

Fusionen und Beteiligungen

Was bedeutet die internationale Fusionswelle für Österreich?

Einleitung: Merger Mania

Der Börsenboom zwischen 1985 und 1987 war begleitet und mitverursacht von einer "Merger Mania", einem Fusionsboom. In den USA ist die Zahl der Fusionen von Körperschaften von 1.565 1980 auf 4.022 1986 gestiegen, ihr Wert von 33 Mrd. \$ auf 190 Mrd. \$ (*Brock, 1987*). 1986 und 1987 wurden für Fusionen und Beteiligungen insgesamt 380 Mrd. \$ ausgegeben (*Business Week*, 8. Februar 1988), allein im 1. Halbjahr 1988 (für 1.155 Fusionen und Beteiligungen) 130 Mrd. \$, um 43% mehr als im 1. Halbjahr 1987. 1985 war der Aufwand für Fusionen und Beteiligungen erstmals höher als jener Betrag, den die Industrie für Forschung und Entwicklung und für Sachanlageinvestitionen verwendete: (diese Summe machte 1980 noch 270% der Ausgaben für Fusionen und Beteiligungen aus, 1985 nur mehr 90%)

In der EG stieg die Zahl der registrierten Fusionen und Beteiligungen in der Industrie zwischen 1982/83 und 1985/86 von 196 auf 437 (*EG-Kommission, 1987*, S. 212). In Großbritannien wurden in den fünfziger Jahren 400 von 2.000 notierten Industrie-Aktiengesellschaften aufgekauft; in den sechziger Jahren war die Aufkaufwahrscheinlichkeit doppelt so hoch, Anfang der achtziger Jahre erreichte sie bereits ein Drittel, und in den vier Jahren zwischen 1982 und 1986 hörten 137 der 1.000 größten Aktiengesellschaften zu existieren auf (*Hughes — Singh, 1987*, S. 74)

In den Fusionswellen der fünfziger Jahre betrug die Wahrscheinlichkeit, durch Fusionen und Beteiligungen zu "sterben", unter den 1.000 größten Unternehmen der USA etwa ein Drittel. Im Boom 1967/1969 gingen 2½% bis 3% der Vermögenswerte der 2.000 größten US-Firmen durch Fusion auf andere Eigentümer über, Anfang der sechziger Jahre nur etwa 1%, Anfang der siebziger Jahre sogar nur ½%. 1985 wurden 21 der "Fortune-500"-Unternehmen übernommen, 2% der Vermögenswerte dieser Gruppe (*Fortune, 1988*). Waren 1950 in den USA noch 13% des Top-Managements der großen Konzerne Rechts-, Finanz-, Steuer- und Buchführungsexperten, so erreichte dieser Anteil 1985 bereits fast zwei Drittel (*Welzk, 1986*, S. 160).

In der BRD stieg der Index des Sachanlagevermögens von Industrie-Aktiengesellschaften zwischen 1973 und 1984 von 100 auf 116, der ihres Finanzanla-

gevermögens von 100 auf 184; besonders groß war dieses Ungleichgewicht in der Maschinen-, Elektro- und Chemieindustrie (*Welzk, 1986*, S. 105). Der deutsche Firmenbesitz in den USA hat sich in den zehn Jahren seit 1976 versiebenfacht, 1985 wurden 8 Mrd. DM für Kauf und Ausbau von Unternehmen aus der BRD in die USA transferiert (*Welzk, 1986*, S. 104). Das Bundeskartellamt registrierte 1987 887 Fusionen, 1974 waren es erst 294 gewesen (*Wiener Zeitung*, 11. Februar 1988, S. 7)

Auch in Österreich gibt es Anzeichen, daß das externe auf Kosten des internen Firmenwachstums zugekommen hat: Zwischen 1956 und 1985 expandierte das Volumen der Bilanzposition "Beteiligungen" der Industrie-Aktiengesellschaften von 1 Mrd. S auf 16,5 Mrd. S, von 5% auf 17% des gesamten Anlagevermögens als Anteil bzw. von 2,4% auf 5,6% der Bilanzsumme. Auch ein Blick auf die Wirtschaftsseiten der Tagespresse und Fachzeitschriften bestätigt, daß das Volumen der Beteiligungen und Fusionen in Österreich wächst.

Der Fusions- und Aufkaufboom der letzten Jahre in den USA und in Europa übertrifft die von den fünfziger bis zu den siebziger Jahren immer wieder aufflackernden Booms quantitativ und besonders qualitativ. In den USA hat er die gewaltige Börsenhausse bis zum Oktober 1987 mitverursacht und wurde andererseits selbst durch die Hausse weiter angeheizt. Nach einer kurzen "Atempause" im Herbst 1987 setzte er — auf noch höherem Niveau — erneut ein.

In den USA hat sich in den siebziger Jahren die Praxis "feindlicher" Übernahmeangebote (denen das Management der zu übernehmenden Firma nicht zustimmt) deutlich verstärkt und zum Boom der achtziger Jahre geführt, in dem die Zahl der "Riesentransaktionen" (mit einem Wert von mehr als 1 Mrd. \$) merklich stieg und die offensiven und defensiven Taktiken erheblich ausgeweitet wurden. 1980 wurden in den USA 3, 1986 bereits 34 Riesentransaktionen abgewickelt (*Brock, 1987*). Die bisher größten bekanntgewordenen Fusionen "kosteten" bereits rund 10 Mrd. \$.

Obwohl gerade diese "feindlichen" Übernahmeversuche Schlagzeilen machen und das Interesse von Medien, Öffentlichkeit und Wissenschaft beanspruchen, sind sie nur ein geringer Teil der gesamten Transaktionen: 1986 waren in den USA unter 3.300 Fusionen

und Beteiligungen nur 40 feindliche Übernahmen und 110 freiwillige oder letztlich ausgehandelte Übernahmeangebote. Die anderen mehr als 3.000 Transaktionen kamen durch Verhandlungen zwischen Übernehmer und Zielfirma zustande (Jensen, 1988, S 22). Allerdings ist nicht bekannt, wie viele dieser letztlich "freundlichen" Übernahmen auf ursprünglich "feindliche" Absichten zurückgehen

Eine wachsende Reihe von Kommentatoren sieht durch diesen Übernahmeboom die Integrität der Kapitalmärkte und die Sicherheit der Finanzinstitutionen zunehmend gefährdet (Rohatyn, 1986, S 31), da Innovationen im Finanzierungsbereich (z B "junk bonds") den Spielraum für industriefremde Spekulanten und Arbitrageure ungeahnt erweiterten (Spekulation, "insider trading") Zudem hätten durch diese Hysterie feindliche Übernahmeangebote eine empfindliche Verschlechterung der Kapitalstruktur sonst gesunder Firmen (sowohl unter den Käufern als auch unter den Verkäufern) zur Folge, die dann wirtschaftlichen Schwankungen ungeschützt ausgesetzt wären: Die Junk-bond-Finanzierung (siehe Kasten) erfordert bei erfolgreicher Übernahme hohe Zinszahlungen, die Finanzmittel aus produktiver Verwendung abziehen

1986 und 1987 wurden — oft nicht durch den Markt, sondern durch private Transaktionen — mehr als 100 Mrd \$ an junk bonds plazierte; im Boomjahr 1984 wurde Eigenkapital der Kapitalgesellschaften in den USA im Ausmaß von 100 Mrd \$ durch Fremdkapital unterschiedlichster Provenienz ersetzt. Diese Finanzinnovationen tragen dazu bei, daß Spekulationen durch "raider" (siehe Kasten) ermöglicht werden, die kurzfristig erhebliche Summen mobilisieren können, raschen Gewinn suchen und oft nicht an dem aufgekauften Unternehmen selbst, sondern an seiner bestmöglichen finanziellen Verwertung interessiert sind. Das bedeutet in vielen Fällen Zerschlagung, Verkauf der "besten" Teile und Liquidierung des Rests. Junk-bond-Finanzierung hat den bislang effektivsten Schutzschild gegen unerwünschte Übernahmen, nämlich die Firmengröße, unterlaufen: Da zur Übernahme kaum mehr Eigenkapital nötig ist, können auch Kleine Große "fressen" und tun dies auch zunehmend. Heute sind die weltgrößten Firmen nicht mehr vor solchen Angriffen durch Finanzinvestoren sicher. Dies macht den veränderten Charakter der laufenden Fusionswelle aus und macht sie industriepolitisch so bedenklich: Riesige Summen anlagensuchenden Kapitals sind ausschließlich an möglichst hoher, rascher Verzinsung und nicht an längerfristigen industriepolitischen Zielen interessiert. In den USA und in Großbritannien sind dadurch bereits wichtige Teile der "industrial base" zerstört worden

Andere Kommentatoren (meist stark neoklassisch orientierte Finanzanalytiker) sehen gerade in diesen

Glossarium der "Fusionsszene"

disclosure rules: Veröffentlichungsgebote: In den USA muß der Erwerb von mehr als 5% der Aktien eines Unternehmens innerhalb von zehn Tagen der Aufsichtsbehörde mitgeteilt werden, ebenso der Zweck des Aktienkaufs und die Identität des Aufkäufers.

friendly takeover: Firmenübernahme mit Zustimmung des betroffenen Managements.

unfriendly, hostile takeover: Übernahmeversuch ohne Zustimmung des betroffenen Managements.

golden parachutes: Vertragsklausel für Manager, um ihnen etwaige Firmenübernahmen schmackhaft zu machen und sie an der Abwehr zu hindern (z B Abfertigungen)

greenmail: Angebot des Managements der Zielfirma an einzelne Aktienbesitzer, deren Aktien über dem Kurswert zurückzukaufen, um eine drohende Übernahme abzuwehren; die Übernahmeversuche mancher Finanzinvestoren haben nur die Zahlung von greenmail (oft mehrere hundert Millionen Dollar) zum Ziel; greenmail bringt das Unternehmen meist durch gravierende Verschlechterung der Eigenkapitalquote in Schwierigkeiten.

insider trading: meist illegaler Handel mit Aktien aufgrund von Vorinformationen, z B über Firmenübernahmen.

junk bonds: Finanzinnovation zur Finanzierung von Firmenübernahmen (hostile takeovers, leveraged buy-outs), wobei der erhoffte Gewinn aus der Verwertung der Firmenübernahme (oft durch Zerschlagung des Unternehmens) als Sicherstellung dient; der hohe Risikofaktor wird mit einer um 3 bis 5 Prozentpunkte höheren Verzinsung (gegenüber Staatsanleihen) abgegolten

leveraged buy-out: Finanzierung der Firmenübernahme durch Aufnahme von Fremdkapital, wodurch sich die Eigenkapitalquote der Firma verringert

pac-man defense: Gegenstrategie des Managements einer Zielfirma, die ihrerseits den Aufkäufer zu schlucken versucht

poison pills: Änderungen im Firmenstatut, von den Managern der Zielfirma veranlaßt, um Übernahmen zu erschweren (z B Beschränkung der Stimmrechte von Großaktionären)

proxy fight: Kampf um Stimmrechtsanteile zur Firmenkontrolle, oft nach erfolglosem Übernahmeversuch oder wenn die Übernahme nicht finanziert werden kann

raider: Finanzinvestor, der einen unfriendly oder hostile takeover versucht.

tender offer: Angebot an Aktienbesitzer zum Verkauf über dem Kurswert, unter Umgehung des Managements der Zielfirma

white knight: vom Management der Zielfirma zu Hilfe geholt Investor zur Abwehr eines raider.

finanztechnischen Operationen eine besonders positive Entwicklung des "market for corporate control", der es jetzt auch kleinen Unternehmen ermöglichte, große aufzukaufen und damit das Muster "die Großen fressen die Kleinen" zu durchbrechen. Durch finanztechnische Innovationen sei die Aufkaufswelle der achtziger Jahre erst ermöglicht worden (*Jensen*, 1988, S. 25). Viele dieser Autoren sehen gerade in einer nicht durch Regulierung eingegengten Fusions- und Aufkaufsmöglichkeit das wirksamste Element, Manager zu eigentümergefreundlichem Verhalten zu veranlassen: Die bei unzureichender Gewinn- und Kurssteigerung drohende Übernahme und damit Absetzung gefährde ihre Existenz. Nur der durch Regulierung (z. B. Fusionskontrolle) behinderte Transfer von Eigentum an Unternehmen ermöglichte optimale Ressourcenallokationen und damit volkswirtschaftlich positive Wohlfahrtseffekte.

Wie immer man den — durch den Börsenkrach vom Herbst 1987 nur zeitweilig gebremsten — laufenden Übernahmeboom bewertet: diese Form des "externen Firmenwachstums" nimmt weltweit zu; Unternehmen aus der EG kaufen sich bei Unternehmen alter und jüngerer Mitglieder (z. B. Spanien) in großem Umfang ein; in den letzten Jahren übernahmen Firmen aus Schweden und Finnland eine Reihe von Unternehmen in der EG; in den USA befürchtet man den "Ausverkauf" besonders an japanische und britische Unternehmen. Auch in Österreich ist durch den beginnenden (teilweisen) Rückzug des Staates und der Verstaatlichten Banken aus der Industrie, durch Druck aus EG und EFTA, aber auch durch die weithin unbestrittene Notwendigkeit einer stärkeren Internationalisierung die starre Eigentumsstruktur österreichischer Industrieunternehmen nunmehr in Bewegung geraten.

Die zwiespältige Bewertung dieser internationalen Fusionswelle zeigt sich unter anderem darin, daß zwar jeweils die Unternehmen weitgehende Freiheit und Unterstützung für Fusionen und Beteiligungen im In- und Ausland fordern, daß sich jedoch auf der institutionellen Makroebene (Ausbau der Fusionskontrolle) wie auch auf der Mikroebene (Stimmrechtsbeschränkungen wie "golden share", Namensaktien, Vorzugsaktien etc.) immer stärker Restriktionen, vor allem gegenüber einer Übernahme aus dem Ausland, bemerkbar machen.

Die vorliegende Untersuchung gibt einen Überblick über die theoretischen und empirischen Hintergründe der laufenden Aufkaufswelle und liefert Hinweise, wieweit diese Entwicklung (neuen) wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf für Österreichs Institutionen schafft und wo Chancen und Gefahren für österreichische Unternehmen liegen. Dabei geht es auch um die Frage, ob nur durch Veränderungen in der Eigentümer- und Kontrollstruktur die gewünschte Struktur-

anpassung österreichischer Unternehmen verwirklicht werden kann, oder ob auch andere interne und externe Kontrollmechanismen und Zielvorgaben diese Ziele zu geringeren sozialen Kosten erreichen können. Die Untersuchung befaßt sich mit der österreichischen Industrie; die meisten Argumente gelten jedoch auch für andere Wirtschaftsbereiche, besonders für den Banken- und Versicherungssektor, den Handel und andere Dienstleistungszweige.

Theoretische und empirische Effekte von Firmenübernahmen

Literaturüberblick: "Capital Asset Pricing Model" und "Event Studies"

Im neoklassischen Modell der Firma ermöglichen Firmenübernahmen als Ressourcentransfers positive Wohlfahrtseffekte. Die meisten dieser Modelle basieren auf der Annahme eines perfekt funktionierenden Aktienmarktes und messen die Effekte von Übernahmen anhand ungewöhnlicher Veränderungen der Aktienkurse des übernehmenden und des übernommenen Unternehmens ("Event Studies"). Die Ergebnisse dieser Analyse interpretieren die Autoren als Indikatoren für volkswirtschaftliche Ergebnisse, so z. B. einer der vehementesten Fürsprecher eines vollkommen unreglementierten Übernahmemarktes, *Jensen* (1988, S. 21): "The market for corporate control is benefiting shareholders, society and the corporate form of organization." Im allgemeinen wird angenommen, daß börsennotierte Unternehmen oft unwirtschaftlich geführt sind und daher unter ihrem "wahren" Wert notieren. Andere Unternehmen, Finanzanleger oder Management-Teams, die das inhärente Potential dieser Firma erkennen, übernehmen sie, wechseln (in den meisten Fällen) das Management aus, setzen die Ressourcen besser ein, steigern den Firmenwert auch durch "synergistische" Effekte und erhöhen damit die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt.

Der Kapitalmarkt gilt als effizient, wenn, erstens, Aktienkurse die erwartete relative Rentabilität der Unternehmen vollständig reflektieren, zweitens, genügend Information über das innere Funktionieren der Unternehmen verfügbar ist und, drittens, das Potential an Firmenübernehmern groß genug ist, um Diskrepanzen zwischen tatsächlicher und potentieller Firmenrentabilität rasch zu nutzen (*Hughes — Singh*, 1987, S. 75). Auf einem solchen Kapitalmarkt können längerfristig nur gewinnmaximierende Unternehmen bzw. Unternehmensteile überleben (*Alchian — Demsetz*, 1972).

Eine Vielzahl von Studien sucht empirische Belege für die Hypothese einer wohlfahrtsteigernden Wir-

kung von Firmenübernahmen. Sie gehen im allgemeinen vom Capital Asset Pricing Model (CAP-Modell) aus, das den oben definierten effizienten Kapitalmarkt voraussetzt. Wenn zudem die vom Modell angenommenen Motive für die Übernahme zutreffen, müßte der Börsenwert der fusionierten Firmen höher sein als der Wert der einzelnen Firmen vor der Übernahme oder als der Börsenkurs einer Kontrollgruppe.

Diese Studien gehen von der Überlegung aus, daß Manager notgedrungen den Unternehmensgewinn (und dadurch das Vermögen der Aktienbesitzer) maximieren, weil sie ständig die Übernahme des Unternehmens fürchten müssen, die meist mit der Ablöse des Managements verbunden ist. Gewinnmaximierende Manager handeln somit im besten Interesse der Aktienbesitzer, da hohe Gewinne auch hohe Kurse bedingen, wenn der Aktienmarkt effizient ist (Jensen, 1988, S. 21, Jarrell — Brickley — Netter, 1988, S. 54). Conn (1985) wertet acht empirische Studien aus, die mit Hilfe des CAP-Modells und anhand einer Analyse der Aktienkurse vor, während und nach der Übernahme die Auswirkungen von Fusionen in den USA und in Großbritannien untersuchen. Diese Studien gehen von einem Marktmodell aus, das folgendermaßen definiert ist:

$$(1) R_{jt} = a_j + \beta_j M + e_{jt}$$

R_{jt} = erwarteter Ertrag der Aktie j in Periode t einschließlich Dividenden und Kapitalerträgen bzw. -verlusten,

a_j = Interzept,

β_j = Koeffizient des systematischen Risikos zwischen Aktie j und dem allgemeinen Markt,

M = erwarteter Ertrag eines Marktportfolios,

e_{jt} = Residuum zwischen tatsächlichem und geschätztem Ertrag

Die Koeffizienten werden üblicherweise für eine Gleichgewichtsperiode vor der Übernahme geschätzt. Die Residuen sind dann Zufallsabweichungen. Unter besonderen Umständen (z. B. Fusion) ändern sich die Beziehungen zwischen den Variablen, sodaß zeitweise Abweichungen zwischen dem tatsächlichen und dem erwarteten Ertrag auftreten können. Je nach der "Marktbewertung" können diese Abweichungen kumuliert positiv oder negativ sein; ihr Durchschnitt über eine gewählte Periode wird als "cumulative average return" (CAR) bezeichnet.

Conn berechnet aus Gleichung (1) solche (über die Zeit) kumulierte Residuen. Aus diesen Residuen (jeweils für die Zeit von vor der Übernahme bis nach der Übernahme eines Unternehmens) wird über alle untersuchten Unternehmen der Durchschnitt (CAR) ermittelt. Ein positiver CAR-Wert bedeutet, daß die Übernahme die Vermögensposition der Firmeneigner

verbessert hat, ein negativer CAR-Wert, daß die Firmeneigner aus der Übernahme keinen Gewinn erzielten.

Die CAR-Werte der in den einzelnen Studien untersuchten übernehmenden Firmen reichen von $-0,0145$ bis $0,1020$, mit einem einfachen Durchschnittswert (über die acht Studien) von $0,0474$ (Conn, 1985, S. 45). In allen Untersuchungen, die zwischen Ankäufern und Verkäufern unterscheiden, ist der CAR-Wert für die Verkäufer höher ($0,1627$ gegenüber $0,0474$). "Aus diesen Studien läßt sich der allgemeine Schluß ziehen, daß für aufkaufende Firmen mäßige außerordentliche Ertragsteigerungen und für aufgekaufte Firmen signifikant größere Steigerungen entstehen; die größten Ertragsteigerungen treten in den sechs Monaten vor dem Zusammenschluß auf" (Conn, 1985, S. 468, Übersetzung des Autors).

Zu ähnlichen Ergebnissen kommt Jensen (1988, S. 21): Die Aktien der Zielfirmen gewannen zwischen 1977 und 1986 346 Mrd. \$ an Wert, die Aktien der aufkaufenden Firmen rund 50 Mrd. \$: Zusammen sind dies mehr als 50% der in dieser Periode insgesamt ausgezahlten Dividenden. Jensen interpretiert diese Wertsteigerung als Effizienzgewinn und Steigerung der ökonomischen Wertschöpfung (Jensen, 1988, S. 23). Auch Jarrell — Brickley — Netter ermitteln eine ähnliche Zunahme des volkswirtschaftlichen Wertes durch Fusionen: Zwischen 1981 und 1986 stieg der Wert der Aktien von Gesellschaften, die Fusionen oder Beteiligungen betrieben, um mehr als 118 Mrd. \$ (Jarrell — Brickley — Netter, 1988, S. 49) für die Zielfirmen machte der Zuwachs jeweils zwischen 19% und 35% aus (Jarrell — Poulsen, 1987, Jensen — Ruback, 1983), für die Aufkäufer war er deutlich geringer, in den achtziger Jahren sogar knapp negativ (Jarrell — Poulsen, 1987).

Die Neuinterpretation bestehender Studien führt Conn zu dem Schluß, daß eine Übernahme bestenfalls neutrale Effekte für den Aufkäufer, aber deutlich positive für die Eigner des aufgekauften Unternehmens habe. Die Anwendung des CAP-Modells auf Zusammenschlüsse sei jedoch bedenklich. Neben der Maximierung des Vermögens der Aktienbesitzer dürfte eine Reihe von anderen Motiven der Aufkäufer eine wichtige Rolle spielen, die der eindimensionale Erklärungsversuch des CAP-Modells, der von einer Gleichheit der Interessen von Firmeneigner und Manager ausgeht, nicht erfasse (Conn, 1985, S. 54).

Principal-Agent-Argumente

An der Verwendung des Capital-Asset-Pricing-Modells und an dessen Interpretation kurzfristiger Kurssteigerungen vor und nach der Übernahme als wohl-

Fusionen und Beteiligungen

fahrtsteigernde Effekte für die Gesamtwirtschaft ist verschiedentlich Kritik geübt worden. *Hughes — Singh* kritisieren, daß Aktienmärkte laut einer Vielzahl von Studien nicht im oben definierten Sinn effizient seien, daß sie weder systematisch laufende, vorhergegangene oder künftige Leistungsparameter der Firmen noch längerfristige Gleichgewichtsbedingungen abbildeten (*Hughes — Singh, 1987, S 75*).

Besonders die Berücksichtigung der Interessensgegensätze zwischen Kapitaleignern und Managern (eine Denkschule der Industrial Economics, z B *Berle — Means, 1932, Marris, 1964, Marris — Mueller, 1980, Mueller, 1986, Scherer, 1988*) erschütterte die theoretische und empirische Basis der traditionellen neoklassischen Firmentheorie und ihrer Anwendung auf Firmenzusammenschlüsse. Diese Autoren gehen von der Hypothese aus, daß Firmenmanager besonders bei breitgestreutem Aktienbesitz gegenüber den Kapitaleignern Informations- und Aktionsvorteile besitzen und diese zu ihren Gunsten ausnutzen. Denn es läge im Interesse der Manager, deren Einkommen nachweislich vor allem mit der Größe des Unternehmens steigt, eher Firmenwachstum, also Größe, als Gewinnmaximierung anzustreben. *Cowling, Marris* und *Mueller* sind prominente Vertreter dieser "Principal-Agent"-Theorien und untermauern ihre Hypothese von der managerkontrollierten Firma

Die Industrieökonomien kritisieren auch die Methode der "Event Studies", die sich nur auf die Analyse der Aktienkurse stützt. Wenn der Aktienmarkt nicht im oben definierten Sinn effizient ist, müssen neben Kurssignalen auch zahlreiche firmeninterne Informationen zur Analyse der ökonomischen Auswirkungen von Fusionen herangezogen werden (*Scherer, 1988, S 70f*).

Nach *Hughes — Singh (1987)* etwa überleben auf dem Markt längerfristig nicht nur profitmaximierende Firmen, da die neoklassische Welt des vollständigen Wettbewerbs mit vollständiger Information in der Praxis nicht existiere. In einer Welt der Unsicherheit, angesichts einer Vielzahl von Eintrittsbarrieren, oligopolistischen Märkten und Skalenvorteilen könnte auch wachstumsmaximierendes oder "satisficing" Verhalten das Überleben sicherstellen (*Winter, 1971*). Auch die Existenz von Leibenstein's X-Effizienz, die es Firmen aufgrund ihrer Marktmacht erlaube, unterhalb ihres optimalen Effizienzrahmens zu agieren, sowie die Tatsache, daß bei breit gestreutem Aktienbesitz eine effiziente Kontrolle der Firmenmanager durch die Eigentümer zu teuer ist und dadurch die Manager ihre eigenen Interessen vertreten könnten, verletzen in der Realität die Voraussetzungen für die CAPM-Argumentation. Zudem seien — besonders bei größeren Übernahmen — die Transaktionskosten sehr hoch (häufig mit mehr als 100 Mill \$ Provision — oh-

ne Finanzierungskosten) und deshalb der Spielraum der Manager relativ groß. Gleichzeitig steigern Defensivtaktiken der Manager von Zielfirmen gegen feindliche Übernahmeangebote diese Transaktionskosten. Durch all diese in der Realität üblicherweise wirkenden Mechanismen wächst — zumindest in großen Firmen — der Spielraum der Manager gegenüber einer Kontrolle durch die Kapitaleigner (*Hughes — Singh, 1987, S. 77*).

In einer Querschnittsuntersuchung über sieben Länder charakterisiert *Mueller (1980)* die betroffenen Firmen und die Effekte von Fusionen folgendermaßen:

- Aufkaufende Unternehmen sind meist groß, wachsen rasch und haben höhere Fremdkapitalquoten als die Firmen, die sie erwerben
- In einigen Ländern ist Rentabilität positiv mit der Firmengröße korreliert, während die Varianz der Rentabilität invers mit der Größe korreliert: Tendenziell haben also aufkaufende Unternehmen daher höhere Rentabilität und geringere Rentabilitätsschwankungen als ihre "Opfer" (mit Ausnahmen; *Mueller, 1980, S 174*).
- In der Untersuchung der Determinanten von Firmenaufkäufen spricht in Frankreich, in der Bundesrepublik Deutschland und in Großbritannien vieles für die "Failing-firm-Hypothese", also die Annahme, daß aufgekaufte Firmen oft knapp vor dem Bankrott standen. Steigende Skalenerträge scheinen in keinem Land das Hauptmotiv für Zusammenschlüsse gewesen zu sein, weil die sich zusammenschließenden Unternehmen im Durchschnitt immer größer waren als Kontrollgruppen. Risikominimierung war durchwegs kein bestimmendes Fusionsmotiv: In der Bundesrepublik Deutschland und in Schweden waren die Gewinnschwankungen vor der Fusion kleiner als bei nicht fusionierenden Firmen, in Belgien höher, in den anderen Ländern nicht signifikant unterschiedlich. Auch die Hypothese, daß Fusionen durch wirtschaftliche Schocks verursacht sind, konnte nicht einwandfrei belegt werden.

Mueller kommt daher zum Schluß, daß die Gründe für die Fusionen in den realen Variablen gesucht werden (müssen), die die Entwicklung der Firmen und auch die Aktienkurse beeinflussen, nicht aber direkt in der Entwicklung der Aktienkurse selbst (*Mueller, 1980, S. 175*).

Auch die Auswirkungen von Fusionen — auf Rentabilität, Größenwachstum, aber auch auf die Aktienkurse in der Zeit von drei bis fünf Jahren nach der Fusion — sind nach *Mueller* nicht eindeutig und über alle Länder und Zeiträume einheitlich zu bestimmen: Laut *Singh (1971)* werden die Auswirkungen einer Fusion auf die Kursentwicklung erst nach mehr als fünf Jahren sichtbar. Nach der Fusion gehen im Lauf der Zeit

etwaige vorher aufgetretene Kurssteigerungen wieder verloren (*Mueller*, 1980, S. 179): Nach drei Jahren unterscheiden sich fusionierte Firmen nicht mehr signifikant von verschiedenen Kontrollgruppen. Aus diesem letzten Ergebnis kann man schließen, daß Fusionen nicht zu vom Kapitalmarkt honorierten Effizienzgewinnen führen (*Mueller*, 1980, S. 181). Auch *Meeks* (1977) und *Cowling et al.* (1979) kamen zu ähnlichen Ergebnissen. Daraus läßt sich ableiten, daß in der Vergangenheit Fusionen nicht durchwegs zur Realisierung von Skalenerträgen geführt haben dürften. Für die Kursentwicklung bei Fusionen dürfte folgendes Muster typisch sein:

- Die Aktienkurse der übernehmenden Firmen steigen vor der Fusion relativ stark, beginnen jedoch (jedenfalls gemessen an einer Kontrollgruppe) etwa sechs Monate vor der Fusion zu fallen und sinken weiter, je mehr Information über die geplante Fusion öffentlich wird (*Mandelker*, 1974). Es scheint, daß die Aktionäre der aufkaufenden Unternehmen oder der "Markt" die Schwierigkeiten einer Fusion, wenn das Übernahmeziel bekannt wird, zunehmend negativ bewerten.
- Spätestens zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Übernahmeangebotes (oft auch schon vorher) beginnen die Kurse der zu übernehmenden Firmen zu steigen; diese Steigerung läßt jedoch ebenfalls wieder nach, sodaß (je nach Autor) bald (*Firth*, 1979) oder nach einigen Jahren (*Singh*, 1971, *Mueller*, 1986B) keine Veränderung mehr zu erkennen ist und der kumulierte Kurseffekt beider betroffenen Firmen zusammen über die Zeit negativ oder Null wird. Die Aktienbesitzer der übernehmenden Firma sind daher langfristig schlechter gestellt als ohne Fusion, die der übernommenen Firma gewinnen möglicherweise, jedoch weniger, als die anderen verloren haben.

Nach *Firth* (1979) geht der Verfall der Kurse des Aufkäufers auch darauf zurück, daß Übernahmen allgemein teuer sind, daß also der Aufkäufer den Aktienbesitzern der Zielfirma einen bedeutenden Bonus über den laufenden Aktienkurs hinaus zu zahlen hat. Dieser Übernahmebonus bedeutet ökonomisch eine Diskontierung künftiger Kurssteigerungen durch den Käufer. Von 224 erfolgreichen Übernahmen in Großbritannien erzielten zwar die Zielfirmen vor der Übernahme überwiegend unterdurchschnittliche Renditen, die Kurse von 80% der Firmen begannen jedoch etwa einen Monat vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebotes deutlich zu steigen und lagen zum Zeitpunkt der Übernahme immerhin noch um durchschnittlich 22% über dem Ausgangsniveau (*Firth*, 1979, S. 320).

Die Tatsache, daß die Kurssteigerung der Zielfirmen bereits einen Monat vor der Veröffentlichung des

Übernahmeangebotes einsetzen, deutet auf einen Informationsvorsprung von Managern der Übernahmefirmen hin, die von den Kurssteigerungen profitieren wollen. *Mueller* bestätigt diese Vermutung: "Eine mögliche Erklärung dafür, warum Manager Fusionen durchführen, die ihren Aktienbesitzern keinen Vorteil bringen, ist, daß solche Fusionen die Chance bieten, durch Vorinformation selbst Gewinne zu erzielen" (*Mueller*, 1986, S. 208). *King — Roell* (1988) gehen detailliert der Frage des "insider trading" nach. *Ravenscraft — Scherer* (1987C) nennen die hohen Übernahmeprämien als Grund dafür, warum Aufkäufer weniger profitabel sind als Unternehmen einer Kontrollgruppe (vor der Übernahme -1 Prozentpunkt gegenüber dem jeweiligen Industriedurchschnitt, -3 Prozentpunkte bis zu neun Jahre danach; *Ravenscraft — Scherer*, 1987C, S. 153).

Daß hohe Übernahmeprämien gezahlt werden müssen, führen *Hughes — Singh* darauf zurück, daß durch die Fusion das Risiko, die Aktien der betroffenen Firmen zu halten, sich grundsätzlich ändern dürfte: Die Funktion der Nachfrage nach Aktien verläuft entgegen der neoklassischen Theorie nicht horizontal (dies wird in den CAP-Modellen angenommen), sondern dürfte nach rechts fallen. Grenzpreise von Aktien geben demnach nicht die durchschnittliche Marktmeinung wieder, und deshalb sind Prämien erforderlich, um die Übernahme durchzusetzen. Diese Prämien verzerren die Bewertungen der Aktien (*Hughes — Singh*, 1980, S. 80). Eine Korrelation der Höhe der Übernahmeprämien mit Finanz- und Leistungsvariablen der übernehmenden und der übernommenen Firmen (*Kuehn*, 1976) zeigt keine systematischen Beziehungen.

Die Bereitschaft des Managements, diese Prämien zu zahlen, führen *Hughes — Singh* daher auf den Wunsch zurück, Marktmacht zu erlangen, Imperien aufzubauen, verbesserte Managementtechniken einsetzen zu können oder Skalen- und Scope-Erträge zu lukrieren, oder auf andere Ziele, die längerfristig Gewinnsteigerungen versprechen (*Hughes — Singh*, 1980, S. 82).

Theorie und Realität

Die theoretischen Beweise dafür, daß Firmenmanager bei Übernahmen ihre eigenen Ziele verfolgen — Gewinnung von Marktmacht und Prestige, Zementierung der eigenen Position und Verbesserung ihrer Vermögenssituation —, stammen überwiegend aus der Wiederlegung der traditionellen neoklassischen Firmentheorie. Die empirisch bestens fundierte Kritik (z. B. die vielfältigen Arbeiten von *Mueller*, *Cowling*, *Singh*, *Scherer* u. a.) an den bis in die siebziger Jahre fast unangefochten geltenden Capital-Asset-Pricing-Mo-

Fusionen und Beteiligungen

dellen bringt deutliche Hinweise, daß Firmenübernahmen in vielen Fällen nicht direkte Effizienzsteigerungen mit sich bringen, die in Kurssteigerungen sichtbar würden.

Darüber hinaus entsprechen die Annahmen über die Effizienz von Aktienmärkten, die alle Informationen über Firmenverhalten sofort effizient zu verarbeiten hätten, nicht der Realität. Eine Vielzahl unternehmensstrategischer Informationen (etwa Vorteile, die Manager aus Übernahmeangeboten selbst ziehen könnten) schlägt sich nicht direkt in den Aktienkursen nieder, andererseits beeinflussen auch zahlreiche unternehmensexterne Faktoren offensichtlich die Kursbewegungen. Zu diesen unternehmensexternen Faktoren gehört etwa das "Lemminge-Verhalten": Die Forcierung von externem Firmenwachstum durch Vorreiterfirmen löst auch bei anderen Unternehmen ein solches Verhalten aus, die vorher solche Aktivitäten gar nicht geplant hatten. "Wenn viele Manager Imperien aufbauen, folgen andere nach. Dieses abweichende Verhalten (im Gegensatz zu internem Firmenwachstum; der Autor) verdrängt anderes Verhalten" (Marris — Mueller, 1980, S. 42). Der Wettbewerb zwischen den Unternehmen erstreckt sich nunmehr auch auf Übernahmen.

Diese Überlegungen lassen schließen, daß die Analyse von Aktienkursbewegungen allein die komplizierten Vorgänge bei Fusionen und anderen Firmenaufkäufen nicht erklären kann und daß für eine sachgerechte Bewertung der Effekte von Fusionen institutionelle und "reale" Variable mehr berücksichtigt werden müssen. Aus den neueren empirischen Ergebnissen der Fusionsliteratur geht jedoch hervor, daß jedenfalls die Aktionäre der übernehmenden Firmen nicht zu den Gewinnern, sondern zu den Verlierern von Übernahmestrategien zählen, wenn man ihre Interessen nur in hohen und steigenden Aktienkursen sieht. Dies läßt die Frage offen, wer dann aus Übernahmen Gewinn zieht: möglicherweise die Aktionäre der übernommenen Firmen und die Manager des Aufkäufer. Wieweit die Belegschaften der Firmen Gewinner oder Verlierer der neuen Übernahmestrategien sind, ist bisher noch nicht systematisch untersucht worden. Auch angesichts der zunehmenden Finanzkraft der Pensionsfonds, die in den USA auch Repräsentanten der Arbeitnehmer in die "boards" von Unternehmen bringt, wird diese Frage jedoch vermehrt angeschnitten (z. B. Business Week, 19. Mai 1987).

Abseits des (recht kurzfristigen, aber vielleicht den Tendenzen des amerikanischen und britischen Aktienmarktes entsprechenden) Gewinner-Verlierer-Schemas und vor allem mit erweitertem Zeithorizont (der den komplizierten Vorgängen von Firmenübernahmen und ihren Auswirkungen gerecht wird) scheinen die industriespezifischen (realwirtschaftlichen)

Auswirkungen doch bestimmend, und kurzfristige Interessen unterliegen. Die kurzfristigen Kurssteigerungen nach Fusionen schwinden üblicherweise nach einiger Zeit wieder. Eine Ausdehnung der Beobachtungsperiode kann die unterschiedlichen Bewertungen von Fusionen durch "Finanzanalytiker" einerseits und "Industrieökonomien" andererseits in Einklang bringen.

Weitere empirische Analysen der Fusionsbooms in den sechziger und siebziger Jahren geben zusätzlich Anlaß zu kritischer Bestandsaufnahme dieser Phänomene: Viele aufgekaufte Firmen oder Teile davon wurden nach einiger Zeit wieder verkauft. Ravenscraft — Scherer (1987C) schätzen, daß innerhalb von zehn Jahren ein Drittel der Fusionen wieder rückgängig gemacht wurde, weil sie nicht den gewünschten Erfolg gebracht hatten.

Nach der Unternehmensberatung McKinsey wurden 75% der Fusionen des Jahres 1986, die mehr als 100 Mill. \$ gekostet hatten, ein Jahr später wieder ganz oder teilweise rückgängig gemacht, also zumindest Anteile wieder verkauft (Business Week, 21. März 1988), nach Porter (1987, S. 48) wurden mehr als die Hälfte der fusionierten Unternehmen wieder verkauft. Das Motiv dieser Verkäufe sind nicht firmenstrategische Überlegungen, sondern meist gravierende Schwierigkeiten, die fusionierten Firmen gewinnbringend zu führen (Ravenscraft — Scherer, 1987C, S. 193). Solche Probleme treten besonders häufig in Konglomeraten auf, da die Sachkenntnis der Manager der Mutterfirma oft nicht ausreicht, um auftretende Schwierigkeiten zu überwinden.

Die Kaufwelle der siebziger Jahre brachte der Wirtschaft der USA einen "Effizienzverlust" von 0,6% bis 0,8% des BIP und erklärt damit ungefähr ein Zehntel des Produktivitätsrückgangs in diesem Zeitraum (Ravenscraft — Scherer, 1987C, S. 202f). Zwischen Fusionsaktivitäten und Industrieproduktion besteht — laut einer langfristigen Untersuchung (1919/1979) von Clark — Charkabarti — Chiang (1988) — ein statistisch signifikanter Zusammenhang: Eine Zunahme von Fusionen zieht nach zwei Jahren einen Rückgang der Industrieproduktion nach sich. Die Autoren warnen zwar vor einer Überinterpretation dieser Ergebnisse, sie stellen jedoch die Frage, ob nicht doch Unternehmenszusammenschlüsse einen negativen Nettoeffekt auf den realen Output hätten (Clark — Charkabarti — Chiang, 1988, S. 297f).

Durch die laufende Aufkaufwelle hat sich die Fremdkapitalquote der Unternehmen drastisch erhöht: Die Relation Fremdkapital zu Eigenkapital der Non-financial Corporations der USA ist zwischen 1974 und 1987 von 18% auf 72% gestiegen, die gesamte Fremdschuld dieser Gesellschaften hat sich seit 1976 auf 1,8 Bill \$ verdreifacht, ihre Konkursverluste ha-

ben seit Anfang der achtziger Jahre von 840 Mill. \$ auf 9 Mrd \$ zugenommen (Wall Street Journal, 16. März 1988).

In den letzten Jahren hob eine Reihe von Untersuchungen Produktvielfalt, Marktmacht, Komplementaritäten ("Synergien"), Marktanteile und deren Absicherung als strategische Instrumente zur Erhaltung der langfristigen Überlebensfähigkeit von Firmen im Strukturwandel hervor (Steiner, 1975, Mueller, 1980, Hughes — Singh, 1987, Mueller, 1986C). Zahlreiche Untersuchungen, die im Zuge des Ausbaus der verschiedenen Übernahmestrategien und -instrumente entstanden, befassen sich mit dem Prozeß der Fusion selbst, mit erfolgreichen und nicht erfolgreichen (im Sinne von angekündigten und durchgeführten) Fusionen und mit dem weiteren Schicksal der fusionierten Unternehmen (z B Mariti — Smiley, 1983, Pickering, 1983, OECD, 1984, 1986, Ravenscraft — Scherer, 1987B).

Neben dieser "realwirtschaftlichen" Betrachtung muß auch die Bedeutung verschiedener Auswüchse des Aktienmarktes (Exzesse) untersucht werden. Die umfangreiche Literatur aus den USA und Großbritannien, die sich mit den Auswirkungen von Fusionen auf die Aktienkurse befaßt und daraus weitreichende Schlüsse zieht, muß für Länder ohne großen Aktienmarkt sicher relativiert werden. Möglicherweise verhindert das Fehlen großer Kapitalmärkte zumindest bestimmte Auswüchse der "Merger Mania" und läßt so einen Teil der Nachteile einer Fusionswelle erst gar nicht entstehen.

Neuere Literatur beschäftigt sich auch eingehend mit dem tatsächlichen institutionellen Aufbau moderner Unternehmen: mit den Kontroll- und Anreizmechanismen für Manager europäischer, japanischer und amerikanischer Unternehmen, mit dem Einfluß von Aufsichtsräten, mit den internen Informationsströmen, aber auch mit der Frage, durch welche Verschränkungen von Politik, Finanz und Unternehmen von Aufsichtsräten und Managern welche Interessen welcher Gruppen vertreten werden (siehe dazu Bayer, K., "Sind die österreichischen Industrieunternehmen eigentümer- oder managerbeherrscht?", im nächsten Heft der WIFO-Monatsberichte). Einige Autoren meinen, daß diese Zusammenhänge innerhalb moderner Unternehmen direkt untersucht werden müßten, und daß man nicht nur aus der Analyse einzelner Indikatoren indirekt auf Verhalten und Motivation schließen dürfe. Zunehmend werden auch Rolle und Interessen der Arbeitnehmer und ihrer Interessenvertretungen in die Überlegungen einbezogen (z B Business Week, 19 Mai 1987, FitzRoy, 1988, van der Bellen, 1982).

Solche Analysen berücksichtigen auch historische, kulturelle, nationale und institutionelle Eigenheiten und ergeben damit ein sehr differenziertes Bild von

der Funktionsweise der Unternehmen in verschiedenen Ländern. Gerade die Übertragung von Ergebnissen der Fusionsforschung in den USA und in Großbritannien auf Mitteleuropa — und umso mehr auf Österreich — verlangt eine solche Differenzierung.

Die Rolle des Aktienmarktes im Fusionsboom

Das Funktionieren einer Aktienbörse setzt eine große Zahl von notierten Gesellschaften, geringen Festbesitz, damit möglichst große Streuung des Aktienbesitzes und vor allem eine Vielzahl von Marktteilnehmern voraus. Eine funktionierende Börse und die damit verbundenen Institutionen bieten dem Marktteilnehmer umfangreiche Information über Unternehmen, die dann zu Finanzinvestitionen ermutigt. Demnach erleichtert die Existenz einer funktionsfähigen Börse Finanzanlegern, die nicht primär an den realwirtschaftlichen (längerfristigen) Aktivitäten von Wirtschaftsunternehmen interessiert sind, die Beteiligung an solchen Unternehmen deutlich. In Ländern ohne funktionsfähige Börse ist diese Form der Beteiligung direkt kaum möglich, indirekt jedoch über eine Reihe von Substituten (Investmentfonds, Beteiligungsfonds u a.)

Das Fehlen breitgestreuter Börsenaktivitäten kann also als Eintrittsschranke für Finanzinvestoren in den Beteiligungsmarkt mit allen damit verbundenen Vorteilen¹⁾ und Nachteilen²⁾ interpretiert werden.

Familieneigentum, Festbesitz, Verstaatlichung, besonders hohe Konzentration des Eigentums an Unternehmen machen es Außenseitern schwer oder sogar unmöglich, ohne Zustimmung der Eigentümer Teile oder die ganze Firma zu übernehmen. Zwar können auch nicht notierte Gesellschaften durch wirtschaftlichen Druck verhalten werden, ihr Eigentum zu übertragen³⁾. Dies betrifft jedoch vor allem Finanzinstitutionen oder potente Konkurrenten. "Raider" haben in solchen Fällen fast nur bei drohender Liquidation eine Chance.

¹⁾ Wegfallen der Gefahr von Finanzspekulation mit Unternehmen und damit der "Exzesse" der anglo-amerikanischen Merger Mania, daher Hintanhaltung der Entstehung eines wachsenden "unproduktiven" Sektors, der sich mit der Förderung und Verhinderung von Fusionen und anderen Beteiligungsformen befaßt, Konzentration der Ressourcen auf mittel- und längerfristige Firmenaktivitäten usw.

²⁾ Weniger Anreiz zur Effizienz und Transparenz von Unternehmen, weniger Ressourcentransfer zwischen Kapitaleignern, kleinerer Beteiligungsmarkt, dadurch stärkere Fremdfinanzierung und größerer Bankeneinfluß "Faulbett" für Manager.

³⁾ Dies war oft eine Ursache des Bankenbesitzes an Industriebetrieben in Österreich, wenn Fremdkapitalgeber, die hohe Positionen in einem Unternehmen halten, sich Sitz im Aufsichtsrat und Vorstand und sogar den Ersatz von Fremd- durch Eigenkapital erzwingen können.

Fusionen und Beteiligungen

Das rasch wachsende Instrumentarium an Abwehrmechanismen gegen feindliche Übernahmen (white knight, poison pills, shark repellents u. a.) bildete sich in den USA und in Großbritannien angesichts eines weitgestreuten Aktienbesitzes und spielt in Ländern wie der BRD und Österreich (noch) keine wichtige Rolle. Dennoch wird auch hier zunehmend über Abwehrmaßnahmen, etwa verschiedene Arten der Stimmrechtsbeschränkung, diskutiert.

Die österreichische Börse erwachte zwar 1985 aus ihrem lange andauernden Schlaf — ihre Umsätze stiegen von durchschnittlich 1 bis 2 Mrd. S auf nunmehr rund 20 Mrd. S pro Jahr —, doch ist ihre volkswirtschaftliche Bedeutung im Vergleich mit anderen Ländern gering: 1986 betrug der Börsenwert der in Wien notierten österreichischen Gesellschaften 6% des BIP, in der BRD macht diese Relation ungefähr 12% aus, in den USA 61%, in Großbritannien 81% und in Japan sogar 89%. Überdies wird der Aktienumsatz in Österreich durch eine Reihe institutioneller und historischer Faktoren eingeschränkt — von hohem Festbesitz in verstaatlichten und Familienunternehmen über stark restringierende Börsenregeln bis zum "Selbsteintrittsrecht" der Banken. Nur etwas mehr als 30 inländische Industrie-Aktiengesellschaften (von rund 200) notieren an der Börse. Unter diesen Umständen kann die Börse nicht als wirksame externe Kontrollinstanz für Manager bezeichnet werden. Dies bedeutet aber auch, daß dadurch Auswüchse einer Merger Mania in den USA und in Großbritannien — die fast ausschließlich auf der Nutzung der über die Börse gelieferten Informationen, der Möglichkeiten, durch "tender offers" Aktien aufzukaufen, und anderen Börsenmechanismen beruhen — in Österreich zur Zeit nicht möglich sind.

Auch in Österreich hat in den letzten Jahren die Häufigkeit eines Eigentümerwechsels bei Industriefirmen deutlich zugenommen. Dies ist überwiegend auf markt-, konkurrenz- und produktspezifische Gründe zurückzuführen und höchstens in Ausnahmefällen auf Spekulationen und die Hoffnung auf raschen Kursgewinn. Ein besonderer Aspekt ist hier die Teil-Privatisierung der Verstaatlichten Industrie durch Verkauf von Anteilen an der Börse: Sie hat auch ideologische Gründe und dient der Finanzierung der ÖIAG-Sanie rung. Weil der Börsenhandel relativ schwach ausgebildet ist, sind rasche Kursgewinne aus der Teil-Privatisierung durch Übernahmen praktisch ausgeschlossen, längerfristige Motive der Unternehmensbeteiligung stehen im Vordergrund (Allerdings sind auch österreichische Unternehmen nicht vor unlauteren Methoden von Spekulanten gefeit, die Firmen aufkaufen, Bestandteile des Vermögens abziehen und die leere Hülle sowie die Beschäftigten fallenlassen; man denke etwa an die besonders unprofessionell ge-

handhabte Übertragung der Wiener Brückenbau, an Vetco-Gray und einige ähnliche Transaktionen.)

Die Nicht-Existenz eines auf breiter Basis funktionierenden Aktienmarktes dürfte neben der Vermeidung solcher "Exzesse" eine Reihe anderer Vorteile haben:

- Firmenübernahmen und Beteiligungskäufe dienen viel mehr mittel- oder längerfristigen "realwirtschaftlichen" als kurzfristigen "finanzwirtschaftlichen" Zielen: Sie "halten" deshalb viel länger als etwa in den USA, wo zwischen einem Drittel und der Hälfte aller Übernahmen nach relativ kurzer Zeit durch Verkauf und Stilllegung wieder rückgängig gemacht werden, weil sie die Aufkäufer in große Probleme stürzen (Porter, 1987, Ravenscraft — Scherer, 1987). Solche "sell-offs" (Desinvestitionen) sind aber nicht als Wiederherstellung des alten Zustands zu betrachten, sondern als Eingeständnis des Scheiterns einer Diversifizierungs- und Aufkaufstrategie zu hohen sozialen und ökonomischen Kosten.
- Kurzfristige Kurssteigerungen verlieren als wirtschaftliche Erfolgsvariable zugunsten längerfristiger Überlegungen zur Entwicklung des Marktes, des Product-mix, der Skalen- und Synergieeffekte an Gewicht.
- Die Chance, daß Firmenaufkäufe in "Mode" kommen, ist deutlich geringer, dadurch treten rationale Motive in den Vordergrund. Dies hindert jedoch nicht das Aufkommen einer "Mode" des Verkaufens von Firmen und Firmenteilen aus öffentlichem und indirekt verstaatlichtem Eigentum.

In Ländern mit breit funktionierenden Aktienmärkten haben diese zweifellos die Entstehung der gesamtwirtschaftlich schädlichen Effekte der Merger-Booms in den siebziger und achtziger Jahren deutlich erleichtert. In den USA läuft seit Jahren eine intensive Debatte darüber, ob Unternehmensfusionen und -beteiligungen wieder stärker von der öffentlichen Hand kontrolliert (und vielleicht restringiert) werden sollten als bisher (siehe dazu z. B. die Artikel von Varian, Shleifer — Vishny, Jensen, Jarrel — Brickley — Netter und Scherer im Journal of Economic Perspectives, 1988, 2(1)). Die EG-Kommission hat im Sommer 1988 den Entwurf einer neuen Richtlinie über die Fusionskontrolle vorgelegt, der eben heftig diskutiert wird. Auch in anderen Ländern (z. B. Italien) sind neue Maßnahmen zur Fusionskontrolle im Gespräch.

In letzter Zeit wird häufig kritisiert, daß Aktienkurse nicht unbedingt die tatsächliche Situation eines Unternehmens widerspiegeln und daß auch Spekulanten Bewertungsabweichungen nicht generell durch Arbitrage wettmachen können, wenn ihre Aktivitäten das Marktgeschehen nachhaltig beeinflussen (siehe z. B.

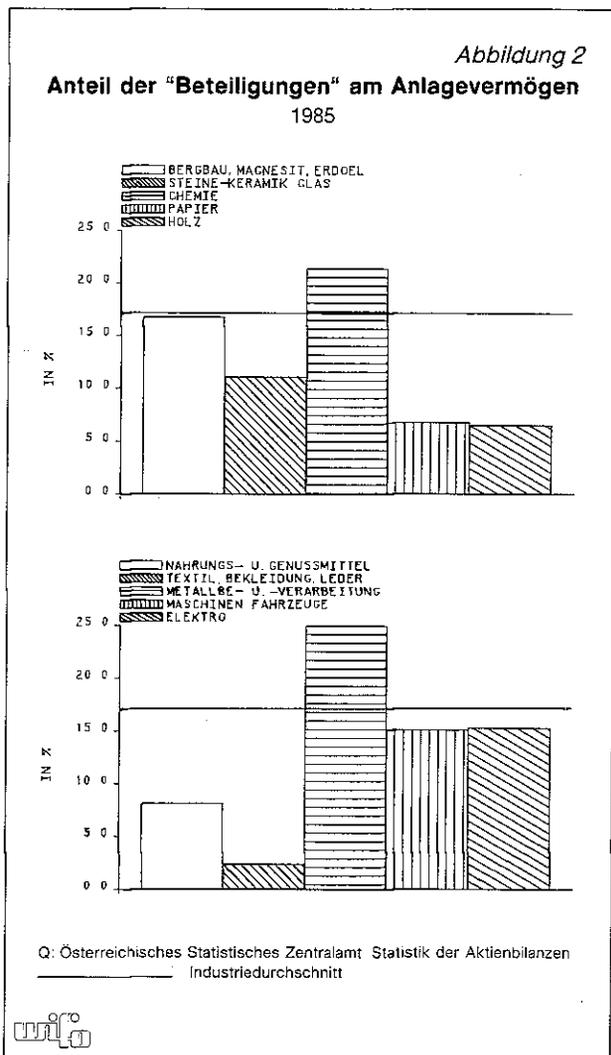
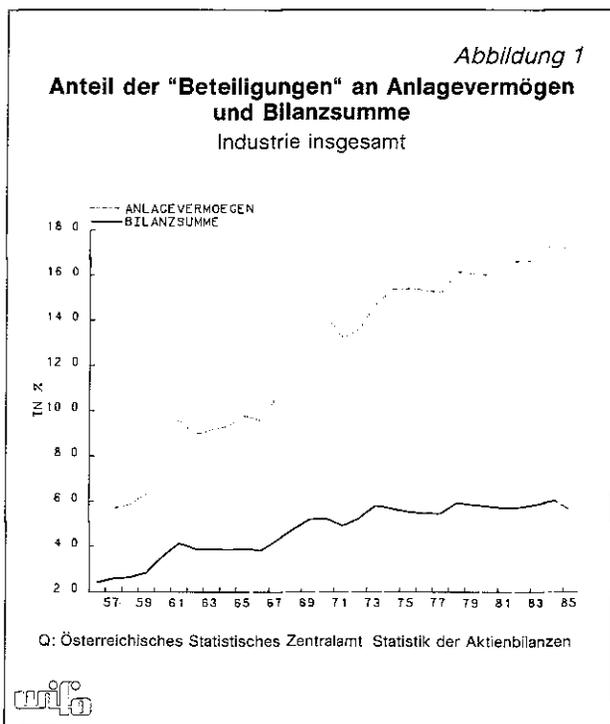
Summers, 1986). Teilt man diese Skepsis gegenüber der Aktienmarkteffizienz (siehe dazu auch Goldberg — Schulmeister, 1988), dann kann in Hinblick auf Fusionen und Beteiligungen die Nicht-Existenz eines ausgereiften Aktienmarktes als Merkmal größerer Rationalität einer Volkswirtschaft verstanden werden. Verschiedene Beispiele effizient organisierter Volkswirtschaften ohne große Börsenaktivitäten (BRD, Schweden, Finnland) unterstreichen diese Interpretation.

Fusionsaktivitäten in der österreichischen Industrie

In Österreich gibt es keine Datenbasis, die einen Überblick über Fusionen erlauben würde. Das österreichische Kartellgesetz von 1972 verlangt zwar die Registrierung aller Firmenzusammenschlüsse, Beteiligungskäufe (über 25%) und anderen beherrschenden Unternehmensverbindungen, die einem Unternehmen einen Anteil von mehr als 5% des inländischen Marktes verschaffen, doch wird dieses Gesetz offenbar nicht angewendet: 1973 wurden dem Kartellregister beim Oberlandesgericht Wien noch 41 Fälle gemeldet, seit 1976 nur noch weniger als 10 Fälle jährlich (mit Ausnahme des Jahres 1983: 25 Fusionen), 1983 4 Fälle, 1985 1 Fall, 1986 5 Fälle und 1987 (Stand: Mai 1988) 0 Fälle. Dies entspricht keinesfalls der Wirklichkeit. Die Zeitschrift "Informationen über multinationale Konzerne" der Arbeiterkammer Wien bringt jeweils einen Abschnitt "Fusionen und Zusammenschlüsse"

und listet dort für 1985 14, für 1986 und 1987 jeweils 16 Fusionen und Beteiligungskäufe in der österreichischen Industrie auf. Auch diese wichtige Quelle entspricht nicht dem international üblichen Informationsstand, da sie außer den Firmennamen und der Nationalität, der Fusionsart und Beteiligungshöhe keine Information enthält.

Der einzige über längere Zeit verfügbare Hinweis ist die Entwicklung der Position "Beteiligungen" aus der Aktienbilanzstatistik. Die österreichischen Industrie-Aktiengesellschaften haben ihre Beteiligungen von 1.017 Mrd. S im Jahr 1956 auf 16.462 Mrd. S 1985 gesteigert, also um rund 10% pro Jahr. Der Anteil der Beteiligungen am Anlagevermögen ist in diesem Zeitraum von 5,0% auf 16,9%, jener an der Bilanzsumme von 2,4% auf 5,6% gestiegen (Abbildung 1). In den letzten Jahren stagnieren allerdings die Beteiligungskäufe und ebenso ihr Anteil am Anlagevermögen und an der Bilanzsumme. Die Position "Beteiligungen" umfaßt jedoch nicht nur das von der Bilanz wiedergegebene Resultat aktiver Strategien externen Wach-



Fusionen und Beteiligungen

tums mit Eigentümerwechsel, also Kauf und Beteiligung, sondern auch den Effekt der Ausgliederung und Vertöchterung unter demselben Eigentümer (vgl. die Strategie der AMAG Mitte der achtziger Jahre)

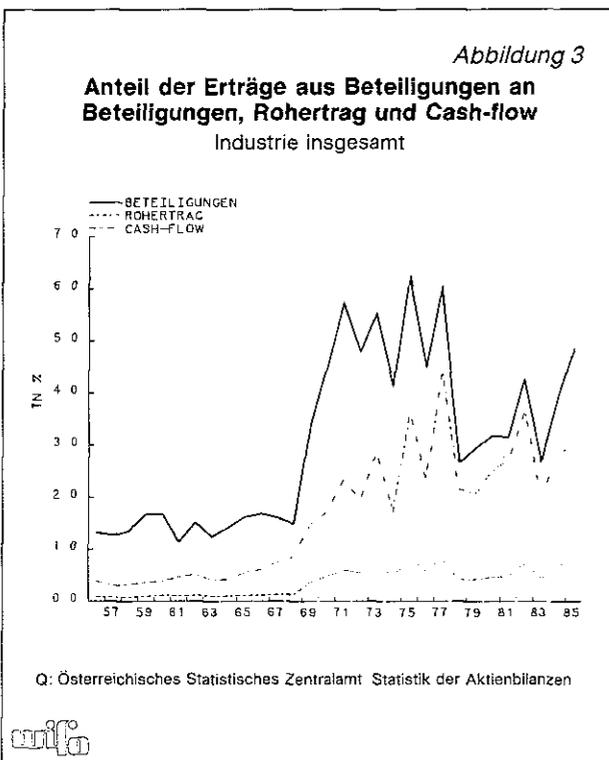
Die Erträge aus Beteiligungen nahmen laut Aktienbilanzstatistik von 13,5 Mill S 1956 auf 805,2 Mill S 1985 zu, gemessen am (zu Anschaffungskosten bewerteten) Stock an Beteiligungen von 1,3% auf 4,9%. In Relation zum Cash-flow (von 0,4% auf 3,1%) und ebenso zum Rohertrag (von 0,09% auf 0,86%) haben sie sich fast verzehnfacht. Keine Information gibt die Aktienbilanzstatistik über die Art der Beteiligung und der betroffenen Unternehmen, über sektorale Verflechtung, Richtung der Fusion (horizontal, vertikal u. ä.), Eigentümerwechsel usw.

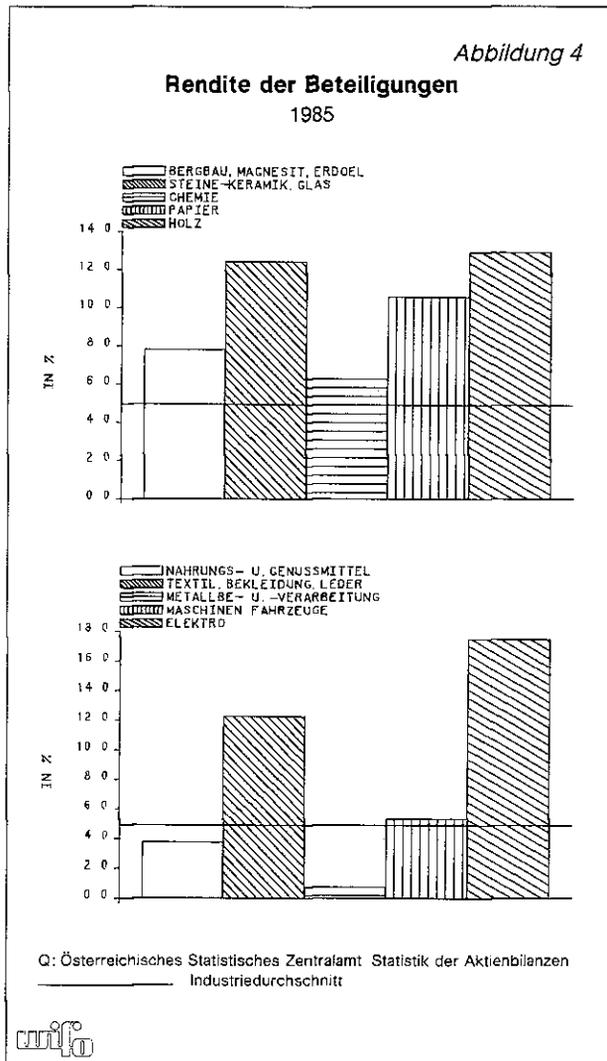
Nach dieser Statistik haben Beteiligungen in den letzten Jahren für die österreichische Industrie keine große Bedeutung. Firmenverflechtungen über Beteiligungen sind in Österreich nicht sehr häufig. Dennoch ändert sich seit einigen Jahren auch in Österreich die Eigentümerstruktur der Industrie. Einige der international bekannten Innovationen der Eigentumsübertragung finden allmählich auch in Österreich Eingang (z. B. "management buy-out"); andererseits bewirken die Sanierungskonzepte der Verstaatlichten Industrie und der Bankenkonzernabteilungen sowie die im Koalitionsabkommen festgeschriebene Form der Budgetsanierung einen "Angebotsschub" auf dem Übernahmemarkt. Dies führt verstärkt öffentliche und private Gesellschaften an die Börse, früher verstaat-

lichte Unternehmen werden aber immer häufiger auch außerhalb der Börse gehandelt

Unter den in den letzten drei Jahren von den "Informationen über multinationale Konzerne" registrierten Firmenkäufen sind zunehmend auch Beteiligungen österreichischer an ausländischen Unternehmen (diese Tendenz wird durch die Daten der Nationalbank über Direktinvestitionen bestätigt) sowie an anderen österreichischen Unternehmen. Überwiegend dürften dies horizontale und vertikale Verbindungen sein und kaum (außer durch die Finanzintermediäre) Beteiligungen in anderen Wirtschaftssektoren (conglomerate mergers). Diese Beteiligungen dürften also nicht in erster Linie finanzmotivierten Investitionen dienen, sondern der Abrundung des Produktionsprogramms, der Ausschaltung von Konkurrenten und Investitionen zur Schaffung oder Steigerung der Präsenz auf ausländischen Märkten. Fast alle österreichischen Auslandsinvestitionen beschränken sich auf die direkten Nachbarländer Deutschland, Italien und Schweiz; die Streuung der Beteiligungen ausländischer an österreichischen Gesellschaften ist zwar deutlich größer, umfaßt aber doch vorwiegend EG und EFTA (Breuss — Stankovsky, 1988, S. 117).

Zweifellos leitet der verstärkte Eigentumswechsel österreichischer Industrie-Aktiengesellschaften Mitte der achtziger Jahre eine neue Phase der Firmenstrategien ein. Bis weit in die siebziger Jahre waren die Eigentumsverhältnisse österreichischer Industrieunternehmen durch sehr hohe Stabilität gekennzeichnet, die erst Anfang der achtziger Jahre mit der Förderung großer Betriebsansiedlungen aus dem Ausland etwas aufgeweicht wurde. Hingegen reagieren Österreichs Firmen nun auch aktiv auf die sich rasch ändernden internationalen und nationalen Wettbewerbsbedingungen. Der Ressourcentransfer von stagnierenden zu potentiell expansiven Bereichen erfolgt damit nicht mehr nur innerhalb der Unternehmen, sondern auch zwischen Unternehmen bzw. Betriebsteilen im Rahmen gezielter Firmenstrategien. Dadurch unterscheiden sich die Fusionen der achtziger Jahre deutlich von denen der sechziger Jahre, als persönliche Gründe, der Wachstumssprung kleiner Mittelbetriebe für Österreich und die Erschließung des Marktes bzw. der Handelswege Österreichs für das Ausland die Hauptmotive waren (Bayer, 1973). Die Geschichte der Großfusionen der siebziger Jahre (Stahlfusion, Edelfeststofflösung, Buntmetallfusion, Textilfusion Ost und West) macht die großen Schwierigkeiten deutlich, die "von oben" geplante und politisch gewollte Fusionen in Österreich früher aufgeworfen haben. Umso skeptischer wären aufgrund dieser Erfahrungen (und auch angesichts der Folgen dieser teilweise wieder rückgängig gemachten Fusionen) nicht politisch geplante Fusionen zu bewerten. Andererseits zeigt eine genauere Durchleuchtung des Ab-





laufs dieser Fusionen, daß möglicherweise gerade die Art ihrer Durchführung für die dabei auftretenden Schwierigkeiten verantwortlich war. In den achtziger Jahren gehen Fusionen von veränderten Voraussetzungen aus.

Fusionskontrolle: ja oder nein?

Volkswirtschaftlich bedeuten Beteiligungen und Firmenaufkäufe einen Ressourcentransfer, der positiv zu bewerten ist, wenn er den Einsatz der Ressourcen verbessert. Betriebswirtschaftlich stellt sich den Managern der übernehmenden Firma die Frage, ob sie investive Ressourcen zum internen Wachstum einsetzen, also materiell oder immateriell im Unternehmen investieren sollen, oder ob sie durch externes Wachstum (Übernahme eines Teils oder eines ganzen anderen Unternehmens) mittelfristig höhere Erträge erwirtschaften und andere Unternehmensziele erreichen können.

Die internationale theoretische und empirische Literatur über Fusionen und Beteiligungen berichtet, daß Firmenübernahmen im allgemeinen mit großen Risiken für den Übernehmer und für die übernommene Firma verbunden sind und in vielen Fällen scheitern. Über die Folgen für die betroffenen Belegschaften gibt es bisher nur wenig Information.

Die skeptische Einstellung der industrieökonomischen Literatur gegenüber den betriebs- und volkswirtschaftlichen Effekten von Fusionen und Beteiligungen ist überwiegend auf die über die Börse vermittelten Mechanismen der Fusionswellen in den letzten Jahrzehnten zurückzuführen; dies gilt ganz besonders für die zur Zeit laufende Fusionswelle. Nicht Firmenzusammenschlüsse an sich sind negativ zu bewerten, sondern die durch Spekulation, Gewinnsucht, Mode oder Machtansprüche von Managern und Finanzanlegern in vielen Fällen verursachten sozialen Kosten. Ein nicht unwesentlicher Teil dieser sozialen Kosten entsteht mit der durch Fusionen hervorgerufenen Oligopolisierung der Wirtschaft, die den Wettbewerb klassischen Musters beeinträchtigt. Oft stehen für die Wirtschaftspolitik wettbewerbspolitische in scharfem Gegensatz zu industriepolitischen Interessen (siehe z. B. die von der deutschen Bundesregierung geförderte Monopolisierung der Luftfahrtindustrie).

Daraus sind zweierlei Schlüsse zu ziehen: Auf der Unternehmensebene ist vor einer "Fusionseuphorie" zu warnen, da Firmenübernahmen sich als äußerst kompliziert erweisen und oft erfolglos bleiben. Österreichische Unternehmen müssen also, wenn sie Firmen ganz oder teilweise aufkaufen wollen, bestens vorbereitet sein und professionell vorgehen, um zum erwünschten Erfolg zu kommen. In vielen Ländern Westeuropas und in den USA haben sich in den letzten Jahren Banken, Investment-Broker und andere Institutionen auf Firmenübernahmen und ihre Abwehr spezialisiert, sodaß ein schlecht vorbereiteter Neuankömmling leicht empfindliche Verluste erleiden kann, ganz abgesehen von den Schwierigkeiten der Organisation und der Unternehmenskultur, die Übernahmen stets mit sich bringen.

Auf der volkswirtschaftlichen Ebene fällt in Österreich das fast vollständige Fehlen von öffentlich zugänglichen Informationssystemen und Ex-ante-Kontrollmechanismen für Beteiligungen und Übernahmen (Fusionskontrolle) auf. Österreich ist damit das einzige westeuropäische Land ohne solche Institution, gerade zu einem Zeitpunkt, da die einzelnen Staaten wie auch die EG versuchen, ihren Einfluß auf dieses Geschehen zu stärken (siehe dazu z. B. *Lachs*, 1988, S. 18). Wirksame Fusionskontrollen haben zwei Aufgaben: Sie sollen einerseits das Entstehen von den Wettbewerb beeinträchtigenden Monopolen, andererseits einen "Ausverkauf" wichtiger österreichi-

Fusionen und Beteiligungen

scher Unternehmen an ausländische Eigentümer verhindern. Dies soll nicht einem Chauvinismus dienen, sondern die wirtschaftspolitische Steuerungsfähigkeit der österreichischen Wirtschaft wahren. In vielen Bereichen schützt die Konzentration der Eigentumsanteile — ebenso wie das Fehlen einer breiten Börsenaktivität — österreichische Industrieunternehmen vor raschen und "feindlichen" Übernahmen von außen. Dennoch ist zu erwarten, daß sich im Zuge der weiteren Integration die Konzentrationsprozesse in der europäischen Wirtschaft verstärken werden, wodurch auch österreichische Unternehmen zunehmend unter Druck geraten werden. Darüber hinaus bedingen die Sanierungsstrategien der direkt und indirekt verstaatlichten Konzerne, daß Unternehmensanteile abgestoßen werden, und dies löst einen "Angebotsschub" auf dem Beteiligungsmarkt aus. Hier wäre zu prüfen, ob in jedem Fall die unternehmensinterne Rationalität mit den volkswirtschaftlichen Zielen übereinstimmt. Ähnliche Überlegungen wären auch für eine Reihe von Internationalisierungswünschen der Privatindustrie (z. B. der österreichischen Papierindustrie) volkswirtschaftlich sinnvoll.

Eine auf österreichische Verhältnisse abgestimmte Fusionskontrolle könnte in einer Doppelstrategie bestehen: Einerseits könnte eine Verpflichtung, Beteiligungskäufe und Übernahmen frühzeitig zu melden,

diese Transaktionen öffentlich und transparent machen und damit die Voraussetzungen für eventuell nötige Eingriffe verbessern. Damit wären auch die bereits bestehenden Mechanismen zur Kontrolle des Mißbrauchs von Marktmacht (siehe dazu den Entwurf zum neuen Kartellgesetz), die Hauptinstrumente der österreichischen Wettbewerbspolitik, früher und effektiver einzusetzen. Die Novellierung des Kartellgesetzes geht allerdings in der Informationspolitik eher den entgegengesetzten Weg.

Die Öffnung bisher geschützter, monopolisierter Märkte durch institutionelle Maßnahmen und eine forcierte Internationalisierung sind ein weiteres wichtiges Element einer strategischen Wettbewerbspolitik. Eine aktive Industrie- und Wettbewerbspolitik sollte in Österreich vor allem ein verbessertes Kooperationsklima für die verschiedensten Arten der Zusammenarbeit von privaten und verstaatlichten Unternehmen schaffen (Lizenzen, Forschungsk Kooperation, Joint Ventures, strategic alliances u. a.). Eine solche vertiefte Zusammenarbeit österreichischer Unternehmen kann eine wichtige Vorstufe zur forcierten Internationalisierung (auch durch Beteiligungskauf im Ausland) sein, wenn sie österreichischen Unternehmen ermöglicht, im Ausland stärker aufzutreten.

Kurt Bayer

Literaturhinweise

Adams, Qu. W., Brock, J. W. *The Bigness Complex: Industry, Labor and Government in the American Economy*, New York 1987

Aiginger, K., Bayer, K. *Ausmaß, Funktion und Verzinsung des Eigenkapitals in der österreichischen Industrie*, Wien 1980

Alchian, A., Demsetz, H. 'Production Information Costs and Economic Organization', *American Economic Review* 1972, 62(5)

Bayer, K. 'Eigentumsübergang von Industriebetrieben an Ausländer', *WIFO-Monatsberichte* 1973, 46(8)

Berle, A., Means, G. D. *The Modern Corporation and Private Property*, Chicago, 1932

Breuss, F., Stankovsky, J. *Österreich und der EG-Binnenmarkt*, Wien 1988

Brock, J. 'Bigness is the Problem, not the Solution', *Challenges* 1987, (Juli/August)

Bundesrat. 'Geänderter Vorschlag einer Verordnung (EWG) des Rates über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen', Bonn, Drucksache, 1988 (248/88)

Clark, J. J., Charkabarti, A. K., Chiang, T. C., 'Stock Prices and Merger Movements: Interactive Relations', *Weltwirtschaftliches Archiv* 1988, 124(2)

Conn, R. L. "A Re-Examination of Merger Studies that Use the Capital Asset Pricing Model Methodology", *Cambridge Journal of Economics* 1985, 9

Cowling, K., Stoneman, P., Cubbin, J., Hall, G., Domberger, S., Dutton, P. *Mergers and Economic Performance*, Cambridge 1979

EG-Kommission (Kommission der Europäischen Gemeinschaften), 16. Bericht über die Wettbewerbspolitik, Brüssel-Luxemburg 1987

Firth, M., 'The Profitability of Takeovers and Mergers', *Economic Journal* 1979, 89

FitzRoy, F. R. 'The Modern Corporation: Efficiency, Control and Comparative Organization', *Kyklos* 1988, 41(2)

Fortune 3, 1. Februar 1988

Goldberg, M., Schulmeister, St., 'Technical Analysis and Stock Market Efficiency', C. V. Starr Center, New York University, *Economic Research Reports* 1988 (88-21)

Grossman, S. J., Hart, O. 'Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation', *Bell Journal of Economics* 1980 (Spring)

Grünwald, O., Lacina, F., *Auslandskapital in der österreichischen Wirtschaft*, Wien 1970

Hirschey, M., 'Mergers, Buyouts and Fakeouts', *American Economic Review* 1986, 76(2)

Houseman, G., 'The Merger Game Starts with Deception', *Challenge* 1986 (September/Okttober)

- Hughes A, Singh A "Mergers, Concentration and Competition in Advanced Capitalist Countries: An International Perspective", in *Mueller* (1980)
- Hughes A, Singh, A, 'Takeovers and the Stock Market' *Contributions to Political Economy* 1987 6
- Ikeda, K, Doi N, 'The Performances of Merging Firms in Japanese Manufacturing Industry 1964-75' *Journal of Industrial Economics*, 1983 31(3)
- Informationen über multinationale Konzerne laufende Jahrgänge
- Jacquemin A "Concentration and Mergers in the E E C: Towards a System of Control" in Hopt, K J (Hrsg.), *European Merger Control. Legal and Economic Analyses on Multinational Enterprises* Vol 1 Berlin-New York 1982
- Jarrell G A, Brickley J A, Netter J M, 'The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980', *Journal of Economic Perspectives* 1988, 2(2)
- Jarrell, G A, Poulsen A B "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980" *Journal of Financial Economics* 1987 19
- Jensen M C "Agency Costs of Free Cash Flow Corporate Finance and Takeovers" *American Economic Review Papers and Proceedings* 1986, 76(2)
- Jensen M C 'Takeovers: Their Causes and Consequences' *Journal of Economic Perspectives* 1988 2(1)
- Jensen M C, Meckling W 'The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure' *Journal of Financial Economics* 1976 3(4)
- Jensen, M C, Ruback R., 'The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence' *Journal of Financial Economics*, 1983 11
- King M, Roell, A, 'Insider Trading' *Economic Policy*, 1988 6
- Kuehn, D. Takeovers and the Theory of the Firm: An Empirical Analysis of the United Kingdom 1957-69 London 1975
- Lachs, Th G "Welt der Raiders und White Knights" *Zukunft* 1988 8.
- Mandelker G "Risk and Return The Case of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, 1974 2
- Mariti P, Smiley, R H "Co-Operative Agreements and the Organization of Industry", *Journal of Industrial Economics* 1983 31(4)
- Marris, R, 'A Model of the Managerial Enterprise' *Quarterly Journal of Economics* 1963 77
- Marris, R *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Glencoe N Y 1964
- Marris, R, Mueller D C, 'The Corporation Competition and the Invisible Hand' *Journal of Economic Literature* 1980 18.
- Meeks G. *Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Merger* Cambridge, 1977
- Melicher, R W, Rush, D F "Performance of Conglomerate Firms Recent Risk and Return Experience", *Journal of Finance* 1973 (Mai)
- Mueller D C, 'A Theory of Conglomerate Mergers' *Quarterly Journal of Economics* 1969 83
- Mueller, D. C. "The Effects of Conglomerate Mergers: A Survey of the Empirical Evidence" *Journal of Banking and Finance*, 1977 1
- Mueller D C. *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison* Cambridge Mass 1980
- Mueller D C. 'A Cross-National Comparison of the Determinants and Effects of Mergers' in Mueller D C. *The Modern Corporation* Harvester Brighton 1986A
- Mueller D C. *The Modern Corporation* Harvester Brighton, 1986B
- Mueller D C. *Profits in the Long Run* Cambridge Mass 1986C
- Mueller D C. 'United States Antitrust: At the Crossroads', in de Jong H W, Sheperd, W G (Hrsg.) *Mainstreams in Industrial Organization, Book II*, Dordrecht 1986D
- OECD *Merger Policies and Recent Trends in Mergers*, Paris 1984
- OECD *Competition Policy and Joint Ventures* Paris 1986
- OECD *Economic Surveys Spain* Paris 1988
- Olle W 'German Multinationals — Internationalisierungsschub durch externes Unternehmenswachstum' *Wirtschaft und Gesellschaft* 1984, (1)
- Paulus J D, Gay, R S. 'U S Mergers are Helping Productivity' *Challenge* 1987, (Mai/Juni)
- Pickering J F 'The Causes and Consequences of Abandoned Mergers' *Journal of Industrial Economics* 1983 31(3)
- Porter M, "From Competitive Advantage to Corporate Strategy" *Harvard Business Review*, 1987. (Mai/Juni)
- Ravenscraft D J, Scherer F M 'Divisional Sell-Off: A Hazard Function Analysis' *Wissenschaftszentrum Berlin, IIM/IP* 1987A (87-21)
- Ravenscraft D J, Scherer, F M, 'Life after Takeover' *Journal of Industrial Economics* 1987B 36
- Ravenscraft D J, Scherer, F M, *Mergers Sell-Offs and Economic Efficiency* The Brookings Institution Washington D C. 1987C
- Rohatyn F G "Needed: Restraints on the Takeover Mania" *Challenge* 1986, (Mai/Juni)
- Scherer, F M "Corporate Takeover: The Efficiency Arguments" *Journal of Economic Perspectives* 1988 2(1)
- Shleifer A, Vishny, R W "Value Maximization and the Acquisition Process" *Journal of Economic Perspectives* 1988 2(1)
- Singh, A. *Takeovers: Their Relevance to the Stockmarket and the Theory of the Firm* Cambridge 1971.
- Steiner, P O *Mergers Motives Effects and Policies* Ann Arbor, 1975
- Summers, L H, "Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?" *The Journal of Finance* 1986 41(3)
- van der Bellen A, 'Zur Kontrolle öffentlicher Unternehmen' *Annalen der Gemeinwirtschaft* 1981 50(1/2)

Fusionen und Beteiligungen

Varian, H. V., "Symposium on Takeovers" *Journal of Economic Perspectives* 1988, 2(1).

Weidenbaum, M. Vogt, St. "The Pot vs. the Kettle", *Challenge*, 1987 (September/Oktober)

Welz, St., *Boom ohne Arbeitsplätze* Köln 1986

Winter, S. G. "Satisficing, Selection and the Innovating Remnant", *Quarterly Journal of Economics* 1971