

1. Einleitung

Diese Arbeit beruht auf der Annahme, daß der Winner's Curse das Grundproblem bei Unternehmenszusammenschlüssen darstellt.

Das soll nicht heißen, daß der „Fluch des Gewinners,“ das einzige Problem hierbei ist und weiterhin nicht, daß er die Akquisition zum Scheitern verurteilt, sondern besagt, daß dieser immer bei Unternehmenszusammenschlüssen auftritt. Der Winner's Curse gilt hierbei als die Überzahlung über den wahren Unternehmenswert hinaus.

Negativ formuliert bedeutet diese Annahme, daß keine Unternehmenszusammenschlüsse ohne das Auftreten des Winner's Curse zustande kommen.

Im Folgenden handelt es sich ausschließlich um Praktiken von Unternehmenszusammenschlüssen bzw. -übernahmen, wie sie in den angelsächsischen Ländern, vor allem den USA, üblich sind, da das Phänomen des Winner's Curse prinzipiell auch nur dort auftreten kann. In Kapitel 2 wird später näher darauf eingegangen. Dort wird auch festgelegt, welche Arten von Unternehmenszusammenschlüssen für den Winner's Curse überhaupt nur relevant sind. Wenn in den USA ein Unternehmen zum Verkauf steht, wird es in der Regel mehr als einen geben, der den Kauf des Übernahmeobjekts in Betracht zieht. Demzufolge entsteht eine Wettbewerbssituation, in der die Konkurrenten dem Objekt je nach Bedeutung für ihr eigenes Unternehmen einen Wert beimessen. Besteht nach der individuellen Bewertung weiterhin Interesse an der Akquisition, kommt es zu einer auktionsähnlichen Verkaufssituation, bei der das Unternehmen an den Meistbietenden verkauft wird.

Die Annahme dieser Arbeit lautet, daß derjenige, der aus dieser Auktion siegreich hervorgeht gleichzeitig auch dem Fluch des Gewinners erlegen ist. In Kapitel 3 wird demnach der Winner's Curse zunächst definiert und anschließend die Ursachen seines Auftretens erläutert. Letztlich wird auch dargestellt, was dieses Phänomen für Unternehmensübernahmen bedeutet, d.h. wie man damit umgehen könnte.

In diesem Zusammenhang soll auch überprüft werden, ob der Käufer nicht somit systematisch zuviel bezahlt und ob unter diesen Umständen Unternehmenszusammenschlüsse aus Sicht des Käufers überhaupt sinnvoll sind. Diese Fragen fallen unter den Abschnitt „Implikationen des Winner’s Curse für Unternehmenszusammenschlüsse,,

Da das Phänomen des Winner’s Curse durch ein spieltheoretisches Konzept erklärt wird bzw. ein solches darstellt, darf letztlich auch die Kritik an diesem Konstrukt nicht übergangen werden.

Auf diese Fragestellungen und auf die Ursachen des Winner’s Curse soll im Folgenden eingegangen werden. Am Ende dieser Arbeit wird schließlich ein kurzer Überblick über die behandelten Themen gegeben und zu der zentralen Aussage „The Winner’s Curse als Grundproblem von Unternehmenszusammenschlüssen,, Stellung genommen.

2. Überblick über Unternehmenszusammenschlüsse

Um den Hintergrund für das Auftreten des Winner’s Curse verstehen zu können, werden im Folgenden zunächst die Unterschiede zwischen den Kapitalmärkten in den USA und in Deutschland erläutert, um sein Erscheinen räumlich zu einzuordnen. Im Anschluß daran werden Unternehmenszusammenschlüsse in den USA dargestellt und letztlich reduziert auf die eine Form, auf die das Auftreten des Winner’s Curse beschränkt ist.

2.1 Unterschiede zwischen USA und Deutschland

Unternehmenszusammenschlüsse oder –übernahmen wie sie in Großbritannien und den USA üblich sind, sind in Deutschland prinzipiell gar nicht möglich. Das liegt daran, daß der deutsche Aktienmarkt nicht in gleichem Maße effizient ist, wobei die Effizienz eines Kapitalmarktes an den durch die aktuellen Marktpreise verfügbaren Informationen gemessen wird. Zudem ist der US-amerikanische Börsenmarkt durch Wettbewerb verschiedener Börsen und anderer Marktorganistoren durch eine vollständig ausgeprägte Segmentierung gekennzeichnet. Eine vertikale Segmentierung bedeutet

hier, daß sich die Börsensegmente in eine nach Unternehmensgröße und Umsätzen sowie auch nach unten hin steigender Transparenz geordnete Hierarchie einteilen (Vahlens Großes Wirtschaftslexikon). In Deutschland dagegen existieren nur der amtliche Handel, der Geregelter Markt sowie der Neue Markt. Hier gibt es - im Vergleich zu US-amerikanischen Verhältnissen - relativ wenige börsennotierte Gesellschaften, einen hohen Anteil an Festbesitz durch Großaktionäre sowie zahlreiche Konsortialverträge als auch häufig Paket- und Schachtelbeteiligungen. Aufgrund dessen sind Übernahmeschlachten, wie sie z.B. in den USA üblich sind, hier eher selten, wobei letzteres auch durch unterschiedliche Mentalitäten begründet ist. Auch bieten sich dem potentiellen Opfer, dem Zielobjekt, („Target,“) in Deutschland durch das Aktiengesetz mehr rechtliche Möglichkeiten, sich vor einer (feindlichen) Übernahme durch den Käufer („Bidder,“, also Bieter im engeren Sinne) zu schützen (Keller,1990:261).

In den angelsächsischen Ländern, insbesondere den USA, ist es möglich, ein Unternehmen zu akquirieren, indem man es quasi am Markt kauft. Der Kauf von bis zu 5% der Anteile an einem börsennotierten Unternehmen in den USA kann dort stillschweigend getätigt werden, handelt es sich um größere Aktienvolumina unterliegt der Kauf der Meldepflicht. In Deutschland besteht eine solche Meldepflicht an das Bundeskartellamt zwar erst bei Erwerb von 25% der Anteile, jedoch wäre es hier beispielsweise aufgrund der o.g. zahlreichen Schachtelbeteiligungen wie auch dem Festbesitz ohnehin wesentlich schwieriger, stillschweigend ein größeres Aktienpaket zu erwerben. Auch gibt es bestimmte EU-Auflagen im Europäischen Unternehmensrecht, das u.a die Börse und Börsenzulassungen regelt, und (Vahlens Großes Wirtschaftslexikon) solche Vorhaben im Vergleich zu den USA erschwert. Ein Kapitalmarkt nach anglo-amerikanischem Vorbild bietet demnach viel größere Möglichkeiten für Akquisitionen (Meier-Preschany & Schäfer,1990:153f), wie auch im Folgenden erläutert wird.

2.2 Arten von Unternehmenszusammenschlüssen

Wörtlich übersetzt bedeutet der Ausdruck „Mergers & Acquisitions, Fusionen und Unternehmenskäufe. Das schließt Kauf und Verkauf von Unternehmen,

Unternehmensteilen und Beteiligungen, die Bestimmung von Technologie- und Finanzpartnern sowie Auskauf bzw. Eintritt von Mitgesellschaftern und die Durchführung von externen Diversifikationsstrategien ein. Dabei ist der Begriff „Merger“, nicht mit seiner deutschen Bedeutung vom Verschmelzen von Unternehmungen gleichzusetzen, da in den USA das akquirierte Unternehmen meist rechtlich selbständig bestehen bleibt (Matuschka, 1990: 143).

Um das Phänomen des Winner's Curse zu erklären, ist es nötig, im Vorfeld die verschiedenen Arten von Unternehmenszusammenschlüssen (in den USA) darzustellen, um dann klar zu definieren, bei welcher es überhaupt nur auftreten kann.

Der Oberbegriff für alle derartigen möglichen Vorgänge lautet „Takeover“, (Unternehmensübernahmen), wobei grob ausgedrückt die Kontrolle über ein Unternehmen von einer Gruppe Anteilseigner auf eine andere übergeht. Allgemein macht das Unternehmen, das ein anderes übernehmen will („Bidder“), dem Übernahmekandidaten („Target“) ein Angebot. Wird dieses akzeptiert, geht die Kontrolle über Aktien und Vermögensgegenstände auf den Bieter als Käufer über. Generell können diese Übernahmen freundlicher oder feindlicher Natur sein, das heißt entweder mit oder ohne Zustimmung des Managements des zu akquirierenden Unternehmens durchgeführt werden.

Takeovers können in drei Arten vollzogen werden: Akquisitionen, „Proxy contests“, oder Privatisierungen.

Proxy contests sind Takeovers, bei denen der Akquisiteur versucht, die Unterstützung der Anteilseigner bei der nächsten Hauptversammlung zu erlangen, indem er von ihnen eine Vertretungsvollmacht („Proxy“) erhält, um damit dort im Rahmen ihrer Aktien ihr Stimmrecht in seinem Sinne ausüben zu dürfen. Die Vollmachten von den restlichen Aktieninhabern werden von der übernahmewilligen Gruppe von Anteilseignern zu erlangen versucht. Insofern kann der Akquisiteur sich einen großen Teil der Kontrolle über die Übernahme sichern. Diese Methode wird vor allem zur Durchführung von feindlichen Übernahmen angewandt.

Privatisierung als Übernahme findet dadurch statt, daß alle Anteile eines Unternehmens von einer kleinen Gruppe von Investoren, die meist aus Mitgliedern des Managements

und / oder aus einigen fremden Geldgebern besteht, gekauft werden („Leveraged bzw. Management Buyouts,“). Dabei werden die Aktien der Unternehmung von der Börse genommen und können nicht mehr am Markt gekauft werden. In selteneren Fällen kann es hier zwar auch zum Winner’s Curse kommen, jedoch wird sein Auftreten bei dieser Übernahmeform im Folgenden nicht behandelt.

Die Akquisitionen letztlich können noch einmal in Verschmelzungen und Anteilsakquisitionen oder „Acquisitions of assets,“ unterteilt werden.

Bei Verschmelzungen fließen alle Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten des einen in das andere Unternehmen ein bzw. zwei Unternehmen bilden zusammen ein völlig neues. Dieses Vorhaben ist vergleichsweise wenig kostspielig. Zur Durchführung eines solchen „Mergers,“ ist es jedoch nötig, daß jeweils 50% der Anteilseigner beider Firmen zustimmen.

„Acquisitions of assets,“ sind solche, bei denen ein Unternehmen sämtliche Vermögensgegenstände des anderen aufkauft, wobei eine formale Zustimmung der Anteilseigner des verkaufenden Unternehmens notwendig ist. Das Eigentum an den Vermögensgegenständen wird dem Käufer übertragen (dieses Transferieren ist aber kostspielig), wobei die Bezahlung nicht direkt an die Anteilseigner, sondern an das Unternehmen getätigt wird.

Schließlich gibt es noch den Kauf bzw. die Akquisition von Unternehmensanteilen gegen Barzahlung, Aktienanteile oder andere Sicherheiten. Hierbei werden eher die Aktien denn das Unternehmen selber erstanden („Acquisitions of stock,“). Dieser Prozeß kann mit einem Angebot an das Management des Übernahmekandidaten anfangen, richtet sich jedoch letztendlich an dessen Anteilseigner. Dies ist die in Kapitel 2.2 geschilderte Möglichkeit, ein Unternehmen quasi am Kapitalmarkt zu erwerben. Dem allgemeinen Angebot an die Anteilseigner kann noch ein sog. „Tenderoffer,“ hinzugefügt werden. Das ist eine Form des Beteiligungserwerbes, wobei ein öffentliches Angebot an alle Anteilseigner des „Targets,“ bezüglich des Aufkaufes aller ihrer Aktien an diesem Unternehmen ausgesprochen wird. Dies erfolgt entweder über eine öffentliche Bekanntmachung über die Medien oder seltener (da aufwendiger oder gar unmöglich) über Rundschreiben direkt an die Anteilseigner.

Dieses Verfahren bietet den Vorteil, daß keine Versammlungen der Aktienbesitzer einberufen werden müssen, das akquirierende Unternehmen direkt mit den Anteilseignern verhandeln kann und so im Prinzip die Unternehmensleitung übergehen kann. Deshalb bietet sich diese Übernahmeform bei feindlichen Akquisitionen am meisten an, obwohl das Management des zu kaufenden Unternehmens den Preis durch seinen Widerstand erhöhen kann. Jedoch können bei dieser Art der Übernahme meist nicht alle Aktien des Unternehmens aufgekauft, d.h. nicht 100%ige Kontrolle erlangt werden, da selten alle Anteilseigner auf das Tenderoffer eingehen (Ross, Westerfield & Jaffe,1990:768ff) (Brealey & Myers, 1996:928ff).

Diese Tenderoffer, die an die Aktieneigentümer des zu akquirierenden Unternehmens gerichtet werden, enthalten zumeist eine Prämie, die über dem Wert ihrer Aktien vor der Übernahme liegt.(Ross, Westerfield & Jaffe,1990:775). Der aktuelle Marktwert des Unternehmens vermehrt um diese Prämienzahlung entspricht dem Betrag, der die künftigen Ertragserwartungen des Käufers widerspiegelt und den er bei der Unternehmensübernahme bereit ist zu zahlen. Kommt es nun jedoch dazu, daß noch andere potentielle Käufer den Anteilseignern des Targets Tenderoffer unterbreiten, müssen die Bieter generell die Prämie erhöhen, um letztere von ihrem Angebot zu überzeugen. In diesem Fall könnten sich die Bieter eine Übernahmeschlacht liefern, an deren Ende es für den Gewinner zwangsläufig zum Winner's Curse kommen muß.

Es wird also deutlich, daß es lediglich für diese letztere Art von Unternehmenszusammenschlüssen Sinn macht, das Problem des Winner's Curse zu betrachte, da dies seine klassische Erscheinungsform darstellt. Der Winner's Curse bei Privatisierungstransaktionen wird also im Folgenden zwar explizit vernachlässigt, jedoch trifft ein Großteil der vorgenommen Aussagen auch hierbei zu.

Generell ist noch anzumerken, daß es bei einem Takeover immer zumindest zwei Bieter gibt; den Aktienmarkt als ersten „Bieter,, der den aktuellen Preis der Unternehmensaktien festsetzt, und ein Unternehmen als der potentielle Käufer (McMillan, 1992:141). Das bedeutet, daß auch ohne „reale,, Konkurrenten für einen Bieter immer Wettbewerb gegeben ist und er Gefahr läuft, dem Winner's Curse zu unterliegen.

3. „The Winner’s Curse,,

Nachdem bislang das Erscheinungsfeld für den Winner’s Curse ab- und eingegrenzt wurde, wird im Folgenden dieses Phänomen konkretisiert. Zunächst wird der Winner’s Curse definiert und anschließend erläutert, was die Ursachen für sein (verstärktes) Auftreten sind. Letztlich wird dargestellt, welche Konsequenzen durch den Fluch des Gewinners für Unternehmenszusammenschlüsse durch die daran Beteiligten gezogen werden können und müssen.

3.1 Definition

Der Winner’s Curse, zu deutsch der „Fluch des Gewinners,, ist ein spieltheoretisches Konstrukt, das, wie alle seiner Art, versucht, ein Phänomen aus der Realität theoretisch wiederzugeben. Die nachfolgende Definition soll jedoch eher verbal als formal gestaltet sein und wird mehr Bezug zur Praxis als nur spieltheoretische Formulierungen aufweisen.

Der Winner’s Curse tritt allgemein in Situationen auf, in denen ein Objekt zum Verkauf steht, dessen wahrer Wert für die Interessenten unbekannt ist. Die Entscheidung darüber, wer den Zuschlag erhält, wird lediglich über den Preis getroffen. Das heißt, daß derjenige, der das höchste Angebot abgibt, das Objekt erwirbt.

Der Winner’s Curse ist hierbei definiert als die Differenz zwischen dem gewinnenden Angebot und dem wahren Wert des Objektes (Bazerman & Samuelson, 1983: 621).

Transformiert auf die zentrale Annahme dieser Arbeit bedeutet das, daß der Akquisiteur durch sein gewinnendes Angebot bei der Auktion dem Fluch des Gewinners in dem Maße zum Opfer fällt, in welchem jenes den wahren Unternehmenswert überschreitet. Die Aussage über den Winner’s Curse als Grundproblem von Unternehmenszusammenschlüssen wird also durch sein unvermeidliches Auftreten hierbei bekräftigt.

Das Angebot, das ein Unternehmen für ein Akquisitionsobjekt nach außen hin unterbreitet, setzt sich zusammen aus seiner Wertschätzung minus einer Diskontierung (eines Abzugs) dieser individuellen Bewertung. Je größer der Abstand zwischen beiden Faktoren ist, desto größer ist bei der Auktion auch der Spielraum, in welchem das Unternehmen bereit ist, sein Angebot nachträglich zu erhöhen, für den Fall, daß die Mitbieter ein höheres Angebot unterbreiten, weil innerhalb dieser Spanne der individuell angenommene Wert den Preis des Gebotes noch übersteigt. Eine positivere individuelle und subjektive Bewertung des zu verkaufenden Unternehmens führt also zu steigender Zahlungsbereitschaft seitens des Bieters. Der Einfachheit halber soll hier angenommen werden, daß die Werteinschätzungen der Bieter zwar voneinander differieren, im Durchschnitt aber korrekt sind und der wahre Wert für alle gleich ist.

Quelle: Bazerman & Samuelson, 1983: 620

Wie auch aus der Abbildung deutlich wird, sind die als normalverteilt angenommenen Schätzungen im Durchschnitt höher als die ebenso normalverteilten, diskontierten Angebote. Die höchsten Angebote übersteigen jedoch den Mittelwert der Schätzungen, der zur Vereinfachung als der wahre Wert des Unternehmens angenommen wird, da davon auszugehen ist, daß die Bieter im Durchschnitt richtig schätzen. Da das höchste Angebot das ist, welches gewinnt, dieses aber über dem wahren Wert des Objektes liegt, wird zusätzlich aus der Abbildung klar, daß der Meistbietende, der den Zuschlag erhält, immer dem Winner's Curse unterlegen sein muß. Somit kann der Winner's Curse auch als Grad der Überschätzung des Unternehmenswertes für das gewinnende Angebot definiert werden. Das wiederum bedeutet mit anderen Worten, daß der

Auktionsgewinner dem Fluch des Gewinners zum Opfer fällt, weil er derjenige ist, der den wahren Wert am optimistischsten beurteilt und so am weitesten überschätzt (Capen, Clapp & Campbell, 1971: 643).

Die Übernahmeverhandlungen können sowohl in Auktionsform als auch durch verdeckte Angebotsabgabe gestaltet sein. Hierbei wird ein sog. „common value,, unterstellt, d.h. der objektive Wert des Unternehmens bedeutet für alle Bieter gleich viel, wobei jedoch die individuellen Schätzungen (s.o.) aufgrund von z.B. privaten Informationen differieren (Kagel & Levin, 1986:894),(Rasmusen, 1989:246). Bei den offenen Auktionen können die Bieter die Angebote der Konkurrenten beobachten und hieraus Informationen über deren Einschätzungen extrahieren, bei der verdeckten Angebotsabgabe können die Bieter die Konkurrenzangebote nicht beobachten und müssen so auch noch Schätzungen über die Höhe der Bewertung und der Angebote ihrer Konkurrenten treffen und können ihren Angebotspreis nicht nachträglich erhöhen (McMillan, 1992:135ff). Bei beiden Versteigerungsformen ist der Winner's Curse die Folge für denjenigen mit dem höchstem Angebot, jedoch ist die Form der verdeckten Angebotsabgabe dafür die klassischere, da der Gewinner theoretisch mit seinem Preis (unwissentlich) weit über dem zweit höchsten Gebot liegen kann und seinen Sieg in diesem Falle nachträglich zumindest in der Hinsicht, offensichtlich zu viel bezahlt zu haben, als Fluch empfinden muß.

Der Winner's Curse wurde das erste Mal 1970 von Capen, Clapp & Campbell nach einer Versteigerung mit verdeckter Angebotsabgabe und einem gemeinsamen objektiven Wert beschrieben, wo um die Rechte an mehreren Ölfeldern geboten wurde.

3.2 Ursachen

Vier Faktoren sind verantwortlich für das Auftreten des Winner's Curse: (1) Asymmetrische Informationsverteilung (Samuelson & Bazerman, 1985: 106), (Rasmusen,1989), (2) Überschätzung des wahren Werts des Objekts, (3) eine größere Anzahl von Konkurrenten (Capen, Clapp & Campbell, 1971) und (4) Ignoranz bezüglich der Entscheidungsbildung der anderen Wettbewerber (Zajac & Bazerman,

1991: 40). Je stärker diese Einflußfaktoren ausgeprägt sind, desto weitreichender wirken sie auf das Ausmaß des Winner's Curse ein. Im Folgenden werden diese Variablen detaillierter erläutert:

(1) Asymmetrische Informationsverteilung: Samuelson & Bazerman (1985) beschreiben das Verhalten unter Unsicherheit in bilateralen Verhandlungen. Die Verhandlungspartner haben jeweils unterschiedliche Informationen, deuten diese Tatsache aber nicht als Risiko für ihre eigene Strategie. Sowohl die schlecht-Informierten (Käufer), weil sie das gewinnmaximierende Bestreben der anderen nicht vorhersehen (können), als auch die informierte Seite (Verkäufer), weil sie ihren Wissensvorsprung nicht nutzt, unterschätzen die Bedeutung der ungleichen Informationsverteilung und beziehen diesen Fakt nicht in ihre Verhandlungsstrategie mit ein.

Es ist jedoch davon auszugehen, daß bei zunehmender Divergenz der Wissensstände der Käufer stärker benachteiligt ist als der Verkäufer. Letzterem wird in diesem Falle sein Vorteil bewußt werden und wird alles daran setzen, aus diesem Vorsprung Kapital zu schlagen. Dieses Phänomen ist ohne weiteres auch auf Situationen mit mehreren potentiellen Käufern zu übertragen. Insgesamt erhöht sich zwar der Informationsstand der Käuferseite, doch wird diese auch in jenen Fällen nie die exakte Kenntnis über das zum Verkauf stehende Unternehmen erlangen, wie sie der Verkäufer selbst besitzt.

Asymmetrische Informationsverteilung kann aber auch unter den potentiellen Käufern auftreten (Rasmusen, 1989: 255). In diesem Falle bedeutet es, daß die vorhandenen Informationen breiter gestreut sind. Dabei ist es von Bedeutung, ob ein Käufer einheitlich schlechter informiert ist oder nur über andere Informationen als seine Konkurrenten verfügt, wobei rein theoretisch (ohne Berücksichtigung des Informationsgehaltes und der Relevanz der einzelnen Informationen, die diese haben mögen) für das Ausmaß des Winner's Curse nur das geringere Wissen entscheidend ist. Denn je geringer das eigene Wissen im Verhältnis zu dem der Mitbieter ist, desto wahrscheinlicher ist es, durch „unsystematisches,, (weil nicht auf genügend Informationen basierendes) Bieten dem Winner's Curse zu unterliegen.

(2) Überschätzung des wahren Werts des Objekts: Eng mit der Informationsverteilung hängt auch die Unsicherheit des Käufers bezüglich des exakten Wertes des zu akquirierenden Unternehmens zusammen. Hierbei nimmt der Interessent nur einen ungefähren Wert an, wobei generell davon auszugehen ist, daß der Gewinner der Übernahmeverhandlung derjenige ist, der den wahren Wert des Objekts am weitesten überschätzt. Capen, Clapp & Campbell (1971) führen aus, daß selbst in dem Fall, in dem alle Bieter die gleichen Informationen über das zum Verkauf stehende Objekt besitzen, unterschiedliche Wertschätzungen entstehen. Im Durchschnitt sind diese Bewertungen korrekt, da einige Bieter sie zu niedrig, andere zu hoch ansetzen, jedoch sind es nicht die durchschnittlichen Schätzungen, die, transformiert in reale Angebote, die Auktion gewinnen, sondern eben diejenigen, die am weitesten über den wahren Wert des Objektes hinausgehen. Je höher die Fehleinschätzung (des gewinnenden Angebotes) bemessen ist, desto größer ist auch das Ausmaß des durch die Überschätzung auftretenden Winner's Curse. Hier wird auch nochmals deutlich, daß der Fluch des Gewinners als die Differenz zwischen der Überschätzung in Form von Überzahlung und dem wahren Wert des Objektes verstanden werden kann (siehe auch: Bazerman & Samuelson, 1983:621).

(3) Anzahl der Konkurrenten: Schon Capen, Clapp & Campbell (1971) führten einen Modellversuch darüber durch, ob eine steigende Anzahl von Mitbieter in einer Auktionssituation positiv mit einer erhöhten Angebotsabgabe korreliert (siehe beispielsweise auch: Bazerman & Samuelson, 1983 oder Kagel & Levin, 1986). Dies wurde zunächst für alle Studien theoretisch unterstellt und später empirisch bestätigt. Es spielt sowohl für den Wertschätzungsprozeß als auch für die Angebotsabgabe eine große Rolle, wie viele Konkurrenten an demselben Objekt interessiert sind und sich an der Verkaufsverhandlung beteiligen. Die Ursache für dieses Phänomen liegt in der steigenden Unsicherheit, die die Bieter bei größerem Konkurrenzdruck empfinden. Die Individuen verhalten sich aber nicht rational angesichts dieses Drucks, d.h. sie beziehen die variierende Anzahl von Wettbewerbern nicht in ihre Bietstrategie mit ein, sondern bieten tendenziell noch aggressiver, um gegenüber den Konkurrenten einen

(subjektiven) Vorteil zu erlangen. Das bedeutet, daß in Fällen von steigender Anzahl der Mitbieter auch die Wahrscheinlichkeit wächst, daß der Gewinner für das erlangte Objekt zuviel bezahlt, und so auch in steigendem Maße Gefahr läuft, dem Winner's Curse zum Opfer zu fallen.

(4) Ignoranz bezüglich kontingenter Entscheidungsbildung der Wettbewerber: Zajac & Bazerman (1991) betonen, daß es in Wettbewerbssituationen für einen Entscheidungsträger unabdingbar ist, auf die Entscheidungen seiner Konkurrenten in Bezug auf seine individuelle Strategiebildung Rücksicht zu nehmen. Befindet sich ein Unternehmen in Konkurrenz zu (einem) anderen, ist es von fundamentaler Bedeutung für jeden dieser Wettbewerber, seine Strategien, Entscheidungen und letztlich Handlungen nie absolut vorzunehmen, sondern sie immer im kontingenten Zusammenhang zu betrachten. Das heißt, daß das Verhalten einer Unternehmung immer direkten Einfluß auf das der Konkurrenten hat und dieser Tatsache demnach auch entsprechend Rechnung getragen werden muß. In der Entscheidungsbildung eines Unternehmens müssen also die kontingenten Verhaltensweisen der eigenen Wettbewerber im Hinblick auf eigenes Agieren richtig beurteilt und berücksichtigt werden. Geschieht das nicht, entsteht eine Art „toter Winkel,, (=„blind spots,, Zajac & Bazerman, 1991) als Folge des Beurteilungsfehlers bzw. der Kontingenzvernachlässigung. Mit abnehmender Berücksichtigung des Verhaltens der Wettbewerber bzw. überhaupt der Bedeutung ihrer Existenz, steigt also die Größe dieses toten Winkels und in gleichem Maße auch die Wahrscheinlichkeit, daß eigene Entscheidungen für absolut und einzigartig gehalten werden. In gleichem Maße erhöht sich auch das potentielle Ausmaß des Winner's Curse für den Fall, in dem das eigene Angebot das höchste unter allen Mitbewerbern ist und man bei der Auktion den Zuschlag erhält.

Letztlich gibt es noch eine rein verhaltenswissenschaftlich begründete Erklärung für das Auftreten des Winner's Curse. In der Literatur ist sie als „Hybris Hypothese,, geprägt von Roll, 1986, bekannt. Hierbei wird unterstellt, daß Takeovers sogar dann vollzogen werden, wenn die individuelle Wertschätzung zwar über den Marktpreis hinaus geht,

jedoch offensichtlich eine Überbewertung vorliegt. Dies trifft auf die Fälle zu, in denen bei der Bewertung keine Synergien o.ä. erkannt werden, die die Übernahme rechnerisch rechtfertigen würden, aber trotzdem ein Angebot abgegeben wird. Hier muß die Bewertung quasi als Zufallsvariable angesehen werden: Überschreitet sie den Mittelwert (hier: Marktpreis des Targets), wird ein Angebot gemacht, unabhängig davon, ob dies zukünftig positive Erträge zur Folge hat oder nicht. Dies weicht aber von rationalem Verhalten ab. Hier muß die Angebotsabgabe auf Ermessensfehler durch den Manager zurückzuführen sein. Der Bieter ist völlig überzeugt davon, daß seine Bewertung korrekt ist und der Marktpreis nicht den vollen ökonomischen Wert widerspiegelt, den er dem Target durch die Unternehmenskombination zufügen könnte. Weiterhin verkennt er die Bedeutung des Winner's Curse.

Anzufügen ist noch die Annahme, daß dem Individuum hier durch seine vergleichsweise kurze Karriere eine persönliche Lernmöglichkeit in Bezug auf Bietverhalten in Auktionen aberkannt wird und die, daß nur der „Markt“, aufgrund von Erfahrungen lerne, was der Einzelne für sich in der Praxis nicht ausnutze.

Die Erklärung für das Auftreten des Winner's Curse kann hierbei lediglich eine Manager-Selbstüberschätzung sein (=„Hybris,“), da per Definition in einem effizienten Markt ja alle relevanten Informationen verfügbar sind. Unter Berücksichtigung all dieser Informationen dürfte es jedoch nicht zu einer Überbewertung von Targets kommen.

Mit anderen Worten tritt der Winner's Curse also als Folge von (Manager-) Selbstüberschätzung bezüglich der Bewertung ihrer selbst (ihres Wissens und ihrer Fähigkeiten) sowie des zu akquirierenden Unternehmens auf. Bietende Unternehmen, die von dieser „Hybris,“ beeinflusst sind, bezahlen objektiv zuviel für ihre Übernahmeobjekte.

3.3 Implikationen des Winner's Curse für Unternehmenszusammenschlüsse

Nach allen bisher getroffenen Definitionen und Annahmen ist das Auftreten des Winner's Curse bei Unternehmensübernahmen unvermeidlich. Obwohl dieses Phänomen also nicht mehr unbekannt ist und jeder rationale Akquisiteur davon wissen

müßte, scheint es doch in der Realität akzeptiert und für unumgänglich gehalten zu werden.

Wenn dem so ist, so werden rationale Akteure jedoch wenigstens versuchen, daß Ausmaß des ihnen widerfahrenden Fluches für den Fall des Gewinnens zu mindern bzw. ihn ganz zu umgehen, indem sie die Konditionen, denen sie sich gegenüber sehen, prüfen und gegebenenfalls die Übernahmeverhandlungen rechtzeitig abbrechen. Im Rahmen dieser Prüfung sehen sie sich z.B. auch den Fragen gegenüber gestellt, ob Unternehmenszusammenschlüsse aus Sicht des Käufers überhaupt sinnvoll sind und ob der Käufer nicht systematisch zuviel bezahlt.

Im Folgenden werden einige Aspekte angesprochen, anhand derer ein rationaler Bieter versuchen sollte zu erkennen, ob die Akquisition für ihn wirklich lohnend ist, oder ob er den Verkaufsverhandlungen eher fern bleiben sollte.

Obwohl durch die zahlreichen über das Winner's Curse-Phänomen veröffentlichten Artikel also jedem Manager seine Bedeutung und sein Auftreten theoretisch bewußt sein müßte, so gibt es doch für den einzelnen kaum Lernmöglichkeiten. Dadurch, daß ein durchschnittlicher Manager nur einige wenige Akquisitionen während seiner Karriere durchführen wird, kann er kaum aus seinen Fehlern in der Vergangenheit lernen (Roll, 1986:199). Lediglich der „Markt„ kann diesbezüglich dazulernen, aber gerade aus diesem allgemein zugänglichen Wissen sollte auch der Einzelne in der Praxis Schlußfolgerungen für sein eigenes Vorhaben ziehen können, sei es durch Statistiken oder durch die Erfahrungen anderer.

Weiterhin müßte ein rationaler Akquisiteur sich der Tatsache bewußt sein, daß ein informiertes Unternehmen nur einen Preis akzeptieren wird, der zumindest seinem wahren Wert entspricht, wahrscheinlich aber auch noch einen Profit für sich enthält (Zajac & Bazerman, 1991:41).

Dazu kommt, daß in einem effizienten Markt der Marktwert des Übernahmeobjekts durch seinen Preis widergespiegelt werden sollte (Ross, Westerfield, Jaffe, 1990:783ff), d.h. verlangt das Target einen davon abweichenden Preis, sollte diese Tatsache mit in die Überlegungen bezüglich des Akquisitionsvorhabens und des Bietverhaltens einfließen.

Bei den „common value,, – Auktionen schließlich, die offen vollzogen werden, müssen Informationen aus dem Bietverhalten der Konkurrenten gezogen werden. Wenn sich beispielsweise zwei Bieter beteiligen, von denen der eine risikoavers ist, so muß dieser doppelt vorsichtig handeln, da ihm der Erhalt des Objektes zum einen weniger bedeutet und ihm klar sein muß, daß wenn er gegen einen generell zuviel bietenden Konkurrenten gewinnt, er den Wert wohl überschätzt hat (Rasmusen, 1989:254).

Auch ist in diesem Zusammenhang wichtig, daß ein uninformierter Bieter, der die Auktion gewinnt, sich fragen muß, warum er gegen die „Experten,, gewonnen hat. Mit anderen Worten bedeutet es für ihn zu berücksichtigen, daß die anderen sicherlich nicht grundlos weniger bieten als er zu zahlen bereit wäre (Rasmusen, 1989:252).

Capen, Clapp & Campbell (1971:644) bieten explizit einige „Vermeidungsstrategien,, an, die einem Akquisiteur helfen sollen, den Winner’s Curse zu verringern: (1) Je weniger Informationen jemand im Vergleich zu seinen Konkurrenten hat, desto weniger sollte er für das Objekt bieten, (2) Je unsicherer jemand über seine Wertschätzung ist, desto geringer sollte sein Angebot sein und (3) Je mehr Mitbieter sich offenbaren, desto geringer sollte das eigene Angebot bemessen sein.

Schließlich stellt McMillan (1992:135ff) noch Bietstrategien für „common value,, – Auktionen mit offener und verdeckter Angebotsabgabe auf.

Für offene Auktionen gilt: Biete mit, bis der Preis deine Wertschätzung erreicht und korrigiere letztere durch Beobachtungen über das Bietverhalten der Konkurrenten!

Bei der verdeckten Angebotsabgabe, bei der Angebote nicht nachträglich erhöht werden können, gilt es, die Höhe der Bewertungen der Konkurrenten zu schätzen. Je mehr Mitbieter auftreten, desto höher muß das eigene Angebot ausfallen, da eine steigender Anzahl von Konkurrenten bedeutet, daß die Wertschätzungen immer dichter an den wahren Wert herankommen. Je höher aber das eigene Angebot ausfällt, desto geringer wird die eigene Gewinnspanne. Hier zählen also vor allem die Anzahl von Konkurrenten und der wahre Wert: Je mehr Mitbieter und je unsicherer der wahre

Objektwert, desto vorsichtiger sollte geboten werden (vgl.: Capen, Clapp & Campbell, 1971:644).

Es ist trotz der Komplexität der „Vermeidungsmöglichkeiten,, in Bezug auf den Winner’s Curse jedoch zumindest festzuhalten, daß der Bieter sich vor der Angebotsabgabe darüber klar werden muß, daß er (systematisch) zuviel bezahlen könnte. Anschließend muß er sich die Frage stellen, ob die Akquisition auch in diesem Falle für ihn noch sinnvoll ist. Nur wenn er dies bejaht, sollte er sich überhaupt auf die Verhandlungen einlassen, dann aber auch die o.g. Ratschläge beherzigen, um dem Phänomen des Winner’s Curse in Form von Überzahlung so weit wie möglich entgegenzuwirken.

4. Kritik am Konzept des Winner’s Curse

Wie im obigen Abschnitt bereits beschrieben, gibt es einige Möglichkeiten bzw. Strategiealternativen, die hilfreich sind, um den Winner’s Curse zu verringern bzw. ihn ganz zu vermeiden.

Wie aber kann man eigentlich etwas vermeiden, was doch eigentlich gar nicht zu verhindern ist? Die zentrale Aussage dieser Arbeit ist doch gerade die, daß der Fluch des Gewinners immer bei Unternehmensübernahmen auftritt. Als Konsequenz müßte sich die einzige Möglichkeit, um dem Fluch des Gewinners nicht zum Opfer zu fallen, darin äußern, nicht der Gewinner zu sein; mit anderen Worten würde sich ein rationaler Bieter entweder ganz gegen Verkaufsverhandlungen überhaupt oder letztlich gegen das Gewinnen entscheiden. Wäre das jedoch der Fall, so würde der Markt gänzlich zusammenbrechen, da nicht mehr gekauft werden würde, um nicht dem vorhersehbaren Fluch des Gewinners zu unterliegen.

Akerlof (1970): Das Problem liegt vornehmlich in der asymmetrischen Informationsverteilung bezüglich der „Qualität,, der Güter (hier: Unternehmen) auf dem Markt. Teilt man die Güter in zwei Arten auf, nämlich gute und schlechte, wissen lediglich die Verkäufer, welcher Art ihre Ware entspricht. Für die Käufer ist dieser

Unterschied zunächst nicht ersichtlich, da beide Güterformen zum gleichen Preis angeboten werden. Dies muß aber so sein, da die Verkäufer keine Möglichkeit haben, die Bieter vor dem Kauf von der Qualität ihres Gutes eindeutig zu überzeugen; ein schlechtes Gut würde nie als solches dargestellt werden, eine gute Ware aber auch nicht schlecht genannt werden. Wenn aber gute und schlechte Güter zum selben Preis angeboten würden, würden letztere schließlich die gute Ware vom Markt verdrängen, da Verkäufer von Qualitätsgütern ihre Ware nur zu einem höheren Preis anzubieten bereit wären als zu dem geringeren Durchschnittspreis der sich auf dem Markt wegen der Existenz von schlechten Gütern ergibt. Im schlimmsten Falle, wenn also die schlechten Güter die weniger schlechten, diese die mittleren, usw. verdrängen würden, würde der Markt aus Angebotssicht zusammenbrechen. Aus Gleichgewichtsgründen würde dies aus Nachfrager- / Käufersicht dann auch geschehen, weil Nachfrage vom Preis und der Qualität abhängt: Würde der Preis sinken, wäre offensichtlich, daß auch die Qualität eine geringere würde. In diesem Falle gäbe es aber keinen Handel mehr, weil die potentiellen Käufer davon ausgehen müßten, daß nur noch schlechte Ware zum Verkauf steht, an der sie aber kein Interesse haben. Ausgehend von der Annahme, daß beide Seiten Nutzenmaximierer sind, gäbe es dann keinen Punkt mehr, an der sich Angebot und Nachfrage treffen würden, und der Markt würde versagen (Akerlof, 1970:488-491),(vgl. auch: Varian, 1995).

Dies gilt analog für das Problem bei Unternehmensübernahmen. Die Verkäufer des Targets wüßten um den exakten Wert ihres Unternehmens, aber sie würden einen Preis dafür verlangen, der den Bietern formal keinen Aufschluß darüber geben würden, ob er dem wahren Wert des Unternehmens entspricht oder ob er darüber liegt. Jedoch würden die potentiellen Käufer aufgrund der rationalen Annahme des Nutzenmaximierens davon ausgehen, daß er oberhalb des wahren Wertes liegt. Dies müßte sie jedoch davon abhalten, dem Target ein Kaufangebot zu machen, weil ihnen so von vornherein bewußt wäre, daß sie beim Kauf zu diesem Preis dem Fluch des Gewinners unterliegen würden.

Genau hier setzt auch die Kritik bezüglich der Aussage an, daß der Winner's Curse automatisch bei Unternehmensübernahmen auftritt.

Unternehmensübernahmen finden statt, d.h. dieser „Markt“, funktioniert bzw. existiert. Geht man aber von der Annahme aus, daß ein Käufer genau wissen müßte, daß er selbst ohne Übernahmeschlachten, also auch bei bilateralen Verhandlungen (s.o.), dem Winner's Curse unterlegen sein wird, würde dies bedeuten, daß rationale Akteure aufgrund ihres Wissens um dieses Phänomen keine Angebote mehr für die Übernahme anderer Unternehmen unterbreiten würden.

Mit anderen Worten, wenn der Winner's Curse so tatsächlich immer bei Unternehmensübernahmen auftreten würde, gäbe es diese nicht mehr. Entgegen dieser Logik nimmt ihre Anzahl aber beständig zu, was bedeutet, daß der Fluch des Gewinners zwar ein einleuchtendes spieltheoretisches Konstrukt bei Entscheidungen unter Unsicherheit und asymmetrischer Informationsverteilung darstellt, es sich in der Realität jedoch ganz offensichtlich nicht so einfach verhält.

Weiterhin wurde zwar die Annahme getroffen, daß dem Einzelnen keine Lernmöglichkeit bezüglich des Winner's Curse gegeben sei, aber wenn die Auktionen, die er bestreitet, alle einen ähnlichen Charakter aufweisen, klingt es vernünftig, diese Annahmen zumindest zu lockern. Auch wäre es logisch, dem Individuum in der Realität Lernmöglichkeiten durch den Markt zuzugestehen. Die Experimente, die diesbezüglich durchgeführt wurden, scheinen auch zu bestätigen, daß die Bieter durch die gewonnene Erfahrung weniger anfällig werden, den wahren Wert zu überbieten. Und letztlich haben Bieter, deren Einsätze für die Akquisition extrem hoch sind, einen realen Anreiz dazu, den wahren Wert eben nicht durch systematische Bietfehler zu übertreffen (McMillan, 1992:141).

Zumindest läßt sich sagen, daß der Gedanke über den Fluch des Gewinners theoretisch gut fundiert ist und auch empirisch bestätigt wurde (vgl. z.B. Capen, Clapp & Campbell, 1971), er aber offensichtlich nicht immer bewußt als solcher empfunden wird, weil sonst keine Unternehmensakquisitionen mehr getätigt würden. Eine gewisse Skepsis sollte auch in Bezug auf die Lernmöglichkeiten und den Aspekt der hohen finanziellen Einsätze beibehalten werden.

5. Zusammenfassung

Diese Arbeit beruhte auf der Annahme, der Winner's Curse sei das Grundproblem bei Unternehmenszusammenschlüssen. Es wurden einige Abgrenzungen und Definitionen vorgenommen, um diese Aussage zu verdeutlichen und damit auch das Problem zu konkretisieren. Hier soll die Arbeit in Kürze noch einmal zusammengefaßt werden:

Zunächst wurden die Unterschiede zwischen dem US-amerikanischen und dem deutschen „Markt,, für Unternehmenszusammenschlüsse / -übernahmen dargestellt. Hierbei wurde deutlich, daß der amerikanische (Kapital-) Markt hierfür weitaus größere Möglichkeiten bietet, weshalb sich im Folgenden auch darauf beschränkt wurde. Im Anschluß daran wurde festgelegt, bei welchen unter den zahlreichen Formen von Unternehmenszusammenschlüssen das Phänomen des Winner's Curse nur erscheinen kann. Um nicht zu weit auszuschweifen, wurde konkret nur der Fall von „Aquisitions of stock,, hierfür herangezogen.

Der Winner's Curse wurde als Überzahlung in Form von Überschätzung des wahren Wertes des zu akquirierenden Unternehmens definiert. Ursachen für sein Auftreten liegen in asymmetrischer Informationsverteilung, Grad der Überschätzung des wahren Wertes, Anzahl der mitbietenden Konkurrenten, Ignoranz bezüglich kontingenter Entscheidungsbildung der Wettbewerber und Manager-Selbstüberschätzung. Im Anschluß daran wurde die Bedeutung des Winner's Curse für Unternehmenszusammenschlüsse und in diesem Rahmen einige „Vermeidungsstrategien,, dargestellt.

Da das Konzept des Winner's Curse jedoch der Spieltheorie entspringt, ist es trotz seiner deutlich gewordenen Logik kritikwürdig, da in der Realität der Markt für Unternehmenszusammenschlüsse ganz offensichtlich nicht versagt, was aber die Konsequenz sein müßte, dächte man dieses Konstrukt bis zum Ende durch. Weiterhin oktroyiert es den Akteuren ein gänzlich irrationales Verhalten, was aber in der Praxis nur bis zu einem gewissen Punkt einleuchtend erscheint.

Zusammenfassend kann also gesagt werden, daß wegen der Logik des Konzepts jeder Akquisiteur zumindest formal dem Winner's Curse unterlegen sein muß. Auch wenn es ein effizienten Kapitalmarkt gibt und er über sehr stichhaltige private Informationen verfügt, wird er nie den genauen Wert des Übernahmeobjektes kennen. Er kann ihn und auch die erwarteten Erträge nach der Übernahme zwar schätzen, jedoch bleibt eine Entscheidung für den Kauf eine unter extremer Unsicherheit. Im Zweifel wird der Akquisiteur jedoch zuviel bezahlen, da der Übernahmekandidat nur einen Preis akzeptieren wird, der mindestens dem wahren Wert entspricht.

Jedoch, und das ist dem Konzept entgegenzuhalten, kann sich der Fluch des Gewinners auch nur rein formal äußern. Das heißt, selbst wenn bei der Akquisition ein überhöhter Preis gezahlt wird, muß der Akquisiteur nicht das Gefühl haben, dem Winner's Curse unterlegen zu sein bzw. er kann ihn schon bei seiner Unternehmensbewertung berücksichtigt haben und ihn so freiwillig in Kauf nehmen. Ist dies jedoch der Fall, so ist der Fluch des Gewinners aus theoretischer Sicht zwar auch aufgetreten, er wird aber nicht als solcher empfunden. Warum sollte es sich also dann um den Fluch des Gewinners handeln, wenn die objektive Überzahlung wissentlich getätigt wurde, ja sogar einkalkuliert war? Hier wird auch die Kritik an dem Konzept nochmals deutlich, da trotz des Wissens um den Winner's Curse eine Vielzahl von Unternehmensübernahmen getätigt werden, wobei der Winner's Curse zwar theoretisch auftreten mag, dieser Markt aber ganz und gar nicht zusammenbricht. Das liegt wohl daran, daß sich Akquisitionen trotz Überzahlung lohnen (können). In diesem Falle wird ein Sieg bei Verkaufsverhandlungen aber nicht als Fluch empfunden.

Rein formal und theoretisch ist der Winner's Curse also das Grundproblem von Unternehmenszusammenschlüssen, da sie ohne ihn nicht vollzogen werden können. Praktisch kann dies aber nur zum Teil und aufgrund der individuellen Empfindung über die Akquisition, nachdem sie getätigt ist, bestätigt werden.

6. Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A. (1970): „The Market for „Lemons,,,,: Quality Uncertainty and the Market Mechanism,, in: *Quarterly Journal of Economics*, Jg.84, S.488-500.
- Bazerman, Max H. & W.F. Samuelson (1983): „I Won the Auction But Don't Want the Prize,, in: *Journal of Conflict Resolution*, Jg.27, S.618-634.
- Brealey, Richard A. & Stewart C. Myers (1996): *Principles of Corporate Finance*, 5. Auflage, McGraw-Hill.
- Capen, E.C., R.V. Clapp & W.M. Campbell (1971): „Competitive Bidding in High Risk Situations,, in: *Journal of Petroleum Technology*, Jg.23, S.641-653.
- Dichtl, E. (Hrsg.)(1993): *Vahlers Großes Wirtschaftslexikon*, 2. Auflage, München.
- Kagel, J.H. & D. Levin (1986): „The Winner's Curse and Public Information in Common Value Auctions,, in: *American Economic Review*, Jg.76, S.894-920.
- Keller, Franco E. (1990): „Homo oeconomicus vs. psycho-politicus,, in: Siegwart, Hans (Hrsg.): *Meilensteine im Management – Mergers & Acquisitions*, Basel, S.253-254.
- Matuschka, Albrecht Graf (1990): „Die Bildung strategischer Allianzen im Licht von Europa 1992,, in: Siegwart, Hans (Hrsg.): *Meilensteine im Management – Mergers & Acquisitions*, Basel, S.135-144.
- McMillan, John (1992): *Games, Strategies, and Managers*, Oxford University Press, Inc., NY.
- Meier-Preschany, M. & Henry Schäfer (1990): „Der Geregelter Markt,, in: Siegwart, Hans (Hrsg.): *Meilensteine im Management – Mergers & Acquisitions*, Basel, S.145-154.
- Rasmusen, Eric (1989): *Games and Information. An Introduction to Game Theory*, Blackwell, Cambridge, Mass.
- Roll, Richard (1986): „The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers,, in: *Journal of Business*, Jg.59, S.197-216.
- Ross, S.A., R.W. Westerfield & J.F. Jaffe (1990): *Corporate Finance*, 2. Auflage, Richard D. Irwin, Inc.

Samuelson, W.F. & Max H. Bazerman(1985): „Negotiating Under the Winner’s Curse,,
in: V. Smith (Hrsg.): *Research in Experimental Economics*, Greenwich, CT: JAI Press,
Jg.3, S.105-137.

Varian, Hal R. (1995): *Grundzüge der Mikroökonomik*, 3. Auflage, Oldenbourg Verlag,
München.

Zajac, Edward J. & Max H. Bazerman (1991): „Blind Spots in Industry and Competitor
Analysis: Implications of Interfirm (Mis) perceptions for Strategic Decisions,, in:
Academy of Management Review, Jg.16, S.37-56.