

# M&A bei kommunalen Energieversorgern – Netze und Erneuerbare Energien im Fokus

Dr. Frank Siegmund, Mainova AG, Frankfurt, Dr. Jan Kos & Werner Tappert,  
Lutum+Tappert DV-Beratung GmbH, Bonn

## 1. Einleitung

► Die Energieversorgung ist wie kaum eine andere Branche in Deutschland kommunal geprägt. Die über 1.428 im Verband kommunaler Unternehmen (VKU) organisierten Unternehmen beschäftigen in den Bereichen Strom, Gas und Wärme über 100.000 Mitarbeiter. Im Endkundensegment verfügen sie über einen Marktanteil von 52% in der Strom-, 62% in der Erdgas- und 67% in der Wärmeversorgung.<sup>1</sup> Sie betreiben Erzeugungsanlagen für Strom und Wärme als Alleineigentümer sowie über Beteiligungen. Auch 40% der Verteilnetze mit einer Länge von 699.000 Kilometern werden von ihnen bewirtschaftet. Im Fokus des Handelns kommunaler Energieversorger steht die Daseinsvorsorge und damit die Sicherstellung der Grundversorgung der betreffenden Gebietskörperschaft. Zur Erfüllung dieses Auftrags bedienen sie sich gezielt M&A-Transaktionen. Im Folgenden sollen die Schwerpunkte des Einsatzes von M&A bei kommunalen Energieversorgern dargestellt werden. Dazu wird besonderer Fokus auf die Transaktionsfelder Energienetze und erneuerbare Erzeugungsanlagen gelegt.

## 2. Besonderheiten kommunaler Unternehmen

### 2.1 Daseinsvorsorge als Ziel

Kommunen haben als staatliche Aufgabe die sogenannte Grundversorgung sicherzustellen. Darunter ist die Bereitstellung der für ein menschliches Dasein als notwendig erachteten Güter und Leistungen zu verstehen.<sup>2</sup> Im Rahmen der kommunalen Selbstverwaltung ist jede Kommune für die Bereitstellung dieser Güter und Leistungen selbst verantwortlich.<sup>3</sup> Der brandenburgischen Kommunalverfassung nach darf sich eine Kommune dann wirtschaftlich betätigen, wenn der öffentliche Zweck dies rechtfertigt. Gewinnerzielung

allein stellt keinen ausreichenden öffentlichen Zweck dar.<sup>4</sup> Kommunen sollen dementsprechend wirtschaftlich aktiv werden, wenn privatwirtschaftliche Unternehmen keine Leistungen anbieten und es der Sicherung der Bevölkerung und Industrie von Grundbedürfnissen dient. Kommunalen Energieversorgern kommt die Rolle der Infrastrukturbereitstellung in Form von Strom, Gas und Wärme zu.

Im Vergleich zu anderen kommunalen Verpflichtungen ist die Energieversorgung profitabel und durch stetige Ausschüttungen gekennzeichnet. Kommunale Energieversorger sind somit ein wesentlicher Faktor bei der Finanzierung der Gemeinden. Über den steuerlichen Querverbund tragen sie zum Ausgleich der Verlustsparten wie Verkehr oder Bäder bei.<sup>5</sup>

### 2.2 Kommunale Verankerung prägt Corporate Governance

Die kommunalen Energieversorger berücksichtigen bei ihrer strategischen Ausrichtung die Ziele ihrer Gebietskörperschaft. Kommunale Unternehmen sind von der Eigentümerstruktur dadurch gekennzeichnet, dass mehrheitlicher oder alleiniger Träger des Unternehmens die jeweilige Gebietskörperschaft ist.<sup>6</sup> Typische Rechtsformen kommunaler Unternehmen sind der Eigenbetrieb, die Anstalt öffentlichen Rechts, der Zweckverband oder die kommunale Eigengesellschaft in Form einer GmbH oder Aktiengesellschaft.<sup>7</sup> Damit eine Kommune ihre Aufgaben über das Vehikel eines kommunalen Unternehmens erfüllen kann, muss weiterhin ein maßgeblicher Einfluss auf das Unternehmen ausgeübt werden können.

1 Vgl. VKU: Zahlen, Daten, Fakten 2015, 2016, S. 5-6.

2 Vgl. Forsthoff: Die Verwaltung als Leistungsträger und Art. 86 Abs. 2 EGV in Bezug auf Dienstleistungen von öffentlichem Interesse.

3 Vgl. Art. 28 Abs. 2 GG.

4 Vgl. § 91 BbgKVerf.

5 Vgl. Westermann/Beier: Aktuelle steuerliche und rechtliche Fragestellungen der Kommunalwirtschaft, Ausgabe 10, 2014, S.2.

6 Vgl. Hoppe/Uechritz/Reck (Hrsg.): Handbuch Kommunale Unternehmen, 3. Aufl., Köln, 2012, [Einfügen].

7 Vgl. VKU: Recht der kommunalen Unternehmen, 2016.

**Abb. 1 • Kapitalanteile der Kommunen bei den Unternehmen der 8KU**

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Geschäftsberichte, Stand 31.12.2014, MVV: Stand 30.09.2015

Name	Kommune	Rechtsform	Aufsichtsräte	Mitarbeiter	Kapitalanteil Kommune
Stadtwerke München	München	GmbH	16	8.660	100,0%
MVV	Mannheim	AG	20	5.308	50,1%
Rheinenergie	Köln	AG	20	3.150	80,0%
Mainova	Frankfurt	AG	20	2.765	75,2%
N-ERGIE	Nürnberg	AG	20	2.559	60,2%
enercity	Hannover	AG	20	2.540	75,1%
Entega	Darmstadt	AG	20	2.139	93,1%
Stadtwerke Leipzig	Leipzig	GmbH	20	1.745	100,0%

Dies ist beim Eigenbetrieb uneingeschränkt gegeben. Der Eigenbetrieb ist eine öffentlich-rechtliche Unternehmensform auf der Grundlage der Gemeindeordnungen beziehungsweise der Kreisordnungen der Bundesländer. Die Kommune entscheidet uneingeschränkt über dessen Errichtung und Auflösung als auch über bedeutende Angelegenheiten der strategischen Ausrichtung und personellen Führung.<sup>8</sup>

Die Rechtsform der GmbH ermöglicht eine indirekte maßgebliche Einflussnahme. Die Kommune kann der Geschäftsführung durch entsprechende Beschlussfassung in der Gesellschafterversammlung direkt Weisung erteilen.

Bei der Aktiengesellschaft hat die Hauptversammlung als Versammlung der Aktionäre, in der diese ihre Rechte in Angelegenheit der AG ausüben, gegenüber dem Vorstand kein direktes Weisungsrecht.<sup>9</sup> Ebenso ist der von der Hauptversammlung gewählte Aufsichtsrat gegenüber dem Vorstand nicht weisungsbefugt, da jener die Geschäfte eigenverantwortlich führt.<sup>10</sup> Weiterhin unterliegen Aufsichtsräte von Aktiengesellschaften nicht nur einer Verschwiegenheitspflicht, sondern sind darüberhinaus ausschließlich dem Wohl und den Interessen des Unternehmens verpflichtet. Diese können von den Interessen der Kommunen abweichen.<sup>11</sup> Der Einfluss der Kommune ist daher eingeschränkt. ►►

<sup>9</sup> Vgl. § 119 Abs 2 AktG.

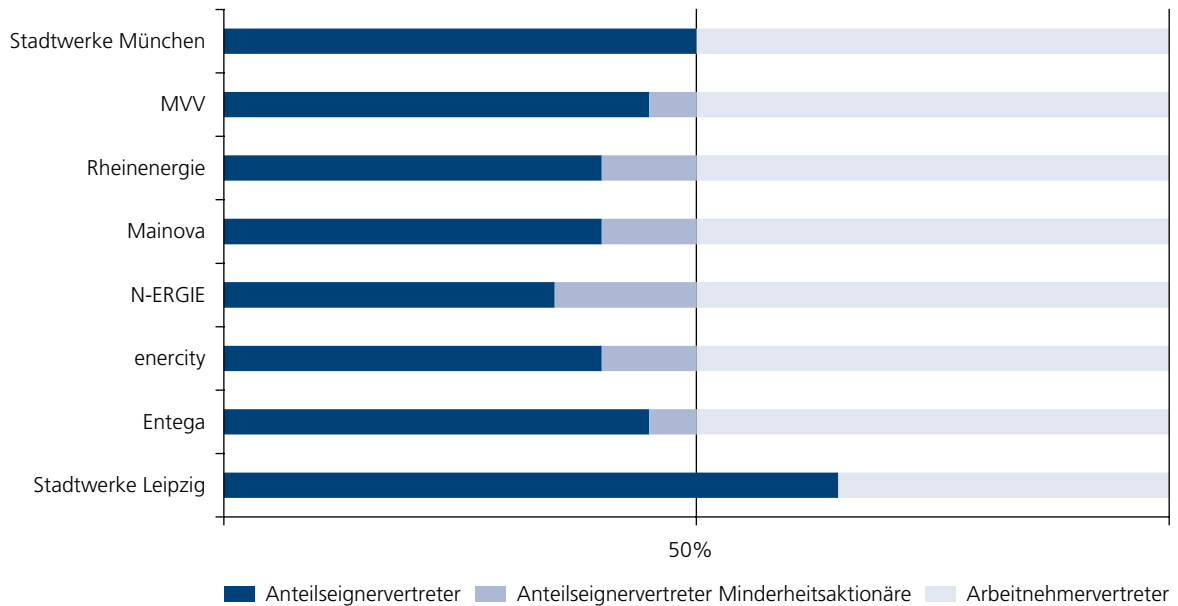
<sup>10</sup> Vgl. § 76 Abs. 1 AktG.

<sup>11</sup> Vgl. Bäumer/Löhr: Kommunale Beteiligungen, Transparency International Deutschland e.V., 2013, S. 4.

<sup>8</sup> Vgl. § 5 EigenbetriebsVO.

**Abb. 2 • Verteilung der Sitze im Aufsichtsrat bei den Unternehmen der 8KU**

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Unternehmenswebsite, Stand: 08.02.2016



Von den Energieversorgern der 8KU<sup>12</sup> firmieren sechs als Aktiengesellschaft. Zwei sind sogar börsennotiert.<sup>13</sup> Die Betrachtung der als Aktiengesellschaft firmierenden kommunalen Energieversorger zeigt einen paritätisch besetzten Aufsichtsrat. Auf Kapitalseite wird dieser von Vertretern der kommunalen Politik dominiert. Weiter sind Minderheitsaktionäre auf der Seite der Anteilseigner vertreten. Auf der Arbeitnehmerseite sind überwiegend regional verankerte Vertreter zu beobachten.

Kommunale Energieversorger unterscheiden sich von rein privatwirtschaftlich geführten Unternehmen durch den maßgeblichen Einfluss der Gebietskörperschaften auf ihre Unternehmensentscheidungen.

### 3. Kommunale Energieversorger als M&A-Akteure

#### 3.1 Strategische Investoren mit Fokus auf Infrastruktur

Dem Auftrag der Daseinsvorsorge entsprechend können kommunale Energieversorger als strategische Investoren mit Fokus auf Infrastruktur betrachtet werden. Investitionen in die Infrastruktur sind langfristige Investitionsprojekte, die üblicherweise mit einer moderaten Renditeerwartung verbunden sind. Durch das zu beachtende Kommunalrecht muss eine Investition auch immer den Zielen der Kommune dienen. Folgend sind Transaktionen von kommunalen Energieversorgern in

der Regel mit einem konkreten Bedarf der öffentlichen Hand verknüpft. Die im Kommunalrecht verankerte Pflicht zum sorgsamem Umgang mit Finanzmitteln drückt sich in einer geringen Risikobereitschaft aus.

Eine Besonderheit bei kommunalen Energieversorgern betrifft die Finanzierung von Transaktionen. Bislang war neben der eigenen Finanzkraft des Versorgers die Bonität des kommunalen Mehrheitsgesellschafters von hoher Relevanz.<sup>14</sup> Insbesondere nach der Insolvenz der Stadtwerke Gera AG ist ein Umdenken in der Bankenlandschaft wahrzunehmen. Dass die Mehrheitsgesellschaft eine Schieflage ihrer kommunalen Unternehmen in jedem Fall auffangen, kann nicht mehr vorausgesetzt werden. Daraus resultieren sollte ein geschärfter Blick auf die Energieversorger Stand-Alone.

#### 3.2 M&A-Aktivitäten primär in Erneuerbaren Energien und Netzen

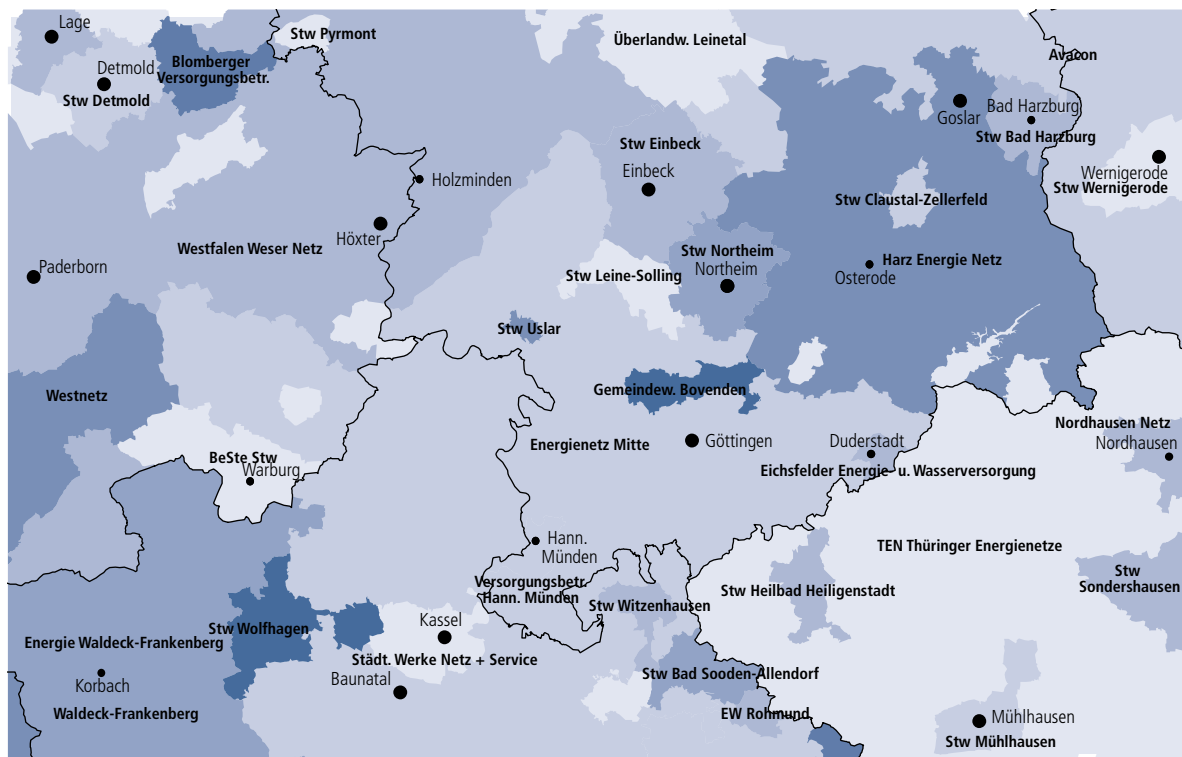
Die Erwartungen an die Energieversorger von Seiten der Kommunalpolitik sind klar definiert. Die im Sommer 2011 beschlossene „Energiewende“ mit den Zielen, die Energieversorgung Deutschlands bis 2050 überwiegend durch Erneuerbare Energien zu gewährleisten und den CO<sub>2</sub>-Ausstoß massiv zu reduzieren, soll umgesetzt werden. Dazu sollen die Potenziale einer eigenverantwortlichen Energieversorgung und -erzeugung genutzt werden. Die Kommunalisierung beziehungsweise Re-kommunalisierung von Energieversorgungsnetzen, die lokalen und regionalen Klimaschutzziele sowie die

<sup>12</sup> 8KU ist eine bundesweite Kooperation von acht großen kommunalen Energieversorgungsunternehmen.  
<sup>13</sup> MVV Energie AG und Mainova AG.

<sup>14</sup> Sofern es sich nicht um reine Projektfinanzierungen handelt, die ausschließlich auf das zu erwerbende Asset abstellen.

### Abb. 3 • Netzgebiete verschiedener Stromnetzbetreiber und Städte mit auslaufenden Konzessionen

Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Easy Map



Nutzung Erneuerbarer Energien sollen vorangetrieben werden. Dies spiegelt sich in den Positionspapieren der Spitzenverbände der Kommunen wie dem Deutschen Städtetag<sup>15</sup> oder dem Deutschen Städte und Gemeindebund<sup>16</sup> wieder.

Die Umsetzung dieser Ziele erfolgt bei den kommunalen Energieversorgern auch mittels M&A-Transaktionen. In den letzten Jahren standen dabei Investitionen in Erneuerbare-Energien-Anlagen im Fokus. Zudem haben Kommunen gezielt Energienetze erworben, um sie in kommunales Eigentum zu überführen. In diesem Kontext sind beispielsweise die mehrheitlichen Übernahmen der Stromnetze in Hamburg und Stuttgart zu nennen.<sup>17</sup> Weiter wurde die Rekommunalisierung einiger ehemaliger Regionalgesellschaften privatwirtschaftlicher Energiekonzerne, insbesondere der RWE AG und der E.ON AG, durch Transaktionen vollzogen.<sup>18</sup>

Ein vom Gesetzgeber vorgegebenes Handlungsfeld von M&A betrifft die Transaktion von Energienetzen im Rahmen der Konzessionsvergabeverfahren. Nach einer maximalen Laufzeit von 20 Jahren müssen Gemeinden

Konzessionsverträge neu ausschreiben.<sup>19</sup> Im Fall eines Wechsels des Konzessionärs kommt es in der Regel zu einer Übertragung des Energienetzes. Weitere M&A-Aktivitäten von kommunalen Energieversorgern betreffen meist Ergänzungen des Kerngeschäfts, Beteiligungen an anderen Stadtwerken, Projektentwicklungen von erneuerbaren Energien oder Vorlieferanten wie Gas- oder Stromhändlern.

Auf die Transaktion von Energienetzen im Rahmen der Konzessionsvergabe und Investitionen in Erneuerbare Energien soll im Folgenden näher eingegangen werden.

## 4. Transaktionen bei Energienetzen

### 4.1 Gesetzlicher Netzübergang bei neuem Konzessionär

Konzessionsverträge sind Wegenutzungsverträge, mit denen eine Gemeinde einem Energieversorgungsunternehmen das Recht einräumt, ihre öffentlichen Verkehrswege für die Verlegung und den Betrieb eines Energienetzes zur allgemeinen Versorgung zu nutzen.<sup>20</sup>

<sup>15</sup> Vgl. Deutscher Städtetag: Energiepolitik, Beschluss des Präsidiums auf seiner 391. Sitzung, Saarbrücken, 13.11.2012, S.1-2.

<sup>16</sup> Vgl. Deutscher Städte und Gemeindebund: STATEMENT ZUR ENERGIE- UND UMWELTPOLITIK, Berlin, 2014, S. 1-5.

<sup>17</sup> Hamburg von Vattenfall; Stuttgart von EnBW.

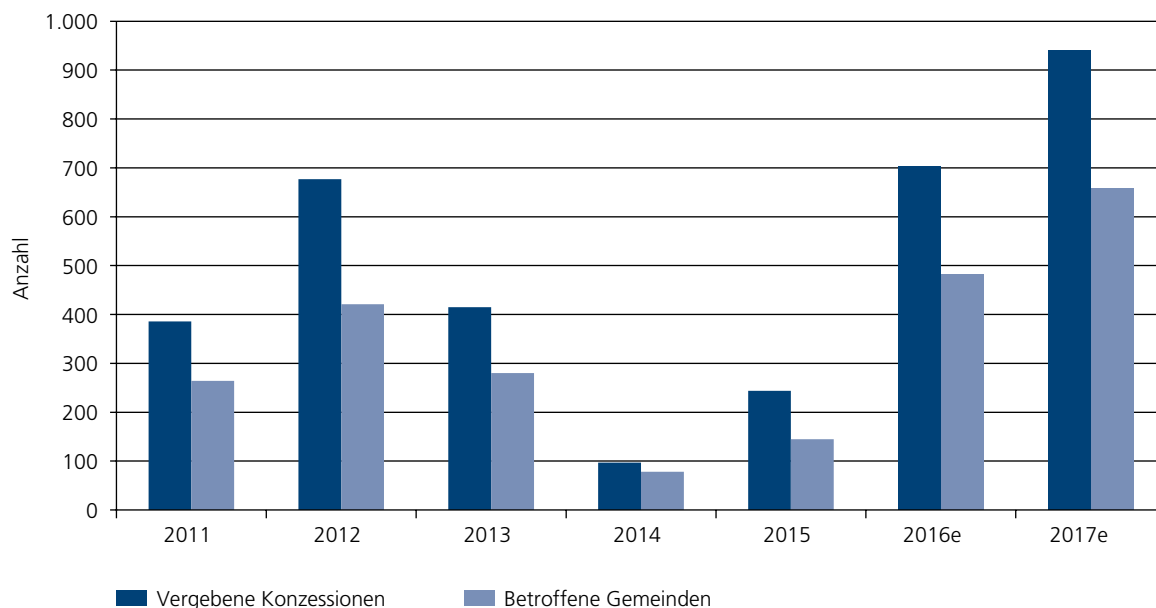
<sup>18</sup> Vgl. Beispielsweise E.ON Mitte AG, E.ON Thüringer Energie, KEVAG AG.

<sup>19</sup> Vgl. § 46 Abs. 2 S. 1 EnWG.

<sup>20</sup> Vgl. Deutscher Städtetag: Konzessionsverträge - Handlungsoptionen für Kommunen und Stadtwerke (aktualisierte Auflage), 2012, S.29.

## Abb. 4 • Ausgeschriebene Strom- und Gaskonzessionen in Deutschland

Quelle: Eigene Darstellung, Erfasste amtliche Bekanntmachungen, Stand: 03.02.2016



Die bei der Bundesnetzagentur gemeldeten 885 Strom- und 732 Gasnetznetzbetreiber sind überwiegend kommunal.<sup>21</sup> Der Betreiber ist meist gleichzeitig auch Eigentümer des Netzes oder über eine Netzeigentums-gesellschaft an diesem beteiligt. Konzessionen für den Betrieb von Energienetzen müssen von den Gemeinden vergaberechtlich ausgeschrieben werden. Die Dauer eines Prozesses zur Konzessionsvergabe mit Vorbereitung, Konzessionsverfahren und Abschluss kann mit drei bis fünf Jahren angesetzt werden. Daher sind Konzessionsverträge in der Regel langfristig ausgelegt. Sonderkündigungsrechte können vereinbart werden und sind im Markt zuletzt häufiger zu beobachten. Wechselt nach Ablauf eines Konzessionsvertrags der Konzessionär, kommt es in der Regel zu einer Übertragung des Netzes auf den neuen Konzessionär. Es ist gesetzlich geregelt, dass der Altkonzessionär die Übertragung des Netzes schuldet.<sup>22</sup> Neben dem Recht zur Wegenutzung enthalten Konzessionsverträge gewöhnlich auch Regelungen zur Netzübernahme.

Auf Basis von Veröffentlichungen im Bundesanzeiger und weiteren Quellen<sup>23</sup> wurden zwischen den Jahren 2011 und 2015 in Summe 1.819 Konzessionen für Strom und Gas ausgeschrieben.<sup>24</sup> Für die Jahre 2016 und 2017 ist mit einem deutlichen Anstieg zu rechnen. Bieter auf die Konzession sind meist der Konzessionsinhaber und angrenzende Netzbetreiber. Betrachtet man die Netzvergaben der Jahre 2011 bis 2015, zeigen sich 700 bis 800 Fälle, in denen ein neuer Konzessionsnehmer

die Ausschreibung gewann. Dies entspricht einer Konzessionärswechselquote von 30% bis 50%. Die Über-eignung des Netzes an den neuen Konzessionär ist meist die Folge. Die genaue Anzahl der bundesweiten Netztransaktionen kann nicht bestimmt werden. Dies kann an rechtlichen Anfechtungen, Umfirmierungen beim Netzbetreiber oder Gründungen von Netzeigentums-gesellschaften liegen.

### 4.2 Kaufpreisfindung erst nach Vergabe der Konzession

Kernelement von Energienetztransaktionen ist die Bewertung des Netzes. Kommt es zu einem Wechsel beim Konzessionsnehmer, erwirbt der neue Konzessionsnehmer vom vorherigen Konzessionsnehmer das Netz und zahlt hierfür einen wirtschaftlich angemessenen Kaufpreis. Dies kann nach aktueller Rechtslage grundsätzlich ein Sachzeitwert, Ertragswert oder auch eine Mischform aus beiden Verfahren sein. Im Gegensatz zu dem sonst üblichen Vorgehen der Preisfindung im Rahmen des M&A-Prozesses findet diese erst im Anschluss an die Vergabe der Konzession statt. Die Preisfindung erfolgt in direkten Verhandlungen zwischen altem und neuem Konzessionär.

Hier besteht ein wesentlicher Unterschied zu anderen M&A-Transaktionen, bei denen der Preis für den Vermögensgegenstand wesentlicher Bestandteil und Entscheidungskriterium im Bieterprozess ist.

Bei Netztransaktionen ist die Berechnung des angemessenen Kaufpreises ein häufiger Streitpunkt. Die aktuelle Rechtslage gibt keine eindeutige Regel für die

21 Vgl. BNetzA Stand: 14.1.2016.

22 Vgl. § 46 Abs. 2 S. 2 EnWG.

23 Beispielsweise bei Ausschreibungen entsprechend Government Procurement Agreement.

24 Vgl. Datenbank von Lutum+Tappert, Abruf 3.2.2016.

Berechnung vor. Im Jahr 1999 hat der Bundesgerichtshof entschieden, dass eine angemessene wirtschaftliche Vergütung auf der Grundlage des Sachzeitwertes zu berechnen ist. Allerdings darf der Preis für das Netz einen wirtschaftlichen Betrieb nach der Übernahme durch den Neukonzessionär nicht verhindern.<sup>25</sup> Dies zielt auf die Berücksichtigung des Ertragswerts ab.<sup>26</sup>

Die nachgelagerte Kaufpreisfindung bedeutet für den M&A-Prozess, dass sich an die Konzessionsvergabe, die alleine schon mehrere Jahre dauert, eine Verhandlungsphase anschließt. Dies findet in der Praxis häufig in Form von direkten Treffen zwischen Käufer und Verkäufer statt. In diesen präsentieren und diskutieren die Verhandlungspartner ihre Bewertungsansätze und versuchen einen einvernehmlichen Kaufpreis zu bestimmen. Gelingt dies nicht, wird der Rechtsweg beschritten. Aufgrund der nicht eindeutigen Rechtslage ist auch dort die Bestimmung des Wertes schwierig und langwierig. Die Anzahl der Streitfälle nimmt aktuell deutlich zu. Für Bieter auf Energienetzkonzessionen, im Wesentlichen kommunale Energieversorger, bedeutet dies, dass eine Konzessionsübernahme mit einer großen Unsicherheit über den finalen Kaufpreis des Netzes behaftet ist.

Inzwischen hat der Gesetzgeber reagiert und einen Gesetzentwurf vorgelegt mit dem Ziel, das objektive Ertragswertverfahren als anzuwendendes Bewertungsverfahren zu verankern.<sup>27</sup>

### 4.3 Transaktionsvolumen im Milliardenbereich

Die erzielbaren Umsatzerlöse aus der Netzbewirtschaftung werden der Höhe nach durch die Bundesnetzagentur festgelegt. Dies schränkt Möglichkeiten zur Hebung von Synergien ein. Zahlt der neue Konzessionär einen zu hohen Kaufpreis, wird ein wirtschaftlicher Betrieb des Netzes erschwert oder verhindert. Wie groß die Bewertungsspannen bei aktueller Rechtslage sein können, verdeutlichen die nachfolgenden Praxisbeispiele.

Für das Berliner Stromnetz bewegt sich der Wert von 0,8 Mrd. EUR bis 3,1 Mrd. EUR.<sup>28</sup> Beim Stromnetz von Pullach im Isartal, einer Gemeinde mit etwa 9.000 Einwohnern, sind es zwischen 2,7 Mio. EUR und 4,7 Mio. EUR.<sup>29</sup> Großstadtnetzen wie dem Berliner Stromnetz mit 35.500 Kilometern Leitungslänge stehen deutschlandweit viele kleine Energienetze gegenüber. Diese versorgen teilweise nur wenige tausend Bürger und können meist im unteren einstelligen Millionenbereich taxiert werden.

Netztransaktionen werden überwiegend als Asset Deals durchgeführt. Das Personal zur Bewirtschaftung wird in der Regel nicht mit dem Kauf übertragen. Damit kann eine Netztransaktion für das netzabgebende Unternehmen mit Risiken auf der Kostenseite verbunden sein. Hier kann auf das Beispiel der Energieversorgung Offenbach AG verwiesen werden. Konzessionsverträge für die Stromnetze in Heusenstamm und Obertshausen wurden verloren. In der Konsequenz werden Auswirkungen auf den Personalstand befürchtet.<sup>30</sup>

## 5. Ausbau Erneuerbarer Energien

### 5.1 Aktuelle Entwicklung der Erneuerbaren Energien

Erneuerbare Energien haben in den vergangenen Jahren durch die Förderung des EEG an Bedeutung gewonnen und das Investitionsverhalten der Marktteilnehmer im Energiesektor nachhaltig beeinflusst. Die Energiewende hat zum Ziel, den Anteil Erneuerbarer Energien an der Stromerzeugung auf mindestens 80% bis 2050 zu erhöhen.<sup>31</sup> In 2014 betrug dieser 25,8%.<sup>32</sup>

Die Gesamtinvestitionen in Erneuerbare Energien beliefen sich im gleichen Jahr auf 18,8 Mrd. EUR. Obwohl die Investitionsniveaus der Jahre 2010 bis 2013 insbesondere aufgrund der deutlichen Kostenreduktionen der Erneuerbaren Energien aktuell nicht mehr erreicht werden und in 2013 mit 15,7 Mrd. EUR sogar ein Zwischentief erreichten, beträgt die Zunahme in 2014 gegenüber dem Vorjahr 19,7%. Die Höchstmarke wurde in 2010 mit 27,3 Mrd. EUR erreicht.<sup>33</sup> Die Stromproduktion gemessen in installierter Megawattleistung hat sich zwischen 2010 und 2014 bei Windenergie Onshore von 27.012 Megawatt (MW) auf 38.156 MW und damit um 29,2% erhöht. Bei Photovoltaik (PV) beziehungsweise Windenergie Offshore beträgt die Zunahme in diesem Zeitraum 113,1% (von 17.944 auf 38.236 MW) beziehungsweise 1.196% (von 80 MW auf 1.037 MW).<sup>34</sup>

Städte und Gemeinden haben sich die Erhöhung ihres Anteils an Erneuerbaren Energien in ihrem Erzeuger mix ebenfalls zum Ziel gesetzt.<sup>35</sup> So beabsichtigen die Städte München und Frankfurt am Main ihren Energiebedarf bis 2040 beziehungsweise 2050 vollständig aus Erneuerbaren Energien zu decken.<sup>36</sup>

Die Umsetzung dieses kommunalen Ziels erfolgt auch auf Ebene der kommunalen Energieversorger durch ►►

25 Vgl. BGH Urteil v. 16.11.1999 – Az. KZR 12/97.

26 Vgl. Berger/Wambach: Besonderheiten beim Bewertungsobjekt: Bewertung von Energieversorgungsnetzen. In: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung: Grundlagen und Methoden, Bewertungsverfahren, Besonderheiten bei der Bewertung, hrsg. v. V. H. Peemöller. Herne 2012, S. 751-768.

27 Vgl. §46 EnWG, 04. Novelle, 25.01.2016.

28 Vgl. [www.welt.de/regional/berlin/article109901813/Berlins-Stromnetz-ist-ein-Milliardenschatz.html](http://www.welt.de/regional/berlin/article109901813/Berlins-Stromnetz-ist-ein-Milliardenschatz.html).

29 Vgl. [www.sueddeutsche.de/muenchen/landkreismuenchen/pullach-kommunaler-energieversorger-darf-stromnetz-behalten-1.2815232](http://www.sueddeutsche.de/muenchen/landkreismuenchen/pullach-kommunaler-energieversorger-darf-stromnetz-behalten-1.2815232)

30 Vgl. [www.fr-online.de/offenbach/offenbach-evo-spielt-jetzt-auf-zeit,1472856,30201142.html](http://www.fr-online.de/offenbach/offenbach-evo-spielt-jetzt-auf-zeit,1472856,30201142.html).

31 Vgl. [www.umweltbundesamt.de/daten/energiebereitstellung-verbrauch/ziele-der-energie-wende](http://www.umweltbundesamt.de/daten/energiebereitstellung-verbrauch/ziele-der-energie-wende).

32 Vgl. AGEE-Statistik: BDEW, Stand 10/2015.

33 Vgl. BMWI/AGEE Statistik: Februar 2015, Umsatz aus der Errichtung von Erneuerbaren Energie-Anlagen in Deutschland.

34 Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie: Zeitreihen zur Entwicklung der Erneuerbaren Energien in Deutschland.

35 Vgl. Gliederungspunkt 3.2.

36 Vgl. [www.masterplan100.de/zum-projekt/projektsteckbrief/](http://www.masterplan100.de/zum-projekt/projektsteckbrief/); [www.muenchen.de/rathaus/Stadtverwaltung/Referat-fuer-Gesundheit-und-Umwelt/Klimaschutz\\_und\\_Energie/Regenerative\\_Energiequellen.html](http://www.muenchen.de/rathaus/Stadtverwaltung/Referat-fuer-Gesundheit-und-Umwelt/Klimaschutz_und_Energie/Regenerative_Energiequellen.html).



Ausweitung ihrer Investitionen in Erneuerbare-Energie-Anlagen. Die Mainova AG hat beispielsweise im Jahr 2010 beschlossen, innerhalb von fünf Jahren 500 Mio. EUR insbesondere in Erneuerbare Energien zu investieren.<sup>37</sup> Die HEAG Südthessische Energie AG hat im Jahr 2009 bekannt gegeben, dass sie rund 1 Mrd. EUR in diesem Bereich investieren möchte.<sup>38</sup> 2014 investierten kommunale Energieversorger insgesamt 5,08 Mrd. EUR in Erneuerbare-Energie-Anlagen, was einem Anteil von 27% an den Gesamtinvestitionen entspricht. Die Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien in ihrem Erzeugermix lag 2014 bei 15,6%.<sup>39</sup>

## 5.2 Vorgehensweise bei der Durchführung von Investitionen

Investitionen in Erneuerbare-Energie-Anlagen können organisch, durch M&A-Transaktionen oder mit Hilfe von Kooperationen durchgeführt werden. Von einem organischen Vorgehen wird in diesem Zusammenhang gesprochen, wenn der kommunale Versorger das Investitionsprojekt eigenständig entwickelt und alle mit dem Projekt verbundenen Risiken trägt. Eine reine M&A-Transaktion liegt dagegen vor, wenn der kommunale Energieversorger die Risiken für Erstellung und Inbetriebnahme vollständig auslagert, das heißt er erwirbt das Investitionsobjekt in einem betriebsbereiten Zustand.

Bei der Kooperation als Mischform, die in der Praxis vermehrt vorkommt, werden die Projekte von den beteiligten Partnern zusammen entwickelt. Dies kann durch Direktbeteiligung an Projektentwicklern beziehungsweise Gründung von Gemeinschaftsunternehmen erfolgen. In einem Gemeinschaftsunternehmen kann die Zusammenarbeit wiederum auf Dauer angelegt oder auf die Realisierung eines Projektes beschränkt sein. So entwickelt die Mainova AG Windkraftprojekte in Kooperation mit dem Projektentwickler ABO Wind AG über das Gemeinschaftsunternehmen WPE - Hessische Windpark Entwicklungs GmbH.<sup>40</sup> Gleichzeitig ist Mainova auch direkt an dem Projektentwickler beteiligt. Die MVV Energie AG hat den Projektentwickler Windwärts Energie GmbH übernommen und einen Mehrheitsanteil an der juwi AG erworben.<sup>41</sup> Die Stadtwerke München AG halten eine Beteiligung an der wpd europe GmbH.<sup>42</sup> Für eine projektbezogene Zusammenarbeit mittels Joint Venture bei der Errichtung des Offshore-Windparks Gwynt y Môr<sup>43</sup> haben sich beispielsweise die RWE Innogy, die Stadtwerke München

AG sowie die Siemens AG entschlossen. Die Formen der Kooperation können demnach vielseitig sein. Kommunale Energieversorger haben insbesondere bei Vorfinanzierung und Flächensicherung der Projekte strategische Stärken.

Eine Analyse für den gesamten kommunalen Energiesektor scheidet aufgrund der Nichtverfügbarkeit des erforderlichen Datenmaterials aus, so dass nachfolgend exemplarisch auf die Investitionen der 8KU in Windkraftanlagen (Onshore/Offshore) und Photovoltaik abgestellt wird. Daraus sollen Rückschlüsse auf die Bedeutung von Transaktionen in diesem Sektor gezogen werden. Für die Datengewinnung wurden die Geschäftsberichte von 2010 bis 2014, verfügbare Presseveröffentlichungen sowie Informationen auf den Internetseiten der betreffenden Unternehmen bis Januar 2016 ausgewertet.

Unter einer Transaktion wird nachfolgend jede vertragliche Vereinbarung zum Erwerb beziehungsweise zur Errichtung sowie der Veräußerung eines Assets beziehungsweise eines Anteils an diesem Asset an einem Erzeugungsstandort verstanden. Dies gilt wegen der erforderlichen Kaufpreisfindung auch im Fall einer Kooperation.<sup>44</sup>

## 5.3 Ausbau mit Schwerpunkt Wind-Onshore

Für den Beobachtungszeitraum konnten insgesamt 122 Transaktionen identifiziert werden. Diese umfassten eine Erzeugungleistung von 1.858 MW. Davon entfielen 85 Transaktionen mit einer Erzeugungleistung von 1.028 MW auf Wind-Onshore, 5 Transaktionen mit 655 MW auf Wind-Offshore und 32 Transaktionen mit 175 MW auf PV.

Es wird deutlich, dass die meisten Transaktionen Wind-Onshore betreffen. Nur die Stadtwerke München AG und die Entega Energie AG haben Offshore-Investitionen getätigt. Während Wind-Onshore in Deutschland schon seit den 90er Jahren kommerziell genutzt wird, ist Wind-Offshore noch eine junge Industrie.

Fünf Transaktionen stellten Verkäufe beziehungsweise Beteiligungsreduktionen dar. Der Anteil der Verkäufe an den Transaktionen liegt bei 4,1% und betrifft Windkraftanlagen mit einer Leistung von 286 MW. Diese Beobachtung deckt sich mit der Annahme, dass kommunale Energieversorger ihre Erzeugungsanlagen nicht mit Spekulationsabsicht erwerben, sondern einen langfristigen Betrieb anstreben.<sup>45</sup>

37 Vgl. [www.mainova.de/unternehmen/presse/2847.html](http://www.mainova.de/unternehmen/presse/2847.html).

38 Vgl. [www.pressebox.de/pressemitteilung/heag-suedthessische-energie-ag-hse/Eine-Milliarde-fuer-regenerative-Energien/boxid/274276](http://www.pressebox.de/pressemitteilung/heag-suedthessische-energie-ag-hse/Eine-Milliarde-fuer-regenerative-Energien/boxid/274276).

39 Vgl. [www.erneuerbareenergien.de/stadtwerke-vom-getriebenen-zum-treiber-werden/150/437/91331/](http://www.erneuerbareenergien.de/stadtwerke-vom-getriebenen-zum-treiber-werden/150/437/91331/).

40 Vgl. [www.wpe-hessen.de/](http://www.wpe-hessen.de/).

41 Vgl. [www.windwaerts.de/de/pressecenter/detail/windwaerts-findet-starken-investor.html](http://www.windwaerts.de/de/pressecenter/detail/windwaerts-findet-starken-investor.html).

42 Vgl. [www.wpd.de/infotek/pressemitteilungen/pressemitteilung-detail/d60d02e81ea9c6a259afeec425f090517/tx\\_news\\_pi1%5Bnews%5D=20&tx\\_news\\_pi1%5Bcontroller%5D=News&tx\\_news\\_pi1%5Baction%5D=detail](http://www.wpd.de/infotek/pressemitteilungen/pressemitteilung-detail/d60d02e81ea9c6a259afeec425f090517/tx_news_pi1%5Bnews%5D=20&tx_news_pi1%5Bcontroller%5D=News&tx_news_pi1%5Baction%5D=detail).

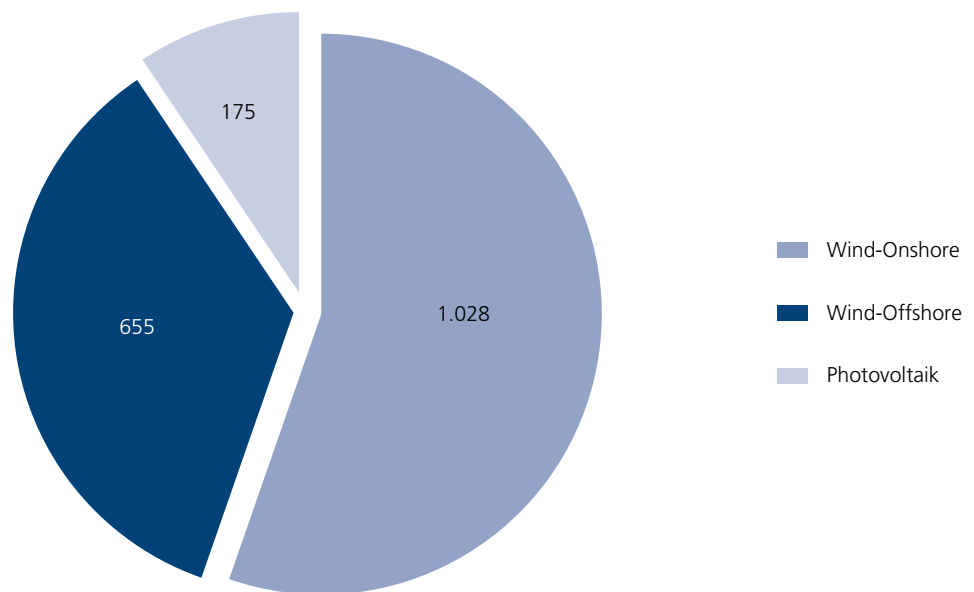
43 Vgl. [www.rwe.com/web/cms/de/37110/rwe/presse-news/pressemitteilungen/pressemitteilung/?pmid=4004961](http://www.rwe.com/web/cms/de/37110/rwe/presse-news/pressemitteilungen/pressemitteilung/?pmid=4004961).

44 Aufgrund des begrenzten Datenmaterials kann nicht ausgeschlossen werden, dass mehrere Erzeugungsstandorte im Rahmen einer einheitlichen Transaktion erworben wurden, so dass Abweichungen zu der tatsächlichen Transaktionsanzahl nicht ausgeschlossen werden können.

45 Vgl. Gliederungspunkt 3.1.

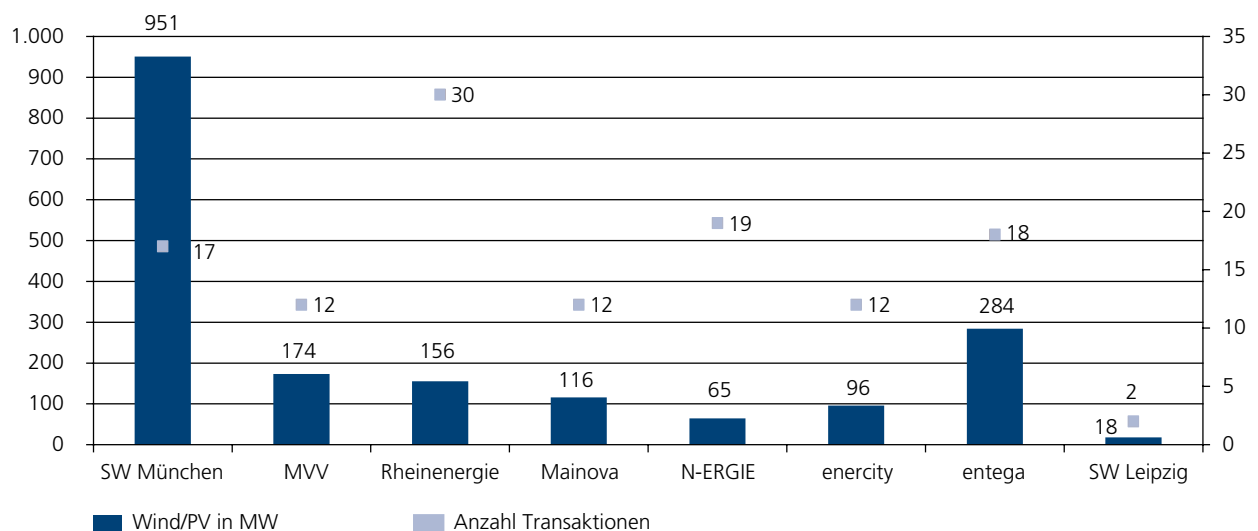
### Abb. 5 • Installierte Erzeugungsleistung in MW nach Assetklasse bei Unternehmen der 8KU

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Geschäftsberichte der Jahre 2010 bis 2014, Unternehmenswebsite, Presseveröffentlichungen, Stand: 31.01.2016



### Abb. 6 • Transaktionen Windenergie (On-/Offshore) und Photovoltaik bei Unternehmen der 8KU

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Geschäftsberichten der Jahre 2010 bis 2014, Unternehmenswebsite, Presseveröffentlichungen, Stand: 31.01.2016



Zu den Volumina je Transaktion können mangels verfügbarer Informationen keine Aussagen getroffen werden. Die 17 Transaktionen der SW München haben eine Gesamtleistung von 951 MW, davon entfallen 555 MW auf Beteiligungen an vier Offshore-Windparks. Damit ist die Stadtwerke München AG mit Abstand der aktivste Investor, gefolgt von der Entega Energie AG mit 284 MW.

Onshore-Investments erfolgen dabei nicht nur regional oder überregional, sondern auch grenzüberschreitend. 25 Erzeugungsstandorte für Windkraft mit einer Leistung von 170 MW und 28 PV-Anlagen mit 57 MW Erzeugungsleistung werden von den Eigentümern in dem Bundesland betrieben, in dem sich ihr Hauptsitz befindet. In Bundesländern, in denen die Eigentümer nicht ansässig sind, werden 35 Windkraftanlagen



mit einer Leistung von 593 MW sowie 14 PV-Anlagen mit einer Leistung von 83 MW betrieben. Außerhalb Deutschlands werden 12 Wind-Onshore-Standorte mit 265 MW sowie drei PV-Anlagen mit 35 MW Leistung betrieben. Die Investitionen wurden maßgeblich über Transaktionen (Kauf/Kooperation) realisiert. Eine organische Projektentwicklung konnte in keinem nennenswerten Umfang beobachtet werden. Des Weiteren wurde eine Tendenz zur vertikalen Integration von Projektentwicklern festgestellt.<sup>46</sup>

#### 5.4 Weitere Investitionen über M&A-Transaktionen erwartet

Im Ergebnis kann festgestellt werden, dass die 8KU für die Realisierung ihrer Investitionen in Erneuerbare-Energie-Anlagen überwiegend M&A-Transaktionen nutzen. Da kommunale Energieversorger nur restriktiv Risiken eingehen, sollten sich diese Ergebnisse aus Sicht der Autoren weitestgehend auf die mittleren und kleineren Energieversorger im kommunalen Energiesektor übertragen lassen.

Investments erfolgen nicht nur regional oder überregional, sondern teilweise auch grenzüberschreitend. Inwieweit das mit dem öffentlichen Auftrag der Daseinsvorsorge vereinbar ist, bleibt außer Betrachtung.

Um die Ausbauziele der Energiewende zu erreichen, müssen kommunale Energieversorger den Anteil Erneuerbarer Energien in ihrem Erzeugermix von 15,6%<sup>47</sup> in 2014<sup>48</sup> bis 2050 weiter erhöhen. Dies wird umfangreiche Investitionen in den kommenden Dekaden erfordern. Die Rahmenbedingungen für den Erwerb von Erneuerbare-Energie-Anlagen über M&A-Transaktionen sind dafür schwieriger geworden. Bedingt durch das Niedrigzinsumfeld und den Anlagedruck, unter anderem bei Pensionsfonds und Versicherungsunternehmen, sind die Renditen spürbar gesunken. Das bislang geltende System staatlich festgesetzter Förderung im EEG soll ab 2017 für Windkraft auf eine wettbewerbliche Ermittlung durch Ausschreibung umgestellt werden.<sup>49</sup> Diese Vorgehensweise wurde bei Photovoltaik für Freiflächenanlagen bereits 2015 eingeführt. Aus Sicht der Autoren sind die Auswirkungen der Ausschreibungsverfahren auf das Investitionsverhalten von kommunalen Energieversorgern derzeit nicht sicher abschätzbar.

M&A-Transaktionen sollten trotzdem mittelfristig weiterhin ein wichtiges Instrument bei der Durchführung von Investitionen in Erneuerbare-Energie-Anlagen bleiben.

#### 6. Zusammenfassung und Ausblick

Für kommunale Energieversorger liegt der Fokus ihrer Tätigkeit auf der Bereitstellung von Leistungen im Rahmen der Daseinsvorsorge. Zur Erfüllung dieser Aufgabe setzen sie gezielt M&A ein. Das Haupthandlungsfeld für M&A in den letzten Jahren war der Aufbau von erneuerbaren Erzeugungskapazitäten, vorrangig in Windkraftanlagen und Photovoltaik. Kommunale Energieversorger haben hierbei bedeutend zum Ausbau der Erneuerbaren Energien beigetragen. Damit unterstützen sie das Ziel der Kommunen, die Energieversorgung Deutschlands bis zum Jahr 2050 überwiegend durch Erneuerbare Energien zu gewährleisten und den CO<sub>2</sub>-Ausstoß deutlich zu reduzieren. Dies ist trotz schwierigerem Marktumfeld auch für die nächsten Jahre zu erwarten.

Der gesetzlich vorgeschriebene Konzessionswettbewerb zur Sicherung funktionsfähiger Energienetze stellt kommunale Energieversorger vor besondere Herausforderungen. Netztransaktionen erfordern fundierte M&A-Kompetenzen, insbesondere bei der Bewertung von Gas- und Stromnetzen. Aufgrund der nicht eindeutigen gesetzlichen Bewertungsvorgaben und der nachgelagerten Preisermittlung kann dies mit erheblichen Risiken für kommunale Energieversorger verbunden sein. Die notwendige Konkretisierung der Bewertungsvorschriften wurde vom Gesetzgeber angestoßen und befindet sich aktuell im Konsultationsverfahren. ■



**Dr. Frank Siegmund** zeichnet verantwortlich für strategische Projekte bei der Mainova AG. Er verfügt über 13 Jahre Erfahrung in Projektmanagement und Corporate Finance in Industrie und Bankenumfeld. [f.siegmund@mainova.de](mailto:f.siegmund@mainova.de)

**Dr. Jan Kos**, WP/StB, verfügt über neun Jahre Erfahrung bei M&A-Transaktionen, grenzüberschreitender Steuerplanung und -optimierung, konzerninternen Umstrukturierungen sowie Jahresabschlussprüfungen. [jan\\_kos1@yahoo.de](mailto:jan_kos1@yahoo.de)

**Werner Tappert**, Dipl.-Inform., ist geschäftsführender Gesellschafter der Lutum+Tappert DV-Beratung GmbH und verantwortet dort Geomarketing-Software, digitale Landkarten und Marktdaten für Energieversorger und die Konzessionsdatenbank. [tappert@geomarketing.de](mailto:tappert@geomarketing.de)

46 Mainova AG, MVV Energie AG, Stadtwerke München AG; vgl. auch Gliederungspunkt 5.2.47 Vgl. [www.erneuerbareenergien.de/stadtwerke-vom-getriebenen-zum-treiber-werden/150/437/91331/](http://www.erneuerbareenergien.de/stadtwerke-vom-getriebenen-zum-treiber-werden/150/437/91331/).

48 Vgl. [www.umweltbundesamt.de/daten/energiebereitstellung-verbrauch/ziele-der-energie-wende](http://www.umweltbundesamt.de/daten/energiebereitstellung-verbrauch/ziele-der-energie-wende); [www.umweltbundesamt.de/daten/energiebereitstellung-verbrauch/ziele-der-energie-wende](http://www.umweltbundesamt.de/daten/energiebereitstellung-verbrauch/ziele-der-energie-wende).

49 Vgl. BMWi: Ausschreibungen für die Förderung von Erneuerbare Energie-Anlagen, Stand Juli 2015, S. 4.

# Rationalität und Irrationalität im M&A-Prozess: Ergebnisse einer DAX-30-Studie – Teil 1

Prof. Dr. Annette Blöcher, TH Köln, Köln

## 1. M&A-Transaktionen im Spannungsfeld von Rationalität und Irrationalität

► Ein Unternehmenskauf ist eine risikoreiche Investition, deren Erfolgsaussichten statistisch gesehen eher gering sind. Eine erfolgreiche Wertschöpfung basiert auf einer Reihe kritischer Entscheidungen. Akteure werden in ihrem Entscheidungsverhalten von vielerlei rationalen, aber auch irrationalen Faktoren beeinflusst. Neben der Annahme der Entscheidungsfindung gemäß eines größtmöglichen wirtschaftlichen Nutzens muss die Tatsache mit einbezogen werden, dass auch unvernünftige und unwirtschaftliche Entscheidungen getroffen werden. Kahneman und Tversky haben durch die Verbindung der klassischen Ökonomie mit der kognitiven Psychologie gezeigt, dass menschliche Entscheidungen nicht nur zufällig, sondern sogar systematisch von den Vorhersagen der traditionellen Ökonomie abweichen können.<sup>1</sup>

Es ist recht unwahrscheinlich, dass M&A-Projekte auf optimale, das heißt rationale Weise, abgewickelt werden. Faktoren wie Unsicherheit, Komplexität, Zeitdruck und hohe Fachspezifität verstärken zudem die Tendenz zu irrationalem Verhalten. Es kann sich somit lohnen, Aspekte der Verhaltensökonomie mit in die Betrachtung von M&A-Projekten einzubeziehen.

Ziel der hier vorgestellten Studie zum Thema „Rationalität und Irrationalität im M&A-Prozess“ ist es herauszufinden, wie Unternehmen generell mit dem Thema Irrationalität in M&A-Prozessen umgehen. Gibt es unterschiedliche Definitionen von Rationalität und Irrationalität? Welche Treiber für Irrationalität gibt es im M&A-Prozess? Wie ist die Rolle der Berater im M&A-Prozess: Erhöhen oder verringern sie die Rationalität im Prozess? Diese Fragen werden im ersten Teil der meist qualitativen Studie beantwortet. In einem zweiten mehr quantitativen Teil der Studie werden die

Interviewpartner zu konkreten verhaltenstheoretischen Phänomenen befragt. Dazu wurden semi-strukturierte Experteninterviews mit M&A-Führungskräften von 24 der DAX-30-Unternehmen (erste oder zweite Führungsebene der M&A-Abteilung) geführt.

Diese Unternehmen stehen exemplarisch für die Best-M&A-Practices aufgrund ihrer Größe, ihrer globalen Präsenz, der hohen Häufigkeit von M&A-Transaktionen und ihren damit sehr professionellen M&A-Prozessen. Es wurde überwiegend nach dem Erfahrungsschatz der Experten gefragt und nicht nach Vorgehensweisen oder beobachtbaren Effekten im eigenen Unternehmen. Zusätzlich wurden sechs Experteninterviews mit international tätigen M&A-Beratern auf Partnerebene geführt, deren Aussagen an manchen Stellen die der DAX-30-Unternehmen spiegeln.

## 2. Die Definition von Rationalität in M&A-Transaktionen

Der Rationalitätsbegriff wird in der Ökonomie sehr eng gefasst: Akteure handeln rational, wenn sie gemäß ihrer Präferenzstruktur, das heißt nach dem Prinzip der Nutzenmaximierung, handeln. Das impliziert, dass der Akteur alle Entscheidungsalternativen kennt und diese richtig bewerten sowie deren Nutzen kalkulieren kann.<sup>2</sup> Irrational handelt ein Akteur dann, wenn er von diesem Prinzip der Nutzenmaximierung abweicht. Der Rationalität wird ein sehr enger Rahmen gesetzt.<sup>3</sup>

Bei effektiv ausgestalteten Anreizsystemen sollte das rationale Verhalten des Einzelnen auch zu rationalen Entscheidungen auf Unternehmensebene führen. Die einführende Fragestellung „Wann ist eine M&A-Transaktion rational?“ wurde aus Sicht der Unternehmensebene gestellt. Während der Begriff „rational“ mit „vernünftig begründbar“ übersetzt werden kann, ►►

<sup>1</sup> Vgl. Tversky/Kahneman: Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases. In: Science, New Series, Vol. 185, No. 4157, 9/1974, S. 1124-1131.

<sup>2</sup> Vgl. Göbel: Unternehmensethik. Grundlagen und praktische Umsetzung, 2013, S. 58f.  
<sup>3</sup> Vgl. Becker: Irrational Behaviour and Economic Theory. In: Journal of Political Economy, Vol. 70, No. 1, 2/1962, S. 1-13.

zeigen die Interviews eine große Bandbreite an Möglichkeiten, wie diese Begründungen ausgestaltet sein können.

Sechs der Experten sprechen sich für eine rein quantitativ begründbare Rationalität aus: Eine Transaktion ist demnach rational, wenn sie auf quantitativen Überlegungen basiert und somit der Wertsteigerung des Unternehmens dient.

Etwas weiter formuliert ist eine Transaktion rational, wenn sie anhand von vorab definierten Kriterien nachvollziehbar ist und/oder hilft, die Unternehmensziele zu verwirklichen. Elf der Experten machen die Rationalität einer Transaktion an solch definierten Akquisitionskriterien fest. Hier zeigt sich eine zweite klare Tendenz in der Interpretation von Rationalität, wenn quantitative und qualitative Kriterien erfüllt werden müssen und zugleich die strategische Sinnhaftigkeit gegeben sein muss.

Die Rolle der Strategie wird jedoch unterschiedlich gesehen: Für einige Befragte ist die Strategiekonformität eine zwingende Bedingung, damit eine Transaktion in Erwägung gezogen wird. Für andere müssen bei einer rationalen Transaktion zusätzlich quantitative Vorteile, das heißt Wertsteigerung, gegeben sein.

Zu differenzieren sind die unterschiedlichen Sichtweisen, aus denen heraus Rationalität definiert und begründet werden kann: Unternehmensebene, Segmentebene und Individualebene. Um eine rationale Entscheidung über eine M&A-Entscheidung zu treffen, ist die sorgfältige Strukturierung und Formulierung der Government-Prozesse im Konzernkontext zu leisten, die Portfoliointeressen, Segmentinteressen und Individualinteressen im Sinne einer Stakeholderorientierung in Einklang zu bringen. Dabei spielt der Vorstand eine oft überproportional starke Rolle, da er aus einer Art Vogelperspektive entscheidet, welche Transaktion rational ist:

*„In einem Unternehmen habe ich ja immer mit Egoismen zu tun und am Ende entscheidet unser CEO, ob die Transaktion rational oder irrational ist und ob sie zu uns passt oder nicht.“*

Zwei Interviewpartner betonten explizit, dass eine Transaktion nie rein rational ist. Irrationales Verhalten spielt immer eine Rolle, gerade weil es ein von Menschen getriebener Prozess ist und die unternehmensinterne Politik eine große Rolle spielt.

### 3. Treiber für nicht rationales Verhalten im M&A-Prozess

Die Frage, was Irrationalität in diesem Zusammenhang bedeutet und ob irrationale Faktoren näher beschrieben werden können, führt einerseits zur Nennung von Gründen für die Durchführung einer M&A-Transaktion,

obwohl rationale Gründe dagegen sprechen, und andererseits zur Nennung von Gründen für die Nicht-Durchführung einer rational begründbaren M&A-Transaktion. Die ausgelösten Diskussionen zeigen, dass es zur Ableitung des Begriffes Irrationalität nicht genügt, den Begriff Rationalität umzukehren. Dies legt die Überlegung nahe, dass Rationalität und Irrationalität weniger das Kontinuum einer einzelnen Dimension abbilden, sondern dass die beiden Begriffe sich auf unterschiedlichen Dimensionen befinden. „Nicht rational“ beziehungsweise „nicht nutzenmaximal“ bedeutet nicht zwangsläufig „irrational“; „nicht irrational“ ist nicht gleichzusetzen mit „rational“. Sinnvoller wäre es, die Dimensionen zu trennen in „rational“ und „nicht rational“ sowie in „irrational“ und „nicht irrational“.

Aus den Diskussionen lassen sich sechs Treiber für nicht rationales Verhalten auf Unternehmensebene ableiten, die implizites Wissen explizit machen und somit helfen, weitere Diskussionen anzustoßen, wie mit diesen Treibern zukünftig umgegangen werden kann, damit sie ihre eigentliche Funktion – die Rationalität im M&A-Prozess zu erhöhen – besser erfüllen und nicht die Irrationalität vorantreiben.

#### 3.1. Überbewertung von strategischen Faktoren

Als Treiber für irrationale Entscheidungen werden sehr häufig strategische Faktoren genannt. Diese können zum Beispiel in Form einer mangelnden konkreten Prognostizierbarkeit von Ergebnissen, einer zu hoch bezahlten strategischen Prämie im Kaufpreis sowie in einer mangelnden Berücksichtigung von Risiken auftreten. Bemängelt wird, dass solche Faktoren den Spielraum des Einzelnen, im Sinne individueller Interessen zu handeln, erhöhen können.

Die strategisch motivierten Transaktionen werden aufgrund des weiten Interpretationsspielraumes, den strategische Begründungen bieten, sehr kritisch betrachtet. Es geht sogar so weit, dass „strategisch“ mit „nicht objektiv begründbar“ gleichgesetzt wird, da die Vorteile nicht zu beziffern seien.

*„Immer wenn ich ‚strategisch‘ höre, schrillen bei mir die Alarmglocken, da kann irgendetwas nicht stimmen. Wenn jemand sagt, dass eine Transaktion strategisch ist, hat er sonst keine Gründe, um die Transaktion als solches zu begründen. Weil strategisch ist vieles und Strategie ist immer interpretierbar, hat immer Raum für eigenes, individuelles Handeln, nicht unbedingt zum Vorteil des Unternehmens.“*

Mehrfach betont wird, dass eine einmal der Öffentlichkeit kommunizierte Wachstumsstrategie den Druck erhöht, Transaktionen durchzuführen – auch dann, wenn der strategische Fit zwischen Käufer und Target nicht optimal ist. Der Druck, auf die Strategie zu liefern, ist

groß. Zudem wird der Dynamik des Umfelds teilweise zu wenig Rechnung getragen. Der Mut, Entscheidungen zu revidieren, fehlt.

### 3.2 Persönliche Interessen und ineffektive Incentive-Systeme

Persönliche Interessen können Unternehmensinteressen widersprechen, zum Beispiel der Hang zum Empire-Building, Macht- und Prestigestreben, Budgetsicherung, die bevorstehende Wiederwahl eines Vorstands oder

sonstiger Entscheidungsträger, das Streben nach kurzfristigen PR-Erfolgen sowie die Möglichkeit, einen Bonus zu generieren. Die persönlichen Interessen werden meist dadurch verstärkt, dass Individual- und Unternehmensziele durch eine falsche Incentivierung der M&A-Verantwortlichen nicht in Einklang gebracht werden.

Gerade bei Verkäufen ist die Gefahr groß, dass Desinvestitionen von den Verantwortlichen abgelehnt werden, weil sich dadurch ihr Einflussbereich (auf ►►

ANZEIGE

Umsatz und Mitarbeiter) verkleinert, aber auch, weil eine Desinvestition als persönliche Niederlage empfunden wird. Daher müsste nicht nur eine durchgeführte Transaktion für die M&A-Verantwortlichen finanzielle Vorteile bringen, sondern auch die Qualität der Prozesse und die Qualität der Entscheidung – auch wenn diese zu einem Abbruch führt – müssten honoriert werden.

*„Ein Problem ist die Incentivierung von Managern. In der Regel werden Manager für einen guten Transaktionsprozess, der aber nicht zu einer Transaktion führt, nicht belohnt. Allerdings werden sie belohnt für einen schlecht geführten Transaktionsprozess, der zu einem Verkaufs- oder Kaufresultat führt. (...) Was einen guten M&A-Manager auszeichnet, ist auch, dass er Prozesse verhindern kann – daran sind aber in der Regel keine monetären Zielsetzungen verknüpft.“*

### 3.3 Gremienentscheidungen und interne Konkurrenz um Projekte

Grundsätzlich werden von den Experten Gremienentscheidungen zwar aufgrund des Mehraugenprinzips als rationaler als Einzelentscheidungen beurteilt, gleichzeitig wird hier aber auch eine große Anfälligkeit für Irrationalität gesehen. Gremienmitglieder beziehen in ihre Entscheidung mit ein, wie sich diese auf die Realisierbarkeit eigener Projekte auswirken könnte. Dann stehen die interne Politik und die Perspektiven der einzelnen Gremienmitglieder im Vordergrund.

*„Es kann sein, dass, wenn eine Transaktion disruptiver, transformationeller Natur ist, gewisse Machtmechanismen intern dagegen massiv opponieren, weil existierende Machtverhältnisse ‚at risk‘ sind.“*

### 3.4 Manipulierbarkeit der Bewertungsmodelle und die Berechnung der Synergieeffekte

Die theoretisch fundierten und praktisch aufwändigen Bewertungsmodelle für die Ableitung des Unternehmenswertes und der erwarteten Synergieeffekte suggerieren eine Genauigkeit, die im Sinne einer Praktikabilität der Modelle oftmals nicht gehalten werden kann. Die Qualität der Inputs – Planzahlen und Ableitung des Diskontierungsfaktors – ist von sehr hoher Bedeutung. Wird mit Werten gearbeitet, die beeinflusst wurden, um die eigene Argumentation zu stützen, entsteht eine Scheingenauigkeit im Sinne einer „sauberen“ Dokumentation, nicht aber die Ableitung eines belastbaren Unternehmenswertes. Die Modelle fordern realistische Planungen über drei bis fünf Jahre. Die Experten betonen allerdings, dass ein Einjahresplan noch machbar ist – was darüber hinaus geht, bietet weiten Interpretationsspielraum.

*„Das ist das inhärente Problem von DCF-Methoden: In der Regel ist ein guter Plan ein Plan für ein bis zwei Jahre und das Management wird ja auch incentiviert*

*auf ein bis zwei Jahre. Da es offen ist, ob man ab Jahr 3 überhaupt noch da ist, hat jeder die Tendenz, den Business Case so zu entwickeln, wie man ihn gerne hätte.“*

Auch die Irrationalität der am Markt beobachteten Preise, die Auswahl der Peergroup in Multiple-Verfahren je nach Interessenlage und damit die Gefahr, dass die aus der Marktsicht abgeleiteten Preise zu wenig hinterfragt werden, wird thematisiert.

Die Bewertung der erwarteten Synergieeffekte wird sehr kritisch beurteilt, hier spielen neben verhaltens-theoretischen Phänomenen wie dem Planungsfehlschluss, der Selbstüberschätzung der Planungsträger und der Verfügbarkeitsheuristik (s. Teil 2 ab Seite 166) taktische Interessen sowie die unzureichende Informationslage zur realistischen Quantifizierung der Synergien eine Rolle.

Als schwierig wird die Informationslage insbesondere bei öffentlichen Übernahmen bewertet. Hier werde tendenziell weniger genau hingeschaut als bei kleinen Transaktionen. Ein zentrales Problem in der Nachhaltung von Synergieeffekten wird auch in den wechselnden Zuständigkeiten gesehen. Es besteht häufig keine Personalunion zwischen denen, die Synergieeffekte berechnen, und denen, die für deren Hebung verantwortlich sind.

Die Modelle der klassischen Unternehmensbewertung gehen von vollkommenen und informationseffizienten Märkten aus, nur so kann ein aus Kapitalmarktdaten abgeleitetes Risikomaß (Betafaktor) das Risiko adäquat widerspiegeln. Unvollkommene, asymmetrisch verteilte Informationen, Transaktionskosten und begrenzt rationales Verhalten bilden diese Modelle nicht ab. Dieses Spannungsfeld eröffnet Denkanstöße für Qualitätsprüfungen in der M&A-Bewertungspraxis.<sup>4</sup>

### 3.5 Bauchentscheidungen und Emotionalität

Was, wenn das Handeln vor der Analyse steht, wenn Entscheidungen aus dem Bauch heraus getroffen werden? Emotionen kommen im Modell des Homo oeconomicus nicht vor. Sie sind viel schneller als kognitive Prozesse und haben das Potenzial, Entscheidungen komplett anders ausfallen zu lassen. Unklar ist jedoch, und das macht Emotionen für ökonomische Modelle so unberechenbar, wann Emotionen die Überhand über analytisches Denken haben und wann nicht.<sup>5</sup> Dann besteht eine vorgefertigte Meinung vor einer fundierten Entscheidungsgrundlage. Nach der Meinung der Experten kommt dies selbst bei M&A-Entscheidungen – allen Rationalitätsanstrengungen zum Trotz –

<sup>4</sup> Vgl. auch Baecker et al.: Unternehmensbewertung: Grundlage rationaler M&A-Entscheidungen? In: M&A Review, 6/2007, S. 270-277.

<sup>5</sup> Vgl. Beck: Behavioral Economics, 2014, S. 285 ff.

häufiger vor, und der Bauchfaktor kann mit der Größe des Deals sogar zunehmen.

*„Je größer der Deal, je größer der Bauchfaktor, dann kommt mehr Irrationalität rein. Das ist wie in der Politik – über die 50 Mio. EUR Budget streitet man sich, ein Milliardenthema wird so durchgewunken, weil’s keiner richtig nachvollziehen kann. Das ist ganz häufig. Über Kleinstthemen wird stundenlang debattiert, die großen Themen werden so abgenickt.“*

Setzt man das Baugesühl mit intuitivem Denken gleich, so ist es im Gegensatz zum analytischen Denken auto-

matisch, sehr schnell, unbewusst und spontan. Entscheidungen in diesem Bereich basieren auf Erfahrungen, Emotionen und Assoziationen. Sie stützen sich auf wiedererkannte Muster, die im Gedächtnis abgespeichert sind, also auf Erfahrung und Wissen – beides Komponenten, über die Experten verfügen und die die Wahrscheinlichkeit einer „guten“ intuitiven Entscheidung erhöhen sowie eine durchaus wertvolle Entscheidungsressource darstellen können. Intuition ist immer dann von besonderer Bedeutung, wenn die Entscheidungssituation komplex, die Informationslage begrenzt ist und die Entscheidung unter Zeitdruck getroffen werden muss. Von intuitiven Entscheidungen ist ►►

ANZEIGE



jedoch strengstens abzuraten, wenn das notwendige Erfahrungswissen fehlt, sich das Problem strukturiert zerlegen lässt und es verlässliche Analysen gibt, die gegen das Gefühl sprechen.<sup>6</sup>

### 3.6 Erfolgsbasierte Incentivierung der Unternehmensberater

Berater nehmen eine besondere Stellung im M&A-Prozess ein. Sie sind zwar meist nicht an der Entscheidung für oder gegen eine Transaktion beteiligt. Sie nehmen aber indirekt Einfluss, indem sie den Prozess strukturieren, die Transparenz im Markt erhöhen und entscheidungsrelevante Informationen aufbereiten. Nur zwei Experten bejahen die Frage uneingeschränkt, ob Berater die Rationalität einer M&A-Entscheidung erhöhen, fünf verneinen dies und 17 Experten sprechen den Beratern eine teilweise Mithilfe an einer rationalen Entscheidung zu. Insbesondere Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Juristen schneiden hier gut ab. Die Rolle der strategischen Berater sowie der Investmentbanken hingegen wird kritisch gesehen, da überwiegt das Eigeninteresse. Teilweise werden Berater aber auch als Quelle der Irrationalität gesehen.

*„Berater haben das Potenzial, die Rationalität der Entscheidung zu erhöhen, sie tun es aber leider nicht. Das Eigeninteresse spielt eine große Rolle.“*

Hier spielt die Incentivierung der Berater sowie die Aussicht auf Folgeaufträge eine entscheidende Rolle. Der Berater folgt immer auch seiner eigenen Rationalität, und die muss nicht zwingend deckungsgleich sein mit der Rationalität des Mandanten. Es wird den Beratern unterstellt, dass sie den Mandanten in seiner Perspektive unterstützen und oft kein Interesse daran haben, etwas zu liefern, was den Mandanten widerspricht. Die Auftraggeber müssen für sich grundsätzlich die Frage beantworten, ob sie eine objektive Beratung wollen.

Die Berater bestätigen, dass man bemüht ist, die Rationalität im Prozess zu erhöhen, dass die eigene Rationalität aber immer eine gewisse Rolle spielt – gerade bei erfolgsbasierter Incentivierung. Allerdings gibt es auch Mandanten, die gar nicht objektiv beraten werden, und Fakten gar nicht hören wollen, und auch Mandanten, die die Berater vorab so beeinflussen, dass sie schon gefärbt in die Analyse gehen. Berater werden teilweise auch bewusst instrumentalisiert, um die Entscheidung der Verantwortlichen zu untermauern – der Mandant will dann nur eine externe Bestätigung der Richtigkeit der eigenen Meinung.

## 4. Lessons Learned!

M&A-Transaktionen durchlaufen meist einen sehr komplexen Prozess, der eine Entscheidung garantieren soll, die rational, das heißt nutzenmaximal, für das Unternehmen und dessen Eigentümer ist. Der Blick in die Praxis zeigt, dass diesem Ideal Treiber für nicht rationales Verhalten gegenüber stehen. Die Experteninterviews zeigen, dass mit Hilfe von Gestaltungsempfehlungen Potenzial besteht, die Prozesse noch rationaler zu gestalten:

### (1) Der Rationalitätsbegriff bedarf der Definition!

Was rational ist, ist abhängig von der Perspektive (Division versus Zentrale, operative Einheit versus entscheidendes Gremium, Mitarbeiter versus Manager, Manager versus Anteilseigner) und muss von den Entscheidungsführern analysiert und kommuniziert werden. Rationalität auf Unternehmensebene orientiert sich am finanziellen, quantifizierbaren Nutzen sowie an strategischen Komponenten und muss anhand nachvollziehbarer Akquisitionskriterien definiert werden. Strategie darf dabei nicht als Interpretationsspielraum individueller Interessen dienen.

### (2) Machen Sie Irrationalität zum Thema und analysieren Sie die Motivlagen der Beteiligten!

Den Homo Oeconomicus gibt es nicht – auch nicht in M&A-Transaktionen. Verhaltenstheoretische Aspekte sollten thematisiert und die Beachtung möglicher Irrationalitäten in den Prozess integriert werden. Die Motivlagen der an der Transaktion beteiligten Entscheidungsträger (intern auch unabhängig von der hierarchischen Stellung und extern; Target und Käufer) sollten systematisch erfasst werden, denn die individuelle Rationalität ist nicht unbedingt gleich der Rationalität auf Unternehmensebene.

### (3) Anreizstrukturen steuern die individuelle Rationalität!

Die individuelle Rationalität wird stark von den gegebenen Anreizen beeinflusst. Die Systeme müssen darauf hin überprüft werden, welches Verhalten von den internen und externen Akteuren erwünscht ist und welches gefördert wird. Die Qualität der M&A-Prozesse sollte als Grundlage für Incentives mit herangezogen werden und nicht nur, ob ein Deal gemacht wird oder nicht. Dies beinhaltet auch Anreize für nicht zustande gekommene Deals. Denn vielfach ist der nicht gemachte, abgebrochene Deal der bessere.

### (4) Motivlagen von Gremienmitgliedern transparent machen!

Auch Gremienentscheidungen müssen kritisch hinterfragt und die Motivlagen der einzelnen Mitglieder transparent gemacht werden. Die interne Politik spielt bei der Beurteilung von Transaktionen oft eine Rolle.

<sup>6</sup> Vgl. Rausch: Analyse ist gut, Intuition ist besser – Oder umgekehrt? In: Controlling & Management Review, 3/2013, S. 14-22; abrufbar unter: <http://link.springer.com/article/10.1365/s12176-013-0752-z>; Niemann: Intuition im Management – Fluch und Segen? In: Controlling & Management Review, 3/2013, S. 24-28; abrufbar unter: <http://link.springer.com/article/10.1365%2Fs12176-013-0753-y>

**(5) Bewertungsmodelle bieten nicht immer eine objektive Entscheidungsgrundlage!**

Bewertungsmodelle bieten eine hilfreiche Entscheidungsgrundlage für oder gegen eine Transaktion, sofern die getroffenen Annahmen und Inputfaktoren realistisch und plausibel abgeleitet werden – genau hier liegt aber auch ihre Limitation. Konfrontationsgespräche, in denen die Inputfaktoren vor einem unabhängigen Team begründet werden müssen, helfen die Manipulierbarkeit der Modelle zu begrenzen.

**(6) Synergiecontrolling ausbauen!**

Synergieeffekte werden häufig nur auf oberer Ebene quantifiziert und zu wenig auf einzelne Verantwortungsbereiche herunter gebrochen. Dann ist „strategisch“ gleichbedeutend mit „zu teuer“. Es fehlt an der konkreten Überprüfbarkeit und der Verbindung zur Incentivierung. Ein effektives Synergiecontrolling kann hier helfen.

**(7) Emotionalität berücksichtigen und entschärfen!**

Emotionen beruhen oftmals auf Intuition und haben durchaus ihre Berechtigung – auch in M&A-Transaktionen, wenn schnell komplexe Entscheidungen getroffen werden müssen. Sie sind aber auch kritisch zu hinterfragen, vor allem wenn das notwendige Erfahrungswissen und die Expertise fehlen, sich das Problem strukturiert zerlegen lässt und es anderslautende Analysen gibt.

**(8) Offen sein für gute Beratung!**

Verschiedene Bedingungen helfen, eine gute, rationalitätsfördernde Beratung sicher zu stellen: Sorgfältige Auswahl der Berater, Aufbau von vertrauensvollen und langjährigen Beziehungen, Sicherstellung der Unabhängigkeit von Folgeaufträgen, die Beachtung der Wirkung von Anreizstrukturen und die Formulierung eines ergebnisoffenen, neutralen Beratungsauftrags. ■



**Prof. Dr. Annette Blöcher** ist Professorin an der Technischen Hochschule Köln. Sie lehrt, forscht und berät zu den Themenbereichen Mergers & Acquisitions, Entrepreneurship und Change Management. Über zwölf Jahre praktische M&A-Erfahrung hat sie bei Deloitte und PwC in den Bereichen Unternehmensbewertung, Due Diligence und Post Merger Integration gesammelt. [annette.bloecher@th-koeln.de](mailto:annette.bloecher@th-koeln.de)

# Verhaltenstheoretische Phänomene im M&A-Prozess: Ergebnisse einer DAX-30-Studie – Teil 2

Prof. Dr. Annette Blöcher, TH Köln, Köln

## 1. Ausgangspunkt und verhaltensökonomische Phänomene im Überblick

► Aufbauend auf den ersten Teil der DAX-30-Studie, in der die Bedeutung der Begriffe Rationalität und Irrationalität für den M&A-Prozess abgeleitet sowie Treiber für die Verstärkung irrationalen Verhaltens identifiziert wurden, werden im vorliegenden zweiten Teil verhaltenstheoretische Phänomene untersucht. Des Weiteren wird der Frage nachgegangen, wie relevant diese Phänomene aus Sicht der Experten im M&A-Prozess sind. Wie zufrieden sind die Experten mit der Rationalität in den eigenen Prozessen und wo sehen sie Potenziale für Verbesserungen?

In der Praxis unterliegen komplexe Entscheidungen häufig einem Informations- und Zeitmangel. Mentale Abkürzungen, sogenannte Heuristiken, ermöglichen es Entscheidungsträgern Informationen schnell zu verarbeiten und auch unter Unsicherheit schnelle Entscheidungen zu treffen. Diese können sehr nützlich sein, sie können allerdings auch zu systematischen Fehlern (Biases) führen.<sup>1</sup>

Es ist anzunehmen, dass Manager nicht dem Ideal des Homo oeconomicus entsprechen, sondern als begrenzt rationale Akteure keine rein rationalen Entscheidungen treffen. „Biases“ – also gedankliche Vereinfachungen – kommen auf allen Entscheidungsebenen vor und beeinflussen das Verhalten von M&A-Akteuren.

Abbildung 1 zeigt die in der Studie diskutierten verhaltenstheoretischen Phänomene mit einer kurzen Erläuterung, der konkreten Fragestellung an die Experten sowie die jeweiligen M&A-Phasen, in denen diese Phänomene eine besondere Relevanz haben.

## 2. Zehn verhaltenstheoretische Phänomene im M&A-Prozess aus Sicht der DAX-30-Experten

Die Experten haben eine Einschätzung dazu abgegeben, wie häufig sie die zehn verhaltenstheoretischen Phänomene bereits beobachtet haben.<sup>2</sup> Dabei steht nicht die Häufigkeit der Beobachtung im eigenen Unternehmen im Vordergrund, sondern die allgemeine Häufigkeit im Zusammenhang mit ihren M&A-Aktivitäten, das heißt das Verhalten von Kollegen, Vorgesetzten, den gegnerischen Parteien sowie von Beratern. Abbildung 2 zeigt die prozentuale Verteilung der Antworten.

Sechs der Effekte werden von mehr als der Hälfte der Experten häufig bis sehr häufig beobachtet und sind damit für den M&A-Prozess besonders relevant: der Planungsfehlschluss, der Herdeneffekt (in zwei Ausprägungen), die Selbstüberschätzung, der Bezugsrahmeneffekt, die Verfügbarkeitsheuristik sowie der Verankerungseffekt. Als relevant einzustufen sind die folgenden Phänomene: Sunk-Cost-Effekt, Satisfizierung, Angst vor Fehlentscheidungen und der Bestätigungsfehler.

### 2.1 Planungsfehlschluss

Der Planungsfehlschluss besteht in der Integrationsphase darin, dass die Dauer und die Kosten einer Integration unterschätzt werden. Dieser Effekt wurde von den Befragten am häufigsten beobachtet.

*„Das wird dauernd unterschätzt. Sogar die Durchführbarkeit einer vernünftigen Integration kann man die ja auch bezweifeln. (...) Es wird viel Zeit in die Vorbereitung investiert, bei der Integration wird häufig schwammiger gearbeitet.“*

<sup>1</sup> Vgl. Tversky/Kahneman: Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases. In: Science, New Series, Vol. 185, No. 4157, 9/1974, S. 1124.

<sup>2</sup> Daneben gibt es noch eine Vielzahl weiterer Heuristiken und Biases, vgl. z.B. Beck: Behavioral Economics, 2014

**Abb. 1 • Verhaltenstheoretische Phänomene der DAX-30-Studie im Überblick**

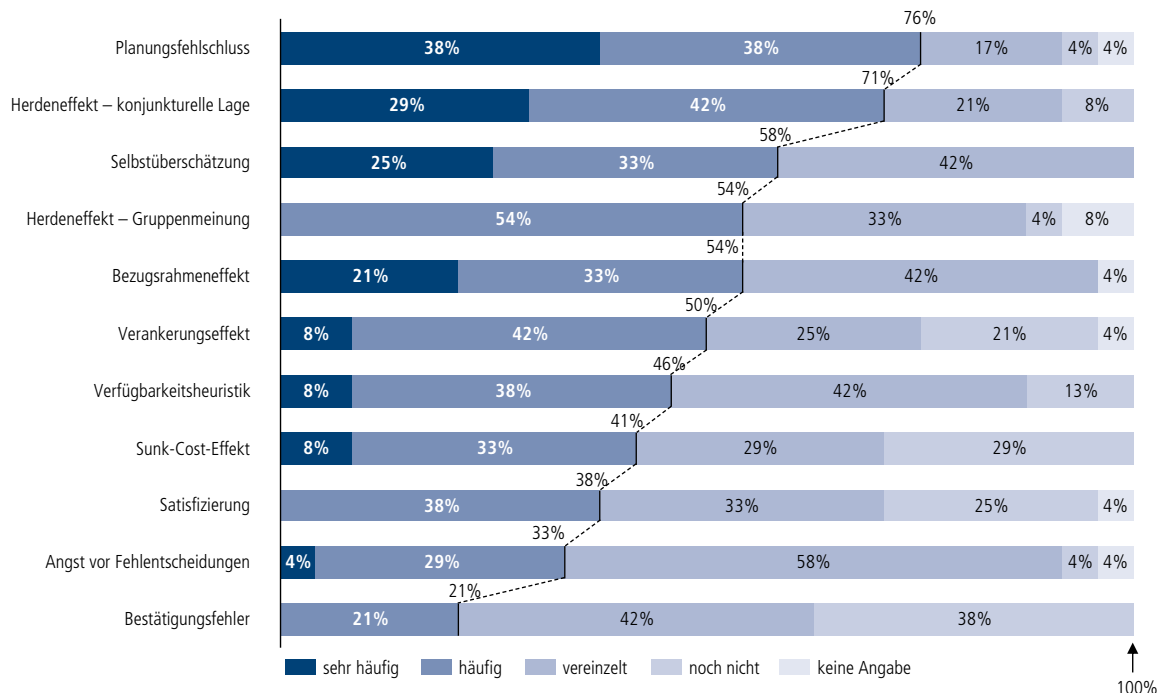
Quelle: Eigene Darstellung

Verhaltenstheoretisches Phänomen	Erläuterung	Wie häufig haben Sie diese Phänomene im M&A-Prozess schon beobachtet?	Besondere Relevanz in der M&A-Phase
<b>Herdeneffekt/ Group Thinking (extern/intern)</b>	Individuen orientieren ihre Entscheidungen und ihr Verhalten an denen anderer. Eine unabhängige, individuell getroffene Entscheidung würde oftmals anders ausfallen.	Extern: Projektverantwortliche sind durch die konjunkturelle Lage in ihrer Entscheidung für oder gegen eine Transaktion beeinflusst. Intern: Teammitglieder ordnen ihre eigene Sichtweise der herrschenden Meinung in der Gruppe unter.	Pre-Merger-Phase
<b>Satisfizierung/ Satisfaction</b>	Aufgrund der Komplexität der Entscheidungsparameter wird keine optimale, sondern lediglich eine zufriedenstellende Entscheidung angestrebt beziehungsweise getroffen.	Im Screening erfolgt keine optimale, sondern lediglich eine zufriedenstellende Auswahl an Akquisitionskandidaten.	Pre-Merger-Phase
<b>Angst vor Fehlentscheidungen/Regret Aversion</b>	Insbesondere bei finanziellen Entscheidungen kalkulieren Individuen ein, ob sie ihre Entscheidung im Nachhinein bereuen könnten.	Die Risikobereitschaft der Projektverantwortlichen ist trotz weitreichender Analysen von der Angst vor Fehlentscheidungen geprägt.	Pre-Merger-Phase/ Transaktionsphase
<b>Bezugsrahmeneffekt/ Framing Effect</b>	Gezielte Beeinflussung von Entscheidungen durch unterschiedliche Formulierung und Präsentation von Informationen gleichen Inhalts.	Teammitglieder lassen sich durch die Art der Präsentation von Informationen beeinflussen.	Pre-Merger-Phase/ Transaktionsphase
<b>Verfügbarkeitsheuristik/ Availability Bias</b>	Fehlt die Möglichkeit oder der Wille zum Zugriff auf präzise Informationen, wird eine Entscheidung aufgrund der verfügbaren, nicht der relevanten Informationen gefällt.	Teammitglieder urteilen auf Basis jener Informationen, die leicht zu beschaffen sind.	Transaktionsphase: Due Diligence
<b>Verankerungseffekt/ Anchoring Effect</b>	Entscheidungen werden nicht nur durch die Präferenzen des Planungsakteurs beeinflusst, sondern auch durch zufällige erste Anker, die für die Entscheidungssituation eigentlich irrelevant sind.	Verhandlungsführer orientieren sich an dem erstgenannten Angebotspreis und richten ihr Angebot mehr danach aus als an der eigenen Wertberechnung.	Transaktionsphase: Verhandlungen
<b>Sunk-Cost-Effekt</b>	Bei einer Entscheidung werden nicht nur die relevanten zukünftigen Kosten, sondern auch die bereits angefallenen Kosten berücksichtigt.	Transaktionen, in die schon viel Zeit und Geld geflossen sind, werden trotz rationaler Gründe, die für einen Abbruch sprechen würden, nicht abgebrochen.	Transaktionsphase
<b>Bestätigungsfehler/ Confirmation Bias</b>	Informationen werden so gesucht, ausgewählt und interpretiert, dass die Erwartungen bestätigt werden.	Nach der Entscheidung für oder gegen eine Transaktion werden Informationen gesucht, um die Entscheidung rational zu begründen.	Transaktionsphase: Due Diligence
<b>Selbstüberschätzung/ Overconfidence</b>	Überschätzung der eigenen Fähigkeiten (absolut und im Vergleich zu anderen).	Teammitglieder überschätzen ihre Fähigkeiten, zukünftige Entwicklungen (positive oder negative Prognosen) vorherzusagen.	Transaktionsphase/ Post Merger Integration
<b>Planungsfehlschluss/ Planning Fallacy</b>	Planungsakteure haben eine Tendenz zu unterschätzen, wie viel Zeit und Geld sie für die Erledigung einer Aufgabe benötigen. Ihre Zeit- und Budgetprognosen fallen zu optimistisch aus.	Die Integrationsdauer und die Integrationskosten werden unterschätzt.	Post Merger Integration



**Abb. 2 • Verhaltensökonomische Phänomene nach ihrer Häufigkeit der Beobachtung von DAX-30-Experten**

Quelle: Eigene Darstellung



Eine Studie von PwC bestätigt, dass die Integrationsdauer und die Integrationskosten, vor allem die internen Kosten, häufig überschritten werden.<sup>3</sup>

Warum ist die Prognose der Integrationsdauer und der damit verbundenen Kosten so schwierig? Das kann zum einen daran liegen, dass die Prämissen, auf deren Basis eine Transaktionsentscheidung getroffen wurde, nicht rational abgeleitet wurden, Informationen nicht vorlagen oder falsch interpretiert wurden. Zum anderen ist die Integration ein sehr komplexer Prozess, der nur mit viel Aufwand sauber geplant werden kann. Planungsakteure haben eine Tendenz zu unrealistischem Optimismus: Der Detaillierungsgrad der Planung wird oft zu gering gehalten und der Mehraufwand für ungeplante Vorkommnisse unterschätzt.<sup>4</sup>

## 2.2 Herdeneffekt

Der Herdeneffekt wird in zwei Ausprägungen abgefragt: Zum einen im Zusammenhang mit der Konjunkturabhängigkeit des M&A-Geschäftes (externe Dimension) und zum anderen im Zusammenhang mit der Meinungsbildung innerhalb von Gruppen (interne Dimension).

### (1) Externe Dimension des Herdeneffekts

M&A-Transaktionen laufen in Wellen ab.<sup>5</sup> Die Aussage „Projektverantwortliche sind durch die konjunkturelle Lage in ihrer Entscheidung für oder gegen eine Transaktion beeinflusst“ bestätigen über zwei Drittel der Experten als relevanten Effekt. Hier wird einerseits ein systematischer Fehler gesehen:

*„Das ist ein ganz starker Punkt. Wenn's gut läuft, dann sind alle ganz wild unterwegs, und wenn's schlecht läuft, werden auch laufende Transaktionsprozesse abmoderiert, auch wenn's eigentlich Sinn macht.“*

Andererseits wird dieses Verhalten aber auch als sehr rational beurteilt, denn in konjunkturell schwachen Phasen sind auch die eigenen Kennzahlen schlechter. Es bleibt weniger Spielraum für Misserfolge, was auch damit zusammenhängt, dass die eigenen Aktien eine schwache Akquisitionswährung darstellen, und dass bei einer schwachen Konjunktur tendenziell weniger Verkäufer zum Verkauf bereit sind, das Angebot somit beschränkt ist.

### (2) Interne Dimension des Herdeneffekts

Der Herdeneffekt kann auch in Teamprozessen eine entscheidende Rolle spielen. Die Aussage „Teammitglieder ordnen ihre eigene Sichtweise der herrschenden Meinung in der Gruppe unter“ bejaht über die Hälfte

<sup>3</sup> Vgl. PwC : Post Merger Integration Study 2009: Zielgerade oder Achterbahn?, 2009, S. 15f.

<sup>4</sup> Vgl. Buehler/Griffin/Ross: Exploring the „planning fallacy“: Why people underestimate their task completion times. In: American Psychological Association (Hrsg.): Journal of Personality and Social Psychology, 67, Nr. 3, 1994, S. 366–381; Lovullo/Kahneman: Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions. In: Harvard Business Review, Nr. 81/2003, S. 57.

<sup>5</sup> Vgl. Müller-Stewens/Kunisch/Binder: M&A als Wellenphänomen: Analyse und Erklärungsansatz. In: Müller-Stewens/Kunisch/Binder: Mergers & Acquisitions – Analysen, Trends und Best Practices, 2010, S. 14-34.