein-Westfalen erworben.

Doch nicht nur Private-Equity-Gesellschaften und Hedge-Fonds treiben den Markt für Unternehmensübernahmen und -beteiligungen sowie das damit Wechselkarussell der Investoren, es treten auch ganz neue Investoren auf den Spielplan. Kapitalstarke Pensions- oder Staatsfonds beteiligen sich immer häufiger direkt oder indirekt über Kapitalsammelstellen an Unternehmen. Beispielsweise übernimmt der Ontario Teachers' Pension Plan für 51,7 Milliarden kanadische Dollar (circa 35,8 Milliarden Euro) den größten kanadischen Telekommunikationskonzern, Bell Canada (BCE Inc.). Und die britische Barclays-Bank holte zwei Investoren in Staatsbesitz ins Boot, die China Development Bank und die Industrieholding Temasek aus Singapur. Der Grund: Im Übernahmekampf um die niederländische Bank ABN Amro brauchte sie dringend Kapital. In den USA und Kanada sind Investitionen von Pensions- und Staatsfonds in privatwirtschaftliche Unternehmen nicht ungewöhnlich, ihre Professionalität und Größe sprengen jedoch zunehmend den bisher üblichen Rahmen – und diese Entwicklung steht erst am Anfang.

Die hier skizzierte Entwicklung der Investorenlandschaft und ihre wachsende Dynamik wirft die Frage auf, ob es sich hierbei wirklich um ein neues Phänomen handelt oder ob sich einfach nur die öffentliche Wahrnehmung geändert hat? Wir werfen dazu zunächst einen Blick zurück in die Achtzigerjahre, in denen die Medien erstmals von sogenannten Corporate Raiders berichteten. Anschließend wird der Status quo analysiert und beschrieben, wie Unternehmen die neuen Spielregeln zu ihren Gunsten nutzen können. Das Hauptaugenmerk gilt dabei den neuen Finanzierungsmöglichkeiten und den Konsequenzen für die Unternehmensführung.

6.2 Wechsel der Investoren – Ein neues Phänomen?

6.2.1 Von Corporate Raiders und Heuschrecken – Entwicklung seit den Achtzigerjahren

Die Achtzigerjahre markieren eine Trendwende auf dem US-amerikanischen Markt für Unternehmensübernahmen und -beteiligungen. In den vorangegangenen Jahrzehnten strebten die Wirtschaftspolitik und die Rechtssprechung des amerikanischen Supreme Court danach, Monopolbildungen strikt zu verhindern. Unternehmen, die extern wachsen wollten, waren dadurch gezwungen, ihre angestammten Industrien und Geschäftsfelder zu verlassen. Die entstandenen Konglomerate waren häufig nicht sonderlich effizient. Das Unternehmen ITT beispielsweise vereinte unter seinem Dach mehrere Telefongesellschaften, Fernseh- und Radiosender sowie die Hotelkette Sheraton, die Großbäckerei Continental Bakery und den Autoverleih Avis. Hatten bis zu diesem Zeitpunkt vorwiegend die Unternehmen selbst Zusammenschlüsse und Übernahmen getätigt, traten in den Achtzigerjahren erstmals Finanzinvestoren auf den Spielplan. Sie wurden damals als Corporate Raiders bezeichnet und kauften mit hohem Kapitalvermögen (Teile der) US-amerikanischen Konglomerate auf. Der Fokus lag in dieser Zeit auf der Übernahme einzelner Unternehmen. Ihre hohen Kapitalvermögen speisten sich unter anderem aus Pensions- und Investmentfonds. Diese waren in den USA seit den Sechzigerjahren zur privaten Altersvorsorge weit verbreitet und investierten bereits damals direkt in Unternehmen. Sie stellten in den Achtzigerjahren ihr stattliches Kapital zur Verfügung, um Übernahmen bisher ungekannten Ausmaßes zu ermöglichen. Bis Mitte der Achtzigerjahre wurden industrietübergreifend über 3.000 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von über 200 Milliarden US-Dollar getätigt. Die bis dahin höchste Übernahmesumme in Höhe von 25 Milliarden US-Dollar zahlte 1989 KKR für den Nahrungsmittelherstellers R. J. R. Nabisco. Entscheidend aber war, dass sich nicht länger die Unternehmen selbst, sondern vor allem Finanzinvestoren förmliche Übernahmeschlachten lieferten und damit eine Unternehmensethik des „Raubtierkapitalismus“ begründeten. Ein solcher Wettbewerb herrschte auf den sehr heterogenen europäischen Märkten nicht. In der geradezu sprichwörtlichen „Deutschland AG“ der Achtzigerjahre waren Unternehmen und Banken (als Kreditgeber oder Anteilseigner) einander eng verbunden. Und es bestand keinerlei Notwendigkeit, sich den Prinzipien der

amerikanischen Unternehmensethik und Größen wie dem Shareholder Value zu unterwerfen.

Erst in den Neunzigerjahren griff der Trend der Achtzigerjahre in den USA auch auf andere Kontinente über. Auch in Europa beteiligten sich zunehmend Risikokapitalgesellschaften am Marktgeschehen. Der erfolgreiche Börsengang des Unternehmens Netscape im Sommer 1995 markiert den Beginn der New Economy und damit einer immer weiter steigenden Bereitschaft zu riskanten Investitionen. Die Unternehmensberatung PriceWaterhouseCoopers ermittelte in einer Studie, dass in den USA zwischen 1995 und 1997 die als riskant eingestuften Investitionen um 1300 Prozent anstiegen. Der organisierte Kapitalmarkt schuf in den USA die NASDAQ und in Europa diverse neue Börsensegmente, wie den Neuen Markt in Deutschland, als Handelssegment für neue, schnell wachsende Unternehmen. In diesem Neuen Markt schienen die alten Grundsätze unternehmerischen Handelns außer Kraft gesetzt. Selbst jahrelang Verlust schreibende Unternehmen wie Amazon oder Yahoo erhielten vom Kapitalmarkt immer wieder Nachfinanzierungen. Amazon verbuchte in sechs Jahren beispielsweise zwei Milliarden Dollar Verluste; dennoch schien die Nachfinanzierung nur ein Beleg für eine erfolversprechende Expansionsstrategie zu sein. Auch AOL schrieb seit seiner Gründung 1985 bis 1996 Verluste, nichtsdestotrotz übernahm das Unternehmen nach wenigen Jahren die Firma Netscape für eine Rekordsumme von 4,2 Milliarden US-Dollar. Der fortschreitende und rasante Wechsel von Investoren in den Zeiten der New Economy wurde damit zum Sinnbild der am Shareholder Value orientierten Unternehmensführung und dem Raubtierkapitalismus der 1980er Jahre.

Kurz nach der Jahrtausendwende jedoch platzte die New-Economy-Blase, nicht nur die europäischen Börsenindizes stürzten tief. Institutionelle Investoren suchten im „Niedrigzinstal“ alternative, rentable Investitionsmöglichkeiten. Private-Equity-Gesellschaften (die Franz Müntefering in Deutschland als „Heuschrecken“ verunglimpfte) investierten Rekordsummen in (vorwiegend) nicht börsennotierte Unternehmen. Die anhaltend schwache Konjunktur und Basel II bewogen deutsche Banken schließlich dazu, Not leidende Kredite („Distressed Debt“) an internationale Investoren zu verkaufen. Neu daran war nicht nur, dass damit bisher illiquide Finanzierungsinstrumente platziert wurden, sondern vor allem, dass damit die engen Verflechtungen zwischen Kredit gebenden Banken und Industrieunternehmen aufbrachen – die Tage der „Deutschland AG“ waren gezählt.

6.2.2 Status Quo

Der Markt für Beteiligungskapital ist aktuell geprägt durch immer häufiger wechselnde Investoren. Neben privaten Investoren beteiligen sich vor allem institutionelle Kapitalgeber direkt oder indirekt an den verschiedenen Asset-Klassen der Unternehmen (Abbildung 4).

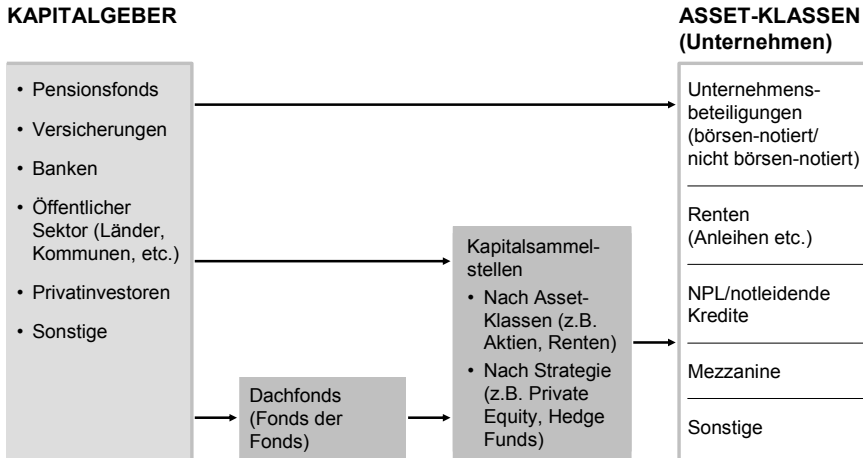


Abbildung 4: Kapitalfluss (internationaler) Kapitalgeber in verschiedene Asset-Klassen

Auftreten neuer Kapitalgeber am Markt für Unternehmensbeteiligungen

Seitens der Kapitalgeber zeichnet sich eine neue Entwicklung insbesondere bei den Pensionskassen und Staatsfonds ab. Sie werden zunehmend professioneller und suchen nach neuen Anlagemöglichkeiten mit einem günstigen Risiko-Rendite-Verhältnis. Das gilt vor allem für US-amerikanische und kanadische Pensionsfonds, die in diesen Ländern eines der wichtigsten Instrumente zur Altersvorsorge darstellen. Steigende Pensions- und Gesundheitskosten der Arbeitnehmer zwingen sie, höhere Renditen zu erzielen, so dass sie zunehmend direkt in Unternehmen investieren. Ein prominentes Beispiel ist die Akquisition des Telekommunikationskonzerns BCE Canada durch ein Konsortium unter Führung der Lehrerpensionskasse „Ontario's Teachers' Pension Plan“. Letzterer übernimmt gemeinsam mit den beiden amerikanischen Investmentfirmen Providence Equity Partners Inc. und Madison Dearborn Partner LLC Aktien von BCE

im Wert von 34,8 Milliarden sowie Schulden in Höhe von 16,9 Milliarden kanadischen Dollar. Diese Entwicklung zeichnet sich auch in Deutschland ab, sie steht hier jedoch noch am Anfang. Derzeit herrscht in Deutschland noch die umlagefinanzierte Rente vor, die aus den Arbeitseinkommen der heute Beschäftigten bezahlt wird. Zwar ist denkbar, dass Arbeitnehmer künftig direkt an Unternehmen beteiligt werden, noch ist das allerdings nur Gegenstand politischer Debatten.

Zunehmend beteiligen sich auch Staatsfonds – ähnlich wie Pensionsfonds – direkt an Unternehmen. Ihr Anlagevolumen beträgt nach Angaben der Investmentbank Morgan Stanley weltweit 2.500 Milliarden US-Dollar. Unternehmensbeteiligungen versprechen deutliche höhere Renditen als die traditionellen Investitionen in Staatsanleihen; außerdem steckt oft ein unausgesprochenes politisches Interesse dahinter. In Deutschland beispielsweise stockte das Land Niedersachsen seinen Anteil an Volkswagen-Stammaktien kurzerhand auf 20,8 Prozent auf, um nicht unter die Sperrminoritätsgrenze von 20 Prozent zu fallen, nachdem Mitarbeiteraktien ausgegeben worden waren. Strategisch noch wichtiger war es allerdings, damit zu demonstrieren, dass der Aktienanteil des Landes nicht an die Porsche AG verkauft werden würde, die zuvor ihre Beteiligung auf 30 Prozent erhöht hatte.

Die Kapitalgeber investieren nicht nur über Direktbeteiligungen in Unternehmen, sondern über Kapitalsammelstellen zunehmend auch indirekt. Diese Kapitalsammelstellen lassen sich zum einen nach Asset-Klassen beispielweise in Renten- oder Aktienfonds, zum anderen nach ihrer Strategie in Private-Equity-Gesellschaften oder Hedge-Fonds unterscheiden. Anders als häufig angenommen sind Hedge-Fonds selbst also keine Asset-Klasse, sondern eine Kapitalsammelstelle, die in verschiedene Asset-Klassen investiert und diese aktiv managt. Lassen Kapitalgeber ihr Vermögen durch externe Asset Manager oder Vermögensverwalter managen, fallen dafür Gebühren und erfolgsabhängige Provisionen an. Diese Ausgaben sind jedoch für sie niedriger als der Aufwand, den es kosten würde, ein eigenes Beteiligungsmanagement aufzubauen und zu pflegen. Außerdem haben solche Portfolioinvestitionen eine bessere Risiko-Rendite-Struktur als in Eigenregie getätigte Einzelinvestitionen.

Kapitalsammelstellen mit bisher unbekanntem Ausmaß von Kapital und Macht

Auch die Kapitalsammelstellen – also Private-Equity-Gesellschaften und Hedge-Fonds – verändern sich derzeit stark. Die neue Klientel der Pensionskassen und Staatsfonds stellt Private-Equity-Gesellschaften finanzielle

Mittel in bisher unvorstellbarer Höhe zur Verfügung. Zwischen 2002 und 2007 haben die fünfzig weltweit größten Private-Equity-Gesellschaften Eigenkapital in Höhe von 550 Milliarden US-Dollar eingesammelt. Zusammen mit dem ihnen zur Verfügung gestellten Fremdkapital hatten sie damit eine Gesamtkaufkraft von 2,76 Billionen US-Dollar. Dieser Liquiditätszufluss hat die Private-Equity-Gesellschaften zu einer der größten Investorengruppen werden lassen: Machten im Jahr 2000 die von ihnen getätigten Transaktionen noch weniger als 5 Prozent des gesamten M&A-Transaktionsvolumens aus, waren es 2006 bereits über 30 Prozent.

Ähnlich ergeht es den Hedge-Fonds, die mittlerweile ebenfalls eine der mächtigsten Kapitalsammelstellen sind. Sie verwalten weltweit ein Fondsvolumen von etwa 1,3 Billionen US-Dollar. Das damit verbundene, permanent verfügbare Kapital wird es Hedge-Fonds künftig ermöglichen, selbst an die Börse zu gehen oder eigene Anleihen auszugeben und so weiteres Kapital zu erwerben. Bisher war die ihre finanzielle Situation zu instabil, als dass sie zu solchen Mitteln hätten greifen können. Begünstigt wird diese Entwicklung dadurch, dass die bereits erwähnten institutionellen Investoren wie Pensionskassen oder Staatsfonds einsteigen. Diese avisieren längere Anlagezeiträume als Privatinvestoren und eröffnen den Hedge-Fonds damit neue Perspektiven.

Vermehrtes Aufkommen von Dachfonds mit Trend zu Portfoliotransaktionen

Neben der zunehmenden Bedeutung einzelner Kapitalsammelstellen ist das Aufkommen sogenannter Dachfonds oder „Fonds der Fonds“ hervorzuheben, mit denen ein Trend hin zu Portfoliotransaktionen einhergeht. Dachfonds beteiligen sich ihrerseits an einzelnen Kapitalsammelstellen wie Private-Equity-Gesellschaften oder Hedge-Fonds und investieren nicht mehr in einzelne Asset-Klassen spezifischer Unternehmen. Laut Hedge Fund Research Inc. flossen 2006 bereits etwa 46 Milliarden US-Dollar mehrheitlich institutioneller Gelder in Dachfonds. Das sind über 40 Prozent des gesamten Kapitals, das jährlich in die Hedge-Fonds-Industrie fließt. Gerade in Deutschland ist diese Entwicklung neu. Dachfonds wurden hierzulande in den Siebzigerjahren verboten, nachdem der IOS-Fonds von Bernie Cornfeld zusammengebrochen war. Erst das 3. Finanzmarktförderungsgesetz ließ sie ab dem 1. April 1998 wieder zu. Dachfonds haben den Vorteil, dass sie einfacher zu managen sind und ihr Risiko relativ breit gestreut ist. Allerdings besteht die Gefahr von Mehrfachinvestitionen in Asset-Klassen derselben Unternehmen, wenn Dachfonds in sich überschneidende Portfolios von Kapitalsammelstellen investieren.

Es lassen sich also insgesamt drei große Trends beobachten: Erstens werden neue internationale Kapitalgeber wie Staats- und Pensionsfonds auf dem Markt für Unternehmensübernahmen und -beteiligungen tätig. Dadurch fließen direkt oder indirekt (durch Kapitalsammelstellen) hohe Kapitalsummen in verschiedene Asset-Klassen der Unternehmen. Zweitens hat dieser große Zufluss an liquiden Mitteln zusammen mit den niedrigen Zinsen für Fremdkapital (also einem hohen Leverage-Effekt) dazu geführt, dass Kapitalsammelstellen wie Private-Equity-Gesellschaften oder Hedge-Fonds enorm gewachsen sind und erhebliche Macht gewonnen haben. Drittens schlägt sich der Trend zu Portfoliotransaktionen darin nieder, dass vermehrt in Dachfonds investiert wird. Wie wirken sich diese Veränderungen der Finanzierungslandschaft nun auf Unternehmen und ihre Manager aus?

6.3 Veränderte Rahmenbedingungen der Finanzierungslandschaft durch Wechsel der Investoren – Konsequenzen für Unternehmen und Manager

6.3.1 Alternative Finanzierungsmöglichkeiten durch neue Investorengruppen – Konsequenzen für Unternehmen

Der Eintritt internationaler Investorengruppen hat die Spielregeln der Finanzierungslandschaft grundlegend verändert. Ihr hohes Kapitalvermögen, günstige Refinanzierungsmöglichkeiten durch das niedrige Zinsniveau und neuartige derivative Finanzierungsinstrumente haben den Markt für Unternehmensübernahmen und -beteiligungen geradezu beflügelt. Die in den letzten Jahren entstandene breite Palette an Finanzierungsmöglichkeiten erlaubt es Investoren nicht nur, in jeder Phase des Unternehmenszyklus einzusteigen, sondern genauso jederzeit wieder auszusteigen (jedenfalls nach der Mindesthaltedauer). Diese Entwicklung ist auch auf die hohen Renditen am Markt für Beteiligungskapital der letzten Jahre zurückzuführen, zu denen es an Alternativen mangelte. Der Markt für „Secondary Buy-outs“, also für Verkäufe eines Einzelunternehmens oder auch eines ganzen Portfolios von einem Finanzinvestor an einen anderen, hat sich dementsprechend rapide entwickelt. In Deutschland wurden hier allein im ersten

Halbjahr 2007 insgesamt 12,8 Milliarden Euro bewegt, das sind über 60 Prozent des gesamten deutschen Buyout-Marktes.

Nicht nur den Investoren, auch den Unternehmen eröffnet sich ein neues Finanzierungsspektrum. Sie können Investoren anbieten, sich direkt am Eigenkapital zu beteiligen oder dies über Mezzanine-Instrumente mit Eigenkapitalcharakter zu tun. Oder aber sie verkaufen Not leidende Unternehmenskredite; mit diesen können Investoren Kontrolle über das in eine Krise geratene Unternehmen erlangen. Sie erwerben eine Mehrheit am Eigenkapital, indem sie zunächst das meist nachrangige, ungesicherte Fremdkapital übernehmen und umwandeln („Debt-to-Equity-Swap“). Solche Barkapitalerhöhungen versorgen Krisenunternehmen mit sogenanntem „Fresh Money“, verschaffen ihm also wieder Liquidität und einen höheren Eigenkapitalanteil (und damit eine bessere Bonität). Damit werden auch die ersten und wichtigsten Ziele der finanziellen Restrukturierung erreicht. Neben dem positiven Finanzierungseffekt profitieren Krisenunternehmen zudem häufig vom großen Sanierungsinteresse und -wissen ihrer neuen Investoren. Diese sind vor allem daran interessiert, das Unternehmen zu restrukturieren und fortzuführen, da dies der größte Hebel für ihr Investment ist. Banken oder Versicherungen streben dagegen häufig eine Liquidation ihrer umfangreich besicherten Forderungen an. Als erfolgreiches aktuelles Beispiel lässt sich die Übernahme eines Forderungspaketes des mittelständischen Textilunternehmens Ploucquet in Höhe von 30 Millionen EUR durch Morgan Stanley und Annex Capital Partners im Jahr 2006 anführen. Die beiden Investoren übernahmen die Not leidenden Kredite mit einem hohen Abschlag und wandelten sie anschließend in Eigenkapital um. Zusammen mit einem neuen Management-Team restrukturierten sie das Unternehmen erfolgreich: Ploucquet erwartet 2007 erstmals nach vier Jahren wieder schwarze Zahlen.

Obwohl Unternehmen also durchaus von einem Investoren-Wechsel und den damit verbundenen vielfältigen Finanzierungsmöglichkeiten profitieren, ergreifen meist die Finanzinvestoren die Initiative. Dass Alteigentümer ihr Unternehmen aktiv verkaufen oder rekapitalisieren (wie bei der VBH AG erfolgreich geschehen), ist bisher eher die Ausnahme. Grund dafür ist, dass mit einem Investoren-Wechsel natürlich nicht nur Chancen, sondern auch Risiken verbunden sind. Der hohe Anteil von Fremdkapital im Rahmen von Leveraged Buyouts kann in Phasen der Konjunkturabschwächung aufgrund der hohen Zinsbelastung nachteilig für betroffene Unternehmen sein. Ebenso mindern die oft von den neuen Investoren ausgehandelten Sonderausschüttungen die Barreserven. Dieses Geld steht dann womöglich nicht für strategisch wichtige Investitionen im operativen Geschäft zur Verfügung, die dann womöglich wiederum über Fremd-

kapital finanziert werden müssen. Das treibt das Unternehmen unter Umständen in die „Schuldenspirale“ zurück, der es gerade entkommen wollte. Und schließlich ist die Expertise der Investoren nicht immer so groß wie erhofft – nicht alle verfügen über ausreichend Erfahrung in dem jeweiligen Industriesegment oder in der Durchführung einer strategischen, operativen und/oder finanziellen Restrukturierung.

6.3.2 Neue Spielregeln der Unternehmensführung durch den Eintritt internationaler Investorengruppen – Konsequenzen für das Management

Die Strategien der verschiedenen Investoren variieren zwar im Detail – sie halten ihre erworbenen Anteile unterschiedlich lang, streben unterschiedlich hohe Renditen an und bevorzugen unterschiedliche Risikostrukturen. Doch letztlich verfolgen sie alle das Ziel, die Rendite auf das eingesetzte Kapital zu maximieren, entweder in Form von passiven Halte- oder aktiven Mitsprachestrategien. Diese unterscheiden sich durch das Ausmaß, in dem der Investor Einfluss nehmen kann.

Mit passiven Investitionsstrategien verfolgt der Investor das primäre Ziel, an zu erwartenden Bewertungsänderungen und/oder erfolgreichen unternehmensinternen Restrukturierungen (passiv) zu profitieren. Ein niedriger Einstandspreis stellt dabei einen der wesentlichen Werthebel dar. Ferner können passive Strategien der reinen Portfoliodiversifikation dienen. Mit aktiven Strategien wollen Investoren dagegen die Wertsteigerung des eigenen Forderungspakets sicherstellen; sie beeinflussen dazu zielgerichtet die Reorganisation des Unternehmens und die Verwertung der Assets.

Besonders Hedge-Fonds verfolgen zunehmend aktive Investitionsstrategien, ihr Marktverhalten wird aggressiver. Grund ist der steigende Konkurrenzdruck: Immer neue Hedge-Fonds betreten weltweit den Spielplan und kopieren vorhandene Strategien. Durch diese neuen Akteure reduzieren sich die Schwankungen, Ineffizienzen und die Intransparenz der (Kapital-)Märkte, von denen die Hedge-Fonds bisher profitieren konnten. Damit sinken auch die Renditen, was den Wettbewerbsdruck zusätzlich verschärft. Hinzu kommen die Staats- und Rentenfonds und Private-Equity-Investoren, die ebenfalls zunehmend aktive Investitionsstrategien verfolgen. Die bereits erwähnte geplante Übernahme von BCE durch den Ontario Teachers' Pension Fund oder der Einstieg des Private-Equity-Investors Blackstone bei der Deutschen Telekom im Jahr 2006 sind dafür gute Beispiele. So forderte Blackstone ein aktives Aufsichtsratsmandat ab 2007 im Gegenzug für die Zusage, die Beteiligung mindestens zwei Jahre

zu halten. Können die Investoren keinen oder nur geringen Einfluss nehmen, verkaufen sie häufig wieder. So überlegt die vom Kreml kontrollierte russische Vseshtorg-Bank, ihre (nur) fünfprozentige Beteiligung an der EADS wieder abzustoßen, da diese ihr nur geringe Einflussmöglichkeiten eröffnet. Aktive Beteiligungsstrategien sind also auf dem Vormarsch; sie gehen einher mit einer kürzeren Haltedauer und einer geringeren Treue der Investoren. Das bedeutet vor allem für börsennotierte Gesellschaften, dass langfristige unternehmerische Entscheidungen schwieriger zu treffen und umzusetzen sind. Analysten und (wechselnde) Investoren setzen das Management zunehmend unter Druck und wollen positive Quartalsergebnisse sehen. Eine der wenigen Firmen, die sich dieser Entwicklung erfolgreich widersetzt, ist die Porsche AG. Sie wurde aus dem MDAX ausgeschlossen, weil sie sich weigerte, Quartalsberichte zu veröffentlichen. Dank ihrer guten Jahresergebnisse hat sie sich inzwischen dennoch zu einem erfolgreichen börsennotierten Unternehmen entwickelt.

Sich den ehrgeizigen Forderungen und Zielen der neuen Investorengruppen zu widersetzen, war bisher vor allem dann möglich, wenn das eigene Unternehmen groß genug war. Damit war man gegen Übernahmen meist wirkungsvoll gewappnet. Auch darauf kann sich die Unternehmensführung künftig nicht mehr verlassen. Die Übernahmeschlacht um die niederländische Bank ABN Amro (avisierter Kaufpreis: zwischen 65 und 70 Milliarden EUR) zeigt diese Entwicklung deutlich. Die Investoren verfügen über enorme Anlagesummen und können ihre Forderungen häufig auch aus Minderheitspositionen außerhalb der gesellschaftsrechtlichen Möglichkeiten durchsetzen. So kommt eine Untersuchung der New York University Stern School of Business in 2007 zu dem Ergebnis, dass aktivistische Hedge-Fonds in fast drei Viertel aller Fälle ihre Forderungen auf Aktionärstreffen durchsetzen können. Zahlreiche aktuelle Beispiele belegen den enormen Druck, den diese Investorengruppen ausüben können. Eines ist der erzwungene Rücktritt von Werner Seifert im Jahr 2005, ehemals Vorstandsvorsitzender der Deutschen Börse AG. Meinungsverschiedenheiten zwischen Seifert und Investoren wie dem New Yorker Hedge-Fonds Atticus, der Capital Group und TCI darüber, wie die Übernahme der Londoner Börse LSE durch die Deutsche Börse AG aussehen sollte, führten schließlich zum Rücktritt des deutschen Vorstandsvorsitzenden. Ähnlich erging es dem langjährigen Vorstandschef des Karlsruher Anlagenbauers IWKA, Hans Fahr. Ihn und sechs Mitglieder des Aufsichtsrats drängte der amerikanische Finanzinvestor Guy Wyser-Pratte zum Rücktritt, weil sie sich über die künftige Unternehmensstrategie uneins waren. Und um noch einmal auf ABN Amro zurückzukommen: Der Hedge-Fonds TCI (The Children's Investment Fund) hält nur ein Prozent der Anteile der nieder-

ländischen Bank; dennoch forderte TCIs Vorsitzender Chris Hohn die Bank auf, unrentable Geschäftsteile zu verkaufen. Er übte harte Kritik am derzeitigen ABN-Amro-Chef Rijkman Groenink und forderte diesen auf, im Interesse der Anteilseigner zu handeln. Schließlich hätte sich unter seiner Regie der Aktienkurs nicht bewegt, während andere Bankenwerte durchschnittlich um 40 Prozent gestiegen seien.

Auch wenn diese Art der Einflussnahme die Unternehmensleistung nicht immer unbedingt fördert, müssen Geschäftsführer und Vorstände sich mit diesen neuen, selbstbewussten Investoren und ihren Forderungen auseinandersetzen. Unternehmensstrategie und -performance werden sie künftig zunehmend mit ihnen diskutieren, überdenken und auch überarbeiten müssen. Diese neuen Beziehungen werden sich vermutlich recht konfliktreich gestalten. Schon heute scheuen sich Investoren nicht, Meinungsverschiedenheiten öffentlich zu diskutieren. Wollen Vorstände nicht nur Getriebene ihrer größten Anteilseigner sein, sollten sie lernen, solche Diskussionen selbst aktiv anzustoßen und zu steuern. Außerdem sollten sie ihre Mitarbeiter und die Politik stärker einbeziehen; schließlich kann eine Unternehmensstrategie nur gewinnen, wenn sie soziale, demografische und politische Chancen und Risiken berücksichtigt. Auch die Politik sieht die Notwendigkeit einer engeren Zusammenarbeit, wie ihre wachsende Beteiligung und Einflussnahme durch Staatsfonds in Schlüsselindustrien zeigt. Natürlich sind diese Forderungen nicht neu – neu ist nur, dass sich die Praxis ziemlich weit von diesem Idealbild des Managers entfernt hat. Insofern wirken die neuen Investoren als Korrektiv – nur wer die von ihnen erwartete fachliche und kommunikative Leistung bringt, wird langfristig als Vorstand bestehen. Seit 1995 hat sich die Zahl der Vorstandswechsel wegen ungenügender Leistung mehr als verdreifacht; über 20 Prozent der Topmanager weltweit verlassen inzwischen ihr Unternehmen, weil dieses verkauft, übernommen oder das Management nach einem Buyout ausgetauscht wurde. Ähnliche Werte gelten mittlerweile auch für Deutschland, Österreich und die Schweiz und der Trend einer zunehmenden „Vorstandsfluktuation“ wird sich in den nächsten Jahren weiter fortsetzen.

Aber nicht nur die Anforderungen an Vorstände steigen. Die Verteilung der Aufgaben aller an der Unternehmensführung beteiligten Kräfte wird durch die Investoren neu definiert. Diese fordern zunehmend aktiv gemanagte Aufsichtsratsmandate und üben immer häufiger auch auf den Aufsichtsrat Druck aus, wenn sie mit der Entwicklung des Unternehmens und der Arbeit der Vorstände nicht zufrieden sind. So betrug die Zahl der Vorstände, die nach Konflikten mit dem Aufsichtsrat das Unternehmen verlassen mussten, 1995 nur zwei Prozent – 2006 lag sie bei elf Prozent und hat sich damit fast versechsfacht. Auch Aufsichtsräte müssen sich also

künftig stärker mit sämtlichen Stakeholdern wie Kunden, Lieferanten und Mitarbeitern auseinandersetzen und einen kontinuierlichen und kritischen Dialog mit dem Vorstand pflegen.

6.4 Fazit

Das M&A-Geschäft begann in den Achtzigerjahren mit den Corporate Raiders in den USA. Sie kauften Teile der Konglomerate auf, die sich aufgrund der amerikanischen Gesetzgebung gebildet hatten. In den Folgejahren internationalisierte sich dieser Trend zunehmend und hielt in den Neunzigerjahren – befördert durch die New Economy – auch in Europa Einzug. Damit löste sich das enge Beziehungsgeflecht zwischen Banken und Unternehmen („Deutschland-AG“) auf. Die in der politischen Diskussion in Deutschland als „Heuschrecken“ gebrandmarkten Finanzinvestoren sind inzwischen bei weitem nicht die einzigen, die sich am M&A-Karussell beteiligen: Pensionskassen, Staatsfonds, berufsständische und öffentliche Versorgungseinrichtungen, Banken, Sparkassen, Stiftungen und sogar Kirchen suchen immer professioneller weltweit nach rentablen Anlagemöglichkeiten. Wie unser wirtschaftsgeschichtlicher Rückblick gezeigt hat, sind weder die Akteure noch deren Methoden grundlegend neu. Neu sind vielmehr einzelne Finanzierungsinstrumente (vor allem die zahlreichen Derivate) und die Dynamik, die das M&A-Geschäft in den letzten Jahren gewonnen hat. Diese Entwicklung wird voraussichtlich auch auf Asien, Osteuropa und Nahost übergreifen.

Die wachsende Macht der zuvor genannten Investorengruppen stellt Unternehmen und Geschäftsführungen ungeachtet ihrer Rechtsform, ihrer Branche, Größe oder Unternehmenszyklus vor neue Herausforderungen: Wie zuvor geschildert, müssen sich Management und Aufsichtsrat zunehmend daran messen lassen, ob sie den Unternehmenswert steigern, also attraktive Renditen für die Investoren erwirtschaften. Ob der wachsende Einfluss der institutionellen Kapitalgeber jedoch wirklich immer dem Wohl und der Wertsteigerung des Unternehmens dienen, ist durchaus fraglich. Die Schwierigkeiten beginnen schon, wenn Unternehmen und Manager die Interessen verschiedener Investoren gegeneinander abwägen müssen. Was tun beispielsweise, wenn ein großer Anteilseigner Forderungen stellt, die nachteilig für die anderen, kleinen Investoren sind? Wie entscheiden, wenn Konflikte auftreten zwischen Investoren, die sich strategisch und langfristig am Unternehmen beteiligen, und solchen, die nur an einer hohen Rendite über einen kurzen Anlagezeitraum interessiert sind? Sollte das Unternehmen dann die langfristigen Interessen stärker berücksichtigen?

Und wie kann es dafür sorgen, dass nicht doch die kurzfristig orientierten Anleger triumphieren, wenn diese ihre Minderheitsbeteiligungen kurzerhand über einen Debt-to-Equity-Swap in eine Mehrheitsbeteiligung umwandeln können? Chancen und Risiken liegen also nah beieinander: Einerseits fordern die neuen Investoren originäre unternehmerische Tugenden wieder stärker ein, andererseits besteht die Gefahr, dass die Wertsteigerung zur alleinigen Maxime unternehmerischen Handelns wird. Um die oben angeführten Fragen so zu beantworten, dass damit *allen* Stakeholdern gedient wird, ist hier vor allem die Politik gefordert. Nationale Reglementierungen wie beispielsweise das Risikobegrenzungsgesetz in Deutschland⁵⁵ sind ein erster Schritt, werden jedoch bei weitem nicht ausreichen; vielmehr muss es darum gehen, internationale Governance-Strukturen zu schaffen, die allen Stakeholdern dienlich sind.

⁵⁵ Der Entwurf eines Risikobegrenzungsgesetzes sieht vor, das Wertpapierhandelsgesetz zu ändern bzw. zu ergänzen. So sollen Investoren künftig nach § 27 (2) Abs. 1-5 offenlegen, ob sie mit dem Beteiligungserwerb strategische Ziele oder Handelsgewinne anstreben, ob sie weitere Stimmrechte oder die Kontrolle über das Unternehmen erlangen wollen, ob sie an weiterer Einflussnahme interessiert sind oder die Kapitalstruktur verändern wollen.

Autorenverzeichnis

Das vorliegende Buch ist ein Produkt des Academic Network von Roland Berger Strategy Consultants. Unter der Leitung von Dr. Tobias Raffel arbeiten in diesem Netzwerk 15 Professoren sowie Partner aus dem Hause Roland Berger an aktuellen betriebswirtschaftlichen Themen, die für Wissenschaft und Praxis gleichermaßen relevant sind.

Prof. Dr. Guido Eilenberger ist Professor emeritus des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Bankbetriebslehre und Finanzierung an der Universität Rostock.

Prof. Dr. Alfred Kötzle ist Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Controlling an der Europa-Universität Viadrina in Frankfurt (Oder) und Vizepräsident der Europa-Universität Viadrina.

Dr. Sascha Haghani ist Partner im Kompetenzbereich Restrukturierung und Corporate Finance von Roland Berger Strategy Consultants in Berlin und Leiter der Practice Group Corporate Finance.

Dr. Michael Grüning ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Controlling an der Europa-Universität Viadrina in Frankfurt (Oder).

Dr. Patrick Heinemann ist Senior Consultant im Kompetenzbereich Restrukturierung und Corporate Finance von Roland Berger Strategy Consultants in Düsseldorf.

Christof Meißner ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Controlling an der Europa-Universität Viadrina in Frankfurt (Oder).

Prof. Dr. Kurt Reding ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwissenschaft an der Universität Kassel und Leiter des Fachbereichs Finanzwissenschaft an der Universität Kassel.

Prof. Dr. Klaus Spremann lehrt im Bereich Finanzwirtschaft an der Universität St. Gallen und ist Direktor am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen.

Prof. Dr. Rainer Stöttner ist Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzierung, Banken, Versicherungen an der Universität Kassel.