

Herausgeberrat

Prof. Dr. Thomas Bieger, Universität St. Gallen

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

Prof. Dr. Guido Eilenberger, Universität Rostock

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

Prof. Dr. Karl-Werner Hansmann, Universität Hamburg

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

Prof. Dr. Kurt Reding, Universität Kassel

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

Prof. Dr. Klaus Spremann, Universität St. Gallen

Prof. Dr. Dodo zu Knyphausen-Aufseß,

Otto-Friedrich-Universität Bamberg

Dr. Burkhard Schwenker, Roland Berger Strategy Consultants

Weitere Publikationen des Academic Network

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Finanzstrategisch denken!

Paradigmenwechsel
zur Strategic Corporate Finance

 Springer

academic**network**

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

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

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

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

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

ISBN 978-3-540-76433-5

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

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

© 2008 Springer-Verlag Berlin Heidelberg

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

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

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

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

Gedruckt auf säurefreiem Papier

9 8 7 6 5 4 3 2 1

springer.com

Inhaltsverzeichnis

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

VI Inhaltsverzeichnis

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

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

VIII Inhaltsverzeichnis

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

Einführung

Klaus Spremann

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

Das Paradox des „finanzstrategischen Denkens“

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

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

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

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

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

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

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

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

Der Wandel zur Strategic Corporate Finance

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

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

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

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

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

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

Aufbau des Buches

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

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

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

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

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

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

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