

Hochschule Merseburg (FH)
University of Applied Sciences

Fachbereich Wirtschaftswissenschaften

Bachelorarbeit
im Rahmen des Studiengangs Betriebswirtschaftslehre
in berufsbegleitender Form

**Erfolgsfaktoren und Erfolgsmessung bei M&A-Transaktionen
am Beispiel der Dresdner Bank-Übernahme durch die
Commerzbank**

Verfasserin:

Nicole Thomas



Matrikel: 21565

Leipzig, den 25.06.2019

Erstkorrektur: Prof. Dr. jur. Anja Haertlein

Zweitkorrektur: Prof. Dr. Gerlind Marx

Hochschule Merseburg (FH)
University of applied Sciences
Geusaer Straße
06217 Merseburg

<u>Inhaltsverzeichnis</u>	I
Inhaltsverzeichnis	I
Abkürzungsverzeichnis	III
Abbildungsverzeichnis	IV
1. Einleitung	1
1.1 Aufbau der Arbeit	1
1.2 Erfolgsbegriff	2
2. Motive für Mergers & Acquisitions	3
2.1 Strategische Motive	4
2.1.1 Marktmacht	5
2.1.2 Synergien	6
2.1.3 Portfolioanpassung	7
2.1.4 Wettbewerbsvorteile	8
2.2 Finanzielle Motive	9
2.2.1 Finanzinvestitionen	9
2.2.2 Shareholder Value	10
2.2.3 Zugang Kapitalmarktkressourcen	10
2.3 Persönliche Motive	11
2.3.1 Hybris	11
2.3.2 Manageralismus	11
2.3.3 M&A-Kompetenz und Absicherung	12
3. Erfolgs- und Misserfolgskfaktoren	13
3.1 Persönliche Faktoren	13
3.2 Kostenfaktor	14
3.3 Finanzieller Einfluss	15
3.4 Transaktionsprozess	15
3.4.1 Planungsphase	15
3.4.2 Transaktionsphase	16
3.4.3 Integrationsphase	16
3.5 Zeitliche Erfolgsfaktoren	17
3.6 Geographischer Erfolgseinfluss	17

Inhaltsverzeichnis	II
4. Erfolgsmessung	18
4.1 Experten-/Insiderbefragung	18
4.2 Analyse von Einzelindikatoren	19
4.3 Untersuchung Jahresabschlüsse	19
4.4 Kapitalmarktorientierte Erfolgsanalyse	20
5. Zusammenfassung	21
6. Die Übernahme der Dresdner Bank durch die Commerzbank	22
6.1 Die Unternehmen vor der Transaktion	22
6.1.1 Dresdner Bank	22
6.1.2 Commerzbank	23
6.2 Ziele der Transaktion	24
6.2.1 Strategische Ziele	24
6.2.2 Finanzielle Ziele	25
6.3 Planung der Transaktion	26
6.3.1 Zeit- und Ablaufplanung	26
6.3.2 Kaufpreis und Finanzierung	26
6.3.3 Post Merger Integration	27
6.4 Ablauf der Transaktion und Abweichungen	29
6.4.1 Zeitlicher Verlauf	29
6.4.2 Abgleich Kaufpreis und Finanzierung	29
6.4.3 Integration der Dresdner Bank	30
6.4.4 Zwischenergebnis	31
6.5 Soll-Ist Abgleich der Transaktionsziele	32
6.5.1 Strategische Ergebnisse	32
6.5.2 Finanzielle Ergebnisse	33
6.5.3 Zwischenergebnis	35
6.6 Kapitalmarktorientierte Betrachtung	36
6.7 Einflussfaktoren	39
7. Fazit	40

bzw.	beziehungsweise
dt.	deutsch
EPS	Earnings per Share
FKVO	Fusionskontrollverordnung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkung
HV	Hauptversammlung
i.d.R.	in der Regel
M&A	Mergers and Acquisitions
PuG	Privat- und Geschäftskunden
ROE	Return on Equity
u.a.	unter anderen
u.U.	unter Umständen
UW	Unternehmenswert

<u>Abbildungsverzeichnis</u>	IV
Abbildung 1: Ziele bei M&A-Transaktionen	4
Abbildung 2: Zusammensetzung des Kaufpreises	27
Abbildung 3: Zusammensetzung des Kaufpreises nach Neuverhandlungen	30
Abbildung 4: Entwicklung der Kernkapitalquote der Commerzbank	33
Abbildung 5: Entwicklung der Eigenkapitalrendite der Commerzbank	33
Abbildung 6: Entwicklung des EPS der Commerzbank	34
Abbildung 7: Zeitlicher Überblick der ausgeschütteten Dividenden	36
Abbildung 8: Börsenchart Commerzbank und Deutsche Bank 2006 bis 2019	37
Abbildung 9: Börsenchart Commerzbank und DAX 2006 bis 2019	38

1. Einleitung

Es heißt, dass 50-70 Prozent aller M&A-Transaktionen im Endeffekt nicht als Erfolg gewertet werden können. ^[1]

Diese vielzitierte Aussage findet in den meisten Literaturquellen zu M&A zumindest einmal Erwähnung. Zwar gibt es zu dieser geprüften These bereits mehrere Untersuchungen ^[2], meist wird jedoch auf diese zugrunde liegenden Studien nicht mehr weiter eingegangen. Vielmehr wird sie als mahnende Aussage stehen gelassen, die über allem steht und immer im Hinterkopf zu behalten gilt. Zum einen dient es den Autoren die Komplexität von M&A-Transaktionen zu demonstrieren, zum anderen deutet sie prägnant an wie schwierig es sein kann Erfolge zu erzielen und wie leicht und oft diese augenscheinlich verspielt werden können.

In diesem Zusammenhang tauchen jedoch weitere Fragen auf. Welche Faktoren sind ausschlaggebend für den Erfolg bzw. Misserfolg einer solchen Unternehmensmaßnahme? Woran und wann wird der Erfolg gemessen oder mittels welcher Kriterien erfolgt eine Einstufung als Fehlschlag?

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit eben diesen Fragestellungen.

1.1 Aufbau der Arbeit

Im ersten Teil werden mit Hilfe der umfangreich vorhandenen Literatur Motive zur Durchführung einer M&A-Transaktion aufgeführt, ein Überblick der bereits identifizierten Determinanten für Erfolg und Misserfolg gegeben, sowie die entwickelten Verfahren und Vorgehensweisen zwecks letztlicher Beurteilung einer Transaktion näher betrachtet.

Der zweite Teil wendet sich der praktischen Anwendung zu. Die Übernahme der Dresdner Bank im Jahr 2009 durch die Commerzbank soll als Veranschaulichungsobjekt fungieren und die Durchführung des gesamten Fusionsprozesses auf Erfolgsfaktoren untersucht werden. Des Weiteren wird geprüft mit welchen Mitteln sich eine Erfolgskontrolle realisieren lässt und inwiefern diese Transaktion tatsächlich als Erfolg oder Misserfolg eingestuft werden kann.

Anhand dieser Vorgehensweise soll nicht nur das Ergebnis des Prozesses an sich ermittelt, sondern ebenfalls eine erste wertende Betrachtung auf die ergebnisliefernden Methoden vorgenommen werden.

^[1] vgl. als Bsp für viele Picot 2012, S.18 in Verbindung Jansen/Brugger in Picot, S.662 f

^[2] Einen Überblick über bereits durchgeführte Studien und deren Ergebnisse gibt Jansen 2016, S.381 ff

1.2 Erfolgsbegriff

Allgemein gilt Erfolg als das positive Ergebnis einer Bemühung bzw. das Eintreten einer beabsichtigten, erstrebten Wirkung.^[3] Dies bedeutet, dass ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen der Zielsetzung und dem Erfolg eines Mergers oder einer Akquisition besteht.

Die Klärung des Begriffs gibt also zwei grundlegende Bedingungen für Erfolg vor. Zum einen ist dies ein positives Ergebnis, d.h. das Unternehmen sollte unterm Strich nach einem Zusammenschluss besser, mindestens aber äquivalent, gestellt sein als dies ohne Durchführung der Transaktion der Fall wäre. Dabei ist eine Konzentration auf ausschließlich monetäre Werte nicht vorgegeben.

Zum anderen ist es der Grad der Zielerreichung^[4]. In welchem Maß werden die prognostizierten und geplanten Ergebnisse dieses Unternehmensschrittes umgesetzt. Idealerweise ließe sich eine Transaktion, welche 100 Prozent der Zielvorgaben erreicht, eindeutig als Erfolg darstellen. In der Praxis liegen allerdings interne und externe Einflussfaktoren vor, die nicht immer unbedingt im Handlungsbereich der Unternehmen liegen und in einer unterschiedlich hohen Varianz des Erfolgsniveaus resultieren.^[5] Folglich sollte eine Einstufung als Erfolg nicht erst ab Durchlaufen der Zielgeraden erfolgen, sondern je nach Fall unter Berücksichtigung der Umstände.

Um solch einen Vorgang demnach entsprechend als Erfolg oder Misserfolg einstufen zu können und überhaupt erst einen Maßstab für einen Vergleich zu erhalten, ist es unvermeidlich die Motive und Zielvorstellungen der an einer M&A-Transaktion beteiligten Parteien zu kennen. Ausgehend davon werden in den nächsten Kapiteln gängige und oft genannte Motive und damit einhergehende Zielstellungen betrachtet, die zur Entscheidung für die Durchführung einer solchen Transaktion führen.

^[3] vgl. Duden

^[4] vgl. Vogel 2002, S. 273

^[5] vgl. Gerpott 1993, S.3

2. Motive für Mergers & Acquisitions

Traditionell wird in der Betriebswirtschaftslehre davon ausgegangen, dass das Oberziel einer jeglichen Unternehmung langfristig die Maximierung des Gewinns ist.^[6] Um dies zu verwirklichen ist das Setzen von Unterzielen und Methoden zu deren Umsetzung notwendig. Die Strategie und Planung eines Unternehmens ist dabei ein komplexes System, welches vielfältige Betrachtungsweisen und zeitliche Horizonte für mehrere Etappen und Unterziele, sowie die Maßnahmenplanung zu deren Erreichung einschließt. Es geht darum sich langfristig auf einem Markt in Bezug auf Produkte, Wettbewerb und Wachstum zu positionieren, zu entscheiden welches Image an Stake- und Shareholder transportiert werden soll, welcher Unternehmenspolitik gefolgt wird, aber auch um kurz- bis mittelfristige Entscheidungen betreffend z.B. die Absatzplanung und geeigneter Marketingmaßnahmen, Eigenherstellung der Produkte oder Fremdbezug und zahlreicher weiterer Themenbereiche. Ausschlaggebend hierbei ist, dass sich Unternehmen in Umfeldern mit anhaltend zunehmendem Innovations-, Effizienz- und Preisdruck befinden, in denen sich die Umwelt- und Wettbewerbsbedingungen schnell ändern können. Um sich an diese Veränderungen anzupassen und geeignet darauf zu reagieren, stehen den Unternehmen unterschiedliche Mittel zur Verfügung. Ein bedeutendes Instrument hierfür ist der Kauf von und Zusammenschluss mit anderen Unternehmen. Wie die hohen Misserfolgsraten vermuten lassen bürden diese Maßnahmen zwar hohe Risiken, ermöglichen allerdings auch hohe Erfolge hinsichtlich strategischer Unternehmensentwicklung und zur Erhaltung und Steigerung des ökonomischen Unternehmenswertes.^[7]

In der wissenschaftlichen Literatur gibt es unterschiedliche Systematisierungsansätze und Formulierungen der M&A-Motive. Dabei sollte bedacht werden, dass in den seltensten Fällen nur ein Motiv den Ausschlag gibt und auch eine klare Trennung nicht vollständig möglich ist.

Um einen ersten Überblick zu erhalten, eignet sich eine Unterscheidung zwischen Motiven die der Strategie eines Unternehmens folgen und finanziellen Motiven, welche beide einen vorrangig ökonomischen Aspekt widerspiegeln. Ein weiterer Faktor liegt in den persönlichen Beweggründen des Managements, wo letztendlich auch die Entscheidungen zur Durchführung getroffen werden.

Neueren Untersuchungen folgend werden von den Unternehmen vorrangig strategische

^[6] vgl. Wöhe 2013, S.183

^[7] vgl. Gerpott 1993, S.1

Motive genannt und nehmen somit die wichtigste Rolle bei der Entscheidung zu einem Kauf und Zusammenschluss ein. [8]

Zu den persönlichen Motiven gibt es kaum Aussagen, jedoch existieren Untersuchungen und theoretische Abhandlungen zum Vorhandensein dieser.

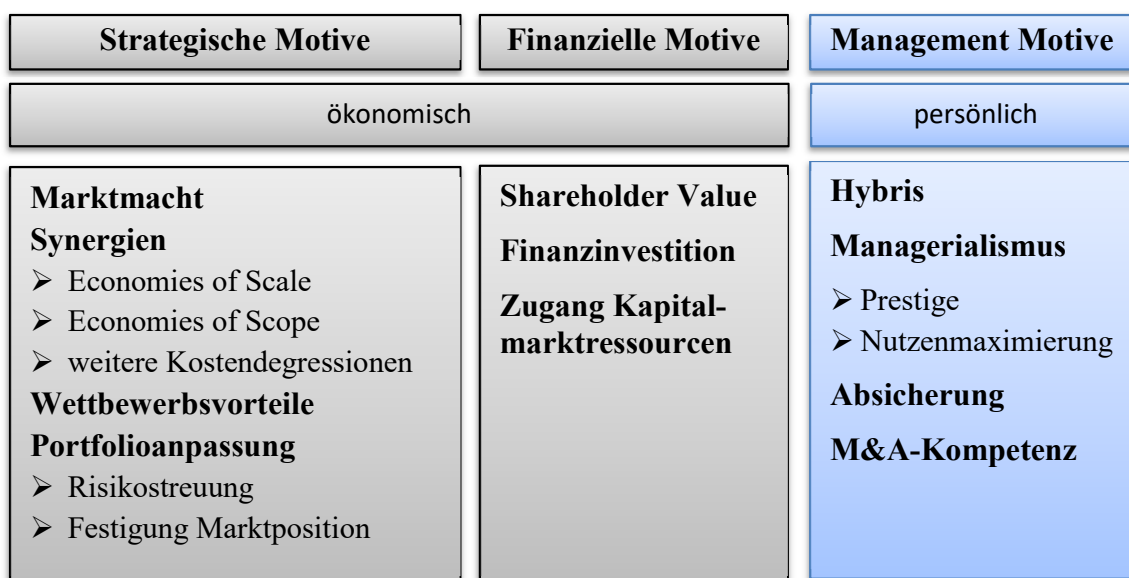


Abbildung 1: Überblick der Ziele bei M&A-Transaktionen [9]

2.1. Strategische Motive

Strategische Ziele orientieren sich an einem langfristigen Planungshorizont. In der Regel wird hierbei der in die Zukunft reichende Zeitraum zwischen fünf bis 15 Jahre betrachtet. Planungsgegenstand hierbei sind meist die Erschließung und Sicherung von Erfolgspotentialen oder die Verringerung von Risiken. [10]

Unter anderem können Unternehmenszusammenschlüsse der Verfolgung dieser Strategien dienen, etwa wenn es darum geht neue Absatzmärkte zu erschließen, zu beeinflussen oder durch Zukäufe und gemeinsamer Entwicklung neue Produkte hervorzubringen bzw. mit Zugriff auf zusätzliche Forschungsergebnisse und spezifisches Know-How Innovationen schneller voranzutreiben.

Folgende Unterpunkte zeigen die wichtigsten Beweggründe für die Wahl einer M&A-Transaktion zur Zielerreichung in der Strategieplanung.

[8] vgl. Witt 2019, S.59 f

[9] eigene Darstellung in Anlehnung an Wirtz 2003, S.67 ff und Vogel 2002, S. 32 ff

[10] vgl. Wöhe 2013, S.76

2.1.1 Marktmacht-These

Unterstellt man als Motivation für die Durchführung eines Unternehmenskaufes oder Zusammenschlusses die Erhöhung der Marktmacht, wird davon ausgegangen, dass durch genannte Transaktionen Unternehmen aktiv Einfluss auf die Marktstruktur, das Marktverhalten und die Marktleistung üben wollen. Durch die Aufnahme von z.B. konkurrierenden Unternehmen soll der bereits vorherrschende Wettbewerb auf einem bestehenden Markt reduziert werden, wobei durch Erhöhung des eigenen Marktanteils hinsichtlich Kundenzahl und Absatzmenge gleichzeitig eine stärker marktbeherrschende Position angestrebt wird. ^[11] Dies könnte sich daraus ergeben, dass der Zusammenschluss zu einem größeren Unternehmen andere Wettbewerber abschreckt direkt in einen Preiskampf zu treten oder den Markteintritt für neue Wettbewerber generell erschwert. Dies gilt insofern bereits Kostenvorteile vorhanden sind bzw. durch Unternehmenszusammenschlüsse ausgebaut werden können. ^[12]

Durch kartellrechtliche Kontrollen und strenge Limitierung ^[13] rückt hier nicht die alleinbeherrschende Marktposition im Sinne eines Monopols in den Blickwinkel der Unternehmen bzw. ist bereits ausgeschlossen. Als vorrangig gilt die Aufstellung gegen den vorherrschenden Wettbewerb und die stärkere Möglichkeit Märkte zu gestalten, sei es hinsichtlich Endverbraucherpreisen oder Verträgen mit Lieferanten. In diesem Zusammenhang liegt der Fokus nicht allein auf Zukäufen im Feld der Konkurrenzunternehmen, sondern auch in Bereichen wie z.B. vor- oder nachgelagerter Prozesse oder Gemeinsamkeiten in der Wertschöpfungskette. Schließen sich zwei Unternehmen mit ähnlichem Herstellungsprozess zusammen, so können sich durch eine gemeinsam höhere Herstellungsmenge und damit einhergehender verstärkter Verhandlungsposition gegenüber Lieferanten durchaus Preisvorteile in der Beschaffung von Rohstoffen ergeben. ^[14]

Letztendlich trägt jeder Deal, welcher die Größe des Unternehmens erhöht oder generell durch Kostenvorteile, Erhöhung der Kundenanzahl, Absatzmengen, dem Ausbau internationaler Beziehungen o.ä. stärker positioniert, auch zur Erhöhung der

^[11] vgl. Jansen 2016, S.171 f

^[12] vgl. Mueller 1979, S.1 f

^[13] siehe u.a. Regelungen zur dt. Fusionskontrolle unter Berücksichtigung kartellrechtlicher Umsatzschwellen § 36(1)S.1 GWB „...Zusammenschluss der wirksamen Wettbewerb erheblich behindert,..., ist vom Bundeskartellamt zu untersagen.“ und als Pendant auf europäischer Seite die FKVO

^[14] vgl. Mueller 1979, S.3

Marktmacht und somit zu mehr Möglichkeiten der Einflussnahme auf den Märkten bei. Die Ermittlung des Marktanteils gilt dabei als wichtiger Indikator zur Einschätzung wie groß die Marktmacht eines Unternehmens ist. ^[15]

2.1.2 Synergien

Ein wichtiger Treiber für M&A Entscheidungen und die damit verbundene Zielformulierung sind Synergien, in denen es darum geht den größtmöglichen Nutzen aus einem Zusammenschluss zu ziehen und jegliches Potential für Vorteile abzuschöpfen.

Unter Synergie versteht man das Zusammenarbeiten bzw. Zusammenwirken verschiedener Kräfte, hier also zwei oder mehrere Unternehmen durch einen Zusammenschluss. Es wird davon ausgegangen, dass die Parteien von der Zusammenarbeit profitieren und die Gesamtleistung im Endeffekt höher liegt als die Summe der Einzelleistung, oftmals als „1+1=3“-Effekt beschrieben. ^[16]

Vorteile, oder auch positive Synergie-Effekte, entstehen dabei vorrangig durch den Zusammenhang von Unternehmensgröße und Produktprogramm und damit verbundenen erreichbaren Kostenvorteilen.

Können zwei Unternehmen ihre Produktion oder Teile davon zusammenlegen, verändert sich das Verhältnis zwischen Produktionsmenge und den Kosten im positiven Sinn, sogenannte Economies of scale. Dies ergibt sich z.B. aus einer Optimierung der Kapazitätsauslastungen heraus oder gemäß dem Erfahrungs- bzw. Lernkurvenkonzepts mit steigender Gesamtausbringungsmenge durch effizienter werdende Abläufe und daraus resultierenden niedrigeren Stückkosten. Selbst bei unterschiedlichen Produkten und geringen Gemeinsamkeiten im Wertschöpfungsprozess können Verbundvorteile, sogenannte Economies of scope, entstehen. Durch das Zusammenlegen der Buchführung, Verwaltung, der gemeinsamen Nutzung von Vertriebswegen im Marketing, dem Zusammenführen des F&E-Bereichs und weiterer Doppelstrukturen liegen Möglichkeiten Kosten einzusparen. ^[17] Die neue Unternehmensgröße kann ebenso zu niedrigerem Materialaufwand durch Preisvorteile bei der Rohstoffbeschaffung führen. ^[18]

^[15] vgl. Wöhe 2013, S.417 und §18 (4) GWB: Marktbeherrschung wird vermutet bei Marktanteil von 40%

^[16] vgl. Wöhe 2013, S.189

^[17] vgl. Vogel 2002, S.34

^[18] vgl. Courth et al. 2008, S. 8-14

Weitere Vorteilmöglichkeiten liegen in der Steigerung der Kundenanzahl sowie Durchsetzung höherer Preise durch Steigerung des Anbieteransehens oder Wegfall gegenseitigen Wettbewerbs. ^[19]

Alles in allem sind Potentiale zur Schaffung von Vorteilen zahlreich vorhanden und stehen nicht grundlos an erster Stelle bei der Nennung von Motiven, jedoch müssen sie auch geplant und während der Integration erarbeitet werden. ^[20]

Vorab wird meist eine quantifizierte Einschätzung der Synergie-Effekte vorgenommen um den Nutzen einer solchen M&A-Entscheidung abzuwägen und zu begründen.

2.1.3 Portfolioanpassung

Das Portfolio eines Unternehmens setzt sich in der Regel nicht nur aus einem Produkt oder angebotenen Dienstleistung zusammen, sondern enthält ein mehr oder weniger breit aufgestelltes Spektrum. Dies können z.B. mehrere Varianten eines Produktes mit unterschiedlicher Ausstattung sein, Produktzubehör und zugehörige Dienstleistungen um das Angebot zu ergänzen oder gar komplett unabhängige, artfremde Angebote. Die Entscheidung welche Produkte oder Anlagen ein Unternehmen hält, folgt dabei unterschiedlichen Überlegungen.

Zum einem wird der Produktlebenszyklus berücksichtigt. Dabei wird das noch mögliche Marktwachstum, sowie das Potential weiterer Marktanteilerhöhungen untersucht. Aufstrebende Produkte mit steigender Nachfrage werden dementsprechend durch höhere Investitionsbudget und Weiterentwicklung gefördert oder durch Zukäufe ins Portfolio aufgenommen. Auslaufmodelle bzw. Produkte mit stark gesunkener Nachfrage werden hingegen aufgrund ihres Ergebnisbeitrages lediglich gehalten oder durch Desinvestition aus dem Portfolio entfernt. Der Zukauf neuer Unternehmen oder Desinvestition unrentabler Geschäftseinheiten dient dieser Überlegung folgend der Optimierung des Portfolios hinsichtlich Rentabilität und Potential. ^[21]

Ein weiterer Aspekt findet sich in der Risikostreuung. Demnach wird ein Portfolio unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Konjunkturzyklen in verschiedenen Branchen und Märkten zusammengestellt. ^[22] Beispielhaft lässt sich hier das Managen von Fonds für den Börsenhandel heranziehen. Investiert wird in eine breite Auswahl an

^[19] vgl. Mueller 1979, S.4 f

^[20] vgl. Witt 2019, S.59 f

^[21] vgl. Jansen 2016, S180 ff

^[22] vgl. Jansen 2016, S178

Anlagemöglichkeiten, z.B. in Aktien von Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen und Märkten. Die Anlagearten werden mit unterschiedlich hohen Risikofaktoren eingestuft und durch Diversifikation ein optimaler Risikoausgleich, entsprechend der eigenen Risikoaversion, mit bestmöglichem Ertrag anvisiert. Ähnlich können auch Unternehmen in mehreren Branchen aktiv sein und so die Gesamtertragssituation zu glätten und ein stabiles Durchschnittsrisiko zu halten.

Weitere Entscheidungskriterien für den Zukauf von Unternehmen im Sinne einer Portfoliooptimierung liegt außerdem in der Erschließung neuer regionaler Märkte und Absatzkanäle. ^[23]

2.1.4 Wettbewerbsvorteile

Das Erlangen und Ausbauen von Vorteilen gegenüber dem Wettbewerb ist ein bedeutender Faktor zur Stärkung von Unternehmen, bedeutet es doch auch das Erlangen von Marktmacht, eine Erleichterung beim Absatz, sowie bei der Einführung neuer Produkte.

Vorteile entstehen vor allem durch Kostenführerschaft, dem Abheben des Leistungs- und Qualitätsniveaus von der Konkurrenz, der Konzentration auf Marktnischen als auch einer effizienten Wertschöpfungskette. ^[24] Zukäufe und Fusionen können von Interesse sein, wenn z.B. spezifisches Know How eingekauft werden soll oder durch vertikale Integration der gesamte Wertschöpfungsprozess optimiert werden kann.

^[23] vgl. Vogel 2002, S.35

^[24] vgl. Jansen, 2016, S190 f

2.2 Finanzielle Motive

Vorrangig treten hier die Steigerung finanzieller Kennzahlen auf den Bildschirm, nicht unbedingt in Abhängigkeit von den strategischen Überlegungen wie Marktmacht oder Portfoliooptimierung. Jedoch nehmen sie wie die strategischen Motive einen bedeutenden Platz ein und werden als Zielvorstellungen häufig in Verbindung mit dem Zusammenschluss von Unternehmen genannt. Sie stehen schließlich in direktem Zusammenhang mit der Gewinnerzielung, dem Eigenkapital, der Finanzstärke und letztendlich auch der Attraktivität eines Unternehmens für Anleger und Investoren.

2.2.1 Finanzinvestitionen

Zur Verdeutlichung können hier Private-Equity-Gesellschaften aufgeführt werden, die darauf spezialisiert sind Unternehmen zu erwerben und durch Restrukturierung nachhaltig neu zu positionieren. Im Anschluss werden die Unternehmen als Ganzes oder in Teilen gewinnbringend weiterveräußert. ^[25] Interessant werden insbesondere Unternehmen als Übernahmeobjekt, die z.B. aufgrund fehlender strategischer Ausrichtung oder mangelndem Know-How ihr Potential noch nicht erreichen konnten oder vom Markt unterbewertet sind und somit noch Spielraum in der Gewinnspanne bei einem Wiederverkauf bieten können. Diese Vorgehensweise der Gewinnerzielung kann vom nachhaltigen Bestreben bis hin zur reinen Spekulation unterschiedliche Ausmaße annehmen.

Auch für Unternehmen, deren Hauptgeschäftsfeld nicht im Bereich der Finanzinvestitionen liegt, ist dieser Blickwinkel von Bedeutung. So ist es z.B. nicht unüblich ein gekauftes Unternehmen in Teile, die dem Unternehmenszweck dienen und nichtrelevante Teile zu unterscheiden. Letztere werden entweder durch den Erwerb von sogenannten Carve Outs vom Verkäufer bereits von vornherein ausgeklammert oder im Anschluss weiterveräußert.

Während dieses Motiv bei Finanzinvestoren deutlich kommuniziert wird, findet es bei Unternehmenskäufen strategischer Investoren seltener Erwähnung. Dies soll jedoch nicht bedeuten, dass dieser Punkt keine Beachtung erhält. ^[26]

Ein weiterer finanzieller Aspekt besteht für Unternehmen aus Wachstumsmärkten. Hier besteht i.d.R. verstärkt Investitionsbedarf um weiteres Wachstum zu generieren. Durch

^[25] vgl. Vogel 2002, S. 290

^[26] vgl. Vogel 2002, S. 39 f

den Zusammenschluss mit finanzstarken Unternehmen kann das notwendige Kapital beschafft werden, während beide Unternehmen von weiteren Wachstumsraten profitieren können. ^[27]

2.2.2 Shareholder Value

Die Maximierung des Shareholder Value entspricht dem Ziel der Gewinnmaximierung, allerdings mit einer stärkeren Orientierung an den Kapitalmärkten. ^[28] Ziel dieser Unternehmensstrategie börsennotierter Unternehmen ist es den Unternehmenswert zu Gunsten des Aktionärsvermögens zu steigern. ^[29] Aktionäre erwarten für ihren Kapitaleinsatz ebenso einen adäquaten Risikoausgleich. Das eingesetzte Kapital soll im Idealfall eine höhere Verzinsung erwirtschaften als eine Alternativenanlage mit ähnlichem Risikoprofil.

Eine Möglichkeit den Unternehmenswert und somit die Rendite auf die Investitionen der Shareholder zu erhöhen, ergibt sich durch den Zukauf eines geeigneten selbständigen Unternehmensteils oder der Nutzung von Synergieeffekten bei Zusammenschlüssen ^[30], sowie der Veräußerung von Unternehmen mit unterdurchschnittlichen Renditen zwecks Vermeidung von Wertvernichtung.

2.2.3 Zugang Kapitalmarktressourcen

Mit einer Erhöhung der Unternehmensgröße lässt sich mitunter auch die gesamte Finanzierungsposition verbessern. Ab einer bestimmten Größe rechnet es sich z.B. Kapital durch die Ausgabe von Aktien oder Unternehmensanleihen zu beschaffen. Ebenso ist es möglich für eine größere Anzahl an Investoren interessant zu werden oder die neue Unternehmensgröße kann sich auf die Kreditwürdigkeit auswirken. ^[31] In diesem finanzpolitischen Kontext können Unternehmenszusammenschlüsse zielführend sein.

^[27] vgl. Zwahlen 1994, S. 66 f

^[28] vgl. Wöhe 2013, S. 183

^[29] vgl. Rappaport 1999, S. 164

^[30] vgl. Wöhe 2013, S. 188

^[31] vgl. Zwahlen 1994, S. 69 f

2.3 Persönliche Motive

Da Mergers und Akquisitionen trotz sämtlicher Analysen und Ziel- sowie Strategievorgaben letztendlich menschliche Entscheidungen sind, können auch persönliche Einflüsse und Beweggründe nicht vollständig ausgeklammert werden. Eigene Motive des Managements können bei manchen Entscheidungen gar die einzig logische Erklärung darstellen. Problematisch ist dabei lediglich, dass sie in den wenigsten Fällen offen kommuniziert werden und meist nicht mehr als Vermutungen bleiben, somit rein theoretisch und nicht messbar. Von Interesse sind sie dennoch, wenn es darum geht Gründe für Misserfolge oder Erfolge zu finden oder Entlohnungssysteme für das Management zu entwickeln.

2.3.1 Hybris

Bei dieser Form der Selbstüberschätzung, vor allem von Personen in Machtpositionen, bis hin zum Realitätsverlust, schätzt das Management das eigene Potential hinsichtlich der Führungs- und Problemlösungsfähigkeiten, Integrationskompetenz und Synergieerzielung so stark ein, dass sogar Preise oberhalb der Marktpreise bereitwillig gezahlt werden. Das Vertrauen in die eigenen Fähigkeiten führt zu der Überzeugung besser als der Markt sein zu können und resultiert in schwach ausgeprägten Vorbehalten und Zweifel. Entscheidungen zur Durchführung einer M&A-Transaktion werden dadurch öfter und schneller gefällt. ^[32]

2.3.2 Manageralismus

Hier geht es hauptsächlich um Überlegungen rund um die Abgabe der Führung von Unternehmen auf eine Managementebene und deren optimalen Ausprägung, sowie dem Grad der Einbindung der Gesellschafter und Anteilseigner als Kontrollinstanz. Im Zusammenhang mit der Delegation von Entscheidungsbefugnissen und -spielräumen an das Management, wurden mit der Zeit unterschiedliche Kontroll- und Entlohnungsmechanismen entwickelt. Mitunter werden Zahlungen entsprechend der Firmengröße vorgesehen bzw. an das Umsatzwachstum gekoppelt. Auch Gründungsprofite sind möglich. ^[33] Da Fusionen und Unternehmenszukäufe ein schneller Weg sind um die Größe eines Unternehmens zu erweitern, wird als Motiv für eine solche Entscheidung die Erzielung persönlicher Gewinne in Betracht

^[32] vgl. Jansen 2016, S.175 f

^[33] vgl. Mueller 1979, S.17

gezogen. Dazu gehören neben der Ergebnisgestaltung auch das Streben nach Größe, folglich Prestige und Macht und zusammenfassend sämtlicher Motive des Managements zur Maximierung des eigenen Nutzens. ^[34] Wie eingangs erwähnt ist jedoch eine Unterscheidung zwischen persönlichem und realem Gewinnstreben schwer auszumachen. Oftmals werden diese Motive als eine Art Restgröße zur Erklärung mit einbezogen, wenn ein Zusammenschluss sonst nicht weiter gewinnbringend zu sein scheint. ^[35]

2.3.3 M&A-Kompetenz und Absicherung

Ausgangspunkt ist die Risikostreuung ähnlich den Überlegungen der Portfolioanpassung. Durch breite Diversifikation soll ein möglichst niedriges Durchschnittsrisiko gehalten werden, sowie eine stabile Ertragssituation. In diesem Kontext erlangt auch das Management eine Sicherung des eigenen Beschäftigungsverhältnisses und eine Stabilisierung des eigenen Einkommens, wenn dieses z.B. an die Größe und den Ertrag des Unternehmens gekoppelt ist. Dabei ist es auch denkbar, dass weitere Schulden aufgenommen werden um die stillen Reserven eines Unternehmens zu erwerben und so das eigene Unternehmen abzusichern.

Der Punkt M&A-Kompetenz wird im Zusammenhang mit dem Absicherungsgedanken des Managements aufgeführt, da diese Transaktionen ein hohes Maß an Spezialisierung und Know-How erfordern. Die eigenen Kenntnisse dahingehend zu erweitern, stärkt folglich auch die eigene Position. ^[36]

^[34] vgl. Vogel 2002, S.41

^[35] vgl. Mueller 1979, S.18

^[36] vgl. Gerpott 1993, S.266

3. Erfolgs- und Misserfolgskfaktoren

So komplex M&A-Transaktionen sind, so vielfältig gestalten sich die Ursachen für deren Erfolg oder Misserfolg. Dabei stehen viele Faktoren in sehr engem Zusammenhang zueinander und die Suche nach Gründen für einen Misserfolg gestaltet sich ähnlich aufwendig. Mit der Zeit und Studien zu dieser Thematik wurden aber häufig vertretene Ursachen erkannt, wobei gewisse Punkte wie persönliches Fehlverhalten letztendlich weiterhin auf Thesen beruhen.

3.1 Persönliche Faktoren

Zusammenhänge zwischen den persönlichen Motiven und den Erfolgs- bzw. Misserfolgsquoten können zwar in den wenigsten Fällen nachgewiesen werden, jedoch lassen sie sich auch nicht vollständig ausschließen. [37]

Die Hybris als indirektes Motiv für Unternehmensübernahmen, kann gleichzeitig als Erklärung für Misserfolge herangezogen werden. Selbst wenn es dem Management aus verschiedenen Gründen möglich ist besser als der Markt agieren zu können, so muss dennoch berücksichtigt werden, dass eine überdurchschnittliche Managementperformance notwendig ist um überhaupt das Ausgangsniveau in Höhe des Kaufpreises zu erwirtschaften oder weitere Wertsteigerungen zu erzielen. [38]

Eine weitere Theorie spricht vom Point-of-no-return-Effekt. Dabei scheint eine Transaktion zunächst sinnvoll, wird aber mit voranschreitender Due Diligence und umfangreicher vorliegenden Informationen immer unattraktiver. Um einen Gesichtsverlust zu vermeiden, eventuell auch im Zusammenhang mit vorangegangener Selbstüberschätzung, wird die Transaktion dennoch durchgezogen. [39]

Prinzipiell steigt die Aussicht auf Erfolg je kalkulierter und objektiver die Entscheidung getroffen wird.

Einen hohen Einfluss auf das Erfolgsniveau liegt in den M&A-Erfahrungen eines Unternehmens. Mit steigender Anzahl an Transaktionen steigt der Lerneffekt und verbessert die Vorbereitung und Durchführung. Allerdings kann dies auch dazu führen, dass eine gewisse Routine einsetzt und weniger Sorgfalt und Aufmerksamkeit die Fehlerquellen erweitern. [40]

[37] vgl. Vogel 2002, S. 43

[38] vgl. Jansen 2016, S. 175 ff

[39] vgl. Vogel 2002, S. 42

[40] vgl. Gerpott 1993, S.271 f

3.2 Kostenfaktor

Die Kosten stehen in engem Zusammenhang mit den erwünschten Synergie-Effekten und sind Grundlage für das Erreichen mancher Ziele. Gleichzeitig stellen sie auch die Größe dar, welche am ehesten für eine Zielverfehlung sorgen kann.

Soll ein Zusammenschluss zweier Unternehmen im Verbund für niedrigere Kosten sorgen, so steht dem auch ein gewisser Aufwand zur Erreichung entgegen.

Transaktionskosten fallen an um den Deal abwickeln zu können, vom Engagement externer Berater, der Kommunikation mit dem Zielunternehmen und dem Rahmen dafür, bis hin zur investierten Zeit mehrerer interner Beteiligter.

Ein weiterer separater Punkt ist der Kaufpreis, welcher entsprechend der vertraglichen Regelung durchaus zum Zeitpunkt des Closing erneut abweichen kann.

Auch nach dem erfolgreichen Abschluss eines Deals stehen notwendige Investitionen an. Soll der Auftritt beider Unternehmen im Zuge einer Verschmelzung vereinheitlicht werden, so bedeutet dies gleichzeitig höhere Kosten für das Marketing bezüglich Werbung und Corporate Design. Werden Produkte des zugeführten Unternehmens in das aktuelle Portfolio aufgenommen, kommen weitere Werbemaßnahmen und die Neugestaltung der Verpackung oder Aufmachung hinzu. ^[41]

Eine neue Unternehmensgröße stellt das Management möglicherweise vor neue Herausforderungen in der Steuerung- und Kontrolle, sodass die zusätzlich entstehenden Bürokratiekosten die Einsparungen sinken lassen. ^[42]

Die Gefahr besteht hier einige Kostenfaktoren unwillentlich nicht mit einzukalkulieren oder das Ausmaß zu unterschätzen.

Werden bereits sämtliche möglichen Aufwände berücksichtigt und die wertmäßigen Synergien dementsprechend realistisch ausgerichtet, steht dem weiterhin eine gewisse Unsicherheit entgegen. Da Unternehmenszusammenschlüsse sehr komplexe Unterfangen sind, ist eine Verzögerung nie ganz ausgeschlossen. Sei es durch Streitthemen bei den Verhandlungen, Abweichungen oder Ereignisse nach dem Signing oder wird gar eine gerichtliche Klärung notwendig. All dies macht sich im Kostenblock und somit auch im Endergebnis bemerkbar.

Eine realistische Einschätzung und vollständige Auflistung der Aufwände, sowie eine möglichst detaillierte Planung und genaue Untersuchung der Transaktion im Vorfeld helfen diesen Faktor in einem Rahmen mit möglichst niedriger Schwankung zu halten.

^[41] vgl. Jansen 2016, S. 173

^[42] vgl. Jansen 2016, S. 23

3.3 Finanzieller Einfluss

Als Erfolgsfaktor steht die Finanzkraft des Käuferunternehmens im Vordergrund. Trotz einer intensiven und umfangreichen Planung, können die Kosten nach Abschluss einer M&A-Transaktion höher als erwartet sein z.B. bei den Integrationsmaßnahmen. Auch externe Faktoren und Änderungen können die Entwicklung in eine andere Richtung abwandern lassen. Zum Beispiel können Kursstürze der Börsenwerte erhebliche Auswirkungen auf die Kauffinanzierung haben, vor allem wenn ein beträchtlicher Teil auf der Ausgabe von Aktien beruht. In diesem Fall ist es von Vorteil vertraglich auf unvorhergesehene Ereignisse abgesichert zu sein, weitere Reserven zu haben oder noch einen gewissen Verhandlungsspielraum bei den Fremdkapitalgebern, als sich mühsam nach Finanzierungshilfen umsehen zu müssen. ^[43]

Dies bedeutet nicht nur einen Zeitverlust, sondern auch steigende Unsicherheit aller Beteiligten und damit einhergehend schwer abwägbaren Auswirkung auf den Deal z.B. durch die Abwanderung von Schlüsselpersonal oder steigenden Kosten.

3.4 Transaktionsprozess

Mit zunehmender Größe des Zielunternehmens, steigt auch die Komplexität und Beherrschbarkeit des Transaktionsprozesses. ^[44]

In diesem Kontext ist sich die Literatur größtenteils einig, dass der ideale M&A-Prozess mindestens aus einer Planungs-, Transaktions- und Integrationsphase besteht.

Erfolgsstudien belegen zudem, dass Unternehmen mit hohen Erfolgsraten diesem Vorgehen konsequent folgen. ^[45]

3.4.1 Planungsphase

Diese Phase dient der Analyse und Vorbereitung. Bestenfalls besteht bereits eine Strategie anhand welcher die Auswahl der Zielunternehmen vorgenommen oder die Entscheidung für oder wider einen Unternehmenskauf gefällt wird. Konkrete Knock-Out- oder Mindestkriterien können die Grundlage für ein rationales Auswahlssystem ^[46] stellen und persönliche Zieleinflüsse reduzieren. Eine Analyse der eigenen Marktposition, Stärken und Schwächen, des Unternehmensumfeldes und der

^[43] vgl. Jansen 2016, S. 303

^[44] vgl. Gerpott 1993, S. 267

^[45] vgl. Jansen 2016, S. 293

^[46] vgl. Gerpott 1993, S. 5

allgemeinen Marktsituation verfeinern diese Systematik und potentielle Hürden können hier bereits erkannt werden.

Ist die Entscheidung für einen Kauf gefallen, sollte begonnen werden ein differenziertes Team aus sämtlichen Bereichen für das Projekt auf die Beine zu stellen.

3.4.2 Transaktionsphase

Die Due Diligence, Unternehmensbewertung, Kaufpreis- und Vertragsverhandlung bilden hierfür das Kernstück. Das zu erwerbende Unternehmen wird mit Hilfe von Spezialisten wie Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern und Anwälten möglichst genau geprüft und mögliche Risiken evaluiert. Insofern nicht vom Deal Abstand genommen wird, sollten sich diese in der Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung widerspiegeln und im Vertragswerk entsprechend abgesichert werden.

Die Gefahr in dieser Phase besteht darin durch Zeitnot und Erfolgsdruck Verträge übereilt abzuschließen. Strittige Punkte werden dabei nicht gänzlich geklärt und in die Phase der Integration nach Vertragsabschluss verlagert. ^[47]

3.4.3 Integrationsphase

Die Post Merger Integration gilt als ein wesentlicher Erfolgsfaktor bei Unternehmenszusammenschlüssen. In dieser Phase gilt es die strategisch und finanziell gesteckten Ziele zu verwirklichen bzw. deren Umsetzung in die richtigen Startbahnen zu lenken. Erfolg entsteht nicht nur durch Planung, sondern muss erarbeitet werden. Mangelt es hier an Aufmerksamkeit und Beachtung, entsteht eine Lücke zwischen Planung und Umsetzung. Diese findet sich meist unter den Ursachen der M&A-Misserfolgsquoten. ^[48]

Besonders der Einsatz und die Zusammenführung der Mitarbeiter ist um einiges schwieriger, als bei einer Expansion aus eigener Kraft und wird gern unterschätzt. ^[49] Jedes Unternehmen entwickelt eine Art eigene Kultur, die geprägt ist von spezifischen Werthaltungen, Normen, Verhaltensmustern und Entscheidungsstilen. Diese zusammenzuführen ist meist kein kurzfristiges Projekt, allerdings für den Erhalt der Leistungsfähigkeit, Bereitschaft und letztlich dem Wertschöpfungsprozess wichtig. ^[50]

^[47] vgl. Sieben 1989, S. 43

^[48] vgl. Courth et al. 2008, S. 8-14

^[49] vgl. Rappaport 1999, S. 165

^[50] vgl. Gerpott 1993, S. 6

3.5 Zeitliche Erfolgsfaktoren

Der Zeitpunkt um ein umfassendes M&A-Projekt in Angriff zu nehmen, ist ein weiterer Faktor für dessen Erfolg. Betrachtet man die gesamtwirtschaftliche Lage, saisonale Entwicklungen oder die Situation an den Kapitalmärkten ist je nachdem mehr oder weniger Vorsicht geboten. In Rezessionen und Krisenzeiten sollten diese hohen Investitionen sorgfältig überlegt sein, denn auch das Käuferunternehmen kann den Auswirkungen z.B. hinsichtlich Liquidität und Finanzierungskraft ausgesetzt sein. Das Risiko zu unterschätzen oder den Zeitpunkt der Wendung zurück zu einer positiven Entwicklung fehlzudeuten, kann letztendlich erhöhten Aufwand oder Misserfolg bedeuten. ^[51]

3.6 Geographischer Erfolgseinfluss

Ergibt sich durch den Zusammenschluss von Unternehmen eine geographische Ausweitung der Absatzmärkte, birgt dies neben neuen Absatzmöglichkeiten für die Produkte beider Unternehmen durch Cross-Selling und die Nutzung neuer Vertriebskanäle auch die ein oder andere Hürde. ^[52]

Wichtig ist zu erkennen, dass die Änderung von Umwelt- und Rahmenbedingungen auch Einfluss auf die Erfolgchancen haben. Relevante Unterschiede finden sich in Politik, Konjunktur, Sättigung der Märkte, Substitutionsmöglichkeiten und den unterschiedlichen Wachstumsraten in den Volkswirtschaften aber auch kulturellen Unterschieden. Wird durch Zukäufe der Weg in neue Märkte geebnet, so muss dies nicht Akzeptanz und weiterem Wachstum einhergehen. Vielmehr gilt es diese Zielmärkte mit Sorgfalt zu beobachten, notwendige Anpassungen vorzunehmen und Gefahren rechtzeitig zu erkennen. ^[53]

^[51] vgl. Jansen 2016, S. 168

^[52] vgl. Courth et al. 2008, S. 8-14

^[53] vgl. Zwahlen 1994, S. 47

4. Erfolgsmessung

Die meisten M&A-Transaktionen werden durch Gesellschafter-, Hauptversammlungen oder Aufsichtsrat genehmigt, nachdem das Management die Vorhaben unter Angabe von konkreten Zielen und Vorlage von Planwerten vorgeschlagen hat. Somit stellt die Erfolgsmessung eine ebenso wichtige Funktion dar, wie die Ex-ante-Analysen und Zielformulierungen. Zum einen wird sie von den genannten Gremien als Kontrolle gefordert, zum anderen dient sie der Erkenntnisgewinnung für zukünftige Transaktionen. ^[54]

In der Praxis hat sich eine Kombination aus der jahresabschlussorientierten Analyse, kapitalmarktorientierten Analyse, Insiderbefragung sowie die Betrachtung bestimmter Ereignisse in Folge der Transaktion durchgesetzt. ^[55]

4.1. Experten-/Insiderbefragung

Der Erfolg eines Zusammenschlusses lässt sich zwar durch Kennzahlen analysieren, ein vollständigeres Bild ergibt sich jedoch durch die Berücksichtigung von subjektiven Einschätzungen, etwa bei der Analyse des M&A-Prozesses an sich und der Bestimmung von Fehlerquellen. Befragt werden dazu meist das Management und die Berater des durchführenden Unternehmens, da hier mehr Informationen zum Deal als bei externen Stakeholdern vorliegen. Durch Fragebögen oder strukturierte Interviews soll eine Erfolgseinschätzung vorgenommen werden. Wurden die abgesteckten Ziele innerhalb des angesetzten zeitlichen Rahmens erreicht, wo bestehen Abweichungen zu den Zielvorgaben bzw. in welchem Ausmaß und liegen diese im Einflussbereich der Parteien oder wurden sie durch schwer absehbare externe Faktoren verursacht. Durch die Meinungsevaluierung von Betroffenen, erfolgt eine subjektive Erfolgseinschätzung. Zu beachten ist dabei ein gewisser Hang zur positiven Darstellung des Deals. Vor allem im Management ist man eher dazu geneigt, bewusst oder unbewusst, eine Transaktion besser darzustellen als sie tatsächlich ist. Das eingestehen eines Fehlers geht zumeist zögerlicher von Statten als die Präsentation eines positiven Ergebnisses. ^[56]

Zusätzlich kann eine Befragung der Mitarbeiter sinnvoll sein, da hier die direkten Änderungen im Wertschöpfungsprozess stattfinden und besonders die Kommunikation und Integrationsmaßnahmen kritischer betrachtet werden.

^[54] vgl. Vogel, 2002, S.272 ff

^[55] vgl. Jansen, 2016, S.372

^[56] vgl. Vogel, 2002, S.275 ff

4.2 Analyse von Einzelindikatoren

Betrachtet man im Zusammenhang mit der Transaktion stehende Ereignisse, können diese gegebenenfalls Rückschlüsse auf den Erfolg ermöglichen. Als geeignete Indikatoren stehen hierfür die Wiederverkaufsrate und die Fluktuationsquote zur Verfügung.

Der Wiederverkauf eines zuvor akquirierten Unternehmens kann unter Umständen auf einen Misserfolg hinweisen. Da sich die Unternehmen nach solch einem komplexen Deal und den damit verbundenen Aufwand wieder trennen, kann die Vermutung hin zu negativen Auswirkungen für die Unternehmen oder Schwierigkeiten bei der Zusammenführung gehen. Auch wenn die anschließende Desinvestition von vornherein geplant war oder lediglich aufgrund eines attraktiven Kaufangebotes oder veränderter Umfeldbedingungen vorgenommen wird, so kann zumindest die Wertdifferenz zwischen Kauf und Verkauf als Erfolgsmaßstab herangezogen werden. ^[57]

Ein weiteres Indiz findet sich in der Fluktuation der Schlüsselmitarbeiter vor und nach einer Akquisition, vornehmlich des Top-Managements. Verlässt das Management eher unfreiwillig das Unternehmen, könnte dies auf das Auswechseln einer ineffizienten Führungsebene hinweisen und somit als erfolgspositiver Schritt betrachtet werden. Wird diese Entscheidung hingegen noch vor Ende der Transaktion freiwillig und ohne weitere Abstimmung mit dem aktuellen Management getroffen, stellt sich erneut die Frage nach den Erfolgsaussichten und ob nicht bereits an dieser Stelle bereits die falsche Richtung eingeschlagen wurde. In jedem Fall ist auch eine Interpretation der Fluktuationsquote nicht sofort eindeutig und erfordert weitere Ursachenforschung ^[58].

4.3 Untersuchung Jahresabschlüsse

Die Erfolgsmessung eines M&A-Deals erfolgt hier anhand von unmittelbar auf monetären Größen aufbauenden absoluten und relativen Kennzahlen wie EBIT, Cash Flow, Umsatz, Gewinn, sowie Eigenkapital- der Umsatzrenditen. Anhand der Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen der handelsrechtlichen Abschlüsse wird ein Soll-Ist-Abgleich vorgenommen und der Zielerreichungsgrad, somit letztendlich die Einstufung als Erfolg oder Misserfolg, ermittelt. ^[59] Die Soll-Werte werden bereits in der Entscheidungsphase etabliert und bei der Zielformulierung präzisiert, da sie

^[57] vgl. Vogel, 2002, S.289 f

^[58] vgl. Gerpott 1993, S.208 f

^[59] vgl. Gerpott 1993, S. 191 ff

mitunter auch zur Überzeugung und Zustimmung eines Kontrollgremiums zur Durchführung einer Akquisition vorgelegt werden. Vorteilhaft ist hier, dass i.d.R. mögliche perioden- oder transaktionsfremde Effekte bei der Ermittlung der Planzahlen bereits berücksichtigt und herausgerechnet wurden. Die Abweichungen lassen sich so etwas genauer mit M&A-Prozess in Verbindung bringen.

Ebenso lässt sich durch einen wertmäßigen Vorher-Nachher Vergleich gewählter Größen eine positive oder negative Änderung ausmachen. Ein zusätzlicher Blick auf die Unternehmen der betreffenden Branche kann dabei Hinweise auf untypische Abweichungen in der eigenen Unternehmensentwicklung aufzeigen oder erste Erklärungsansätze für diese geben. ^[60]

4.4 Kapitalmarktorientierte Erfolgsanalyse

Als Ausgangspunkt werden meist die Börsenkursentwicklungen der Käuferunternehmen herangezogen, um die Reaktionen des Kapitalmarktes auf eine M&A-Transaktion zu analysieren. Einige wenige Studien schließen ebenfalls Kursänderungen der Zielunternehmen mit ein.

Diese zeigen sich zumeist bereits mit den ersten ernstzunehmenden Gerüchten oder spätestens bei der Bekanntgabe eines Übernahmeangebots und lassen sich über den gesamten Prozess bis über die Integrationsphase hinaus verfolgen. ^[61]

Zum einen ermöglichen sie Rückschlüsse auf die Beurteilung des Deals bezüglich der erwarteten Wertsteigerung oder Senkung bzw. des Grades an Optimismus oder Pessimismus der Aktionäre im Vorfeld. ^[62]

Zum anderen können die Eigentümerrenditen die mittels Dividenden und Kurssteigerungen erzielt werden nachvollzogen werden. Ist die Zielstellung der Unternehmen auf das Shareholder Value Konzept ausgerichtet, liegen entweder Planwerte zum Abgleich vor oder deren Minderung ist bereits ein Misserfolgszeichen an sich. ^[63]

^[60] vgl. Vogel 2002, S.277

^[61] vgl. Vogel 2002, S. 19

^[62] vgl. Mueller 1979, S. 6

^[63] vgl. Rappaport 1999, S. 15

Ein zusätzlicher Vergleich mit relevanten Indizes wie z.B. dem DAX oder eines spezifischen Branchenindex wird genutzt um Ausschläge und Abweichungen zu ermitteln und versucht dem M&A-Einfluss zuzuordnen. Verläuft die Entwicklung oberhalb des Index, könnte dies als positives Zeichen gewertet werden wohingegen eine unterdurchschnittliche oder negative Entwicklung erste Hinweise für einen Misserfolg liefert. ^[64] Ähnlich verhält es sich bei der Ermittlung der abnormalen Rendite. Die tatsächlich erreichten Renditen werden über einen bestimmten Zeitraum ins Verhältnis zu den hypothetischen Renditen bei Nichtdurchführung der Transaktion gesetzt und kumuliert. Ist die so gemessene kumulierte abnormale Rendite signifikant negativ, hat der Zusammenschluss zu einem Wertverlust geführt. ^[65]

5. Zusammenfassung

Selbst wenn hier nur exemplarisch die meist genannten Motive für M&A-Entscheidungen aufgegriffen wurden, so lässt sich bereits erkennen, dass es kaum möglich ist diese strikt voneinander zu trennen, da sie größtenteils ineinandergreifen und sich gegenseitig beeinflussen. Folglich wird bei der Ermittlung des Erfolges auf unterschiedliche Sichtweisen und Faktoren Rücksicht genommen werden müssen. Die Ermittlungsmethoden an sich setzen ebenfalls eine kritische Betrachtung voraus. Läuft man bei den qualitativen Methoden Gefahr eine zu positive Darstellung zu erhalten, bleibt bei den quantitativen Methoden die Frage inwiefern die durchgeführte Transaktion dafür verantwortlich ist. Gerade bei der Betrachtung der Börsenkurse muss stark davon ausgegangen werden, dass unterschiedliche Informationsstände und persönliche Gründe der Aktionäre ebenfalls zu einer eventuellen negativen Bewertung führen können, wie zeitliche Faktoren und Änderungen der wirtschaftlichen Umstände ursächlich dafür sein könnten.

Der Fall der Dresdner Bank – Übernahme soll die Erfolgsermittlung auf einen Prüfstand stellen und versucht werden neben einer Ergebnisermittlung auch mögliche Ursachen dafür zu finden.

^[64] vgl. Vogel 2002, S.287 f

^[65] vgl. Vogel 2002, S.282 f

6. Die Übernahme der Dresdner Bank durch die Commerzbank

Die öffentliche Bekanntgabe über den Verkauf der Dresdner Bank an die Commerzbank erfolgte am 31. August 2008 durch die Aufsichtsräte der Commerzbank und Allianz SE, nachdem man sich über die Vertragsdetails geeinigt hatte. Mit der Fusion erfolgte die vollständige Verschmelzung der Dresdner Bank auf die Commerzbank, welche am 11. Mai 2009 ins Handelsregister des Amtsgerichtes Frankfurt am Main eingetragen wurde und damit die Dresdner Bank als Rechtsträger erlosch. ^[66]

Anhand der kommunizierten Ziele soll im weiteren Verlauf ein Abgleich zwischen Planung und tatsächlichen Transaktionsverlauf, sowie der erreichten Resultate erfolgen. Die weitere Entwicklung der Commerzbank wird anschließend betrachtet, um nach Anzeichen für eine erfolgreiche oder nachteilige Transaktion zu suchen und mögliche Ursachen dafür auszumachen.

6.1 Die Unternehmen vor der Transaktion

Um einen kurzen Überblick bezüglich der Ausgangssituation und Potenziale dieser Fusion zu erhalten, erfolgt zunächst eine separate Betrachtung beider Unternehmen vor der Zusammenführung. Unternehmensentwicklung, sowie Marktposition und Größe sollen anschließend helfen Hinweise auf mögliche Einflussfaktoren bezüglich des Transaktionsergebnisses auszumachen.

6.1.1 Dresdner Bank

Die Gründung der Dresdner Bank geht bereits auf das Jahr 1872 zurück. Seit der Entstehung ist das Wachstum der Dresdner Bank durch kontinuierliche Übernahmen geprägt, zunächst kleinerer Provinzbanken, über die Aufnahme lokaler Banken zwecks Filialaufbau und Verbreitung in den größeren Städten Deutschlands bis hin zu Kooperationen und Neugründungen im Ausland auf dem Weg zu einem internationalisiertem Konzern.

Wie für jedes Unternehmen mit weit zurückreichenden Wurzeln galt es auch hier Kriege, Inflation, Bankenkrise und Zerschlagung aufgrund der Dezentralisierungspolitik der Alliierten zu überwinden.

Ab Mitte der 90er rückte die Thematik der Globalisierung und des eCommerce in den Vordergrund und die Erkenntnis auf diesem Gebiet stärker wachsen zu müssen.

^[66] vgl. Dresdner Bank: Finanzbericht 2008 und HRB 14000 F/Main

Außerdem bereitete der Investmentbanking- und Privatkundenbereich zunehmend Probleme. Es wurde deutlich in den Ausbau der internationalen Präsenz und der IT investiert. Um weiterhin profitabel bleiben zu können, schnelleres Wachstum zu generieren und nicht den wirtschaftlichen und technischen Entwicklungen hinterher zu hinken, als auch der Erkenntnis dies nicht allein aus eigener Kraft bewältigen zu können, schaute man sich weiterhin nach starken Partnern um. So gab es bereits erste Fusionsversuche mit der Deutschen Bank, sowie mit der Commerzbank. Diese scheiterten jedoch.

Am 23. Juli 2001 kaufte die Allianz AG die Dresdner Bank für 30,7 Milliarden Euro auf. In Zuge der Einbindung als rechtlich selbständiges Kompetenzzentrum in den Allianz Konzern wurde die Börsennotierung im Juli 2002 eingestellt. ^[67]

Bis zur Fusion mit der Commerzbank galt sie als drittgrößte Bank Deutschlands. Diese Einordnung erfolgte anhand einer Gegenüberstellung der Bilanzsummen, Mitarbeiter- und Filialanzahlen. ^[68]

Die Hauptgeschäftsfelder der Dresdner Bank lagen im Privatkundengeschäft mit Augenmerk auf vermögende Kunden, Global Equities und Global Markets im Sinne des Investmentbanking und Firmen- und Unternehmenskunden, vor allem im deutschen Mittelstand. ^[69]

6.1.2 Commerzbank

Die Entwicklung der deutschen Großbanken ab ca. 1870 verläuft größtenteils sehr ähnlich, daher gleicht auch die Entstehung der Commerzbank der der Dresdner Bank stark. Von der Gründung 1870, über Fusionen, dem Ausbau des Filialnetzes, den historisch bedingten Krisen inklusive der Dezentralisierung, dem erneuten Zusammenfinden durch Zusammenschlüsse und der Ausrichtung auf internationales Wachstum.

Die Geschäftsfelder und Größe beider Banken ähnelten sich, Überschneidungen lagen dabei besonders im Bereich Privat- und Geschäftskunden, Investmentbanking und der Firmenkunden im Mittelstand. Zum Zeitpunkt der Übernahme hielt die Commerzbank bereits Rang zwei der größten Banken Deutschlands. ^[70] Diese Position galt es in einem Umfeld stärker werdender Konkurrenten weiter auszubauen.

^[67] vgl. Commerzbank: Die Dresdner Bank: Historischer Überblick

^{[68][70]} vgl. Karsch in Die Bank

^[69] vgl. Manager-Magazin: Artikel vom 19.11.1999

6.2 Ziele der Transaktion

Mit der Bekanntgabe der Übernahme legte die Commerzbank deutlich die damit anvisierten Ziele dar. Dies betraf vor allem strategische Bereiche wie das weitere Wachstum und das damit in Verbindung stehende Erreichen bestimmter Marktpositionen sowie deren Entwicklung durch z.B. Synergien und Portfolioanpassungen. Zudem wurden auch mittel- bis langfristige finanzielle Ziele konkret beziffert.

6.2.1 Strategische Ziele

Ihrem grundsätzlichen Geschäftsmodell wollte die Commerzbank weiterhin treu bleiben. Demnach blieb die Ausrichtung auf die Segmente Privat- und Geschäftskunden (PuG), Mittelstandsbank (Firmenkunden), Mittel- und Osteuropa, Corporates & Markets sowie das Segment Commercial Real Estate bestehen. Das größte Wachstumspotential wurde in den ersten drei Bereichen gesehen, wobei der Fokus weiterhin auf den Markt in Deutschland gerichtet blieb, ergänzt durch eine starke Präsenz im Ausland. ^[71]

Durch die zugeführte Kundenanzahl der Dresdner Bank, deren vorangegangene Bemühungen um internationales Wachstum, sowie Erfahrung mit vermögenden Kunden wurde die Marktführerposition im Bereich Privat- und Geschäftskunden mit insgesamt 11 Millionen Kunden in Deutschland und insgesamt ca. 14 Millionen Kunden weltweit angestrebt, wobei der Teilbereich Wealth Management zu Deutschlands Nummer zwei aufsteigen sollte. Auch das Firmenkundengeschäft im Segment Mittelstandsbank sollte weiterhin Marktführer bleiben und weiter gestärkt werden. Ausgangspunkt dafür waren 100.000 betreute Firmenkunden nach der Verschmelzung.

Das trotz Rückbau größte flächendeckende Filialnetz in Deutschland zu halten sollte diese Vorhaben unterstützen.

Die Bereiche Commercial Real Estate und Corporates & Markets galt es nach der Verschmelzung zu optimieren.

Commercial Real Estate sollte vom Volumen her zurückgehen und das Risiko reduziert werden. In diesem Bereich wollte man sich besonders auf die Profitabilitätssteigerung konzentrieren.

Da auch die Dresdner Bank stark im Bereich Corporates & Markets aktiv war, mussten hier beide Portfolios zusammengeführt und neu ausgerichtet werden. Dabei galt es die

^[71] vgl. Commerzbank: Ad-hoc Mitteilung 31.08.2008

kumulierten Bereiche auf ein ausgewogenes Maß zurückzubauen und durch kundenorientiertere Angebote, sowie Kosten- und Risikoreduzierungen die führende Marktposition weiter zu stärken.

Die zu erreichenden Synergie-Effekte wurden insgesamt mit rund 5 Milliarden Euro beziffert. So sollte der Abbau von insgesamt 9000 Arbeitsstellen, 6500 davon in Deutschland, Einsparungen in Höhe von 1,9 Milliarden Euro ermöglichen. Die Zusammenlegung der Filialen und somit Reduzierung von 1540 auf 1200, sowie die Zusammenlegung der IT und der Verwaltung sollten weitere 1,7 Milliarden freisetzen. Damit betragen diese operativen Synergien zusammen 3,6 Milliarden Euro. Durch die Optimierung der Bereiche Commercial Real Estate und Corporate & Markets war zusätzlich eine Kapitalfreisetzung, vornehmlich durch Reduzierung von Risiko und Bilanzsumme, in Höhe von 1,4 Milliarden Euro geplant. Bei der Ermittlung des Synergiepotential wurden bereits 2 Milliarden Euro an Kosten für die Restrukturierung berücksichtigt und vor der Bekanntgabe abgezogen. Für die 100 prozentige Umsetzung war ein konkreter zeitlicher Fahrplan bis Ende 2012 vorgesehen. ^[72]

Die Position an Platz zwei der führenden Banken wird weiterhin gesichert und liegt mit knapp 1,1 Billionen Euro Bilanzsumme hinter der Deutschen Bank mit 2 Billionen Euro. ^[73]

6.2.2 Finanzielle Ziele

Eine positive Entwicklung wichtiger Finanzkennzahlen war Teil der Agenda. Ebenso wurde wiederholt die Bedeutung hervorgehoben einen Mehrwert für die Aktionäre zu schaffen.

Ab 2011 sollte sich die Verschmelzung erstmals positiv auf die Gewinne je Aktie (EPS) auswirken. Für die Bilanzkennzahl der Eigenkapitalrentabilität (ROE) wurde ein mittelfristiges Ziel von mindestens 15 Prozent gesetzt.

Ebenso sollte die Kernkapitalquote für das im Fokus der Bankenaufsicht stehende Kernkapital zur Deckung von Risiken, Verlusten und zur Sicherung des Geschäftsbetriebs (Tier 1) mittelfristig zwischen 7 und 8 Prozent liegen. ^[74]

^[72] vgl. Commerzbank: Präsentation zur Übernahme 01.09.2008

^[73] vgl. Manager-Magazin: Artikel vom 28.11.2008

^[74] vgl. Commerzbank: Präsentation zur Übernahme 01.09.2008

6.3 Planung der Transaktion

Die Planung von Analyse bis zur Durchführung der Integration oder Finanzierung des Kaufpreises gilt, wie bereits festgestellt, als ein wichtiger Erfolgsfaktor und die Erfolgsquote steigt je konsequenter dieser umgesetzt werden kann. ^[75] Daher folgt ein Blick auf den durch die Commerzbank angesetzten Ablauf der Transaktion.

6.3.1 Zeit- und Ablaufplanung

Das Closing des Deals und die Zahlung des Kaufpreises sollte in zwei Schritten erfolgen und spätestens Ende 2009 abgeschlossen sein. Zur Durchführung des ersten Schrittes sah man den Erwerb von mindestens 60,2 Prozent der Dresdner-Bank Anteile bis spätestens Anfang 2009 vor. Für die Einleitung des zweiten Schrittes war für Februar 2009 eine Hauptversammlung geplant. Anschließend sollten die restlichen 39,8 Prozent übernommen werden und die Verschmelzung somit bis spätestens Ende 2009 vollständig sein. Bereits vor der öffentlichen Bekanntgabe beschäftigte man sich mit der Post-Merger-Integration und wollte die dazu geplanten Maßnahmen bis Ende 2012 abgeschlossen haben. ^[76]

6.3.2 Kaufpreis und Finanzierung

Nach monatelangen Verhandlungen einigten sich Allianz und Commerzbank, durch Zustimmung in den jeweiligen Aufsichtsratssitzungen am 31. August 2008, auf einen Bruttokaufpreis in Höhe von rund 9,8 Milliarden Euro. Dieser setzte sich zu einem Teil aus dem Nettokaufpreis von etwa 8,8 Milliarden Euro zusammen, der dem Buchwert der Dresdner Bank zum 30. Juni 2008 entsprach. Zuzüglich sollte die Allianz einen Betrag über 975 Millionen Euro für einen Trust zur Risikoabdeckung spezieller ABS-Anlagen der Dresdner Bank erhalten.

Der Finanzierungsplan bestand aus einem Mix aus Barkomponente, Anteile der Commerzbank und Kapitalerhöhung. Die Zahlung sollte in zwei Schritten erfolgen. Konkret wurde dafür in Schritt eins die Ausgabe von 65,4 Millionen Commerzbankaktien ohne Bezugsrechte vorgesehen. Auf Basis des volumengewichteten Einmonats-Xetra-Durchschnittskurses von 20,80 Euro, sollte damit der Anteil der Barkomponente in Höhe von rund 1,57 Milliarden Euro eingespielt werden. Die Investment Tochtergesellschaft Cominvest sollte für einen Gegenwert über

^[75] vgl. Jansen 2016, S. 293

^[76] vgl. Commerzbank: Präsentation zur Übernahme 01.09.2008

0,7 Milliarden Euro an die Allianz übertragen werden. Des Weiteren war die Übergabe von zunächst 163,5 Millionen neuer Commerzbank-Aktien im Zuge einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage an die Allianz geplant, was einem Wert von rund 3,4 Milliarden Euro und einem Anteilsbesitz von 18,4 Prozent entsprach. Im zweiten Schritt, nach der Verschmelzung, sollten weitere Aktien im Wert von 3,1 Milliarden Euro ausgegeben werden und somit den Anteilsbesitz der Allianz an der neuen Commerzbank auf ca. 29 Prozent erhöhen. In diesem Zusammenhang verpflichtete sich die Allianz ebenfalls einen Anteil von weniger als 30 Prozent an dem fusionierten Unternehmen zu halten. [77]

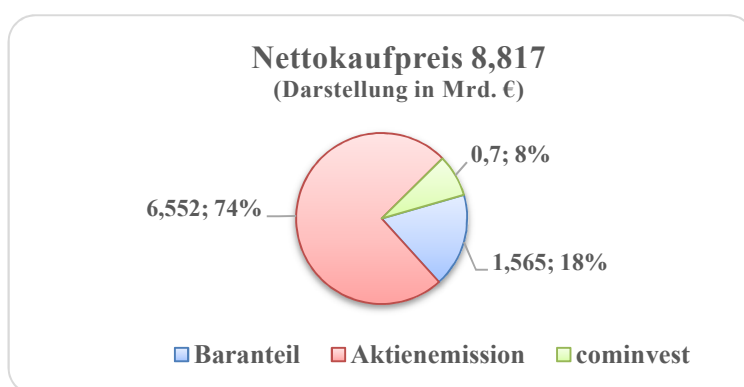


Abbildung 2: Zusammensetzung des Kaufpreises [78]

Zu beachten ist, dass negative Bereinigungen des Buchwertes der Dresdner Bank durch Verlustvorträge mit geschätzten 1,2 Milliarden Euro, sowie eine Korrektur des Goodwill um ca. -0,2 Milliarden Euro zumindest als mögliches Risiko bereits wahrgenommen wurden.

6.3.3 Post-Merger-Integration

Die Dresdner Bank sollte zu 100 Prozent in die Commerzbank integriert werden. Zu dieser Entscheidung war man aufgrund der Gemeinsamkeiten beider Banken gelangt und der Überzeugung, dass beide Unternehmen kulturell gut zueinander passen. Um den damit verbundenen höheren Integrationsaufwand zu managen, wurde ein Integrationsprojekt ins Leben gerufen, welches unter dem Motto „Zusammen wachsen“ agierte. [79] Bereits zum Zeitpunkt des Signing sollten Teams gebildet werden, um die

[77] sämtliche Werte entsprechen den Angaben der Commerzbank, vgl. Ad-hoc Mitteilung vom 31.08.2008

[78] eigene Darstellung gemäß Angaben der Commerzbank, vgl. Ad-hoc Mitteilung vom 31.08.2008

[79] vgl. Große Peclum et al 2012, S.26 ff

Integration zu organisieren und vorzubereiten. Die Planung erfolgte zentral, deren Steuerung und Umsetzung wurde dezentral auf die verantwortlichen Bereiche umgelegt. In der Change of Control – Phase zwischen dem ersten und zweiten Schritt des Closing, sollten die Vorbereitungen bezüglich Reorganisation und Maßnahmen abgeschlossen sein, der Vorstand und die Führungsebene feststehen und die Teams zur Projektumsetzung bekannt sein, sodass mit Abschluss des zweiten Closing Schrittes die Implementierung beginnen könnte. Ein bereits zum Zeitpunkt der Bekanntgabe bestehender Zeitplan unter Vorgabe konkreter Meilensteine, sollte der genaueren Zieldefinierung dienen und auch zur Kontrolle herangezogen werden. So hatte man im Bereich des Synergiemanagements einen Realisierungsgradplan, welcher 16 Prozent zum Jahresende 2009 vorsah, 44 Prozent zum Ende 2010, 82 Prozent Ende 2011 und schließlich 100 Prozent 2012. Die entsprechenden absoluten Werte zur Erreichung dieser Relationen lagen vor. ^[80]

Auf personeller Seite hatte man sich Gedanken gemacht und kündigte frühzeitig an, dass betriebsbedingte Kündigungen bis Ende 2011 ausgeschlossen werden. Die Verhandlungen mit den Arbeitnehmergremien sollten ebenfalls vor dem zweiten Closing Schritt abgeschlossen sein. Umfassende Informationen und regelmäßig eingeholtes Feedback, sollten die rasche Zusammenführung unterstützen.

Ein weiterer wichtiger Bereich lag in der Kommunikation und Integration der Kunden. Durch die Planung konkreter Marketing- und IT-Maßnahmen und deren zeitliche Koordination, sollte der Kundenstamm gehalten werden und ebenfalls zum Beginn der Post-Merger-Phase mit der Umsetzung begonnen werden. ^[81]

Zusammenfassend kann man bereits durchaus sagen, dass in der Integrationsplanung eine Methodik und konkrete Vorgehensweise zu erkennen ist und die Bedeutung für den Erfolg eines Zusammenschlusses nicht unterschätzt wurde. ^[82]

^[80] vgl. Commerzbank: Präsentation zur Übernahme 01.09.2008

^[81] vgl. Große Peclum et al. 2012, S.28 ff

^[82] vgl. Commerzbank: Blessing, Präsentation zur 13. Handelsblatt-Jahrestagung 11.09.2008

6.4 Ablauf der Transaktion und Abweichungen

Dem Bankrott der Wall Street Investmentbank Lehman Brothers zwei Wochen nach der Angebotsverkündung von Commerzbank und Allianz folgend, verschärfte sich die herrschende Finanzkrise und führte an den Börsen zu drastischen Kursverlusten. So fiel auch die Commerzbank-Aktie zwischenzeitlich bis auf 5,25 Euro. ^[83] Ende November 2008 erfolgten diesbezüglich Nachverhandlungen zwischen den Vertragspartnern und wirkten sich in erster Linie auf den zeitlichen Verlauf der Transaktion sowie den Kaufpreis aus. Inwiefern vom Plan abgewichen werden musste, wird in den nächsten Punkten dargelegt.

6.4.1 Zeitlicher Verlauf

Das Closing des Deals wurde nur noch in einem Schritt durchgeführt und von Ende 2009 auf Januar 2009 vorverlegt. Somit wurden zu diesem Zeitpunkt 100 Prozent der Dresdner Bank an die Commerzbank übertragen und der gesamte Übernahmepreis fällig. ^[84]

6.4.2 Abgleich Kaufpreis und Finanzierung

Der Gesamtpreis für die Übernahme der Dresdner Bank sank auf insgesamt 5,12 Milliarden Euro und wurde letztendlich in einem Schritt abgegolten. Im ursprünglichen Deal vom August 2008 wurde im ersten Schritt eine konkrete Anzahl mit 163,5 Millionen Aktien zur Übergabe festgesetzt anstatt eines Gesamtpreises. Daran wurde festgehalten, der Wert entsprach somit allerdings nur noch 1,2 anstatt 3,4 Mrd €. Die für den zweiten Schritt vorgesehenen restlichen 39,8 Prozent wurden mit 3,1 Milliarden bewertet und durch die Ausgabe einer entsprechenden Anzahl an Aktien vorgesehen. Anstatt der Ausgabe von Aktien einigte man sich auf Zahlung als Barkomponente welche nun einen Betrag über 2,97 Mrd. Euro ausmachte. Da die Commerzbank Ende 2008 eine Finanzspritze in Form von stillen Einlagen des staatlichen Rettungsfonds zur Kapitalmarktstabilisierung in Höhe von 8,2 Milliarden Euro erhielt, konnte dieser Teil geleistet werden. ^[85] Der Anteilsbesitz der Allianz an der neuen Commerzbank verbleibt somit bei 18,4 Prozent.

^[83] vgl. Niehaus, M&A Review 10/2008

^[84] vgl. Dresdner Bank: Finanzbericht 2008, S.9

^[85] vgl. Commerzbank: HV Mai 2009, Rede K-P.Müller

Die Investment Tochtergesellschaft Cominvest wurde unverändert für einen Gegenwert über 0,7 Milliarden Euro an die Allianz übertragen.

Der nicht im Nettokaufpreis enthaltene Betrag über 975 Millionen Euro für einen Trust zur Risikoabdeckung spezieller ABS-Anlagen (Risikoschirm oder Entschädigungen) wurde auf 250 Millionen Euro gesenkt. ^[86]

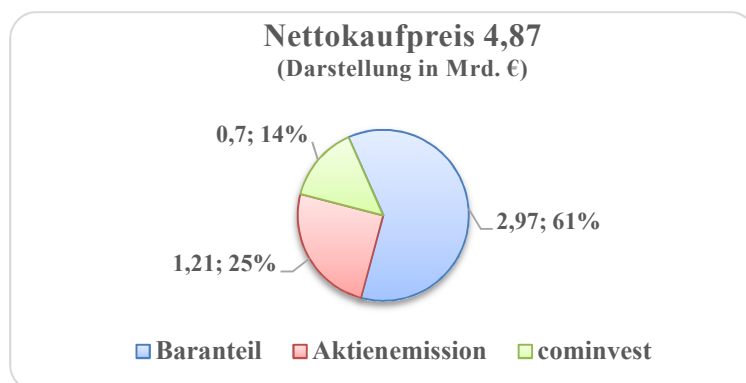


Abbildung 3: Zusammensetzung des Kaufpreises nach Neuverhandlungen ^[87]

6.4.3 Integration der Dresdner Bank

Der Zeitraum bis zum ursprünglich geplanten Closing Ende 2009 wurde für die Planung und Vorbereitung angesetzt. Da dieser Zeitpunkt vorverlegt wurde, musste auch die Integrationsplanung schneller durchgeführt werden ohne dabei vom Weg abzukommen. Das grundlegende Konzept einer Integration mit Meilensteinen bis 2012 stand bereits und es kam trotz der Schwierigkeiten bei der Durchführung zu keinen weiteren Verzögerungen.

Die Umsetzung konnte größtenteils reibungslos durchgeführt werden und wesentliche Meilensteine früher als geplant erreicht werden. Tatsächlich erklärte die Commerzbank die Integration am 27. Mai 2011 früher als geplant für abgeschlossen. ^[88]

Dies führte man darauf zurück den Vorstand und Führungsebenen frühzeitig besetzt zu haben und so schnelle Entscheidungen und Sicherheit herbeiführen konnte. Zudem gab es klare Zielvorgaben denen man folgen konnte.

Die Zusicherung keine betriebsbedingte Kündigung bis 2011 auszusprechen wurde eingehalten und bis 2013 verlängert.

^[86] vgl. Commerzbank: Ad-hoc Mitteilung 27.11.2008

^[87] eigene Darstellung nach Angaben der Commerzbank 27.11.2008

^[88] vgl. Große Peclum et al. 2012, S.25

6.4.4 Zwischenergebnis

Zunächst lässt sich festhalten, dass die Commerzbank sich umfassend mit dem Deal beschäftigt hat und besonders bezüglich der Integration genaue Vorstellung hatte, wie der Zusammenschluss ablaufen sollte. Tatsächlich setzte man sich bereits 2007 mit einer Umstrukturierung der Commerzbank auseinander.

Die Notwendigkeit den Deal so schnell wie möglich abzuschließen war zum einen dem Umstand geschuldet so schnell wie möglich handlungsfähig sein zu müssen und uneingeschränkten Zugriff auf die Dresdner Bank zu erhalten.^[89] Da die Finanzkrise immer weitere Kreise zog und schnelles Handeln essentiell war. Zum anderen musste die Finanzierung aufgrund des drastischen Wertverlust der Aktien neu organisiert und verhandelt werden.

Vergleicht man dies mit den im ersten Teil genannten Erfolgsfaktoren so stellt eine Krise zunächst nicht das ideale Umfeld für einen M&A-Deal dar. Rasche Änderungen der Umstände führen Unternehmen zum Zugzwang auf diese reagieren zu müssen, stellen die Entscheider unter Zeitdruck und kommen mit weiteren Unabwägbarkeiten, die im Verlauf jederzeit auftreten könnten und wiederholt weitere Erfolgsrisiken mit sich bringen. Zudem steigt die Gefahr die möglichen Auswirkungen zu unterschätzen oder die weiteren Entwicklungen fehl einzuschätzen.

Die Integration verlief nach Aussage der Commerzbank ohne Probleme und konnte zügig abgeschlossen werden. Dies kann durchaus auf ein erprobtes, gut strukturiertes Projektmanagement hinweisen. Dass man sich mit M&A-Prozessen bereits auseinandergesetzt hat und Erfahrung auf diesem Gebiet mitbringt steht nicht in Frage. Allerdings muss auch festgehalten werden, dass sich vernachlässigte Punkte oder Unachtsamkeiten nicht immer sofort bemerkbar machen.

^[89] vgl. Manager Magazin: Artikel vom 28.11.2008

6.5 Soll-Ist Abgleich der Transaktionsziele

Eine erste Einschätzung des Erfolges, kann anhand der Zielerreichung vorgenommen werden. Der Zeitraum zwischen 2006 bis maximal 2019 wird betrachtet, um die mittel- bis langfristige Umsetzung der gesteckten Ziele zu betrachten.

6.5.1 Strategische Ergebnisse

Ob Marktführerposition, Profitabilität, das größte flächendeckende Filialnetz oder Hauptgeschäftsfelder. Vollzieht man die mit den jährlich stattfindenden Hauptversammlungen veröffentlichten Lageberichte der Commerzbank über die Jahre bis 2019 nach, so stehen die Ziele entweder noch immer auf der Agenda, wurden wertmäßig an das Umfeld angepasst oder in die neue Roadmap 2016 übernommen.^[90] Eines der größten Unternehmen zu sein oder eines der größten Filialnetze zu haben, geben zu verstehen dass man nicht das führende sondern nur eines unter den größten Unternehmen ist. Während das PuG-Segment schwächelt und neu ausgerichtet werden muss, werden im Bereich Mittelstandsbank klar die Erfolge kommuniziert. Demnach ist und bleibt dieser Bereich Marktführer.^[91]

Der Abstieg in der jährlich veröffentlichten Rangliste der größten Bankunternehmen Deutschlands von der Ausgangsposition des zweiten Platzes auf Platz vier^[92], der Abstieg aus dem Dax in den mDax^[93], niedrige Gewinne und weiterhin eine Staatsbeteiligung über 15 Prozent^[94] sprechen ebenfalls wenig für das Erreichen der bei der Übernahme formulierten Ziele. Hinzu kommen neue Herausforderungen und schwierige Marktlagen und das schnellere Wachstum anderer Banken.

Zudem wird angedeutet, dass man womöglich den falschen Zeitpunkt für die Transaktion gewählt hatte und die tatsächliche Höhe der Fehlbeträge und Risiken in den Büchern der Dresdner Bank erst im Dezember 2008 im vollen Umfang ersichtlich wurde.^[95]

^[90] vgl. Commerzbank: HV April 2013 Rede M. Blessing

^[91] vgl. Commerzbank: HV Mai 2014 Rede M. Blessing

^[92] vgl. Die Bank: Liste der Top 100 Banken 2018

^[93] vgl. Manager-Magazin: Artikel vom 06.09.2018

^[94] vgl. Commerzbank: HV Mai 2009 Rede M. Blessing

^[95] vgl. Spiegel: Artikel vom 12.01.2009

6.5.2 Finanzielle Ergebnisse

Da die Erreichung der finanziellen Ziele auf einen mittelfristigen Zeitraum ausgelegt war, soll ein Zeitvergleich zwischen den Jahren 2006 und 2017 den Entwicklungsverlauf darstellen.

Der obere Zielbereich der Kernkapitalquote lag bei 8 Prozent und ist in der Abbildung 4 rot markiert. Damit wird ersichtlich, dass dieses Ziel bereits 2008 vor der Fusion erreicht wurde, sich seitdem weiterentwickelte und die Zielmarke kontinuierlich deutlich überschritten hat. Dieser Zielwert wurde demnach erreicht.

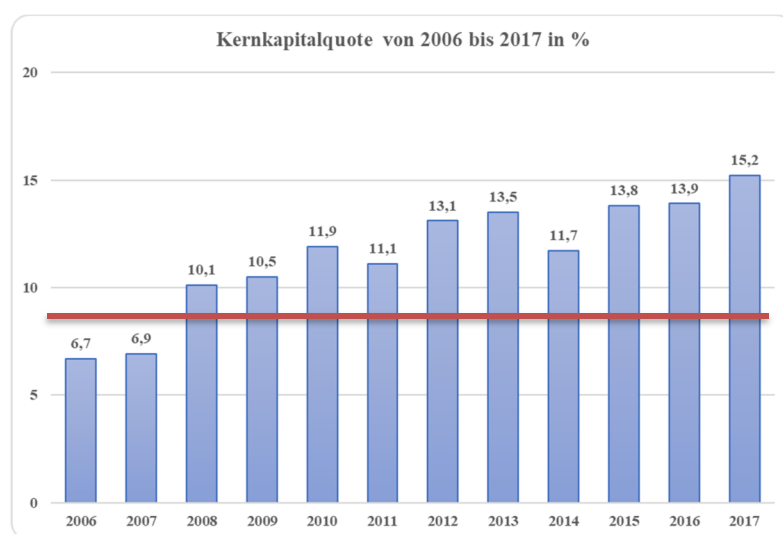


Abbildung 4: Entwicklung der Kernkapitalquote der Commerzbank ^[96]

Bei der Eigenkapitalrentabilität (ROE) zeigt sich ein ebenso klares Bild.

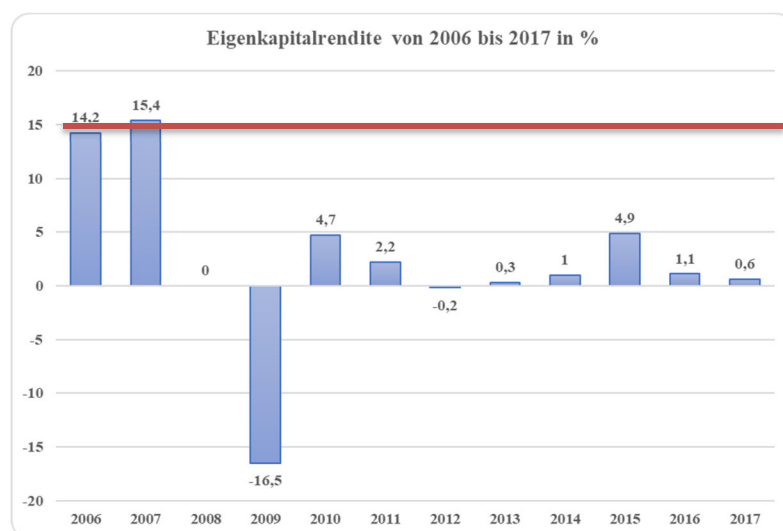


Abbildung 5: Entwicklung der Eigenkapitalrendite der Commerzbank ^[97]

^[96]^[97] eigene Darstellung nach Angaben Commerzbank: Geschäftsbericht 2017 und 2013, jeweilige Fünfjahresübersicht

Die Mindestgrenze für diesen Wert wurde mit 15 Prozent beziffert und wird in Abbildung 5 ebenfalls durch eine rote Grenzlinie markiert. War dieser Bereich vor der Fusion noch erreichbar nah, so zeigt sich ab 2009 eine deutliche Abweichung. Ermittelt man für die Jahre nach der Fusion, unter Ausklammern des Fusionsjahres 2009 als Einmaleffekt, den Durchschnittswert und setzt diesen ins Verhältnis zu 15 Prozent, so ergibt sich eine Verfehlung des Zielwertes um ca.89 Prozent. Zur Ermittlung dieser Kennzahl wird der Jahresüberschuss ins Verhältnis zum eingesetzten Eigenkapital gesetzt. Die Entwicklung des EPS ist in diesem Zusammenhang etwas unklarer formuliert.

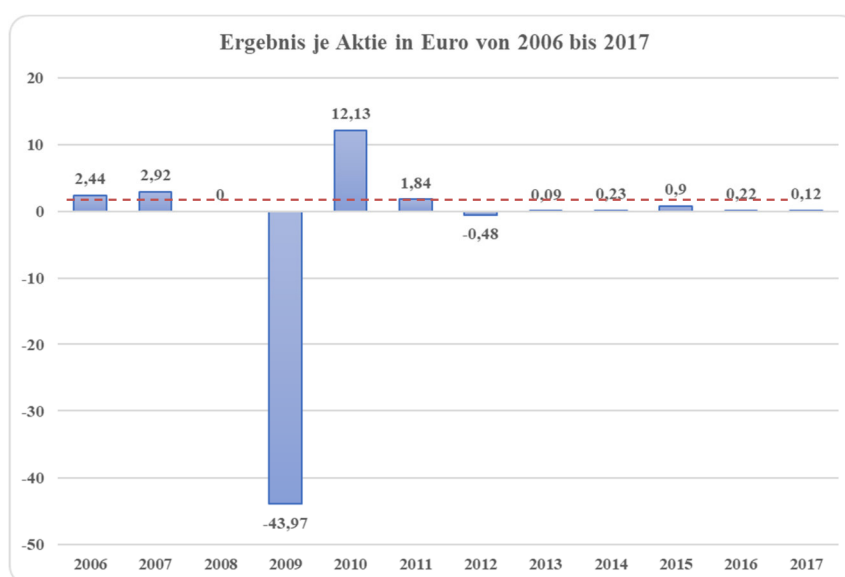


Abbildung 6: Entwicklung des EPS der Commerzbank ^[98]

Angegeben war eine positive Wirkung auf die Gewinne je Aktie ab 2011. Theoretischer Ausgangspunkt ist dafür das Ergebnis vor der Fusion, welches im Schnitt der Jahre 2006 bis 2008 bei ca. 1,78 Euro liegt. Demnach wäre eine Entwicklung oberhalb dieses Wertes als positiv einzustufen. Da sich das Ergebnis in den Jahren nach 2011 in einem deutlich niedrigeren Bereich bewegt und sich zudem keine klar positive Entwicklung ausmachen lässt, sollte auch diese Zielstellung als nicht erreicht eingestuft werden.

^[98] eigene Darstellung nach Angaben Commerzbank: Geschäftsbericht 2017 und 2013
jeweilige Fünfjahresübersicht

6.5.3 Zwischenergebnis

Betrachtet man den Erfolg der Transaktion anhand der Ziele und deren Zielerreichungsgrad, kann nur von kleineren Teilerfolgen gesprochen werden. Ein zügig abgeschlossener Transaktionsprozess und das Erreichen der Synergieziele lassen sich positiv bewerten, sind aber keine hinreichenden Faktoren für einen langfristigen Erfolg. Das Closing und die Integrationsphase bieten eine wichtige Grundlage um darauf aufzubauen, sind in der Regel aber nicht der Grund eine Übernahme in Angriff zu nehmen. Die Art der genannten Synergieziele lassen sich aktiv bei fast jeder Transaktion gestalten, da sie vornehmlich durch den Abbau von operativen Doppelstrukturen entstehen. Zwei nahe zusammenliegende Filialen auf eine zu reduzieren und so die Standortkosten zu sparen, zeugt nicht von Effizienzsteigerung, sondern der Reduzierung auf ein ausgewogenes Maß.

Die Steigerung der Kernkapitalquote sind eine notwendige Verbesserung, gibt sie doch wieder wie widerstandsfähig ein Unternehmen in Krisenzeiten ist und wie hoch die Mittel zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes in diesen sind. Da der Commerzbank allerdings finanzielle Mittel durch Staatshilfen zugeflossen sind, ist anzunehmen, dass auch dies mit der Anhebung dieser Kennzahl zunächst im Zusammenhang steht. Betrachtet man dies vor dem Hintergrund der Finanzkrise, so braucht es jedoch ein aktives Risikomanagement um größere Ausfälle zu vermeiden und diese Quote zu halten. Dies scheint gelungen zu sein.

Um das Bild der Zielerreichung um eine umfassendere Ansicht der Gesamtentwicklung zu ergänzen, werden weitere Betrachtung notwendig. Denn auch ein positives Ergebnis ist Teil des Erfolges.

6.6 Kapitalmarktorientierte Betrachtung

Der ebenfalls als Ziel formulierte Mehrwert für die Aktionäre eines Unternehmens ergibt sich aus den Kurssteigerungen der Aktien und den Dividenden, die ein Unternehmen ausschüttet. ^[99]

Die Entwicklung des Ergebnisses pro Aktie hat bereits gezeigt, dass dieses abgesehen von 2010 und 2011 nur in einem Bereich zwischen 0,09 und 0,23 Cent pro Aktie liegt. Dies ist die Grundlage zur Berechnung der Dividenden. Demnach lässt sich bereits ableiten, dass ein Mehrwert durch Dividendenzahlung kaum erfolgen kann. Einen Überblick der Ausschüttungshistorie gibt Abbildung 7.

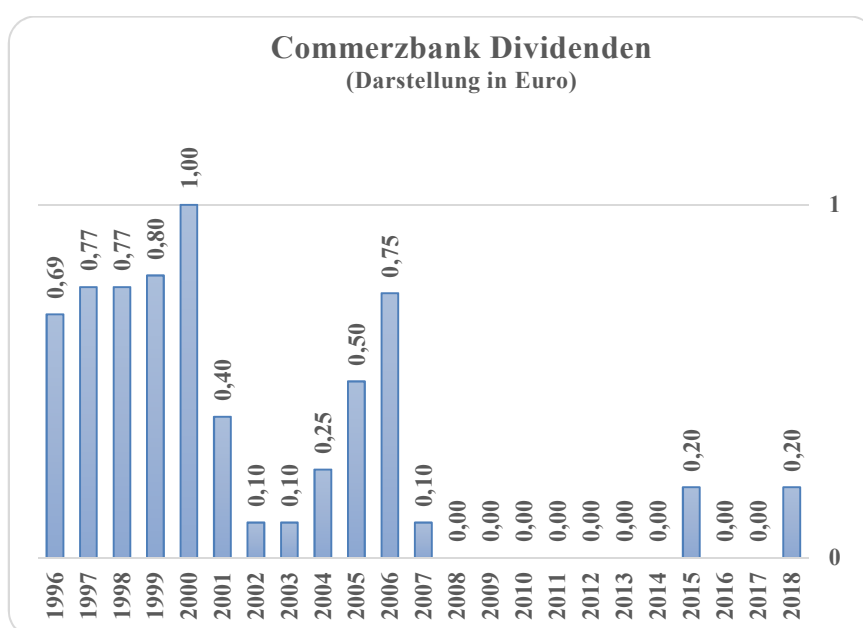


Abbildung 7: Zeitlicher Überblick der ausgeschütteten Dividenden der Commerzbank [100]

Um mögliche Gewinne durch Kurssteigerungen ausmachen zu können, wird ein Blick auf den Börsenchart der Commerzbank notwendig. Dieser erlaubt nicht nur einen Mehrwert oder eine Wertvernichtung für die Aktionäre auszumachen, sondern lässt sich zudem mit den Entwicklungen anderer Unternehmen und Indizes vergleichen.

In Abbildung 8 und 9 wird der Kursverlauf der Commerzbank im Zeitraum von 2006 bis 2019 dargestellt. Parallel dazu wird einmal der gesamtwirtschaftliche Indiz DAX und der Chart der Deutschen Bank dargestellt. Letztere steht unangefochten auf Platz eins der deutschen Banken und stellt als Marktführer und nächster Konkurrent einen

^[99] vgl. Vogel 2002, S.277

^[100] eigene Darstellung nach Angaben Commerzbank: Geschäftsbericht 2017 u. 2013 Fünfjahresübersicht

geeigneten Vergleich dar.

Die Aktienwerte der Commerzbank und Deutsche Bank nehmen bis ca. Ende 2008 einen ähnlichen Verlauf. Auch im hier aus Ansichtsgründen nicht dargestellten Zeitraum zwischen 2000 und 2006 liegt die Commerzbank nur leicht unter dem Chart der Deutschen Bank. Ab der Verschärfung der Finanzkrise, die bei beiden einen Kursrutsch zur Folge hatte, lassen sich deutliche Abweichungen feststellen. Zum einen ist der Commerzbankwert stärker gesunken und kann zum anderen in der Folgezeit kaum aufholen. Der Bereich zwischen den beiden Charts ab 2009 könnte zum Teil als abnormale Rendite aufgefasst werden. Diese ist als ereignisbezogene Abweichung einer beobachteten Rendite zu einer erwarteten Rendite definiert.^[101] Nimmt man den erwarteten Verlauf der Commerzbank ohne den Merger weiterhin in der Nähe des Deutschen Bank Kurses an, so ergibt sich theoretisch jegliche stärkere Abweichung aus den negativen Effekten der M&A-Transaktion und somit als Zeichen eines Misserfolges.



Abbildung 8: Börsenchart Commerzbank (blau) und Deutsche Bank (rot) 2006 bis 2019^[102]

Diese Betrachtung ist nur eingeschränkt anwendbar, da auch weitere Ereignisse auf den Kursverlauf wirken können. Fakt ist allerdings, dass der Kursverlauf mit einigen

^[101] vgl. Vogel 2002, S. 282 ff

^[102] Charts abrufbar unter <https://www.boerse.de/chart-tool/Commerzbank-Aktie/DE000CBK1001>

wenigen Erholungsversuchung kontinuierlich weiter sinkt und daher kaum einen Mehrwert für Aktionäre generieren konnte.

Ein weiterer Vergleich mit dem gesamtwirtschaftlich Index DAX macht zudem deutlich, dass die überwiegend negative Tendenz in der Bankenbranche zu verzeichnen ist. Die Auswirkungen der Subprime-Krise auf die Ergebnisse der Banken werden somit deutlich und lassen sich als eine Ursache für die nichterreichten Ziele anführen.



Abbildung 9: Börsenchart Commerzbank (blau) und DAX (rot) 2006 bis 2019 ^[103]

Ebenso werden im zeitlichen Verlauf regelmäßig tiefe Einschnitte ersichtlich, die Hinweise auf weitere ergebniswirksame Ereignisse geben.

^[103] Charts abrufbar unter <https://www.boerse.de/chart-tool/Commerzbank-Aktie/DE000CBK1001>

6.7 Einflussfaktoren

Die Übernahme der Dresdner Bank fand in einem durchweg instabilen Branchenumfeld statt.

Zwar war die Finanzkrise an sich keine Überraschung, jedoch das Ausmaß welches sie ab der zweiten Jahreshälfte 2009 annahm. Hatte man im Mai vor der Übernahme noch bekannt gegeben gut durch die Krise gekommen zu sein und die Finanzkrise hätte keine relevanten Auswirkungen auf das eigene Kerngeschäft gehabt, traf der darauffolgende Sturz die Commerzbank eher unvorbereitet. ^[104]

Ein ungünstiger Zeitpunkt und Fehleinschätzung der Marktlage lassen sich mit diesem Merger in Zusammenhang bringen.

Ebenso wurden die Verluste der Dresdner Bank erst gegen Ende des Jahres 2008 in vollem Umfang erkannt. ^[105] Dies wiederum wirft die Frage auf wie konsequent die Due Diligence im Vorfeld durchgeführt wurde.

Die durch die SoFFin erteilte Finanzspritze, war für den weiteren Geschäftsbetrieb notwendig. Es wurden allerdings auch Auflagen erteilt, welche von Seiten der Commerzbank zu erfüllen sind. Diese enthalten vornehmlich die Reduzierung von Risikowerten und der Bilanzsumme. Des Weiteren wurde vereinbart bis auf weiteres keine Dividenden auszuschütten, da die Kapitalstärkung Vorrang hat. Dies ist bei der Ergebnisermittlung ebenso zu berücksichtigen.

Weitere weltweite Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte wirken auch in den Folgejahren. So hat z.B. die wiederholte Senkung des Leitzinses auch Wirkung auf den Gewinn und somit auf den Bereich des Shareholder Value.

^[104] vgl. Commerzbank: HV Mai 2008, Rede K-P.Müller

^[105] vgl. Commerzbank: HV Mai 2009, Rede M. Blessing

7. Fazit

Zusammenfassend kann anhand der vorab gegebenen Definition für Erfolg und dem folgenden Abgleich der Zielerreichung, sowie Entwicklung der Börsenkurse und Kennzahlen kein maßgeblicher Erfolg der Transaktion festgestellt werden.

Die Verschmelzung der Commerzbank hat gezeigt, dass die sorgfältige Planung des Transaktionsprozesses nicht ausreicht, um einen Deal strategisch erfolgreich abschließen zu können. Eine genaue Analyse sowie objektive Einschätzung der Risiken und des idealen Zeitpunktes, beeinflussen das Ergebnis ebenso stark wie die anschließende Integration.

Zugleich lässt sich feststellen, dass es schwieriger wird den Erfolg oder Misserfolg eines Unternehmens mit einem Merger oder einer Akquisition in Zusammenhang bringen zu können, je weiter zurück diese liegen. Unterschiedliche Ereignisse und Einflüsse wirken weiterhin. Positive oder negative Entwicklungen des Unternehmens lassen sich zwar nachvollziehen, einzelne Ursachen nur noch bedingt. Somit hätte die Unternehmensentwicklung auch ohne den Zusammenschluss ein ähnliches Ergebnis bezüglich der Kennzahlen und Börsenanalyse liefern können. Ein positiverer Verlauf könnte sich nur vermuten lassen. Folgt man dem Gedanken die Unternehmensentwicklung ohne den Merger vergleichsweise fortzuführen, kommt man jedoch unweigerlich an den Punkt den Wettbewerb und die dortigen Entwicklungen mit einziehen zu müssen. Eine notwendige Konsolidierung der Bankenbranche wurde bereits 2007 diskutiert. Soll eine marktführende Position in diesem sich abzeichnenden Umfeld gehalten werden, ist weiteres starkes Wachstum oder die Investitionen in den Zukauf von Unternehmen nötig.

Courth L./Marschmann B./Kaemper M./Moscho A.: Spannungsfeld zwischen Geschwindigkeit und Best-in-Class-Ansätzen – PMI am Beispiel der Bayer-Schering-Übernahme, in Verlagsgruppe Handelsblatt (Hrsg.): M&A-Review, Jahressinhalt 2008, Ausgabe 1/2008

Commerzbank Veröffentlichungen:

Ad-hoc Mitteilung vom 31.08.2008: Commerzbank übernimmt Dresdner Bank
https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/ir-nachrichten_1/2008_5/ir_nachrichten_08.html

Ad-hoc Mitteilung vom 27.11.2008: Commerzbank zieht Dresdner Bank-Komplettübernahme vor
https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/ir-nachrichten_1/2008_5/ir_nachrichten_detail_08_2143.html

Blessing M.: Präsentation zur 13. Handelsblatt-Jahrestagung „Banken im Umbruch“ Strategische Antworten der Commerzbank, 11.09.2008
https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/vortrag_1/2008_4/080911_HBJT_Blessing_3.pdf

Die Dresdner Bank: Historischer Überblick
https://www.commerzbank.de/media/de/konzern_1/konzerninfo/marke/dresdner_bank_geschichte.pdf

Geschäftsbericht 2013
https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/service/archive/konzern/2014_2/Geschaeftsbericht2013_Konzern_DE.pdf

Geschäftsbericht 2017
https://www.commerzbank.de/media/de/aktionaere/service/archive/konzern/2018_2/Geschaeftsbericht_2017_Konzern_EN.pdf

Hauptversammlungen, Archiv nach Jahren sortiert
https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/hauptversammlung_2/2018_5/hauptversammlung_2018.html

Präsentation zur Übernahme der Dresdner Bank 01.09.2008
https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/praesentationen_2/2008_7/praesentationen_08_01.html

Die Bank: Liste der Top 100 Banken 2013

http://www.die-bank.de/fileadmin/images/top100/diebank_Top100_2013.pdf

Liste der Top 100 Banken 2018

<http://www.die-bank.de/news/ganz-oben-keine-ueberraschung-10106/>

Dreher M./Ernst D.: Mergers & Acquisitions, 2016, Konstanz/München

Dresdner Bank: Finanzbericht 2008

https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/aktuell/Finanzbericht_Konzern_deutsch_09-03-25.pdf

Gerpott, Torsten J.: Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen, 1993 Stuttgart

Große Peclum, K.-H./Krebber M./Lips R. (Hrsg): Erfolgreiches Change Management in der Post Merger Integration: Fallstudie Commerzbank AG, 2012, Wiesbaden

Jansen, Stephan A.: Mergers & Acquisition: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen; eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung, 2016 Wiesbaden

Karsch W.: Veränderte Bankenlandschaft, in Die Bank, Ausgabe 03/2013

<http://www.die-bank.de/news/veraenderte-bankenlandschaft-5668/>

Mueller, Dennis C.: Hypothesen über Unternehmenszusammenschlüsse 1979 Berlin

Manager-Magazin: Dresdner Bank – Zukunftsprogramm mit neuen Strukturen ohne Verfasser, Artikel vom 19.11.1999

<https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-53016.html>

Manager-Magazin: Commerzbank/Allianz - Der Dresdner-Deal ist gerettet

Ohne Verfasser, Artikel vom 28.11.2008

<https://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/a-593238.html>

Manager-Magazin: Wirecard ersetzt Commerzbank im DAX

Ohne Verfasser, Artikel vom 06.09.2018

<https://m.manager-magazin.de/finanzen/boerse/deutsche-boerse-wirecard-ersetzt-commerzbank-im-dax-a-1226761.html>

Niehaus: Auswirkungen der Subprime-Krise auf die Finanzierung öffentlicher Übernahmeangebote – Renaissance sekundärer Finanzierungsinstrumente? in Verlagsgruppe Handelsblatt (Hrsg.): M&A-Review, Jahresinhalt 2008, Ausgabe 10/2008

- Picot, Gerhard (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions : Planung, Durchführung, Integration, 2012 Stuttgart
- Jansen S./Brugger C.: Integrationsmanagement bei Unternehmenszusammenschlüssen
- Picot G./Picot M.: Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions
- Rappaport, Alfred: Shareholder Value - Ein Handbuch für Manager und Investoren, 1999 Stuttgart
- Sieben, Günter: Unternehmensakquisition: Bericht des Arbeitskreises „Unternehmensakquisition“, 1989 Stuttgart
- Spiegel: Fusion mit Commerzbank – Der Name Dresdner Bank soll verschwinden, ohne Verfasser, Artikel vom 02.09.2008
<https://www.spiegel.de/wirtschaft/fusion-mit-commerzbank-der-name-dresdner-bank-soll-verschwinden-a-575717.html> (abgerufen 15.01.2019)
- Spiegel: Commerzbank schließt Dresdner-Bank-Übernahme ab, ohne Verfasser, Artikel vom 12.01.2009
<https://m.spiegel.de/wirtschaft/fusion-commerzbank-schliesst-dresdner-bank-uebernahme-ab-a-600906.html> (abgerufen 15.01.2019)
- Vogel, Dieter H.: M & A - Ideal und Wirklichkeit, 2002 Wiesbaden
- Wirtz, B.W.: Mergers & Acquisitions Management, 2003, Wiesbaden
- Witt, A.: Mergers & Acquisitions von börsennotierten Unternehmen in Deutschland, 2019, Wiesbaden
- Wöhe, G./Döring, U.: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2013, München
- Zwahlen, Beat: Motive und Gefahrenpotentiale bei einer Unternehmensakquisition, 1994 Diss.Univ.Zürich

Erklärung zur Eigenständigkeit

Ich, Nicole Thomas, erkläre hiermit an Eides statt, vorliegende Arbeit selbstständig und ohne Zuhilfenahme anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt zu haben.

Wörtlich oder dem Sinne nach übernommene Ausführungen sind so gekennzeichnet, dass Missverständnisse über die geistige Urheberschaft ausgeschlossen sind. Dies gilt auch für bildliche Darstellungen sowie für Quellen aus dem Internet.

Leipzig, 21.06.2019

Nicole Thomas