

Restrukturierungszwänge internationaler Fluggesellschaften und die Regulierung grenzüberschreitender Airline-M&As

Inauguraldissertation zur Erlangung des akademischen Grades eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaften durch die
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Westfälischen Wilhelms-
Universität Münster

Vorgelegt von
Tobias Huld

Münster, 2015

Dekanin: Prof. Dr. Theresia Theurl
Erstgutachter: Prof. Dr. Karl-Hans Hartwig
Zweitgutachter: Prof. Dr. Thomas Ehrmann

Tag der mündlichen Prüfung: 24. Juni 2015

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	I
Abbildungsverzeichnis	III
Tabellenverzeichnis	V
Abkürzungsverzeichnis.....	VII
I. Einleitung	1
II. Restrukturierungszwänge internationaler Luftverkehrsgesellschaften.....	3
A. Marktsituation internationaler Luftverkehrsgesellschaften.....	3
1. Wachstum des weltweiten Luftverkehrs	3
2. Profitabilität der weltweiten Luftverkehrsgesellschaften.....	5
3. Mögliche Ursachen für die geringe Profitabilität.....	14
B. Marktstruktur im internationalen Luftverkehr	46
1. Triebkräfte des Wettbewerbs nach Porter	46
2. Marktkonzentration	56
C. Restrukturierungsmaßnahmen der Luftverkehrsgesellschaften	59
1. Kooperationen	60
2. Strategische Allianzen	61
3. Merger und Akquisitionen.....	64
III. Ökonomische Erklärungsansätze und Motive für Merger und Akquisitionen im Luftverkehr	81
A. Allgemeine Erklärungsansätze für Merger und Akquisitionen zwischen Fluggesellschaften.....	82
1. Neue Institutionenökonomik	82
2. Strategieforschung.....	91
3. Portfoliotheorie.....	105
B. Spezifische Motive und Ziele von Unternehmenszusammen- schlüssen	107

1.	Fundamentale Motive.....	108
2.	Spekulative Motive.....	117
3.	Agency-Motive.....	119
4.	Hybris	122
5.	Sonstige Motive.....	123
IV.	Bewertungsmethoden und empirische Befunde europäischer Airline-M&As	125
A.	Allgemeine Erfolgsaussichten für M&As.....	125
B.	Methoden zur empirischen Bewertung von M&As	128
1.	Befragungen von Unternehmensvertretern	128
2.	Analyse von Wiederverkaufsraten	130
3.	Vergleiche von Jahresabschlusszahlen.....	131
4.	Untersuchungen von Aktienkursreaktionen	132
5.	Tobins q-Analysen	135
C.	Empirische Analysen ausgewählter Airline-M&As in Europa.....	142
1.	Analyse der Jahresabschlusszahlen	142
2.	Ereignisstudie	146
3.	Untersuchung anhand Tobins q.....	156
V.	Der Regulierungsrahmen für grenzüberschreitende Airline-M&As in Europa	162
A.	Vorschriften über die Nationalitäten von Airlines.....	163
B.	Stillstandsvereinbarungen mit Verkäuferstaaten.....	169
C.	Analyse des Regulierungsrahmens	171
1.	Formen staatlicher Regulierung	171
2.	Normativ-theoretische Begründung	171
3.	Positiv-theoretische Begründung	181
VI.	Fazit	185
	Literaturverzeichnis	VIII

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Wachstum des weltweiten Luftverkehrs und des Bruttoinlandsprodukts 1970 – 2011	5
Abbildung 2: Nominale Nettogewinne der weltweiten Luftverkehrsgesellschaften 1970 – 2011	6
Abbildung 3: Kumulierte Nettogewinne der weltweiten Luftverkehrsgesellschaften 1970 – 2011 (in Preisen von 2011)	7
Abbildung 4: Nettoumsatzrendite der weltweiten Luftverkehrsgesellschaften 1970 – 2011	8
Abbildung 5: Economic Value Added der US-Luftverkehrsgesellschaften 1980-2003	9
Abbildung 6: Grundstruktur der Wertschöpfungskette	10
Abbildung 7: Mittelwerte der Kapitalrenditen der Wertschöpfungsstufen im Luftverkehr 2004-2011	11
Abbildung 8: Durchschnittliche Kapitalrenditen nach Regionen und Geschäftsmodellen	12
Abbildung 9: Prozentuale Veränderung der jährlichen Luftverkehrsleistung (RPK) und des weltweiten BIP 1970-2011	24
Abbildung 10: Entwicklung des Kerosinpreises 1990-2011 zu Preisen von 2011	28
Abbildung 11: Anteil der Ausgaben für Landegebühren an den Gesamtbetriebskosten der US-amerikanischen Airlines 1990-2011	32
Abbildung 12: Tobins q im internationalen Luftverkehr 2002-2011	46
Abbildung 13: Die fünf Triebkräfte des Wettbewerbs	48
Abbildung 14: Marktanteile nach Umsatz der zehn größten Fluggesellschaften weltweit 2011	57
Abbildung 15: Formen von Unternehmenszusammenschlüssen	65
Abbildung 16: Struktur der Air France-KLM Group 2012	71
Abbildung 17: Holdingstruktur der Lufthansa-Swiss-Akquisition 2005	74
Abbildung 18: Holdingstruktur der Lufthansa-Swiss-Akquisition seit 2007	75
Abbildung 19: Holdingstruktur der Lufthansa-Austrian-Akquisition 2009	77
Abbildung 20: Holdingstruktur des British Airways-Iberia-Mergers 2011	79

Abbildung 21: Systematisierungsrahmen für Motive und Ziele von Unternehmenszusammenschlüssen.....	108
Abbildung 22: Transaktionsvolumina weltweiter M&As 1995 - 2012	126
Abbildung 23: Lage von Schätz- und Eventfenster im Rahmen der Ereignisstudie.....	147
Abbildung 24: CAR innerhalb des Eventfensters der Air France-KLM-Transaktion	150
Abbildung 25: CAR innerhalb des Eventfensters der Deutsche Lufthansa-Swiss-Transaktion.....	151
Abbildung 26: CAR innerhalb des Eventfensters der Deutsche Lufthansa-Austrian Airlines-Transaktion	153
Abbildung 27: CAR innerhalb des Eventfensters der British Airways-Iberia-Transaktion.....	154
Abbildung 28: Williamson trade-off	179

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Prognostizierte Nettoumsatzrenditen für Fluggesellschaften 2015	13
Tabelle 2: Staatliche Kapitalzuführungen für europäische Fluggesellschaften 1991-1997	43
Tabelle 3: Verkehrsleistungen der Airline-Allianzen 2011	62
Tabelle 4: Flugzeugflotten nach Airline-Gruppen von 2004-2010.....	97
Tabelle 5: Sitzplatzkapazitäten nach Airline-Gruppen von 2004-2010.....	98
Tabelle 6: Integrationsansätze nach <i>Haspeslagh</i> und <i>Jemison</i>	104
Tabelle 7: Beziehung zwischen Wertzuwachs und Tobins q vor einer Übernahme.....	139
Tabelle 8: Konsolidierte Jahresabschlusszahlen von Air France und KLM 2003-2006	143
Tabelle 9: Konsolidierte Jahresabschlusszahlen von Deutsche Lufthansa und Swiss 2003-2006.....	144
Tabelle 10: Konsolidierte Jahresabschlusszahlen von Deutsche Lufthansa und Austrian Airlines 2007-2010	145
Tabelle 11: Konsolidierte Jahresabschlusszahlen von British Airways und Iberia 2009-2011	146
Tabelle 12: Zeitpunkte der Ankündigungen der M&A-Transaktionen im europäischen Luftverkehr	147
Tabelle 13: Ergebnisse der linearen Regression in der Schätzperiode	149
Tabelle 14: CAR für ausgewählte Zeiträume innerhalb des Eventfensters der Air France-KLM-Transaktion.....	151
Tabelle 15: CAR für ausgewählte Zeiträume innerhalb des Eventfensters der Deutsche Lufthansa-Swiss-Transaktion	152
Tabelle 16: CAR für ausgewählte Zeiträume innerhalb des Eventfensters der Deutsche Lufthansa-Austrian Airlines-Transaktion	153
Tabelle 17: CAR für ausgewählte Zeiträume innerhalb des Eventfensters der British Airways-Iberia-Transaktion.....	155
Tabelle 18: Tobins q-Werte für ausgewählte europäische Fluggesellschaften 2002-2011	157
Tabelle 19: Veränderungen der Marktwerte und der Tobins q-Werte durch Airline- Zusammenschlüsse in Europa.....	159

Tabelle 20: Näherungswerte für die Obergrenzen der Übernahmeprämien der Airline-Zusammenschlüsse in Europa.....	160
Tabelle 21: Tobins q-Werte für ausgewählte US-amerikanische Fluggesellschaften 2002-2011	162
Tabelle 22: Internationale Höchstgrenzen für ausländische Eigentumsanteile an nationalen Fluggesellschaften 2009.....	166

Abkürzungsverzeichnis

AEA	Association of European Airlines
AEU-Vertrag	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft
AOC	Air operators certificate
AOM	Air Outre-Mer
AR	Abnormale Rendite bzw. Aufsichtsrat
ASA	Air service agreement
ASK	Available seat kilometres
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BWBS	Buchwert der Bilanzsumme
BWKBV	Buchwert des kurzfristigen Betriebsvermögens
BWKV	Buchwert der kurzfristigen Verbindlichkeiten
BWLV	Buchwert der langfristigen Verbindlichkeiten
BWVA	Buchwert der Vorzugsaktien
BWVR	Buchwert der Vorräte
CAS	Kanadische Dollar
CAR	Kumulierte abnormale Rendite
COI	Community of interest
CRAF	Civil Reserve Air Fleet
CRJ	Canadair Regional Jet
CRS	Computer-Reservierungssysteme
DEA	Data Envelopment Analyse
DK	Durchschnittskosten
DLT	Deutsche Luftverkehrsgesellschaft mbH
EBIT	Earnings before interest and taxes
EG	Europäische Gemeinschaft
ERC	Effective regulatory control
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EVA	Economic value added

EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
FCF	Free cashflow
FSNC	Full service network carrier
GDS	Globale Distributionssysteme
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGV	Hochgeschwindigkeits-Schienenverkehr
IAG	International Airlines Group
IATA	International Air Transport Association
ICAO	International Civil Aviation Organization
IFRS	International Financial Reporting Standards
IT	Informationstechnik
KLM	Koninklijke Luchtvaart Maatschappij
L	Liabilities
LCC	Low cost carrier
LuftVStG	Luftverkehrsteuergesetz
M&A	Merger und Akquisitionen
MW	Marktwert
MWSA	Marktwert der Stammaktien
NATS	National Air Traffic System Ltd.
NLM	Nederlandse Luchtvaart Maatschappij
ÖIAG	Österreichische Industrieholding AG
ÖLH	Österreichische Luftverkehrs-Holding GmbH
ÖLP	Österreichische Luftverkehrs-Privatstiftung
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries
ÖPP	Öffentlich-private Partnerschaft
P	Preis/ Prämie
Pax	Passagiere
PPOB	Principal place of business
PSO	Public service obligations
Q	Menge
QANTAS	Queensland and Northern Territory Aerial Services
R	Rendite
RK	Reproduktionskosten
ROIC	Return on invested capital

RPK	Revenue passenger kilometres
SARS	Severe Acute Respiratory Syndrome
SNC	Spanish national corporation
SOEC	Substantial ownership and effective control
UK	United Kingdom
US\$	US Dollar
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
UTA	Union de Transports Aériens
V	Value
VR	Verwaltungsrat
WACC	Weighted average cost of capital

I. Einleitung

Fluggesellschaften sehen sich heute trotz steigender Nachfrage einem intensiven Wettbewerb gegenüber. Die Renditen, die sie dabei erwirtschaften, fallen im Vergleich zu anderen Branchen relativ gering aus. Im Zuge der Deregulierung des weltweiten Luftverkehrs und als Maßnahme zur Verbesserung ihrer Profitabilität haben viele Fluggesellschaften ihre Unternehmensstrategien angepasst. Zur Reduzierung des Wettbewerbs und zur Erhöhung der Effizienz sind sie zunächst Kooperationen mit bisherigen Konkurrenten eingegangen. Eine Weiterentwicklung stellen strategische Allianzen dar. Diese sind seit Ende der 1990er Jahre zu beobachten und verfolgen die Absicht, einerseits Erlössteigerungen durch Verbindung der individuellen Flugnetzwerke und deren gemeinsame Vermarktung zu erreichen. Andererseits sollen hierdurch Kostenvorteile durch gemeinsame Beschaffung und Zusammenarbeit in einigen Funktionsbereichen generiert werden.¹ In jüngerer Zeit konnten in einigen regionalen Märkten zudem Fusionen und Übernahmen von Fluggesellschaften beobachtet werden. Beispiele hierfür sind die Fusion von Continental Airlines und United Airlines aus den USA oder die Übernahme von Austrian Airlines durch die Deutsche Lufthansa in Europa.

Ziele dieser Zusammenschlüsse sind die Steigerung des eigenen Marktanteils und die Reduzierung der Anzahl an Wettbewerbern.² Während Transaktionen in den USA innerhalb nationalstaatlicher Grenzen stattfinden, werden sie in Europa vornehmlich grenzüberschreitend vollzogen. Im europäischen Luftverkehr gehen damit relativ komplexe Holdingstrukturen einher, innerhalb derer die beteiligten Luftverkehrsgesellschaften weiterhin separat als Mutter- und Tochterunternehmen am Markt auftreten. Der Grund dürfte darin bestehen, dass man die mit einem Zusammenschluss verbundene Eliminierung einer der beteiligten Airlines politisch verhindern will, was bei grenzüberschreitenden europäischen Zusammenschlüssen die Fortführung beider Fluggesellschaften bedingt. Die vorliegende Arbeit geht daher den Fragen nach, ob nationale oder internationale Vorschriften und Regulierungen

¹ Vgl. *Holloway* (2008), S. 218.

² Vgl. *Flouris/Oswald* (2006), S. 103 f.

aus Sicht der Airlines erfolgsversprechende und ökonomisch sinnvolle grenzüberschreitende Zusammenschlüsse zwischen Airlines behindern.

In Kapitel II. werden daher zunächst die Restrukturierungszwänge der international operierenden Fluggesellschaften dargestellt. Dafür wird ihre aktuelle Marktsituation näher untersucht und es werden mögliche Ursachen für die zu beobachtenden geringen Renditen der Luftverkehrsgesellschaften ausgemacht. Anschließend wird die Marktstruktur des internationalen Luftverkehrs herausgearbeitet, und es werden die bisherigen Bemühungen der Airlines zur Restrukturierung ihrer eigenen Unternehmens- und der Marktstrukturen diskutiert. Dabei wird ein besonderes Augenmerk auf die in Europa auftretenden Holdingstrukturen gelegt.

Kapitel III. widmet sich zunächst den theoretischen Erklärungsansätzen für Merger und Akquisitionen. Dabei wird anhand relevanter ökonomischer Theorien die Sinnhaftigkeit von Fusionen und Übernahmen diskutiert. In einem zweiten Schritt werden die konkreten Motive und Ziele aus Sicht des Managements und der Anteilseigner untersucht und leisten damit ebenfalls einen Erklärungsbeitrag für das Zustandekommen von Unternehmenszusammenschlüssen.

In Kapitel IV. wird eine empirische Analyse zur Bewertung des Erfolges von vier ausgewählten Airline-Zusammenschlüssen in Europa durchgeführt. Dazu werden zuerst die in der wissenschaftlichen Forschung gängigen Bewertungsmethoden vorgestellt. Dies sind die Befragung von Unternehmensvertretern, die Analyse von Wiederkaufsraten, Vergleiche von Jahresabschlusszahlen, Untersuchungen von Aktienkursreaktionen und Tobins q-Analysen. Sie erlauben die Einschätzung des Erfolges von Zusammenschlüssen anhand von individuellen, eher subjektiven Bewertungen oder anhand objektiv messbarer Größen. In einem zweiten Schritt werden die drei letztgenannten Methoden auf die europäischen M&A-Transaktionen angewandt. Sie sind in diesem Kontext ökonomisch aussagefähig, besitzen kaum formale Schwächen und sind aufgrund der guten Datenverfügbarkeit praktikabel.

Darauf aufbauend, beschäftigt sich Kapitel V. eingehend mit der Regulierung grenzüberschreitender Airline-Zusammenschlüsse, die als eine relevante Ursache für die tendenziell negative empirische Bewertung der untersuchten M&A-Transaktionen angesehen werden kann. Dabei werden zwei Säulen der Regulierung identifiziert, nationale Eigentumsvorschriften und Stillstandsvereinbarungen, die im

Zuge von Kaufvertragsabschlüssen eingefordert werden. Beide Regulierungselemente werden im Anschluss nach normativ-theoretischen, positiv-theoretischen und politischen Rechtfertigungsargumenten geprüft.

Die Arbeit schließt in Kapitel VI. mit einem Fazit, in dem alle wichtigen Erkenntnisse zusammengefasst werden. Darüber hinaus werden Einschätzungen und Handlungsempfehlungen für die Wirtschaftspolitik gegeben.

II. Restrukturierungszwänge internationaler Luftverkehrsgesellschaften

A. Marktsituation internationaler Luftverkehrsgesellschaften

1. Wachstum des weltweiten Luftverkehrs

Der Luftverkehr im Allgemeinen und der internationale Passagierluftverkehr im Besonderen weisen seit langer Zeit hohe jährliche Wachstumsraten der Nachfrage auf. Die starke Nachfrageexpansion begann historisch mit der Etablierung des kommerziellen Luftverkehrs nach dem Zweiten Weltkrieg. In dieser frühen Phase seines Lebenszyklus wuchs der Luftverkehr jedes Jahr mit zweistelligen Prozentraten, gemessen anhand verkaufter Passagierkilometer (revenue passenger kilometres bzw. RPK). Bis in die 1970er Jahre wurden Wachstumsraten von knapp unter 10 % p. a. erzielt. Damit hat sich die Luftverkehrsleistung alle sieben Jahre verdoppelt. In den 1980er Jahren lag das durchschnittliche Wachstum bei etwa 6 % p. a. und wies in der anschließenden Dekade immer noch eine Wachstumsrate von etwa 5,2 % p. a. auf. In den 2000er Jahren litten die Airlines zwar unter zwei ausgeprägten Luftfahrtkrisen und unter den Terroranschlägen von 2001, dennoch lag die durchschnittliche Wachstumsrate auch aufgrund einer zwischenzeitlichen Erholungsphase von 2004 bis 2007 noch bei etwa 4 % p. a.³

In den letzten 40 Jahren stiegen die nachgefragten Passagierkilometer in gleichem Maße wie der weltweite Handel, was den Luftverkehr in diesem Zeitraum zu einem der am stärksten wachsenden Wirtschaftssektoren machte.⁴ Im gleichen Zeitraum

³ Vgl. *Doganis* (2010), S. 4 ff.

⁴ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 4.

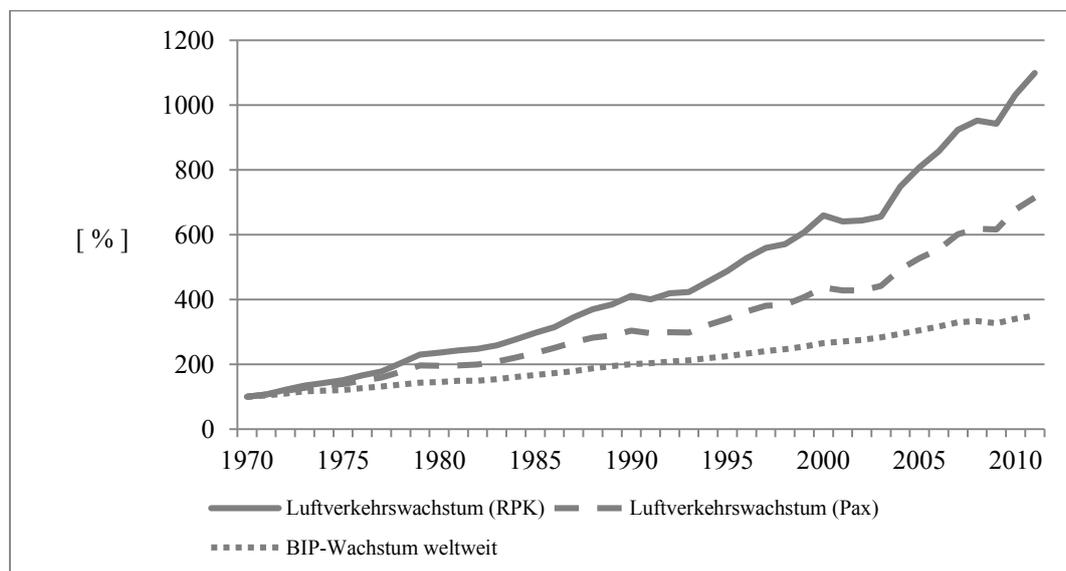
wuchs die weltweite Luftverkehrsleistung um knapp 1.000 %, was einer Verzehnfachung entspricht. Die Tatsache, dass das Luftverkehrsaufkommen gemessen in Passagieren (Pax) in diesem Zeitraum etwas geringer, um gut 600 %, gestiegen ist, ist darauf zurückzuführen, dass sich mit der Zeit die durchschnittlichen Reisedistanzen vergrößert haben und der Luftverkehr somit immer längere Strecken bedient. Zudem wuchs er deutlich stärker als das weltweite Bruttoinlandsprodukt (BIP), das im gleichen Zeitraum um knapp 250 % zunahm (Abbildung 1).

Heute zeigen sich in einigen Märkten erste Sättigungstendenzen. Es wird davon ausgegangen, dass, sobald in einem Teilmarkt das reale Bruttoinlandsprodukt pro Einwohner 15.000 US\$ - 20.000 US\$ erreicht, hier nach einer gewissen Zeit keine nennenswerte Steigerung der jährlichen Flüge pro Einwohner mehr zu erzielen sind. Auf die in der Vergangenheit stark gewachsenen Luftverkehrsmärkte Nordamerika und Europa scheint das zuzutreffen.⁵ Sowohl Airbus als auch Boeing, die zwei größten Flugzeughersteller weltweit, rechnen für die Jahre 2012 bis 2031 in den etablierten Luftverkehrsmärkten Nordamerika und Europa mit sinkenden, aber immer noch positiven Wachstumsraten. Für den weltweiten Gesamtmarkt prognostizieren sie für den gleichen Zeitraum weiterhin ein starkes Wachstum von um die 5 % p. a., das hauptsächlich von der positiven wirtschaftlichen Entwicklung aufstrebender Regionen wie z. B. Asien oder Mittlerer Osten getrieben wird.⁶

⁵ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 5.

⁶ Airbus prognostiziert für den Zeitraum 2012 bis 2031 ein Passagierwachstum von durchschnittlich 4,7 % p. a., Boeing rechnet im gleichen Zeitraum mit einem Anstieg von durchschnittlich 5,0 % p. a.. Vgl. *Airbus* (2012) sowie *Boeing* (2012).

**Abbildung 1: Wachstum des weltweiten Luftverkehrs und des Bruttoinlandsprodukts 1970 – 2011
(1970 = 100)**



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Airlines for America* (2013a) und *The World Bank* (2013).

Auch wenn der Luftverkehr wegen seiner negativen technologischen externen Effekte wie Luftverschmutzung, Lärmemission und Flächenverbrauch durch Flughäfen oftmals in der Diskussion steht, so hat seine starke Ausbreitung doch dazu beigetragen, dass die Konnektivität einzelner Länder und ganzer Regionen stark gestiegen ist. Die betroffenen Länder haben dadurch leichteren Zugang zum internationalen Handel und können von der Globalisierung profitieren. Gleichzeitig hat der gestiegene Luftverkehr in diesen Ländern zu einem Produktivitätsanstieg von Arbeit und Kapital geführt und sich positiv auf das Bruttoinlandsprodukt ausgewirkt.⁷

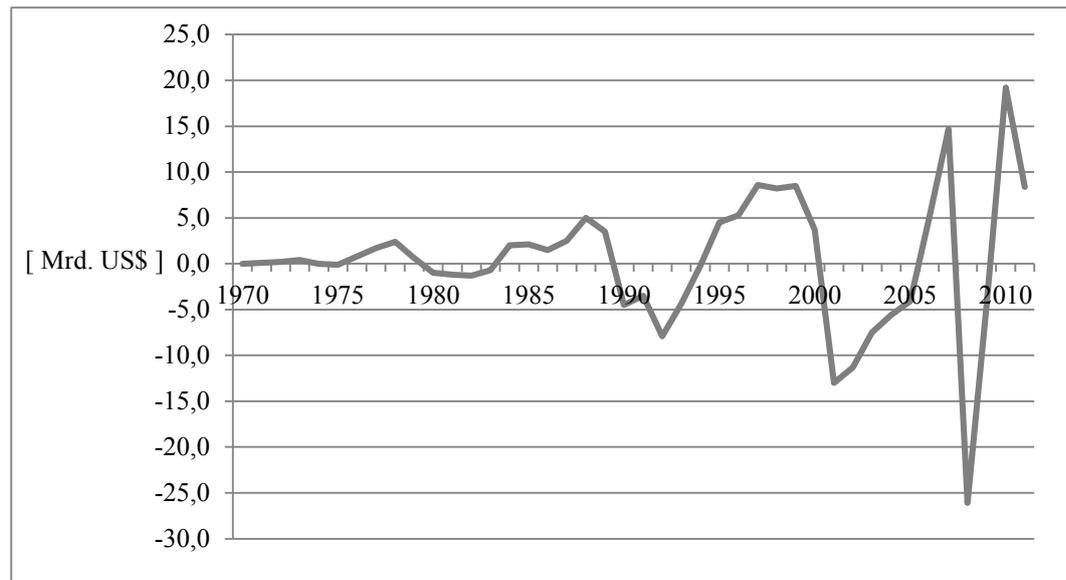
2. Profitabilität der weltweiten Luftverkehrsgesellschaften

Betrachtet man nur die in der Vergangenheit realisierten und für die Zukunft prognostizierten Wachstumsraten, präsentiert sich der weltweite Luftverkehr als eine vermeintlich attraktive Wachstumsbranche, die Kapitalgebern erträgliche Investitionsmöglichkeiten bieten sollte. In der Realität zeichnet der Luftverkehr bezüglich der Profitabilität von Luftverkehrsgesellschaften allerdings ein anderes Bild. Die Rendite der Branche ist im Durchschnitt sehr unbefriedigend. Die im Zeitraum von

⁷ Vgl. *Smyth/Pearce* (2007).

1970 bis 2011 erwirtschafteten Nettogewinne⁸ der weltweiten Luftverkehrsgesellschaften weisen eine enorme Volatilität auf. Jahre des Gewinns wechseln sich ab mit Jahren des Verlusts, dabei scheint sich diese Instabilität in den letzten zwei Jahrzehnten aufgrund des starken Wachstums des Gesamtmarktes zu intensivieren. Die Ausschläge, sowohl nach oben als auch nach unten, fallen seit den 1990er Jahren deutlich stärker aus (Abbildung 2).

Abbildung 2: Nominale Nettogewinne der weltweiten Luftverkehrsgesellschaften 1970 – 2011

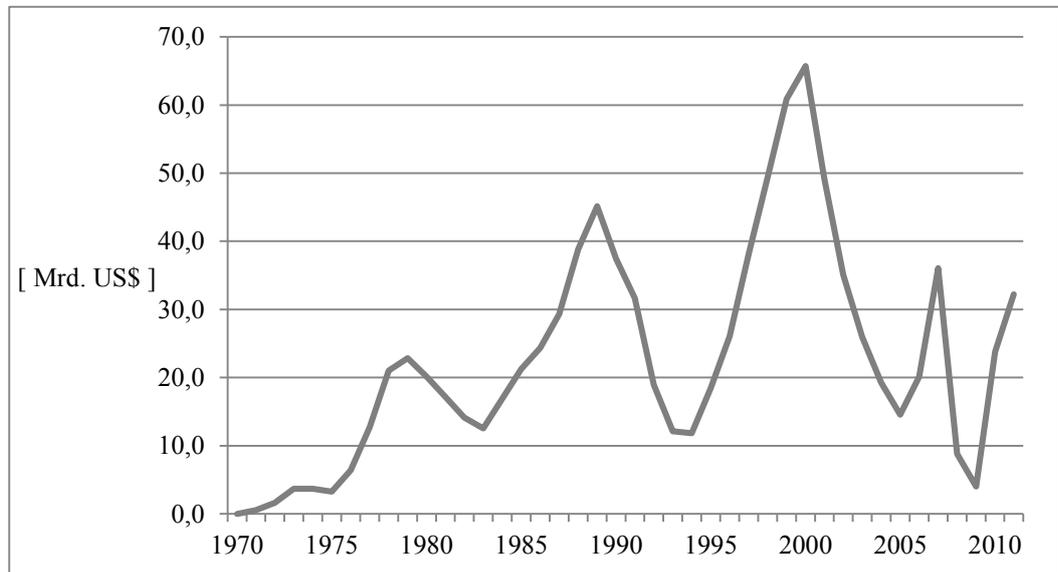


Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Airlines for America* (2013a).

Bei Betrachtung der realen und kumulierten Nettogewinne der weltweiten Luftverkehrsgesellschaften fällt auf, dass die Airlines Gewinne, die sie in Hochphasen erwirtschafteten, in den darauf folgenden Krisenzeiten wieder nahezu komplett verloren haben (Abbildung 3). So haben z. B. die Verluste, die den Luftfahrtgesellschaften aus der Luftfahrtkrise von 2001 bis 2005 entstanden sind, die kumulierten Gewinne, die zuvor in der Hochphase von 1995 bis 2000 erwirtschaftet wurden, nahezu ausgeglichen.

⁸ Als Nettogewinn wird die Differenz aus Erlösen und Gesamtkosten eines Unternehmens verstanden. Vgl. *Moxter* (1982).

Abbildung 3: Kumulierte Nettogewinne der weltweiten Luftverkehrsgesellschaften 1970 – 2011 (in Preisen von 2011)



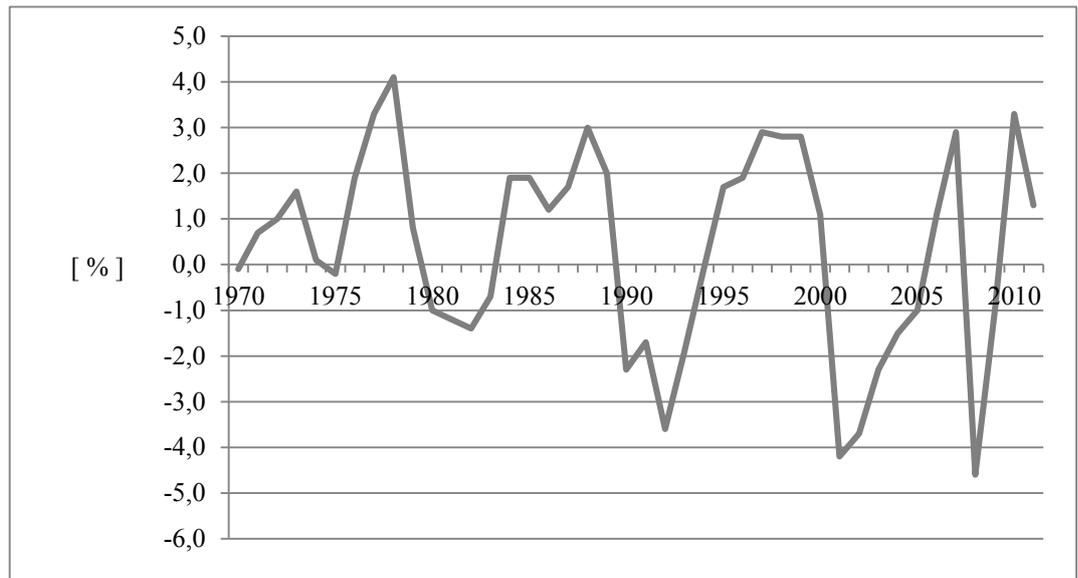
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Airlines for America* (2013a).

Auch die Umsatzrendite⁹ der Branche im gleichen Zeitraum zeigt, dass sich gewinnträchtige Phasen regelmäßig mit verlustreichen Phasen abwechseln. Zudem offenbaren die Fluggesellschaften generell niedrige Umsatzrenditen. Allein im Jahr 1978 konnte die gesamte Branche im Schnitt eine Umsatzrendite von mehr als 4 % aufweisen. In den folgenden 30 Jahren war sie sogar nur 2010 in der Lage, eine Umsatzrendite von mehr als 3 % zu erwirtschaften (Abbildung 4). Andere Branchen, die ebenfalls technologieaffine Dienstleistungen anbieten, weisen im Vergleich deutlich höhere Umsatzrenditen auf. So kommen Telekommunikations- und IT-Dienstleistungen auf durchschnittliche Umsatzrenditen von 5,17 % bzw. 10,29 % und sogar der Bahnverkehr auf 18,08 %.¹⁰

⁹ Die Umsatzrendite entspricht dem Quotient aus dem Gewinn nach Steuern und dem Umsatz. Vgl. *Weber* (2002), S. 189.

¹⁰ Vgl. *Damodaran* (2013).

Abbildung 4: Nettoumsatzrendite der weltweiten Luftverkehrsgesellschaften 1970 – 2011



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Airlines for America* (2013a).

Dabei generierten die Luftverkehrsgesellschaften über die letzten 40 Jahre hinweg Umsätze in Höhe von insgesamt 13,8 Bio. US\$ (zu Preisen von 2011). Dem standen allerdings im gleichen Zeitraum kumulierte Nettogewinne von 32,2 Mrd. US\$ (ebenfalls zu Preisen von 2011) gegenüber, was eine durchschnittliche Nettoumsatzrendite von lediglich 0,23 % ergibt.¹¹ Angesichts des gewichteten Gesamtkapitalkostensatzes¹² (weighted average cost of capital bzw. WACC) einer Airline, die im Allgemeinen bei ca. 7 % bis 8 % liegt¹³, ist offenkundig, dass die Airlines weit davon entfernt sind, ihre Kapitalkosten decken zu können. In den vergangenen 20 Jahren lag der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz in jedem Jahr deutlich über der Rendite auf das investierte Kapital¹⁴ (return on invested capital bzw. ROIC). Dieser Tatbestand verdeutlicht, dass die Luftverkehrsgesellschaften über Jahre hinweg systematisch Werte ihrer Anleger, den sogenannten „shareholder value“, vernichtet haben.¹⁵

Speziell für die US-amerikanischen Luftverkehrsgesellschaften lässt sich festhalten, dass der „economic value added“ (EVA), also das Residualeinkommen der

¹¹ Berechnet in Anlehnung an *Airlines for America* (2013a).

¹² Der gewichtete Gesamtkapitalkostensatz ergibt sich aus der Summe des auf Kapitalmärkten ermittelten, mit der Eigenkapitalquote gewichteten Eigenkapitalkostensatzes und des Fremdkapitalkostensatzes, der mit der Fremdkapitalquote gewichtet wurde. Vgl. *Weber* (2002), S. 193.

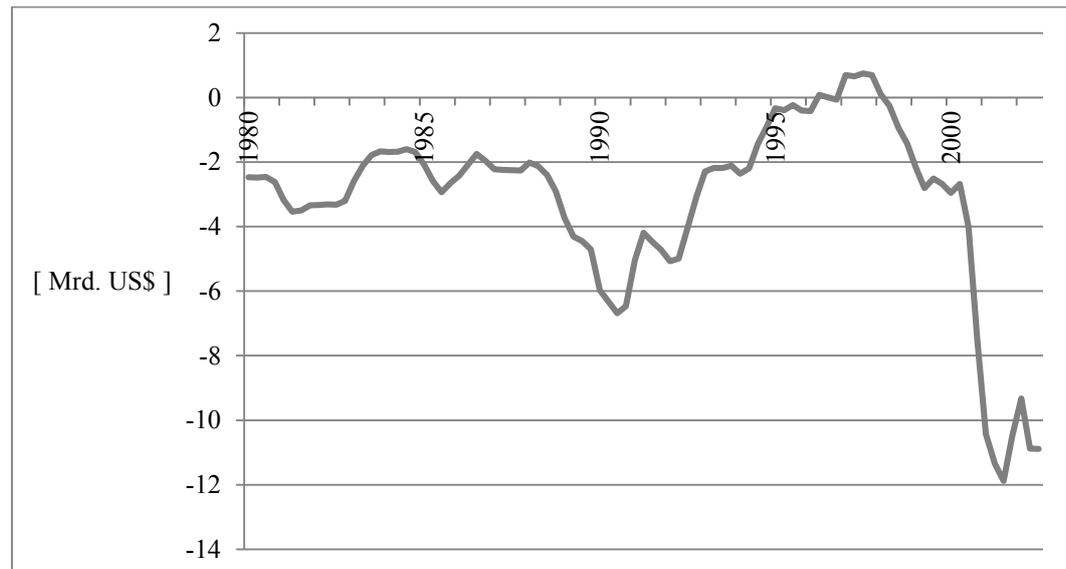
¹³ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 18.

¹⁴ Die Rendite auf das Investierte Kapital (ROIC) errechnet sich als Quotient aus dem Gewinn vor Fremdkapitalzinsen nach Steuern und dem investierten Kapital. Vgl. *Damodaran* (2007), S. 7 ff.

¹⁵ Vgl. *Pearce* (2012), S. 8.

Luftverkehrsgesellschaften, das sich als Differenz aus Rendite auf das eingesetzte Kapital und dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz multipliziert mit dem betriebsnotwendigen Kapital ergibt¹⁶, von 1980 bis 2003 in nur einem Jahr positiv war. Insgesamt haben die US-Airlines in diesem Zeitraum somit Kapital der Anleger im Wert von etwa 286 Mrd. US\$ zerstört (Abbildung 5).¹⁷ Es ist davon auszugehen, dass diese Problematik auch in Bezug auf europäische Airlines vorliegt.

Abbildung 5: Economic Value Added der US-Luftverkehrsgesellschaften 1980-2003



Quelle: Swierenga (o.J.).

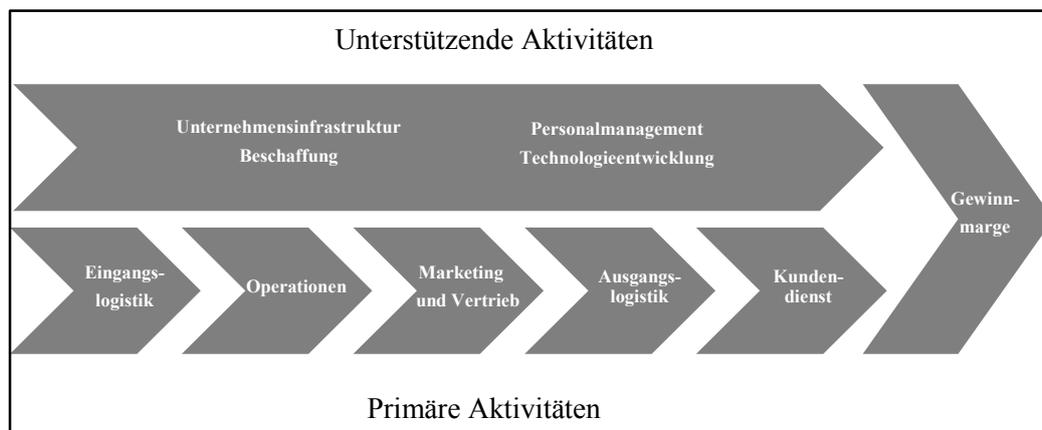
Zur Einschätzung der Renditesituation der Fluggesellschaften hilft ein Blick auf die gesamte Luftverkehrsindustrie. Für eine diesbezügliche Einschätzung bietet sich das von Porter 1985 entwickelte Konzept der Wertschöpfungskette an. Dieses Konzept wird normalerweise auf einzelne Unternehmen bezogen und zeigt, wie Aktivitäten und deren Zusammenhang Werte für die Kunden schaffen, die sich in der Gewinnspanne des jeweiligen Unternehmens niederschlagen (Abbildung 6).¹⁸

¹⁶ Vgl. Bode/Kane/Marcus (2010), S. 452 f.

¹⁷ Vgl. Pilarski (2007), S. 25 f. sowie Swierenga, (o.J.).

¹⁸ Vgl. Porter (1985).

Abbildung 6: Grundstruktur der Wertschöpfungskette



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Porter* (1985).

Das Konzept der Wertschöpfungskette lässt sich auch auf eine gesamte Industrie beziehen, bei der Produktions- und Dienstleistungsbetriebe die einzelnen Aktivitätsbausteine und damit die Wertschöpfungsstufen darstellen. Die Wertschöpfungsstufen stehen dann in vertikalen Anbieter-Kunden-Beziehungen. Erweitert man die Betrachtung der Profitabilität des Luftverkehrs auf die gesamte Wertschöpfungskette, so befinden sich die Fluggesellschaften am Ende der Wertschöpfungskette.¹⁹

Die gesamte Wertschöpfungskette des Luftverkehrs erwirtschaftete in den Jahren von 1996 bis 2004 einen Residualgewinn von 0,7 Mrd. US\$, was 0,2 % des in sie investierten Kapitals entspricht.²⁰ Im Vergleich mit anderen Wertschöpfungsstufen im Luftverkehr fällt dabei auf, dass die Airlines vergleichsweise wenig verdienen und andere vorgelagerte Branchen durchaus akzeptable Renditen erwirtschaften. Der Mittelwert der Kapitalrentabilität der Fluggesellschaften lag im Zeitraum von 2004 bis 2011 bei lediglich 4 %, was dem schlechtesten Wert innerhalb der Wertschöpfungskette entspricht, direkt hinter Flughäfen mit 6 % (Abbildung 7).²¹

Eine Erklärung für die geringen Renditen könnten zu hohe Kosten bzw. Kapitalbedarfe oder aber zu niedrige Erträge sein. Darüber hinaus lässt der Vergleich entlang der Wertschöpfungskette auch die Annahme zu, dass die Werte, die entlang dieser

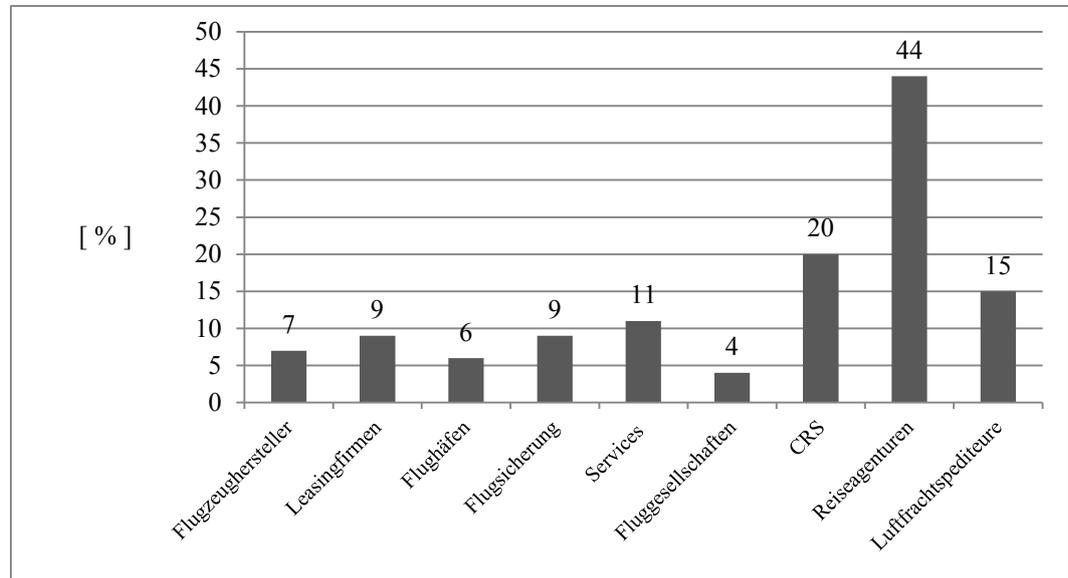
¹⁹ Vgl. *Button* (2004), S. 69 ff.

²⁰ Vgl. *Smyth/Pearce* (2006), S. 19.

²¹ Vgl. *Pearce* (2013), S. 19.

Kette generiert werden, sich aufgrund von Marktmacht ungleich auf einige wenige Branchen konzentrieren und dort zu punktuell höheren Renditen führen.

Abbildung 7: Mittelwerte der Kapitalrenditen der Wertschöpfungsstufen im Luftverkehr 2004-2011



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Pearce* (2013).

Ein Indiz für diese Annahme liefert die verhältnismäßig große Ungleichverteilung der Mittelwerte der Kapitalrenditen auf die verschiedenen Wertschöpfungsstufen. Sonstige Luftverkehrsdienstleistungen (Services) wie Bodenabfertigung, Catering etc., haben im gleichen Zeitraum eine durchschnittliche Kapitalrendite von 11 %, Computer Reservierungssysteme (CRS) 20 % und Reiseagenturen sogar 44 % erwirtschaftet (Abbildung 7).²² Inwieweit hier tatsächlich Marktmacht auf Seiten der Zulieferer und auch der Abnehmer von Fluggesellschaften besteht, wird zu einem späteren Zeitpunkt in Zusammenhang mit der Marktstruktur des Luftverkehrs näher untersucht.²³

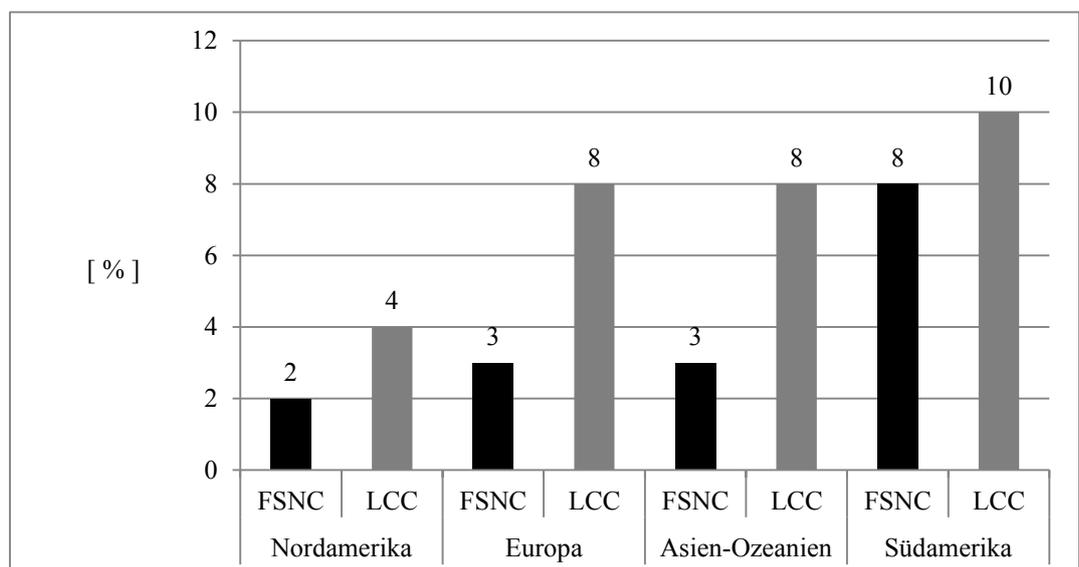
Nicht nur vertikal, auch horizontal zeigen sich Unterschiede in den Renditen des Luftverkehrs. Eine Möglichkeit der horizontalen Differenzierung ist die Unterscheidung nach Geschäftsmodellen der Airlines. Diese werden in der Regel nach Netzwerkfluggesellschaften (full service network carrier bzw. FSNC) und Billigfluggesellschaften (low cost carrier bzw. LCC) kategorisiert. Fluggesellschaften der ersten Kategorie bieten ein ausgedehntes, meist internationales und interkontinentales Netzwerk über ein oder mehrere Drehkreuze (Hubs) mit einem umfangreichen

²² Vgl. *Pearce* (2013), S. 19.

²³ Vgl. Kapitel II.B.

Service in verschiedenen Klassen und mit differenzierter Flotte an. Fluggesellschaften der zweiten Kategorie hingegen bedienen das untere Preissegment durch Punkt-zu-Punkt-Verkehre mit einheitlicher Flotte zu peripher gelegenen kleineren Flughäfen und bieten neben dem Basisprodukt der Transportleistung zusätzliche Serviceleistungen nur gegen Aufpreis an.²⁴ Diese zwei Geschäftsmodelle unterscheiden sich ebenfalls hinsichtlich ihrer Kapitalrenditen. Während LCCs eine weltweit durchschnittliche Kapitalrendite (ROIC) von 5 % aufweisen, erwirtschaften FSNC gerade einmal 2,5 %. Auch regional ist diese Diskrepanz offenkundig (Abbildung 8).²⁵ Dabei fällt auf, dass LCCs in Europa, Asien-Ozeanien und Südamerika mit einem ROIC von 8 % bzw. 10 % sogar die branchendurchschnittlichen gewichteten Gesamtkapitalkosten von 7 % bis 8 % decken. Lediglich in Nordamerika liegt der ROIC mit 4 % deutlich darunter. Die FSNCs hingegen erwirtschaften deutlich geringere Kapitalrenditen. Während in Südamerika Airlines dieses Geschäftsmodells noch eine Kapitalrendite von durchschnittlich 8 % einfliegen, erreichten europäische und asiatisch-ozeanische Fluggesellschaften lediglich 3 % und nordamerikanische Airlines sogar nur 2 %.²⁶

Abbildung 8: Durchschnittliche Kapitalrenditen nach Regionen und Geschäftsmodellen



Quelle: *International Air Transport Association* (2011a).

²⁴ Vgl. *Doganis* (2010), S. 131 ff.

²⁵ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a).

²⁶ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 18.

Der weltweite Verband der Fluggesellschaften, die *International Air Transport Association (IATA)* sieht leichte Anzeichen für eine Erholung nach der Wirtschaftskrise von 2008/2009 und rechnet für das Geschäftsjahr 2015 mit weltweiten Nettogewinnen von insgesamt 25 Mrd. €, was einer geschätzten EBIT-Marge²⁷ von 6,0 % bzw. einer Nettoumsatzrendite von 3,2 % entspricht. Im regionalen Vergleich wird für europäische Airlines die zweitniedrigste Nettoumsatzrendite von 1,8 % prognostiziert (Tabelle 1). Als problematisch werden im europäischen Raum die anhaltenden Beeinträchtigungen durch die Wirtschafts- und Währungskrise angesehen.²⁸

Tabelle 1: Prognostizierte Nettoumsatzrenditen für Fluggesellschaften 2015

Region	Nettoumsatzrendite [%]
Nordamerika	6,0
Europa	1,8
Asien-Ozeanien	2,2
Mittlerer Osten	2,5
Afrika	1,1
Südamerika	2,6

Quelle: *International Air Transport Association* (2014).

Alles in allem ist somit im Luftverkehr eine bemerkenswert paradoxe Situation festzustellen. Einerseits wächst der Markt beständig, was sich auch in Zukunft mit aller Wahrscheinlichkeit fortsetzen wird, andererseits gelingt es den Fluggesellschaften nicht, in diesem Wachstumsmarkt angemessene Renditen zu erwirtschaften. Insbesondere die europäischen Airlines scheinen den Herausforderungen des Marktes nicht gewachsen zu sein. Daher ist im Folgenden zu klären, welche Ursachen dieser Diskrepanz aus Wachstum und Profitabilität zugrunde liegen.

²⁷ Die “earnings before interest and taxes” (EBIT) entsprechen den Gewinnen vor Zinsen und Steuern und lassen sich als operatives Ergebnis interpretieren. Vgl. *Weber* (2002), S. 190.

²⁸ Vgl. *International Air Transport Association* (2013a).

3. Mögliche Ursachen für die geringe Profitabilität

a) Regulierung und Deregulierung

Der internationale Luftverkehr ist aus verkehrspolitischer Sicht grundlegend reformiert worden und sieht sich heute einem deutlich stärkeren Wettbewerb ausgesetzt als noch vor 20 Jahren. Die hierfür ursächliche Deregulierung nahm Ende der 1970er Jahre in den USA ihren Ausgang und erreichte in den 1990er Jahren auch Europa.

Bis zu dieser Zeit unterlag der internationale Luftverkehrsmarkt einer Vielzahl von Regulierungen und Vorschriften. Ihren Ursprung hatte diese restriktive Regulierung bereits zu Zeiten des Zweiten Weltkriegs im Jahre 1944, als die USA in Vorahnung des nahenden Kriegsendes 52 überwiegend alliierte Staaten zu einer internationalen Luftfahrtkonferenz nach Chicago einluden. Ziel war die Neuregelung des internationalen Luftverkehrs für die Nachkriegszeit. Die Ergebnisse dieser Konferenz bestanden zum einen in der Gründung der International Civil Aviation Organization (ICAO), die öffentlich-rechtliche Luftfahrtagentur der Mitgliedsstaaten. Zum anderen wurde die sogenannte „Chicago Convention“ verabschiedet, in der man den unterzeichnenden Staaten die Lufthoheit über dem jeweiligen Staatsgebiet zusprach und neben diversen technischen Vorschriften auch ein System abgestufter Luftverkehrsrechte entwickelte, die sich die Mitgliedsstaaten in bilateralen Verhandlungen vertraglich zusicherten.²⁹ Diese bilateralen Luftverkehrsabkommen (air service agreements bzw. ASA) bilden auch heute noch die rechtliche Basis, auf der zwischen zwei oder mehreren Staaten internationaler Linienluftverkehr erfolgt. Allerdings wurden ihre sehr restriktiven Inhalte mit der Zeit in weiten Teilen entschärft.³⁰

Ziel der früheren Regulierung war es, den jeweiligen nationalen Luftverkehrsmarkt und die dort tätigen Unternehmen vor ausländischer Konkurrenz zu schützen. Man versprach sich hiervon positive externe Effekte für die eigene Volkswirtschaft sowie nationales Prestige und Unabhängigkeit im internationalen Verkehr. Bei freiem Wettbewerb fürchtete man negative Folgen für die gesamte Volkswirtschaft aber

²⁹ Vgl. *Doganis* (2010), S. 325 sowie *Fritzsche* (2007), S. 33 ff.

³⁰ Der auf Anforderung fliegende Charter- bzw. Gelegenheitsverkehr unterlag im Allgemeinen deutlich weniger luftverkehrspolitischer Regulierungen.

auch einen Verlust an Flugsicherheit.³¹ Ein wesentliches Element dieser Protektion war die Kontrolle des Marktzugangs. Im inländischen Flugverkehr konnten die Regierungen den Marktzugang problemlos über die Erteilung von Betreiberlizenzen und Streckengenehmigungen steuern. Im internationalen Luftverkehr wurden Restriktionen in den bilateralen Luftverkehrsabkommen festgeschrieben. Üblicherweise mussten diejenigen Fluggesellschaften, welche die zwischen den Staaten ausgehandelten Verkehrsrechte ausüben sollten, in den Luftverkehrsabkommen genannt werden. Meist war das nur eine Airline je Land (single designation), was den Wettbewerb auf den betroffenen Strecken nahezu eliminierte. Im Jahr 1987 wurde das Prinzip der „single designation“ auf 940 der insgesamt 988 innereuropäischen Strecken angewendet, was einem Anteil von ca. 95 % entspricht.³² Zudem wurden hierbei üblicherweise die jeweiligen „flag carrier“, d. h. die im Staatsbesitz befindlichen Fluggesellschaften, bevorzugt. Ferner wurden die Zugangspunkte, also die Flughäfen, die von den designierten Airlines angeflogen werden durften, auf einige wenige begrenzt. Gleichzeitig gab es Kapazitätsvorschriften für die Fluggesellschaften, die entweder ex-ante, meist mit einer 50:50-Aufteilung, festgelegt wurden oder ex-post einer gewissen Nachprüfung unterlagen. Zudem waren auch die Tarife Gegenstand der Regulierung. Hier wurde anfangs das sogenannte „double approval“-Verfahren angewendet, bei dem beide Vertragsstaaten die Tarife beider Airlines genehmigen mussten. In der Praxis haben sich dadurch die von der International Air Transport Association (IATA) veröffentlichten Tarifempfehlungen als Leittarife durchgesetzt. Diese wurden von den meisten Staaten anerkannt und genehmigt.

Obwohl die umfangreiche Regulierung des Luftverkehrs den Wettbewerb nahezu ausschloss, beeinträchtigte sie letztlich die Renditen der Fluggesellschaften.³³ Zum einen begrenzten die Regulierungsvorschriften den betrieblichen Handlungsspielraum der Fluggesellschaften. Zum anderen trugen die fehlende Disziplinierung durch Konkurrenten und die spezifische Anreizstruktur öffentlicher Unternehmen bei den Fluggesellschaften zu erheblichen X-Ineffizienzen bei, die sich in geringer Produktivität und dementsprechend niedrigen Renditen sowie erheblichen Schulden äußerten.³⁴ Eine weitere Erklärung für die damalige schlechte Profitabilität der

³¹ Vgl. *Richmond* (1971) sowie *Doganis* (1973).

³² Vgl. *Button* (2004), S. 98.

³³ Vgl. *Airlines for America* (2013a).

³⁴ Vgl. *Doganis* (2010), S. 25 ff. sowie *Button* (2004), S. 23 f. Im Zusammenhang mit X-Ineffizienzen vgl. *Leibenstein* (1966).

Airlines kann in distributiven Beweggründen für die Regulierung gesehen werden. Werden in der Gesellschaft mit dem Luftverkehr auch Wachstumsziele und Gemeinwohlverpflichtungen verbunden, erwarten die Wähler und deren Interessengruppen auch ein Flugangebot zu nicht-kostendeckenden Ticketpreisen. Stimmenmaximierende Politiker werden den gesellschaftlichen Forderungen nachkommen und staatseigene Fluggesellschaften zur Erfüllung dieser gesamtwirtschaftlichen Interessen veranlassen.³⁵ Eine auf Gewinnmaximierung ausgerichtete Unternehmensführung, wie sie auf nicht regulierten Märkten von privaten Anbietern verfolgt wird, ist dadurch nicht zu gewährleisten und weitere finanzielle Verluste der Airlines sind die Folge.³⁶

Nachdem die USA bereits 1978 erfolgreich ihren inländischen Luftverkehrsmarkt dereguliert hatten und später auch auf internationaler Ebene deutlich liberalere bilaterale Luftverkehrsabkommen verabschiedeten, begann Ende der 1980er Jahre auch in Europa eine Deregulierungsoffensive. Grundlegend hierfür war das sogenannte „Nouvelles Frontières“-Urteil des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) von 1986. Der entschied, dass die Wettbewerbsregeln der damaligen Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) auch auf den Luftverkehr in der Gemeinschaft anzuwenden sind, der bis dahin der als wettbewerblicher Ausnahmereich angesehen wurde.³⁷ Im Gegensatz zu den USA, die eine umfassende Deregulierung innerhalb eines einzigen Gesetzlerlasses, dem „Airline Deregulation Act“, verfügten hatten, entschied man sich in Europa für ein stufenweises Vorgehen. Durch drei aufeinanderfolgende Liberalisierungspakete wurden 1988, 1990 und 1993 viele der bis dahin gültigen Regulierungsvorschriften abgeschafft. Der europäische Luftverkehrsmarkt wurde für neu eintretende Airlines sukzessive geöffnet, bis 1993 schließlich die innergemeinschaftlichen Strecken für Fluggesellschaften aus den Mitgliedsstaaten ohne Restriktionen freigegeben wurden. Einzig das Kabotageverbot, das die Bedienung inländischer Strecken durch ausländische Fluggesellschaften untersagte, hatte noch bis 1997 Bestand. Weiterhin wurde mit dem dritten Liberalisierungspaket die „multiple designation“ eingeführt, die den Wettbewerb zwischen mehreren Airlines auf einer Strecke ermöglichte. Auch die Preis- und Kapazitätsvorschriften wurden

³⁵ Vgl. *Downs* (1957) sowie *Berg/Cassel/Hartwig* (2003), S. 210 f.

³⁶ Vgl. *van Suntum* (1986), S. 83.

³⁷ EuGH, Rs. 209-213/84 (Ministère Public/Asjes), Slg. 1986.

im Zuge der drei Liberalisierungspakete abgeschafft.³⁸ Im Ergebnis wurden bilaterale Luftverkehrsabkommen erheblich dereguliert und für den innergemeinschaftlichen Luftverkehr sogar obsolet.³⁹

Für die Luftverkehrsgesellschaften hat sich dadurch zwar der unternehmerische Handlungsspielraum deutlich erhöht, allerdings ist zugleich der Wettbewerbsdruck enorm gestiegen, was sich in der Folge in den bereits diskutierten geringen Renditen der Branche widerspiegelt. Insbesondere die abgeschafften Markteintrittsschranken haben einen bedeutenden Beitrag zur Steigerung der Wettbewerbsintensität auf dem europäischen Luftverkehrsmarkt geleistet. Durch die damit verbundene Marktöffnung kam es zu einem beachtlichen Marktzutritt neuer Fluggesellschaften. Nach Inkrafttreten des dritten Liberalisierungspaketes 1993 traten bis 1999 131 Fluggesellschaften zusätzlich zu den 124 etablierten Airlines in den Markt ein. Durch den Wegfall protektionistischer Regulierungsvorschriften und die resultierende erhöhte Wettbewerbsdynamik kam es im gleichen Zeitraum auch zu 129 Marktaustritten, wovon 74 Fluggesellschaften zu den eben erwähnten Newcomern zählten.⁴⁰

Auch die Anzahl der angebotenen Flugrouten hat sich seit der Deregulierung stark erhöht. Das bereits angesprochene Streckenangebot innerhalb der EU von 988 Flugrouten in 1987 hat sich bis 2009 auf ca. 8.500 Flugrouten erhöht, wovon 1.940 Strecken von mindestens zwei Fluggesellschaften bedient werden.⁴¹ Hierbei ist zu berücksichtigen, dass dieses Wachstum neben der Deregulierung zum Teil auch auf die Erweiterung des EU-Binnenmarktes zurückzuführen ist. Die EU-Erweiterungen haben seit 1987 den EU-Luftverkehrsmarkt wachsen lassen und haben zur Deregulierung vormals regulierter Luftverkehrsmärkte beigetragen. So haben z. B. die Beitrittsländer der EU-Osterweiterung von 2004 in den zwei Jahren nach ihrem Beitritt eine Verdopplung ihres Luftverkehrs erfahren, was auf die unternehmerischen Freiheiten des deregulierten EU-Luftverkehrsbinnenmarktes zurückzuführen ist.⁴²

Aber nicht nur im innereuropäischen und damit kontinentalen Luftverkehr hat sich die Wettbewerbsintensität seit der Deregulierung erhöht. Auch im interkontinenta-

³⁸ Vgl. *Button* (2001), S. 259.

³⁹ Vgl. *Intervistas-ga²* (2006), S. 29.

⁴⁰ Vgl. *Button* (2001), S. 265.

⁴¹ Vgl. *Button* (2004), S. 98 sowie *Deutsches Zentrum für Luft- und Raumfahrt* (2011), S. 103.

⁴² Vgl. *Europäische Kommission* (2007), S. 5.

len Langstreckenverkehr ist der Konkurrenzdruck aufgrund deutlich liberalerer bilateralen Luftverkehrsabkommen gestiegen. Insbesondere aus der Region um den Persischen Golf drängen Fluggesellschaften mit teilweise erheblichem Ressourceneinsatz auf den europäischen Markt. Die drei großen sogenannten Golf-Carrier Emirates Airlines, Etihad und Qatar Airways bieten im Rahmen von fünften und sechsten Freiheitsrechten⁴³, die in den bilateralen Luftverkehrsabkommen mit vielen EU-Mitgliedsstaaten vereinbart wurden, Flüge von Europa nach Südasien und über den Nordatlantik nach Nordamerika an. Dabei sind ihre großen Drehkreuze auf der arabischen Halbinsel insbesondere für Verkehre nach Südasien und Ozeanien günstig gelegen.⁴⁴ Durch einen beachtlichen Ausbau ihrer Kapazitäten setzen sie interkontinental agierende Netzwerkfluggesellschaften aus Europa seit einigen Jahren erheblich unter Druck. Besaßen die Golf-Carrier 2002 noch Flotten mit insgesamt 1,6 Mio. Sitzplätzen im Verkehr mit Europa, so haben sich diese Kapazitäten bereits bis 2008 auf 6,7 Mio. Sitzplätze mehr als vervierfacht.⁴⁵ Diese Entwicklung dürfte sich auch in Zukunft fortsetzen. Dafür sprechen die hohen Bestellmengen der Golf-Carrier bei der Flugzeugindustrie. Im Jahre 2011 hatten sie 57 % mehr Sitzplatzkapazitäten in Form von Langstreckenflugzeugen bei der Flugzeugindustrie in Bestellung als alle 35 Mitglieder der Association of European Airlines (AEA) zusammen.⁴⁶

Neben der Marktöffnung für neue Wettbewerber hat auch die Tariffreigabe den Wettbewerbsdruck im europäischen Luftverkehrsmarkt erhöht. Die Preissetzungsfreiheit, die im Zuge des dritten EU-Liberalisierungspakets eingeführt wurde, hat die Grundlage für Preiswettbewerb gelegt. Verstärkt wurde der Preiswettbewerb im europäischen Luftverkehrsmarkt durch das Aufkommen eines neuen Airline-Geschäftsmodells, das im vorherigen Regulierungsrahmen nicht zulässig war.⁴⁷ Dieses Geschäftsmodell der Billigfluggesellschaften (LCC) ist in den USA entstanden und konzentriert sich auf Kurz- und Mittelstrecken. Fluggesellschaften dieser Kategorie weisen spezifische operative Vorteile auf, wie engere Bestuhlung der Flugzeuge

⁴³ Das fünfte Freiheitsrecht der Luft besteht im Lufttransport von und nach einem Drittstaat. Hierbei muss der Flug im Heimatland beginnen oder enden. Das sechste Freiheitsrecht der Luft besteht im Lufttransport zwischen zwei Drittstaaten, wobei eine Zwischenlandung im Heimatstaat erfolgen muss. Eine Übersicht über die Freiheitsrechte im internationalen Luftverkehr gibt *Doganis* (2010), S. 325.

⁴⁴ Vgl. *Vespermann/Wald/Gleich* (2008).

⁴⁵ Vgl. *O'Connell* (2011).

⁴⁶ Vgl. *O'Connell* (2011).

⁴⁷ Vgl. *Dobruszkes* (2006).

und höhere Auslastung, geringere Kosten für Flugpersonal und Flugbegleiter, geringe Start- und Landegebühren aufgrund der Nutzung peripher gelegener Sekundärflughäfen sowie geringe Schulungs- und Wartungskosten durch Einsatz einheitlicher Flugzeugtypen. Zudem zeichnen sie sich durch geringe Stations- und Bodenabfertigungskosten aus und bieten üblicherweise einen über den eigentlichen Flug hinaus nur stark eingeschränkten Passagierservice an. Eine Bewirtung des Passagiers während des Fluges erfolgt meist nur gegen Aufpreis. Weiterhin entstehen bei diesem Geschäftsmodell durch den ausschließlichen Direktvertrieb niedrige Distributionskosten. Zusammen mit allgemein geringeren Verwaltungs- und Personalkosten können die Billigfluggesellschaften so einen Kostenvorteil von bis zu 51 % gegenüber den etablierten Netzwerkairlines realisieren.⁴⁸

Auf Langstrecken verschärfen die Golf-Carrier seit geraumer Zeit den Preiswettbewerb. Aufgrund geringerer Lohn- und Lohnnebenkosten sowie aufgrund niedriger Energiesteuern haben sie bei den Personal- und Treibstoffkosten einen deutlichen Vorteil gegenüber europäischen Fluggesellschaften. Zudem bewirken geringe Start- und Landeentgelte sowie Stationskosten an ihren Heimatdrehkreuzen gepaart mit der günstigen geographischen Lage für viele Routen einen Kostenvorteil von insgesamt ca. 30 % gegenüber ihren europäischen Konkurrenten. Gleichzeitig werden die Golf-Carrier als Staatsairlines in den jeweiligen nationalen Wirtschaftsentwicklungsplänen berücksichtigt und verfügen daher über beträchtliche finanzielle Ressourcen. Dieser Umstand erlaubt es ihnen, ein qualitativ hochwertiges Produkt zu günstigen Preisen anzubieten und damit Nachfrage aus Europa abzuwerben.⁴⁹

Neben größeren Wahlmöglichkeiten für die Konsumenten hat die zurückliegende Deregulierung demzufolge dazu geführt, dass die gestiegene Anzahl an Konkurrenten und die Kostenvorteile einiger Wettbewerber die etablierten Netzwerkfluggesellschaften enorm unter Druck gesetzt haben. Diese erhöhte Wettbewerbsintensität hat sich im Nachgang der Deregulierung in den Erlösen der europäischen Fluggesellschaften niedergeschlagen. Die sogenannten „Yields“⁵⁰, die Durchschnittserlöse

⁴⁸ Vgl. *Doganis* (2006), S. 170 ff.

⁴⁹ Vgl. *Arthur D. Little* (2008).

⁵⁰ Im Luftverkehr wird unter „Yield“ genauer der Erlös pro angebotenen Sitzplatzkilometer verstanden, damit ist dieser sowohl abhängig vom Durchschnittserlös pro Passagier als auch von der Auslastung der Flugzeuge. Vgl. *Schmidt* (2000), S. 279.

der europäischen Fluggesellschaften, sind von 1991 bis 2006 kontinuierlich um insgesamt ca. 30 % gesunken.⁵¹ An dieser Stelle sei aber darauf hingewiesen, dass – neben dem Anpassungsprozess der Preise als Reaktion auf die Markt deregulierung – der neu implementierte Wettbewerb auch eine Fortschritts- und Kostensenkungsfunktion besitzt, die Anreize für Innovationen sowie Produktivitäts- und Effizienzsteigerungen bietet.⁵² So haben die Erfahrungen aus der Deregulierung des US-amerikanischen Luftverkehrs gezeigt, dass die Airlines in einem wettbewerblichen Umfeld in der Lage sind, durch höhere Auslastung, Rationalisierung ihrer Netzwerke und Weiterentwicklungen ihrer Produktionstechnologie ihre durchschnittlichen Stückkosten um bis zu 40 % zu senken.⁵³

In Europa lässt sich dieser Effekt unmittelbar nach der Deregulierung ebenfalls beobachten. In den ersten Jahren nach der Deregulierung sind auch hier die Stückkosten, insbesondere die Lohnstückkosten, gesunken.⁵⁴ Die Kostensenkungspotentiale wurden von den europäischen Airlines jedoch nicht unmittelbar abgeschöpft, da neue Fluggesellschaften den Markteintritt anfangs nur zögerlich wagten und daher viele Strecken für einige Zeit weiterhin monopolistisch oder duopolistisch bedient wurden.⁵⁵ Weiterhin hat nach der Deregulierung ein nur langsamer Prozess der Privatisierung bisher staatseigener Airlines stattgefunden. Selbst heute befinden sich noch viele der ehemaligen „flag carrier“ im Staatseigentum. Durch das Gestatten von Verlustübernahmen oder anderweitigen Finanzhilfen nationaler Regierungen entstehen hier X-Ineffizienzen⁵⁶, da die Konsequenzen des freien Wettbewerbs für die jeweilige Airline nicht spürbar und so die Notwendigkeit zu Kostensenkung bzw. Effizienzsteigerung abgemildert werden.⁵⁷ Daher wiesen die europäischen Fluggesellschaften im Jahr 1996, drei Jahre nach der Deregulierung, immer noch deutlich niedrigere Produktivitäten und höhere Durchschnittskosten als US-amerikanische Airlines auf.⁵⁸ Ng und Seabright veranschlagten in einer Untersuchung europäischer Fluggesellschaften das im Jahr 1995 vorhandene Kostensenkungspo-

⁵¹ Vgl. Doganis (2010), S. 13 ff.

⁵² Vgl. Herdzina (1999), S. 18 f.

⁵³ Vgl. Reed (1999).

⁵⁴ Vgl. Alamdari/Morrell (1997) sowie Morrell (1998).

⁵⁵ Vgl. Europäische Kommission (1996).

⁵⁶ Vgl. Leibenstein (1966).

⁵⁷ Vgl. Button (2004), S. 38.

⁵⁸ Vgl. Europäische Kommission (1999).

tential aufgrund bestehender X-Ineffizienzen auf 15 % bis 20 % der Gesamtkosten.⁵⁹ Aktuellere Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass europäische Airlines die Effizienzdefizite gegenüber US-amerikanischen Fluggesellschaften mittlerweile überwunden haben und heute ähnlich effizient sind.⁶⁰

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Deregulierung des europäischen Luftverkehrsmarktes zwar die Wettbewerbsintensität stark erhöht hat, wovon hauptsächlich die Konsumenten in Form von niedrigen Ticketpreisen profitiert haben. Allerdings haben die Airlines die damit verbundenen sinkenden Durchschnittserlöse zumindest teilweise mit Kostensenkungen und Effizienzsteigerungen kompensieren können, so dass eine Verantwortlichkeit der Deregulierungsmaßnahmen für die schlechte Renditesituation der europäischen Fluggesellschaften stark bezweifelt werden kann. Für eine systematische und längerfristige Ursache spricht die Tatsache, dass bereits lange vor der Deregulierung bei den Fluggesellschaften eine allgemein unbefriedigende Renditesituation vorlag. Vielmehr wurden die durch nationalstaatliche und protektionistische Regulierungen verursachten Effizienzmängel der Airlines durch den im Zuge der Deregulierung neu geschaffenen Wettbewerb aufgedeckt.⁶¹ Daher sollen im Folgenden weitere in der luftverkehrswissenschaftlichen Literatur diskutierte Bestimmungsgründe analysiert werden.⁶²

b) *Zyklizität des Luftverkehrs*

Im vorangegangenen Kapitel wurde deutlich, dass die jährlichen Nettogewinne der weltweiten Fluggesellschaften eine erhebliche Volatilität aufweisen. Dieser Eindruck bestätigt sich bei Betrachtung der prozentualen Veränderung der jährlichen Verkehrsleistung (RPK). Sie weist über die letzten 40 Jahre teilweise enorme Ausschläge auf. Im Durchschnitt ist die Luftverkehrsleistung in diesem Zeitraum um 6,1 % p. a. gewachsen, dabei offenbart sich die starke Streuung des jährlichen Wachstums in einer Standardabweichung von 4,1 %.⁶³

Die Zyklizität der Luftverkehrsnachfrage ist auf mehreren Ursachen zurückzuführen. Erstens sind die Oszillationen nachfrageinduziert, d. h. die Nachfrage nach

⁵⁹ Vgl. Ng/Seabright (2001).

⁶⁰ Vgl. Assaf/Josiassen (2012).

⁶¹ Vgl. Hartwig (2004), S. 276 f.

⁶² Vgl. Pilarski (2007), Dempsey (2008) sowie Borenstein (2011).

⁶³ Vgl. Huld (2014).

Luftverkehrsdienstleistungen ist im Zeitablauf nicht konstant. Bei den Kunden bestehen verschiedene vom Zeithorizont abhängige Präferenzmuster. Über einen Tag gesehen, sind bestimmte Abflugs- bzw. Ankunftszeiten stärker nachgefragt, so haben beispielsweise Geschäftsleute eine starke Präferenz für Flüge zu Tagesrandzeiten, um nach einer frühen Ankunft am jeweiligen Zielort genügend Zeit für geschäftliche Termine zu haben und um abends wieder zum Herkunftsort zurückzukehren. Damit entstehen Nachfragespitzen für Flüge, die morgens und abends stattfinden. Darüber hinaus ergibt sich für Interkontinentalflüge aufgrund der verschiedenen Zeitzonen die Notwendigkeit, Abflugzeiten so zu terminieren, dass sie für den jeweiligen Zielort und Reisezweck gewissen „Komfortzeitfenstern“⁶⁴ entsprechen. Auch im Verlauf einer Woche lässt sich eine Ungleichverteilung der Nachfrage feststellen. Hier sind insbesondere die Wochenrandtage stärker nachgefragt als die Tage in der Wochenmitte oder am Wochenende. Darüber hinaus schwankt die Nachfrage saisonal. Üblicherweise werden in den Quartalen in Frühling und Sommer deutlich mehr Flüge nachgefragt als in den Quartalen in Herbst und Winter, was hauptsächlich mit touristischen Aktivitäten zu begründen ist. Die jährliche Nachfragespitze, die gewöhnlich im August auftritt, weist ca. 10 bis 20 % mehr Verkehr auf als die relativ nachfrageschwachen Monate Januar oder Februar.⁶⁵

Zweitens können Oszillationen der Luftverkehrsleistung auch angebotsinduziert sein. Nachtflugbeschränkungen an Flughäfen sorgen beispielsweise dafür, dass Flüge gar nicht oder nur stark limitiert in den Abend- und Nachtstunden angeboten werden können. Hiervon sind im Passagierverkehr primär Flüge zu touristischen Destinationen oder Interkontinentalflüge betroffen.⁶⁶ Aber auch am Tag ist das Luftverkehrsangebot nicht unbedingt gleich verteilt. An großen Drehkreuzen der meist international operierenden Netzwerkfluggesellschaften finden in der Regel sogenannte hub-and-spoke-Verkehre statt. Hierbei leiten die Airlines Passagierströme von Zubringerflügen aus peripheren Regionen zu ihrem „Hub“, um sie dann auf Langstreckenflügen zu bündeln bzw. umgekehrt, ankommende Passagiere mit Verteilerflügen zu ihren Zieldestinationen zu bringen. Für diese Verkehre ist es notwendig, ankommende und abgehende Flüge an einem Drehkreuz bzw. Hub zu synchronisieren. Dabei ergeben sich sogenannte Inbound-Wellen, bei denen in kurzer

⁶⁴ *Pilarski* (2007), S. 87.

⁶⁵ Vgl. *Dempsey* (2008), S. 450 f.

⁶⁶ Vgl. *Pilarski* (2007), S. 87 f.

Zeit viele Zubringerflüge ankommen. Nach einer Transferzeit, in der die Passagiere umsteigen, findet dann eine Outgoing-Welle der Langstrecken- bzw. Verteilerflüge statt.⁶⁷

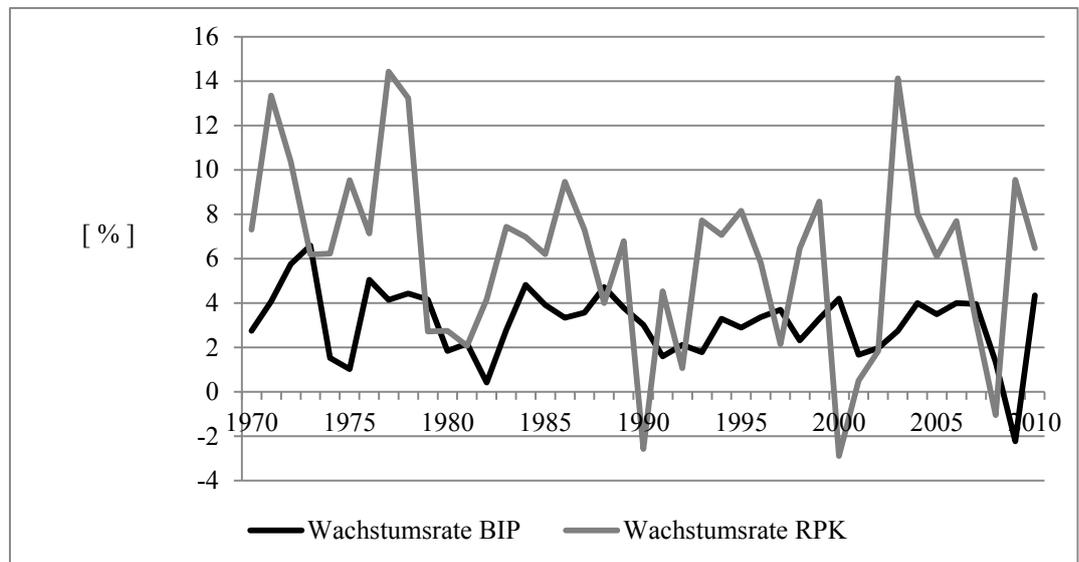
Über einen längeren Zeitraum sorgen auch die Flottenplanungen der Fluggesellschaften für angebotsinduzierte Oszillationen der Luftverkehrsleistung. Stellen die Airlines in ihrer Flotten einen Kapazitätsbedarf fest, so werden üblicherweise Bestellungen bei der Flugzeugindustrie abgegeben. Um hier Mengenrabatte nutzen zu können, werden diese Bestellungen in der Regel en bloc abgegeben, d. h. man bestellt mehrere Flugzeuge des gleichen Typs auf einmal. Im Anschluss daran sorgt zunächst die Fertigungsdurchlaufzeit der Flugzeugproduzenten für eine Verzögerung. Die Zeit zwischen Bestellung und Auslieferung eines modernen Passagierflugzeuges beträgt ca. 18 bis 24 Monate. Nach der Auslieferung dauert es einige Zeit, bis die jeweilige Airline sich nach Erhalt der neuen und eventuellen Ausmusterungen alter Flugzeuge der aktuellen Kapazität ihrer Flotte bewusst wird und diese in ihrem Yield-Management implementiert. Hierbei kann es durchaus dazu kommen, dass die dann vorliegende Flottenkapazität nicht der gewünschten entspricht und entweder weitere Flugzeuge ausgemustert oder bestellt werden müssen, was zusätzliche Verzögerungen mit sich bringt. Diese Verzögerungen für Kapazitäts- und damit auch Angebotsschwankungen machen eine konstante Anpassung an die jeweils vorherrschende Nachfrage schwierig.⁶⁸

Drittens tragen auch konjunkturelle Schwankungen stark zur Zyklizität der Luftverkehrsnachfrage bei. Konjunkturschwankungen finden sowohl auf regionaler als auch auf globaler Ebene statt und können mitunter auch als gravierende Wirtschaftskrisen zutage treten. Diese Konjunkturzyklen manifestieren sich in einem Schwanken der industriellen Produktion und der persönlichen Einkommen der betroffenen Wirtschaftssubjekte und damit des jeweils betrachteten Bruttoinlandsproduktes (BIP). In den letzten 40 Jahren wuchs das weltweite BIP durchschnittlich um ca. 3,1 % p. a. bei einer Standardabweichung von ca. 1,5 % (Abbildung 9).

⁶⁷ Vgl. *Belobaba* (2009), S 163 ff.

⁶⁸ Vgl. *Liehr et al.* (2001).

Abbildung 9: Prozentuale Veränderung der jährlichen Luftverkehrsleistung (RPK) und des weltweiten BIP 1970-2011



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Airlines for America* (2013a).

Der weltweite Luftverkehr weist in diesem Zusammenhang eine starke Konjunktur reagibilität auf, denn die allgemeine konjunkturelle Lage wird als primärer Treiber der Luftverkehrsnachfrage angesehen. Üblicherweise folgt auf einen Konjunkturunbruch eine Reduktion der Luftverkehrsnachfrage mit einer Zeitverzögerung von drei bis sechs Monaten, die zu Gewinnreduktionen und sogar Verlusten bei den Fluggesellschaften führen.⁶⁹ Dieser Zusammenhang zwischen Konjunktur bzw. BIP-Wachstum und Luftverkehrsleistung ist auf eine positive Einkommenselastizität der Luftverkehrsnachfrage zurückzuführen.⁷⁰ Normale Güter weisen Einkommenselastizitäten von 0 bis 1 auf, d. h. auf eine 1 %-ige Erhöhung des Einkommens folgt ein unterproportionaler bis proportionaler Anstieg der Nachfrage. Bei sogenannten Luxusgütern, die nicht lebensnotwendig sind, wozu auch touristische Fernreisen mit dem Flugzeug gezählt werden, steigt die Nachfrage überproportional, d. h. sie weisen meist Einkommenselastizitäten von größer 1 auf.⁷¹ In empirischen Studien beobachtete man in der Vergangenheit für Luftverkehrsdienstleistungen

⁶⁹ Vgl. O'Connell (2011), S. 68 f.

⁷⁰ Vgl. Holloway (2008), S. 101 f.

⁷¹ Vgl. Intervistas (2007), S. 4.

überwiegend positive Einkommenselastizitäten, meist im überproportionalen Bereich.⁷²

Die dargestellten nachfrage- sowie angebotsinduzierten Schwankungen des Luftverkehrs wirken sich genau wie konjunkturelle Schwankungen negativ auf die Profitabilität der Fluggesellschaften aus, da die Kapazitäten der Airlines fix und Luftverkehrsdienstleistungen generell nicht lagerfähig sind. Insbesondere die mittel- und langfristigen Zyklizitäten erschweren eine konstante Auslastung einer gegebenen Flotte mit entsprechend hohen Fixkosten.⁷³ Allerdings lassen sich auch in konjunkturellen Hochphasen sowie zu nachfragestarken Jahreszeiten keine übermäßig hohen Renditen bei den Airlines beobachten. Es ist daher wahrscheinlich, dass Zyklizitäten im Luftverkehr zwar allgemein einer hohen Profitabilität abträglich sind, sie aber vermutlich nicht als Hauptursache für die vorzufindende schlechte Renditesituation angesehen werden können.⁷⁴

c) *Exogene Schocks*

Neben der dem Luftverkehr inhärenten Zyklizität sorgen auch äußere, meist kurzfristig eintretende Ereignisse für abrupte Veränderungen der Luftverkehrsnachfrage. Diese exogenen Schocks haben meist einen politischen oder terroristischen Hintergrund, können aber auch durch nicht vorhersehbare Naturereignisse bzw. Naturkatastrophen ausgelöst werden. Sie bewirken entweder bei den Passagieren einen spontanen und für die Fluggesellschaften deutlich spürbaren Nachfragerückgang oder veranlassen Behörden und Regierungen, den Luftverkehr zur Gefahrenabwehr für eine gewisse Zeit in einer bestimmten Region zu beschränken oder ganz zu unterbinden. Den schwerwiegendsten exogenen Schock der letzten Jahre stellen die Terroranschläge vom 11. September 2001 in den USA dar. Im Gegensatz zur öffentlichen Wahrnehmung, dass die Anschläge die Luftverkehrsbranche in der Folge in eine tiefe Krise gestürzt haben, gab es allerdings bereits vor dem 11. September Hinweise auf ein Abklingen der bis dahin stark wachsenden Luftverkehrsnachfrage.

⁷² Vgl. *Intervistas* (2007), S. 10 ff., In einer eigenen Untersuchung errechnet *Intervistas* auf Basis der Methode der kleinsten Quadrate eine relativ niedrige Einkommenselastizität der weltweiten Luftverkehrsnachfrage von 0,03 und die der europäischen Luftverkehrsnachfrage von 0,09, wofür allerdings Einschränkungen der Qualität der zugrunde liegenden BIP-Daten verantwortlich gemacht werden. Vgl. *Intervistas* (2007).

⁷³ Vgl. *Pilarski* (2007), S. 88.

⁷⁴ Vgl. *Hartwig* (2004).

Die Anschläge haben die Krise daher nicht ausgelöst, aber doch beträchtlich verstärkt.⁷⁵ Durch den terroristischen Akt, der sich direkt des Luftverkehrssystems bedient hat, wurden Sicherheitslücken offengelegt, die in den USA unmittelbar nach den Anschlägen zu temporären Flugverboten führten. Die Sicherheitsbedenken der Kunden führten direkt nach Aufhebung der Flugverbote zu einem drastischen Nachfragerückgang im US-amerikanischen Inlandsmarkt von 30,0 %. Mittelfristig sank diese Nachfrage aufgrund der Anschläge bis 2003 um 7,4 % und der durchschnittliche Yield der Airlines im gleichen Zeitraum um 10,0 %.⁷⁶ Gleichzeitig wirkten sich die Anschläge negativ auf die US-amerikanische Nachfrage nach internationalen Luftverkehrsverbindungen aus. Die Nachfrage sank kurzfristig um 26,5 % und mittelfristig bis 2003 um 19,6 %.⁷⁷ Der Nachfrageeinbruch und der damit verbundene Erlösausfall sowie der drastische Anstieg von Versicherungsprämien führte 2001 zu einem Jahresverlust der US-Airlines in Höhe von 7,7 Mrd. US\$.⁷⁸

In Europa kam es durch die Anschläge kurzfristig zu keinem nennenswerten Nachfrageeinbruch bei den innereuropäischen Flügen. Mittelfristig sank die Nachfrage bis 2003 hier aber auch um 17,4 %, im internationalen Luftverkehr war der Nachfragerückgang mit 33,0 % sogar noch größer. Dies spiegelt die damalige Befürchtung der Europäer wider, nach den USA das nächste Ziel des weltweiten Terrorismus zu werden.⁷⁹ Der Jahresverlust der europäischen Fluggesellschaften belief sich 2001 auf 3 Mrd. US\$. Das verschärfte die finanzielle Schieflage, in der sich einige europäische Airlines befanden, und führte teilweise zu vorzeitigen Insolvenzen, wie z. B. bei der belgischen Sabena oder der schweizerischen Swissair.⁸⁰

Ein weiteres Beispiel für einen exogenen Schock mit gravierenden Auswirkungen ist der Ausbruch der Vogelgrippe bzw. des „Severe Acute Respiratory Syndrome“ (SARS) von Februar bis Mai 2003. Diese von Geflügel auf den Menschen übertragene Form der Grippe breitete sich, von China ausgehend, weltweit in 25 Ländern aus. An ihrer Verbreitung war der internationale Luftverkehr maßgeblich beteiligt. Die ersten SARS-Fälle traten in der Region um Hong Kong auf, die durch ihren

⁷⁵ Vgl. Hartwig (2004), S. 273 f. sowie Doganis (2010) S. 17.

⁷⁶ Vgl. Ito/Lee (2005a).

⁷⁷ Vgl. Ito/Lee (2005b).

⁷⁸ Vgl. Hartwig (2004), S. 273.

⁷⁹ Vgl. Ito/Lee (2005b).

⁸⁰ Vgl. Hartwig (2004), S. 273.

großen internationalen Flughafen mit zahlreichen weltweiten Flugverbindungen eine bedeutsame Luftverkehrsankunft besitzt. Dies führte relativ schnell zu einem globalen Auftreten einzelner Krankheitsfälle.⁸¹ Bei Flugreisen von und nach Asien bestand eine große Verunsicherung, die einen deutlichen Nachfrageeinbruch auf diesen Relationen bewirkte. Für Airlines aus dem asiatisch-pazifischen Raum, die von der SARS-Krise am stärksten betroffen waren, schätzt die IATA den Nachfrageausfall während der Krise auf 8 % der jährlichen Luftverkehrsleistung, was einem Erlösausfall von ca. 6 Mrd. US\$ entspricht.⁸²

Ein exogener Schock der jüngeren Vergangenheit ist der Vulkanausbruch des Eyjafjallajökull im April 2010 auf Island und die damit einhergehende Bedrohung durch eine Aschewolke, die sich mehrere Tage im europäischen Luftraum befand. Da Vulkanasche Triebwerke und andere Flugzeugsysteme potenziell schädigen kann, wurde ein Großteil des betroffenen Luftraums in der EU von den jeweils zuständigen Behörden geschlossen. Im Zeitraum vom 15. April bis zum 21. April 2010 fielen mehr als 100.000 innereuropäische und interkontinentale Flüge sowie Transitflüge aus, wovon ca. 10 Mio. Passagiere betroffen waren.⁸³ Europäische Airlines verzeichneten dabei mit 70 % den größten Anteil aller ausgefallenen Flüge. Die umfangreichsten Luftraumschließungen wurden am 19. April erlassen, was allein an diesem Tag zu einem Erlösausfall bei den Fluggesellschaften von 418 Mio. US\$ führte. Über die gesamte Periode der Beeinträchtigung durch Vulkanasche entstand den Airlines ein geschätzter Umsatzverlust von insgesamt 1,7 Mrd. US\$.⁸⁴

Im Allgemeinen wird angenommen, dass solche kurzfristigen exogenen Schocks nur temporäre Auswirkungen auf die Erlös- und Gewinnsituation der Airlines haben. Für den speziellen Fall der Terroranschläge vom 11. September konnte aber nachgewiesen werden, dass durch die als Konsequenz der Anschläge eingeführten Sicherheitsmaßnahmen die direkten Kosten des Luftverkehrs gestiegen sind, was sich auch langfristig negativ auf Luftverkehrsnachfrage auswirkt.⁸⁵ Da diese

⁸¹ Vgl. *Bowen Jr./Laroe* (2006).

⁸² Vgl. *International Air Transport Association* (2006a).

⁸³ Vgl. *Europäische Kommission* (2010a).

⁸⁴ Vgl. *International Air Transport Association* (2010a).

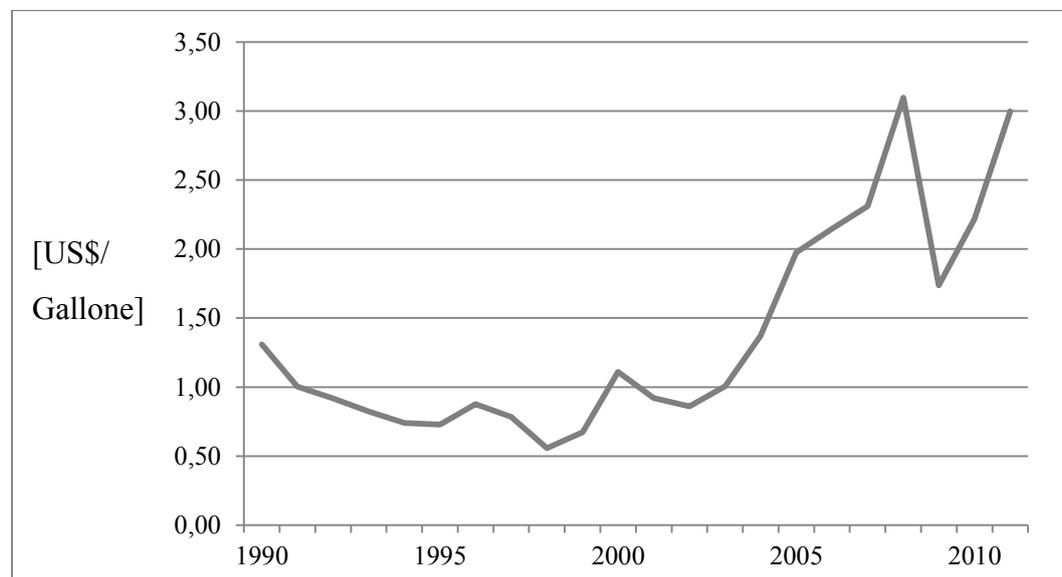
⁸⁵ Vgl. *Blunk/Clark/McGibany* (2006).

Schocks aber nicht permanent auftreten, sind Verluste oder außergewöhnlich geringe Renditen der Fluggesellschaften in schockfreien Zeiten damit nicht zu erklären.

d) *Faktorpreise*

Einer der wichtigsten Inputfaktoren von Fluggesellschaften ist Flugbenzin bzw. Kerosin. In den vergangenen Jahren haben die Airlines hier einen deutlichen Anstieg des Kerosinpreises hinnehmen müssen. Im Zeitraum von 1990 bis 2011 ist der durchschnittliche Kerosinpreis nominell um 294 % gestiegen. Dabei verlief die Preisentwicklung bis 1999 noch relativ konstant in einer Spannbreite von 0,40 auf 0,76 US\$/Gallone, erst nach 1999 stieg der Preis erheblich von 0,50 auf 3,00 US\$/Gallone im Jahr 2011 an, was einer nominellen Steigerung in diesem verkürzten Zeitraum von gut 500 % entspricht. In Preisen von 2011 fällt die Kerosinpreissteigerung zwar etwas schwächer aus, ist aber dennoch beträchtlich. In der gesamten Periode von 1990 bis 2011 stieg der Preis real um 129 % von 1,31 auf 3,00 US\$/Gallone, für die Zeit nach 1999 beträgt der reale Preisanstieg 346 % (Abbildung 10).⁸⁶

Abbildung 10: Entwicklung des Kerosinpreises 1990-2011 zu Preisen von 2011



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *U.S. Energy Information Administration* (2013).

⁸⁶ Eigene Berechnung in Anlehnung an *U.S. Energy Information Administration* (2013).

Der Anstieg des Kerosinpreises hat für die Airlines drastische Konsequenzen. Insbesondere der Anstieg nach 1999, der hauptsächlich auf den Irak-Krieg, das Wirtschaftswachstum in Asien und die Fördermengenbegrenzung der OPEC-Staaten zurückzuführen ist, vergrößerte den durchschnittlichen Anteil der Treibstoffkosten an den gesamten Betriebskosten deutlich. Lag der Anteil 1994 noch bei 11,4 %, so ist er bis zum Jahr 2000 auf 14,4 % gestiegen, hat sich bis 2007 auf 25,4 % erhöht und erreichte 2008 schließlich 32,3 %.⁸⁷

Es ist davon auszugehen, dass sich die Kerosinpreissteigerungen der Vergangenheit negativ auf die Renditen der Fluggesellschaft ausgewirkt haben. Unklar ist, welchen Stellenwert sie unter sämtlichen verlustfördernden Faktoren einnehmen. In den USA erwirtschafteten die dort ansässigen Airlines im Zeitraum von 1986 bis 2004, in dem der Kerosinpreis relativ stabil war, in 13 der 19 Jahre Verluste.⁸⁸ Ähnliches lässt sich auch für die Rendite der weltweiten Fluggesellschaften in der zuvor betrachteten Periode stabiler Kerosinpreise von 1990 bis 1999 betrachten. Es ist daher zu vermuten, dass Preissteigerungen beim wichtigen Inputfaktor Kerosin zwar die Profitabilität der Airlines hemmen. Dass sie die Hauptursache für die zum Teil hohen Verluste der Branche sind, ist hingegen sehr unwahrscheinlich. Für die Zukunft ist trotz intensiver Bemühungen der Flugzeugindustrie keine gravierende Senkung des Kerosinverbrauchs pro Passagier bei neuentwickelten Flugzeugmustern zu erwarten. Zudem verweilen Flugzeuge durchschnittlich 20 bis 25 Jahre in den Flotten, so dass eine langfristige Steigerung der gesamtdurchschnittlichen Treibstoffeffizienz aufgrund von Technologieinnovationen von lediglich ca. 2 % realistisch ist.⁸⁹ Demnach dürfte es den Airlines schwer fallen, steigende Kerosinpreise durch den Kauf moderner Flugzeuge zu kompensieren.

Ein weiterer erfolgskritischer Inputfaktor, der erst 2008 von den Treibstoffkosten als größte Komponente der Betriebskosten abgelöst wurde, sind die Personalkosten. Der durchschnittliche Anteil der Personalkosten an den Betriebskosten der großen Netzwerkcarrier ist in den letzten Jahren bei vielen großen Fluggesellschaften gesunken. Bei den europäischen Airlines sank ihr Anteil von 27,2 % in 2001 auf 24,8 % in 2008.⁹⁰ Als Grund für die Reduktion des Anteils der Personalkosten kann

⁸⁷ Vgl. *Doganis* (2010), S. 74 f. sowie *International Air Transport Association* (2010b).

⁸⁸ Vgl. *Borenstein* (2011), S. 234.

⁸⁹ Vgl. *Air Transport Department* (o. J.).

⁹⁰ Vgl. *International Air Transport Association* (2010b).

zum einen der wachsende Anteil der Treibstoffkosten, aber auch der Kostendruck des im Zuge der Deregulierung etablierten Wettbewerbs gesehen werden. Zwar waren die Fluggesellschaften unmittelbar nach der Deregulierung in Europa nicht in der Lage, die realen Löhne signifikant zu reduzieren, dafür konnten sie aber die Stückkosten durch einen Anstieg der Arbeitsproduktivität bereits von 1991 bis 1994 um 23 % senken.⁹¹ Im internationalen Vergleich liegt der Personalkostenanteil europäischer Airlines allerdings um 4,7 Prozentpunkte deutlich über dem weltweiten Durchschnitt von 20,1 %.⁹² Zum einen sind hierfür starke Widerstände der Belegschaften gegen Modifikationen der Arbeitsbedingungen insbesondere in Ländern mit ehemals oder noch vorhandenen Staatsairlines ursächlich, zum anderen haben es Gewerkschaften in Europa geschafft, nach der Deregulierung den realen Lohn der Belegschaften substantiell anzuheben.⁹³ Generell haben Gewerkschaften eine starke Position innerhalb des Luftverkehrs. In den USA sind 49,3 % des Airlinepersonals in Gewerkschaften organisiert, die wiederum für ihre Mitglieder Gehälter verhandeln, die oftmals über ihren langfristigen Opportunitätskosten liegen. Das größte Preispremium von 36,5 % erhalten hierbei die Piloten, die als relativ knapper Inputfaktor Marktmacht gegenüber den Fluggesellschaften besitzen und diese insbesondere über gewerkschaftliche Zusammenschlüsse ausnutzen können.⁹⁴ Es kann davon ausgegangen werden, dass Gewerkschaften in Europa ebenfalls eine starke Verhandlungsposition besitzen, was eine Personalkostensenkung erschwert. Zudem sind in vielen europäischen Ländern die Lohnzusatzkosten, wie z. B. Sozialabgaben etc., relativ hoch, was den Inputfaktor Arbeit zusätzlich verteuert. Gestützt wird diese Vermutung durch die Erkenntnis, dass sich die Bruttojahresgehälter der Piloten in Europa auf einem deutlich höheren Niveau befinden als die ihrer Kollegen in Nordamerika.⁹⁵

⁹¹ Vgl. *Alamdari/Morrell* (1997).

⁹² Vgl. *International Air Transport Association* (2010b).

⁹³ Vgl. *Alamdari/Morrell* (1997).

⁹⁴ Vgl. *Hirsch* (2007).

⁹⁵ Vgl. *Doganis* (2006), 119 ff.

e) *Gebühren*

Einen weiteren Kostenfaktor für Fluggesellschaften stellen Gebühren dar. Bei Gebühren handelt es sich im juristischen Sinne um Einnahmen, die an öffentliche Stellen zur Deckung der Kosten der Inanspruchnahme bestimmter Leistungen gezahlt werden.⁹⁶

Im Luftverkehr werden Gebühren und Entgelte von öffentlichen oder (teil-)privaten Luftverkehrsdienstleistern für die Nutzung von bodengebundenen Infrastrukturen wie Start- und Landebahnen, Rollwege, Rampen und Terminals sowie für den Flugbetrieb begleitende Dienstleistungen wie Flugsicherung erhoben. In der Beziehung zwischen Fluggesellschaft und Flughafen existieren sie in Form von Flughafengebühren. Diese bestehen üblicherweise aus einer vom maximal zulässigen Abfluggewicht des jeweiligen Flugzeugs abhängigen Landegebuhr und einem Fluggastentgelt, das sich an der Anzahl der jeweils transportierten Passagiere orientiert.⁹⁷ Im Jahr 2011 haben die Flughäfen weltweit Flughafengebühren in Höhe von 59,6 Mrd. US\$ eingenommen.⁹⁸ Für den US-amerikanischen Luftverkehrsmarkt lässt sich zeigen, dass sich im Zeitraum von 1990 bis 2011 die Gesamtbetriebskosten der US-Airlines um ca. 132 % erhöht haben. Im gleichen Zeitraum sind ihre Ausgaben für Landegebühren etwas unterproportional um 122 % gestiegen. Der Anteil der Ausgaben der Landegebühren an den Gesamtbetriebskosten lag in der betrachteten Periode relativ konstant bei knapp unter 2 % (Abbildung 11).⁹⁹

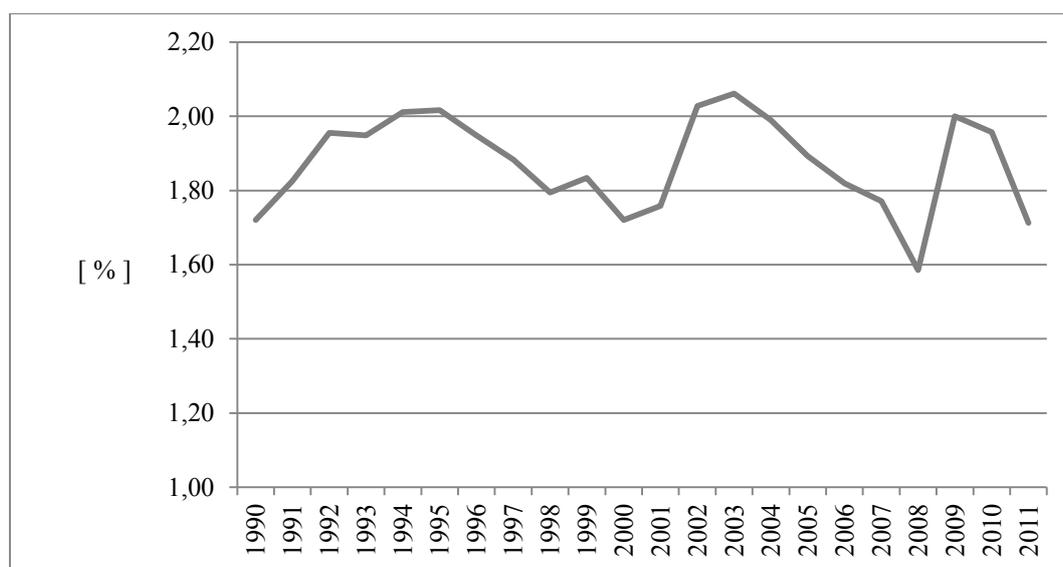
⁹⁶ Vgl. *Grossekettler* (2007) S, 670.

⁹⁷ Vgl. *Graham* (2003), S. 98 ff.

⁹⁸ Vgl. *International Air Transport Association* (2013b).

⁹⁹ Vgl. *U.S. Department of Transportation* (2013).

Abbildung 11: Anteil der Ausgaben für Landegebühren an den Gesamtbetriebskosten der US-amerikanischen Airlines 1990-2011



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *U.S. Department of Transportation* (2013).

Für Europa sind solche Zahlen nicht zu finden. Zwar sind die Landegebühren hier im Durchschnitt etwas höher als in den USA,¹⁰⁰ allerdings sind im Zeitraum von 1996 bis 2001 die Stückkosten der Networkairlines für die Nutzung der Flughafeninfrastruktur um 0,22 % und in den Folgejahren von 2001 bis 2004 nochmals um 0,13 % gesunken.¹⁰¹ Auch wenn keine Durchschnittswerte für Landegebühren weltweit existieren, so deuten der relativ konstante Anteil der Landegebühren an den Betriebskosten der US-Airlines und die leicht gesunkenen Infrastrukturstückkosten in Europa daraufhin, dass Landegebühren keinen dominierenden Faktor für die geringen Renditen der Fluggesellschaften darstellen. Gleiches gilt für die Preise für Bodenverkehrsdienstleistungen, wie Gepäckverladung, Betankung oder Passagierabfertigung, die in Europa mit der Deregulierung und dem daraus resultierenden Wettbewerb seit 1998 gesunken sind.¹⁰²

Im Gegensatz dazu dürften in der Folge der Terroranschläge vom 11. September 2001 die Sicherheitskosten des weltweiten Luftverkehrssystems gestiegen sein. Diese umfassen die Kosten für Sicherheitskontrollen von Passagieren, Personal und Gepäck. Hierfür existieren ebenfalls keine Durchschnittswerte. Jedoch dürfte der Großteil der gestiegenen Sicherheitskosten in den USA anfallen. Dort werden diese

¹⁰⁰ Vgl. *Swan/Adler* (2006), S. 108.

¹⁰¹ Vgl. *International Air Transport Association* (2006b).

¹⁰² Vgl. *Templin* (2007), S. 71 f.

Kosten seit 2002 mit der Erhebung der sogenannten „September 11th security fee“ teilweise gedeckt, die für jeden an einem US-amerikanischen Flughafen abfliegenden Passagier 2,50 US\$ beträgt. Im Jahr 2012 nahm die zuständige Transportation Security Administration damit ca. 1,9 Mrd. US\$ ein. Hinzu kamen ca. 0,38 Mrd. US\$ aus der „Aviation security infrastructure fee“, die direkt von den Fluggesellschaften erhoben wird. Somit ergeben sich in den USA Einnahmen aus der Erhebung von Sicherheitsgebühren von insgesamt 2,3 Mrd. US\$, die allerdings nur ca. 30 % der gesamten Sicherheitskosten in Höhe von ca. 7,5 Mrd. US\$ ausmachen. Die übrigen 5,2 Mrd. US\$ werden aus Steuermitteln finanziert.¹⁰³

Das Beispiel der USA macht deutlich, dass die Sicherheitskosten und damit auch die erhobenen Sicherheitsgebühren seit 2001 weltweit gestiegen sein dürften. Da jedoch auch vor 2001 die Renditesituation der Fluggesellschaften nicht zufriedenstellend war, kann auch diese Kostensteigerung nicht hauptursächlich sein. Dafür sprechen auch Untersuchungen aus den USA, die darauf hindeuten, dass Airlines Erhöhungen der Sicherheitsgebühren innerhalb eines halben Jahres auf die Fluggäste überwälzen können.¹⁰⁴

Eine weiterer Kostenfaktor, der für die Fluggesellschaften relevant ist, sind Gebühren für die Flugsicherung. Diese Dienstleistung umfasst die Aufsicht und Koordination der Flugbewegungen sowie die Gewährleistung eines funktionsfähigen Betriebs der hierfür notwendigen technischen Anlagen.¹⁰⁵ Auch hier existieren keine weltweiten Durchschnittswerte, an denen sich die Kostenentwicklung für die Airlines nachhalten lassen. Allerdings sehen sich die bisher überwiegend staatlichen Flugsicherungsdienstleister seit einiger Zeit einem gravierenden Strukturwandel gegenüber. Dabei ist eine Abkehr von der Organisation der Flugsicherung als staatliche Behörde oder Sondervermögen hin zu privaten Unternehmen zu beobachten. Bereits 1996 wurde mit der NavCanada das erste private Flugsicherungsunternehmen gegründet und fünf Jahre später im Vereinigten Königreich mit der National Air Traffic System Ltd. (NATS) zum ersten Mal ein öffentlich-privates Partnerschaftsprojekt (ÖPP) umgesetzt, bei dem die Anteilseigner aus dem Staat, einer

¹⁰³ Vgl. U.S. *Transportation Security Administration* (2012).

¹⁰⁴ Vgl. *Borenstein* (2011), S. 234.

¹⁰⁵ Vgl. *Schmidt* (2000), S. 94 f.

Gruppe von Airlines, dem NATS-Personal und der Heathrow Airport Holding bestehen.¹⁰⁶ Die Modernisierung der beiden Unternehmensstrukturen führte zu einer Verbesserung der operativen Leistungsfähigkeit und zu einer Reduktion der Kosten.¹⁰⁷ So konnte NavCanada im Nachgang der Privatisierung jährlich Kosten in Höhe von ca. 100 Mio. CA\$ einsparen.¹⁰⁸ Der NATS gelang es, ihre Kostenbasis um ca. 10 % zu senken.¹⁰⁹ Schon die Überführung der Flugsicherung von einem staatlichen Sondervermögen in ein staatliches Unternehmen mit privater Rechtsform hat in der Mehrzahl der Fälle zu einer Verbesserung der Effizienz beigetragen, wobei die Effizienzgewinne umso größer sind, je geringer die sozioökonomische und politische Einflussnahme der jeweiligen Regierungen ausfallen.¹¹⁰

Es ist somit unwahrscheinlich, dass Flugsicherungsgebühren einen wesentlichen Anteil an den geringen Profitabilitäten der Fluggesellschaften ausmachen, da die Durchschnittskosten hierfür auf Grund der Restrukturierung einiger Flugsicherungsorganisationen in den letzten Jahren tendenziell gesunken sein dürften. Darüber hinaus sind in den Luftverkehrsmärkten Europas und der USA Modernisierungen der Flugsicherungen geplant, die das Potential zu weiteren Effizienzvorteilen und zu sinkenden Tarifen haben. In den USA ist man bestrebt, das derzeitige nationale Luftraumsystem im Zuge des „Next Generation Air Transport System“-Projekts dahingehend zu überarbeiten, dass es der zukünftig steigenden Luftverkehrsleistung durch neue technischen Einrichtungen, Ausstattungen und Verfahren gerecht wird. Dabei sollen insbesondere die Sicherheit und die Effizienz der Flugsicherung weiter erhöht werden.¹¹¹ In Europa ist mit dem „Single European Sky“ die nationenübergreifende Neuordnung der europäischen Luftraumblöcke sowie eine technische Harmonisierung der Flugsicherungen geplant. Damit sollen ebenfalls die Sicherheit und die Effizienz der Flugsicherung gesteigert werden.¹¹²

Insgesamt lässt sich festhalten, dass kein akuter Zusammenhang zwischen Gebühren bzw. Entgelten und den geringen Renditen der Airlines angenommen werden

¹⁰⁶ Vgl. *NavCanada* (o.J.) sowie *National Air Traffic System* (o.J.).

¹⁰⁷ Vgl. *Oster* (2006).

¹⁰⁸ Vgl. *Oster/Strong* (2007), S. 45.

¹⁰⁹ Vgl. *Oster/Strong* (2007), S. 57.

¹¹⁰ Vgl. *Button/McDougall* (2006) sowie *McDougall* (2006).

¹¹¹ Vgl. *U.S. Government Accountability Office* (2012), S. 45 ff.

¹¹² Vgl. *Europäische Kommission* (o.J.).

kann. Diese Vermutung wird durch die Tatsache gestützt, dass der Anteil der Flughafenentgelte und Flugsicherungskosten an den Gesamtbetriebskosten von 7,1 % in 1994 auf 6,6 % in 2007 gesunken ist.¹¹³

f) Steuern

Im Gegensatz zu Gebühren sind Steuern allgemeine Zwangsabgaben, denen keine konkreten Leistungen der öffentlichen Hand gegenüber stehen.¹¹⁴ Auf die üblichen im Verkehrssektor erhobenen Steuern, wie Energiesteuer auf den eingesetzten Kraftstoff und Umsatzsteuer auf die Ticketpreise, wird im internationalen Luftverkehr aufgrund von vertraglichen Bestimmungen im Chicagoer Abkommen und in den bilateralen Luftverkehrsabkommen verzichtet.¹¹⁵ Dennoch finden sich im internationalen Luftverkehr Steuervorschriften, die aufgrund der verschiedenen nationalen Gesetzgebungen sehr heterogen zu Tage treten.

In den USA werden Luftverkehrssteuern erhoben, um in erster Linie die weitgehend staatliche Flughafen- und Flugsicherungsinfrastruktur zu finanzieren, weshalb man hier eher von Gebühren und nicht von Steuern im streng ökonomischen Sinne sprechen kann. Dennoch werden diese Abgaben in den USA als Steuern tituliert und in drei Kategorien eingeteilt: erstens für den Personentransport im Luftverkehr, zweitens für die Benutzung internationaler Luftverkehrseinrichtungen und drittens für den Warentransport im Luftverkehr. In der ersten Kategorie werden zwei Steuern erhoben: eine personenbezogene Steuer, die derzeit 7,5 % des Ticketpreises beträgt, und ein fixer Betrag von 3,90 US\$ für jedes Flugsegment, d. h. für jeden mit Start und Landung absolvierten Flug im Inland. In der zweiten Kategorie werden für ankommende und abgehende internationale Flüge aus den bzw. in die USA jeweils 17,20 US\$ pro Passagier erhoben. In der dritten Kategorie werden Warentransporte per Flugzeug mit 6,25 % des Transportpreises besteuert.¹¹⁶

In Europa gibt es derzeit keinen einheitlichen Ansatz zur Besteuerung von Airlines auf der Gemeinschaftsebene, stattdessen erheben einige Mitgliedsstaaten der EU nationale Luftverkehrssteuern. So erhebt beispielsweise Deutschland seit Januar 2011 die Luftverkehrsabgabe auf von inländischen Flughäfen startende Flüge.

¹¹³ Vgl. *Doganis* (2010), S. 75.

¹¹⁴ Vgl. *Grossekettler* (2007) S. 670.

¹¹⁵ Vgl. *Keen/Strand* (2007), S. 5 ff.

¹¹⁶ Vgl. *U.S. Department of the Treasury* (2012), S. 27 ff. sowie *Airlines for America* (2013b).

Diese Steuer bemisst sich nach dem Zielland bzw. nach der geflogenen Distanz zum Zielort, die in drei grobe Entfernungskategorien eingeteilt wird, die im Wesentlichen den üblichen Distanzen auf Kurz-, Mittel- und Langstrecke entsprechen. Für Kurzstreckenflüge wird derzeit pro Passagier eine pauschale Steuer von 7,50 €, für Mittelstreckenflüge 23,43 € und für Langstreckenflüge 42,18 € als Aufschlag auf den Ticketpreis erhoben. Der Luftfrachtverkehr bleibt von der Steuer unberührt.¹¹⁷ Im ersten Jahr der Einführung wurden Steuereinnahmen von 959 Mio. € erzielt. Sie konnten größtenteils über die Ticketpreise an die Passagiere weitergegeben werden, so dass lediglich 100 Mio. € an Kosten für die Fluggesellschaften verbleiben. Die mit Einführung der Steuer einhergehende Nachfragedämpfung fiel mit ca. 1,1 % moderat aus und machte sich hauptsächlich an grenznahen Flughäfen und an Flughäfen mit hohem Anteil von LCCs bemerkbar.¹¹⁸ Ähnliche nationale Luftverkehrssteuern werden unter anderem in Frankreich und dem Vereinigten Königreich erhoben.¹¹⁹ Insgesamt lässt sich die Steuerbelastung insbesondere aufgrund der Energiesteuer- und Mehrwertsteuerfreiheit des internationalen Luftverkehrs als relativ gering bewerten und kann damit kaum zur Erklärung der systematisch schlechten Profitabilität der Airlinebranche beitragen.

Darüber hinaus besteht derzeit noch kein weltweit gültiges Instrument zur Anlastung der externen Kosten der Luftschadstoffemissionen des Luftverkehrs. Zwar wurde 2012 in der Europäischen Union der Luftverkehr in den CO₂-Emissionshandel mit einbezogen, allerdings wurde dieser Handel aufgrund enormen Widerstandes von Airlines aus Drittstaaten und der IATA für ein Jahr ausgesetzt und sind die Fristen für die Berichterstattung sowie den Nachweis der Emissionsberechtigungen für die Jahre 2013 und 2014 auf 2015 verschoben worden. Gleichzeitig hat die EU den Geltungsbereich des Emissionshandels auf innereuropäische Flüge bis 2016 begrenzt. Welche Kosten den europäischen Airlines hierdurch entstehen, ist noch nicht bekannt.¹²⁰ Die ICAO sieht zudem vor, bis zu ihrer Mitgliederversammlung 2016 ein marktbasierendes Internalisierungsinstrument zu entwickeln, das ab 2020 implementiert werden soll.¹²¹

¹¹⁷ Siehe LuftVStG.

¹¹⁸ Vgl. *Deutscher Bundestag* (2012), S. 72.

¹¹⁹ Vgl. *Ministère de l'écologie, du développement durable et de l'énergie* (2013) sowie *HM Revenue and Customs* (2013).

¹²⁰ Vgl. *Umweltbundesamt* (2014).

¹²¹ Vgl. *International Civil Aviation Organization* (2013a).

g) *Überkapazitäten*¹²²

Als eine zentrale Erklärung für die geringe Profitabilität der Fluggesellschaften wird oft ihre vermeintliche Neigung zu Überkapazitäten angeführt. Nach *Jensen* gibt es im Allgemeinen vier Ursachen für die Entstehung von Überkapazitäten. Sie können durch Nachfragerückgang, durch kapazitätserweiternden technologischen Fortschritt, Obsoleszenz schaffenden Wandel oder durch Investitionen einzelner Marktakteure entstehen, die den aggregativen Effekt ihrer Handlungen nicht berücksichtigen.¹²³ Die drei erstgenannten Entstehungsgründe für Überkapazitäten lassen sich im Luftverkehr nicht beobachten. Wie bereits gezeigt, weist er eine wachsende Nachfrage auf und zeigt keine Anzeichen für kapazitätserweiternden technologischen Fortschritt oder Obsoleszenz schaffenden Wandel. Ursächlich scheinen daher Investitionen von Wettbewerbern zu sein, deren kapazitative Auswirkung auf die Branche nicht berücksichtigt werden.

Einige Experten vertreten die Meinung, dass Airlines im Allgemeinen zu leicht an Kapital gelangen, das hauptsächlich in die jeweiligen Flugzeugflotten investiert wird.¹²⁴ Diese Investitionen stellen dann entweder Ersatz- oder Erweiterungsinvestitionen dar. Vom Kapitalmarkt geht dabei offenbar keine disziplinierende Wirkung hinsichtlich der Flottenkapazität aus, da auch trotz vorheriger Verluste der Airlines weiter Kapital zur Verfügung gestellt wird. Die Folge sind Überkapazitäten. Dementsprechend sinken die Preise, was in Anbetracht der hohen Fixkosten der Fluggesellschaften wiederum zu höheren Verlusten führt.¹²⁵

Ursache für diesen leichten Zugang zu frischem Kapital waren in Europa lange Zeit staatliche Beihilfen für nationale Staatscarrier bzw. Flag-carrier.¹²⁶ Allerdings scheinen auch private Fluggesellschaften in der Vergangenheit wenige Probleme bezüglich der Finanzierung ihrer Flotten gehabt zu haben. Kapitalgeber haben Fluggesellschaften offenbar über viele Jahre als sicheres Finanzobjekt eingestuft. Es ist daher zu vermuten, dass der bis zur Deregulierung gültige protektionistische Regulierungsrahmen die geringen Ausfallrisiken der Airlines gestützt hat. Mit der Dere-

¹²² Die folgenden Ausführungen zu Überkapazitäten im Luftverkehr beziehen sich auf *Huld* (2013).

¹²³ Vgl. *Jensen* (1993), S. 839 ff.

¹²⁴ Vgl. *Pilarski* (2007), S. 97 ff.

¹²⁵ Vgl. *Pilarski* (2007).

¹²⁶ Vgl. *Button* (2004), S. 116 sowie *Odoni* (2009), S. 25.

gulation befanden sich aber vermehrt auch bis dato mutmaßlich krisenfeste Fluggesellschaften in finanziellen Engpässen. Bekannte Beispiele sind die Insolvenzen der Pan Am in den USA und der Swissair in Europa. Diese Erkenntnis führte in der Folge dazu, dass Kapitalgeber heute zunehmend das Kreditrisiko der Assets selber bewerten, also konkret das der Flugzeuge, anstelle des Kreditrisikos der gesamten Fluggesellschaften. Der Vorteil, auf Flugzeuge abzustellen, liegt in diesem Zusammenhang in ihrer Homogenität und Mobilität. Flugzeuge, die im internationalen Luftverkehr eingesetzt werden, können bei Zahlungsunfähigkeit oder -unwilligkeit des Kreditnehmers problemlos vom Kreditgeber eingezogen werden, sobald diese sich in Hoheitsgebieten befinden, wo juristischer Zugriff besteht.¹²⁷

Der daraus folgende systematische Aufbau von Überkapazitäten im Luftverkehrsmarkt kann zu den anhaltenden Verlusten der Fluggesellschaften beitragen. In diesem Zusammenhang ist es zweckmäßig, zu ergründen, warum es aus Sicht der ökonomischen Theorie zum Aufbau von Überkapazitäten kommt und ob empirische Hinweise auf Überkapazitäten vorliegen.

Angesichts der geringen Renditen der Fluggesellschaften, die in den letzten zwanzig Jahren in keinem Jahr mit ihren durchschnittlichen Kapitalrendite ihre durchschnittlichen Kapitalkosten decken konnten, stellt sich daher die Frage, warum es trotz dieses jährlichen Verlustes an Shareholder Value¹²⁸ zu weiteren Investitionen in dieser Branche kommt. Die Reaktion der Anleger müsste in einem solchen Fall ein konsequenter Rückzug aus dem Markt und eine Desinvestition von Kapitalanteilen bei Luftverkehrsgesellschaften sein.

Die Literatur macht – unter anderem – irrationales Verhalten der Kapitalgeber für Überinvestitionen in Fluggesellschaften verantwortlich, da ein finanzielles Engagement im Luftverkehr, der gemeinhin als technologisch fortschrittlich und allgemein anziehend gilt, vermeintliche Reputationsgewinne bewirkt.¹²⁹ Daneben existieren allerdings auch zahlreiche Erklärungsansätze aus der ökonomischen Theorie, die den Aufbau von Überkapazitäten als rationales Verhalten sehen.

¹²⁷ Vgl. *Pilarski* (2007), S. 98.

¹²⁸ Vgl. *Pearce* (2013), S. 11.

¹²⁹ Vgl. *Dempsey* (2008), S. 466 f. sowie *Pilarski* (2007), S. 119 ff.

Prinzipal-Agenten-Probleme

Prinzipal-Agenten-Probleme basieren auf Informationsasymmetrien zwischen den Anteilseignern einer Fluggesellschaft, den sogenannten Prinzipalen, und den von ihnen mit der Geschäftsführung beauftragten Managern, den Agenten. Da üblicherweise das Eigentum an der Airline von ihrer Unternehmensführung getrennt ist, besitzen die Manager Informationsvorteile gegenüber den Anteilseignern und können diese zu ihrem persönlichen Vorteil einsetzen, was sich wiederum zum Nachteil der Anteilseigner auswirken kann. Überkapazitäten entstehen in diesem Kontext auf zwei Wegen. Erstens können Manager eine Präferenz für die Vergrößerung des Unternehmens besitzen und sogenanntes „empire building“ betreiben.¹³⁰ Dabei nutzen sie ihren diskreten Handlungsspielraum und investieren zur Verfügung stehendes Kapital ohne Berücksichtigung der Nettobarwerte der jeweiligen Investments.¹³¹ Sie sind bestrebt, mit Ausweitung des Ressourcenbestands, ihren Einflussbereich und ihre Reputation zu vergrößern, um so eine höhere Entlohnung mit steigender Verantwortung rechtfertigen zu können.¹³² Die zuvor angesprochene leichte Fremdkapitalbeschaffung für den Ausbau von Flottenkapazitäten wirkt hier unterstützend.¹³³

Zudem kann Myopie in der Unternehmensführung zu übersteigertem Investitionsverhalten führen. Darunter wird die Fokussierung auf kurzfristige Erfolge zu Lasten der mittel- und langfristigen Unternehmensziele verstanden, da das Management meist befristete Arbeitsverträge besitzt und zudem anhand der aktuellen Aktienkursentwicklungen gemessen und oft auch entlohnt wird.¹³⁴ Kurzfristig kann das Management dem Markt durch hohe Investitionen signalisieren, dass es langfristig profitable Investmentprojekte verfolgt. Der Kapitalmarkt bzw. die Anteilseigner haben aber meist nicht die nötigen Informationen, um die langfristige Rentabilität einschätzen zu können, vertrauen diesen Signalen und stellen Kapital zur Verfügung.¹³⁵

¹³⁰ Vgl. *Baumol* (1959), *Jensen* (1986) sowie *Stulz* (1990).

¹³¹ Vgl. *Asker/Farre-Mensa/Ljungqvist* (2011).

¹³² Zum „empire building“ siehe auch Kapitel IV.B.3.a).

¹³³ Vgl. *Wojahn* (2012), S. 2 f.

¹³⁴ Vgl. *Asker/Farre-Mensa/Ljungqvist* (2011).

¹³⁵ Vgl. *Bebchuk/Stole* (1993).

Hysterese

Ein weiterer Erklärungsansatz für übersteigerte Flotteninvestitionen wird mit dem Begriff Hysterese beschrieben. Allgemein versteht man darunter das Fortdauern einer Reaktion bzw. eines Effektes nach Wegfall des ursprünglichen Stimulus.¹³⁶ Eine Firma ist dann bereit, in einen potenziellen Markt einzutreten, wenn der Produktpreis über den variablen Stückkosten liegt und die langfristigen Durchschnittskosten gedeckt werden. Geht dieser ursprüngliche Anreiz verloren und sinkt der Marktpreis nach Markteintritt, so wird die Firma dennoch im Markt verbleiben, solange der Preis noch den variablen Kosten entspricht.¹³⁷ Dies ist im Luftverkehr mit der Entscheidung zur Investition in Flottenkapazitäten zu vergleichen. Eine solche Entscheidung geschieht immer unter Unsicherheit. In einer konjunkturellen Hochphase des Luftverkehrsmarktes können Flugpreise erzielt werden, die über den variablen Stückkosten liegen. Dementsprechend werden Kapazitäten erweitert und Flugzeuge bestellt. Die Fertigungsdurchlaufzeiten der Flugzeugindustrie können aber dazu führen, dass Kapazitäten erst zu nachfrageschwächeren Zeiten mit sinkenden Ticketpreisen zur Verfügung stehen. Auch wenn Flugzeuge untereinander relativ homogen sind, existieren doch einige airlinespezifische Produktkomponenten, wie z. B. Lackierung, Sitzkonfiguration oder Interieur, die bei einem Weiterverkauf nicht vergütet werden und somit irreversible Kosten darstellen. Hinzu kommt, dass in Zeiten allgemeiner Luftverkehrskrisen der Wiederverkaufswert der Flugzeuge unter dem eigentlichen Buchwert liegen dürfte. So werden betroffene Airlines zunächst von einer Reduzierung ihrer Kapazitäten absehen, sofern der Betrieb ihrer zu diesem Zeitpunkt akkumulierte Flugzeugflotte die variablen Kosten deckt. Ferner würden vom positiven Preiseffekt der Reduzierung der eigenen Kapazitäten alle Fluggesellschaften am Markt profitieren und nicht ausschließlich die eigene.¹³⁸

Eine bestimmte Überkapazität ist darüber hinaus von den Airlines gewünscht. Sie benötigen in ihren Yield-Management-Systemen freie Kapazitäten für kurzfristige

¹³⁶ Vgl. *Cross* (1993).

¹³⁷ Vgl. *Göcke* (2002), S. 168 f.

¹³⁸ Vgl. *Wojahn* (2012), S. 3 f.

Buchungen von preisunelastischen Kunden, die pro Kopf relativ hohe Erlöse generieren. Zudem möchte man in Märkten mit erwarteter steigender Nachfrage die vorhandenen Kapazitäten zur schnellen Marktanteilsgewinnung nutzen.¹³⁹

Vermeintliche Größenvorteile

Eine weitere Begründung für die Existenz von Überkapazitäten ist die Generierung von Kostendegressionseffekten durch Größenvorteile. Hierbei berufen sich Manager oft auf „economies of scale“, die durch eine Ausweitung der Inputs zu einem nur unterproportionalen Kostenanstieg führen.¹⁴⁰ Investitionen in zusätzliche Flugzeuge stellen eine solche Inputsteigerung bei Fluggesellschaften dar. Bei einer Berücksichtigung dieses Kostendegressionseffektes in der Investitionsentscheidung kommt es eher zu einem positiven Nettobarwert und damit leichter zur Entscheidung für die Investition.¹⁴¹ In der Literatur ist allerdings unklar, ob economies of scale in Zusammenhang mit Airlineflotten und Netzwerken tatsächlich realisiert werden können.¹⁴² Jedoch kann schon allein die Überschätzung von möglichen economies of scale durch das Management einer Fluggesellschaft im Zuge von Investitionsentscheidungen zu Überkapazitäten führen.

Staatliche Intervention

Staatliche Interventionen bieten ebenfalls eine theoretische Erklärung für Überkapazitäten. Zu Regulierungszeiten befanden sich weltweit die meisten Airlines ganz oder teilweise in Staatseigentum und fungierten als staatliche Monopolisten. Diese als „Flag-carrier“ oder Staatscarrier“ bezeichneten Fluggesellschaften gehen auf die Reorganisation des zivilen Luftverkehrs nach dem Zweiten Weltkrieg zurück. Damals wurden viele ehemals private Fluggesellschaften verstaatlicht und neue Airlines durch Regierungen als „Flag-carrier“ gegründet.¹⁴³ Der aggregative Effekt des staatlich gestützten Auf- und Ausbaus von Flottenkapazitäten wurde allerdings außer Acht gelassen. Dies hat dazu geführt, dass heute in nahezu jedem Staat eine aktuelle oder ehemalige Staatsairline mit umfangreicher Flotte operiert. Speziell die starke regionale Konzentration von Nationalstaaten in Europa führt so zu einem

¹³⁹ Vgl. Hartwig (2004), S. 280.

¹⁴⁰ Für eine detaillierte Erläuterung von economies of scale siehe Kapitel IV.B.1.a).

¹⁴¹ Vgl. Wojahn (2012), S. 5.

¹⁴² Vgl. Holloway (2008), S. 339 sowie Kapitel III. B. 1.

¹⁴³ Vgl. Hartwig (2004), S. 284.

besonders fragmentierten Luftverkehrsmarkt mit hohen Kapazitäten und intensivem Wettbewerb. Für die Fluggesellschaften bringt die Eigenschaft als Staatsairline neben dem Vorteil der staatlichen Protektion auch Nachteile mit sich. So waren zu Regulierungszeiten insbesondere bei europäischen Staatsairlines X-Ineffizienzen zu beobachten.¹⁴⁴ Die hierdurch hervorgerufenen Verluste wurden üblicherweise vom jeweiligen Eigentümerstaat übernommen bzw. durch staatliche Beihilfen kompensiert.

Der derzeit gültige Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEU-Vertrag) enthält jedoch wie schon der vorherige Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG-Vertrag) ein allgemeines Verbot staatlicher Beihilfen.¹⁴⁵ Allerdings sieht er auch Ausnahmen vor, die jedoch ex ante der Genehmigung der EU-Kommission bedürfen.¹⁴⁶

In der Zeit während und kurz nach der Deregulierung des europäischen Luftverkehrs von 1991 bis 1997, zu der auch eine gravierende Luftfahrtkrise vorherrschte, befanden sich zahlreiche europäische Airlines in finanziellen Nöten. Aufgrund dessen stellten die betroffenen Regierungen staatliche Beihilfen von insgesamt über 11 Mrd. US\$ für die jeweiligen Staatscarrier bereit, die der Zustimmung der Europäischen Kommission bedurften. Darüber hinaus bekamen die Airlines zusätzliche staatliche Finanzmittel in Höhe von 1,2 Mrd. US\$, die jedoch im Einklang mit dem europäischen Grundsatz des marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgebers standen und dementsprechend ebenfalls legal waren. So erhielten auch bis dahin (teil-)privatisierte Fluggesellschaften insgesamt knapp 2,2 Mrd. US\$ an staatlichen Kapitalzuschüssen (Tabelle 2).¹⁴⁷

¹⁴⁴ Vgl. *Windle* (1991)

¹⁴⁵ Art. 107 Abs. 1 AEU-Vertrag.

¹⁴⁶ Art. 107 Abs. 3 AEU-Vertrag.

¹⁴⁷ Vgl. *Doganis* (2006), S. 245 ff.

Tabelle 2: Staatliche Kapitalzuführungen für europäische Fluggesellschaften 1991-1997

Fluggesellschaft	Jahr	Kapitalzuführung [Mio. US\$]
staatlich		
<i>von der EU-Kommission als staatliche Beihilfe klassifiziert</i>		
Sabena	1991	1.800
Iberia	1992	830
Aer Lingus	1993	240
TAP Portugal	1994	1.200
Air France	1994	3.300
Olympic	1994	2.245
Alitalia	1997	1.708
<i>nicht als staatliche Beihilfe klassifiziert</i>		
Air France	1991	338
Sabena	1995	267
AOM French Airlines	1995	49
Iberia	1995	593
(teil-) privatisiert		
British Airways	1993	690
KLM	1994	620
Lufthansa	1994	710
Finnair	1992 - 1995	175

Quelle: Huld (2014) nach Doganis (2006).

Staatliche Beihilfen gehören aber nicht der Vergangenheit an. Auch in letzter Zeit sind in Europa diverse staatliche Beihilfen geflossen. In einigen Fällen waren diese mit dem europäischen Binnenmarkt vereinbar, wie z. B. im Fall des Verkaufs der Austrian Airlines an die Deutsche Lufthansa. Hier wurde als Kompensation für historisch aufgelaufene Verbindlichkeiten eine Restrukturierungsbeihilfe von 500 Mio. € von der österreichischen Regierung gezahlt.¹⁴⁸ In anderen Fällen stellten sie jedoch illegalen Beihilfen dar. Olympic Airlines hat beispielsweise von der griechischen Regierung von 2003 bis 2010 ca. 540 Mio. € unzulässige Zuwendungen überwiegend in Form nicht eingeforderter Sozial- und Steuerabgaben erhalten.¹⁴⁹ Hinzu kommt, dass in einigen Regionen, insbesondere in Nordamerika, ein Insolvenzrecht implementiert ist, das sogenannte „Chapter 11“, das von drohender oder akuter Zahlungsunfähigkeit betroffenen Unternehmen vorübergehend von Forderungen ihrer Gläubiger freistellt. Während dieser Zeit braucht das Unternehmen unter anderem keine Fremdkapitalkosten zu bedienen, unterliegt aber der Vorgabe, Restrukturierungsmaßnahmen zur Gewährleistung der Weiterführung der Geschäftstätigkeit

¹⁴⁸ Vgl. Europäische Kommission (2010b).

¹⁴⁹ Vgl. Haas (2010).

vorzunehmen. Durch diese protektionistische Gesetzgebung konnten in der Vergangenheit zahlreiche Fluggesellschaften, die auf dem freien Markt nicht wettbewerbsfähig waren, trotzdem überleben.¹⁵⁰

Die genannte Beihilfepraxis und Gesetzgebung bei Insolvenzen stellen im Luftverkehrsmarkt Marktaustrittsbarrieren dar, wodurch die Flottenkapazitäten ineffizienter Fluggesellschaften im Markt verbleiben. Demzufolge kommt es zu einem Preisverfall mit weiter sinkenden Renditen, der auf einem wettbewerblich organisierten Markt ohne staatliche Intervention so nicht stattfinden kann. Aufgrund des mittlerweile eingeführten Beihilfeverbots sind viele Regierungen alternativ dazu übergegangen, politischen Druck auf einheimische private oder auch staatliche Unternehmen bzw. Investoren ausüben, um ihnen die Rettung bzw. Übernahme einer defizitären Fluggesellschaft aufzudrängen. Beispielsweise wurde 2001 nach der Insolvenz der staatseigenen Sabena 2001 in Belgien kurzfristig die Nachfolgesellschaft Brussels Airlines ins Leben gerufen. Ähnliches geschah in der Schweiz, wo 2002 kurz nach dem Bankrott der Staatsairline Swissair die Swiss neu gegründet wurde.¹⁵¹ Auch aktuell hat der politisch motivierte Kapitaleinstieg der staatlichen italienischen Post bei der nahezu insolventen und erst 2008 privatisierten Alitalia den Verdacht auf verdeckte staatliche Beihilfe provoziert.¹⁵² Im Ergebnis verstärken solche staatlichen Handlungen die Persistenz von Überkapazitäten mit allen negativen Folgen für die Renditesituation der Airlines.

Auch wenn sich, wie gezeigt, ökonomische und politische Erklärungen für die Entwicklung von Überkapazitäten anführen lassen, bleibt offen, ob diese auch empirisch festzustellen sind. Die Auslastung der Flugzeugkapazitäten wird im Luftverkehr regelmäßig durch den sogenannten Sitzladefaktor gemessen. Dieser ergibt sich aus dem Quotienten der verkauften und angebotenen Sitzplatzkilometer.¹⁵³ Der weltweite Durchschnitt dieses Wertes ist in den letzten 20 Jahren kontinuierlich angestiegen und liegt aktuell bei ca. 78 %, was im Umkehrschluss bedeutet, dass Überkapazitäten bis auf 22 % abgebaut wurden.¹⁵⁴ Diese Interpretation unterliegt aber Einschränkungen, da diese Kennzahl keinen ökonomischen, sondern einen rein

¹⁵⁰ Vgl. *Rollman* (2005) sowie *Dempsey* (2008), S. 440.

¹⁵¹ Vgl. *Doganis* (2011), S. 41.

¹⁵² Vgl. *Michaels/Castonguay/Ball* (2013).

¹⁵³ Vgl. *Schmidt* (2000), S. 234.

¹⁵⁴ Vgl. *Huld* (2014), S. 32 f.

technischen Charakter besitzt. Zudem ist sie anfällig für Manipulationen, da sich bei rückläufiger Nachfrage der Sitzladefaktor erhöhen lässt, indem Flugfrequenzen verringert und Flugzeuge zwar passagiertechisch, aber zeitlich nicht voll ausgelastet werden. Demzufolge ist der Sitzladefaktor wenig geeignet, um ökonomisch fundierte Hinweise auf eventuell bestehende Überkapazitäten zu erhalten.

In der Vergangenheit sind in der Forschung erste Untersuchungen im Hinblick auf einen ökonomischen Nachweis für Überkapazitäten im Luftverkehrsmarkt publiziert worden. *Baltagi, Griffin* und *Vadali* haben für US-amerikanische Airlines eine variable Kostenfunktion geschätzt und das Minimum dieser Funktion als optimale Kapazitätsauslastung definiert. Sie zeigen, dass zur Zeit der Regulierung Überkapazitäten im US-amerikanischen Luftverkehrsmarkt vorlagen und diese im Zuge der Deregulierungsmaßnahmen erheblich reduziert werden konnten.¹⁵⁵

Eine weitere Studie von *Wojahn* zeigt, dass es den weltweiten Fluggesellschaften seit 1990 in keinem Jahr möglich war, ihre Kapitalkosten zu decken. Dessen ungeachtet zeigt die seit 1981 anhaltend positive Investitionsquote („capital expenditures per sales ratio“), dass sie ihr Anlagevermögen kontinuierlich erhöht haben, was für das Vorliegen von Überinvestitionen und demnach auch für Überkapazitäten spricht.¹⁵⁶

In einer weiteren Untersuchung analysiert *Huld* potenzielle Überkapazitäten im Luftverkehr anhand von Tobins q . Das betriebswirtschaftliche Tobins q wird durch den Quotienten aus Markt- und Reproduktionswert ermittelt. Allerdings sind die Reproduktionskosten für das Vermögen eines Unternehmens sehr schwer zu ermitteln, sodass in Forschung und Praxis der Buchwert des Unternehmensvermögens als Schätzer fungiert.¹⁵⁷ Ist der q -Wert kleiner eins, so liegt der Marktwert des Unternehmens unter seinem Buchwert. Der Markt traut dem Unternehmen zukünftig nicht zu, sein eingesetztes Vermögen wieder zu erwirtschaften. Weist eine Branche im Durchschnitt ein q von kleiner eins auf, so kann dies als Hinweis auf Überkapazitäten im Markt interpretiert werden. Dies ist insbesondere auf Märkten mit Sätti-

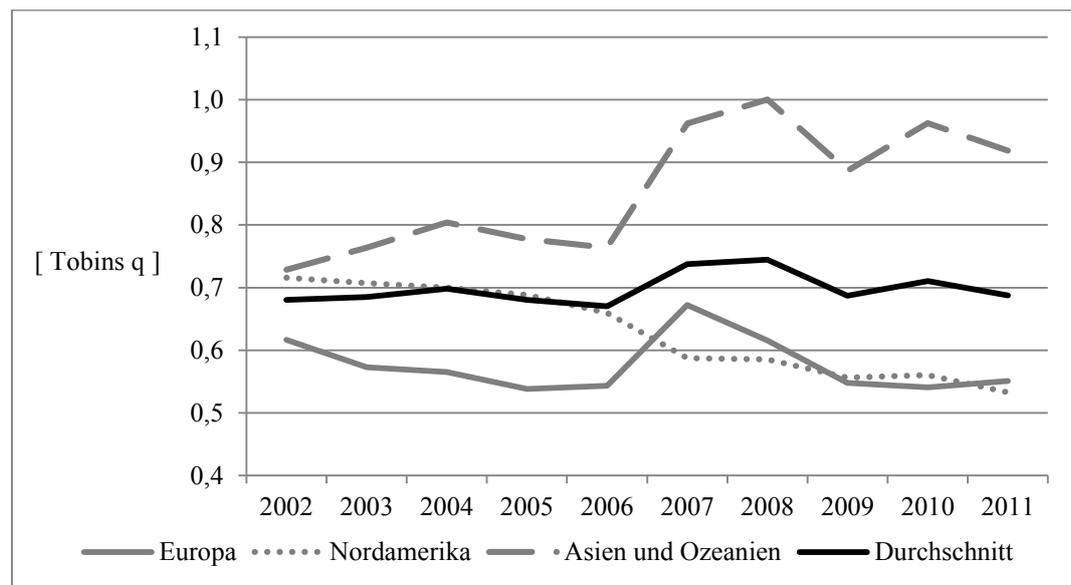
¹⁵⁵ Vgl. *Baltagi/Griffin/Vadali* (1998).

¹⁵⁶ Vgl. *Wojahn* (2012).

¹⁵⁷ Vgl. *Gehrke* (1994), S. 15.

gungstendenzen der Fall, auf denen die Unternehmen einen relativ hohen Fixkostenanteil aufweisen.¹⁵⁸ Am Beispiel von 40 Fluggesellschaften aus drei verschiedenen Regionen zeigt *Huld*, dass der branchendurchschnittliche q-Wert im gesamten Betrachtungszeitraum von 2002 bis 2011 unter dem Wert von eins lag (Abbildung 12).

Abbildung 12: Tobins q im internationalen Luftverkehr 2002-2011



Quelle: *Huld* (2014) S. 38.

Dieser niedrige Wert kann zwar die Existenz von Überkapazitäten nicht beweisen, er liefert hierfür aber einen validen Hinweis.¹⁵⁹ Es ist somit anzunehmen, dass ausgehend von den theoretischen Erklärungsansätzen im Luftverkehr Überkapazitäten aufgebaut wurden, die in der Lage sind, die Ertragssituation der Fluggesellschaften erheblich zu verschlechtern.

B. Marktstruktur im internationalen Luftverkehr

1. Triebkräfte des Wettbewerbs nach Porter

Mit Blick auf die schlechte Renditesituation der Fluggesellschaften auch aufgrund offensichtlicher Überkapazitäten bleibt zu klären, inwieweit die aktuelle Marktstruktur im Luftverkehr zu dieser Situation beiträgt. Zur Analyse der Marktstruktur einer speziellen Industrie sind die Determinanten zu identifizieren, die maßgeblich den Wettbewerbsdruck bestimmen. *Porter* hat hierfür das Instrument der fünf

¹⁵⁸ Vgl. *Gehrke* (1994), S. 17 ff.

¹⁵⁹ Vgl. *Gordon/Myers* (1998).

Triebkräfte des Wettbewerbs (Porter's Five Competitive Forces) entwickelt. Dieser Ansatz zerlegt die betrachtete Industrie, die als Gruppe von Unternehmen definiert wird, welche enge Substitutionsprodukte produzieren, in fünf Bestandteile und bestimmt qualitativ deren Einfluss auf die vorherrschende Wettbewerbsintensität. Die fünf Triebkräfte des Wettbewerbs sind nach Porter:

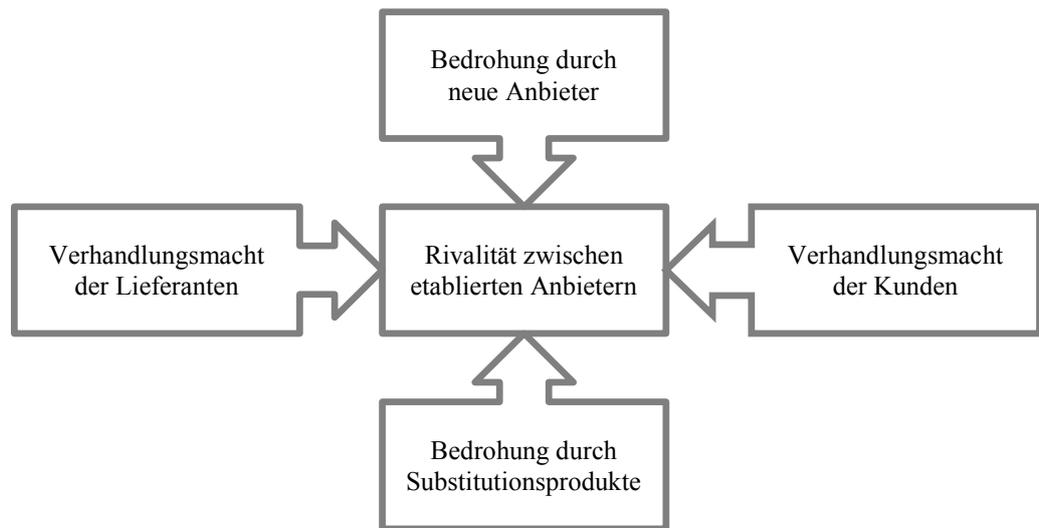
- Bedrohung durch neue Anbieter (Threat of new entrants)
- Verhandlungsmacht der Lieferanten (Bargaining power of suppliers)
- Verhandlungsmacht der Kunden (Bargaining power of buyers)
- Bedrohung durch Substitutionsprodukte (Threat of substitute products or services)
- Rivalität zwischen etablierten Anbietern (Rivalry among existing firms)¹⁶⁰

Durch das Zusammenfügen der einzelnen Teilergebnisse ergibt sich eine aggregierte Branchenstrukturanalyse (Abbildung 13), anhand der die aktuelle Wettbewerbsintensität und Profitabilität der Branche eingeschätzt werden können und woraus sich sinnvolle Unternehmensstrategien ableiten lassen. Die fünf Triebkräfte machen deutlich, dass die Betrachtung der Wettbewerbsintensität bei diesem Instrument über eine enge Marktbetrachtung hinausgeht. So kann auch untypisches Marktverhalten in speziellen Marktstrukturen erklärt werden, wie z. B. das Setzen von Wettbewerbspreisen im Falle eines Monopols, da aufgrund eines vollkommen bestreitbaren Marktes mit Abwesenheit von Markteintritts- und Marktaustrittsbarrieren der Monopolist durch die hohe potentielle Wettbewerbsintensität diszipliniert wird.¹⁶¹

¹⁶⁰ Vgl. Porter (1980).

¹⁶¹ Vgl. Baumol/Panzar/Willig (1982), S. 279 ff.

Abbildung 13: Die fünf Triebkräfte des Wettbewerbs



Quelle: Porter (1980), S. 4.

Da die Relevanz der einzelnen Triebkräfte je nach betrachteter Industrie variiert, soll im Folgenden eine Branchenstrukturanalyse für den Airlinemarkt durchgeführt werden. In Ergänzung zum traditionellen Modell von Porter wird hier die Triebkraft „Verhandlungsmacht der Kunden“ in zwei Komponenten zerlegt. Um den Gegebenheiten im Luftverkehr zu entsprechen, werden die Verhandlungsmacht der Endkunden und die Verhandlungsmacht der in den Distributionskanälen aktiven Intermediären separat analysiert.¹⁶²

a) *Bedrohung durch neue Anbieter*

Neue Wettbewerber, die in einen Markt eintreten, sind üblicherweise bestrebt, schnell Marktanteile zu gewinnen und fügen folglich dem Markt zusätzliche Kapazitäten hinzu, was zu Preissenkungen und zu reduzierten Renditen bei den etablierten Anbietern führen kann. Erschwert oder gänzlich verhindert werden Markteintritte durch Markteintrittsbarrieren, die auch auf potentiellen Reaktionen der etablierten Anbieter beruhen können.¹⁶³

Im Luftverkehr sind die nationalen Markteintrittsbarrieren generell recht niedrig. Dies zeigt sich daran, dass weltweit in den letzten 40 Jahren über 1.300 neue Airlines gegründet wurden. Ferner verzeichnen die Markteintrittsraten im Luftverkehr trotz der niedrigen vorherrschenden Branchenrentabilität einen positiven Trend,

¹⁶² Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 22 f.

¹⁶³ Vgl. Porter (1980), S. 7.

wobei der Hauptteil der Markteintritte auf bereits bestehende Fluggesellschaften zurückzuführen ist, die in neue Märkte expandieren.¹⁶⁴

Größenvorteile in Form von „economies of scale“ stellen, wie bereits erwähnt, eine mögliche Markteintrittsbarriere dar. Gelingt es etablierten Fluggesellschaften, durch Ausweitung ihrer Unternehmensgrößen die steigenden Ausbringungsmengen mit geringeren Stückkosten zu produzieren, so ist ein potentieller Newcomer gezwungen, den Markt in ähnlich großem Umfang zu betreten, um keine Kostennachteile zu haben. Alternativ muss er, wenn möglich, auf Teile seiner Marge verzichten, um signifikante Preisnachlässe zu kompensieren.¹⁶⁵ Tatsächlich sind „economies of scale“, wie schon angesprochen, bei Airlineflotten und -netzwerken kaum zu realisieren.¹⁶⁶ Daher können bereits bestehende Fluggesellschaften nur schwer wirksame Markteintrittsbarrieren aufbauen. In Bezug auf die Endkunden kann allerdings durch eine starke Markenpräsenz, umfangreiche Vertriebskanäle und ein attraktives Gesamtstreckenangebot ein Markteintritt für Newcomer erschwert werden. Da die Mehrheit der Markteintritte aber von bereits in anderen Märkten existierenden Airlines getätigt wird, sind diese Barrieren relativ niedrig.¹⁶⁷

Weiter können notwendige Rechte und Patente den Marktzutritt neuer Anbieter verhindern. Für Fluggesellschaften sind dabei weniger technische Patente relevant als vielmehr Rechte zur Nutzung der Infrastrukturen am Boden. Ausgelöst durch das bisherige Luftverkehrswachstum sind heute viele große internationale Flughäfen deutlich überlastet, so dass die Kapazitäten erst in Zeitnischen aufgeteilt und dann in Form von Start- und Landerechten, sogenannten „Slots“, den Airlines zugeteilt werden. Da hierbei das Großvaterrecht angewendet wird, also eine Fluggesellschaft bei einer Nutzung des Slots in einer Flugplanperiode von mindestens 80 % diesen Slot auch in der Folgeperiode erhält, ist es für Newcomer schwer, sich adäquat mit Start- und Landerechten an wirtschaftlich interessanten Flughäfen zu versorgen. In den letzten Jahren hat sich das System des „secondary trading“ etabliert, wonach Airlines berechtigt sind, zugewiesene Slots weiter zu veräußern. Allerdings besitzen Slots an internationalen Flughäfen für die Fluggesellschaften einen hohen wirtschaftlichen Wert, so dass einmal erhaltene Slots nach Möglichkeit für zukünftiges

¹⁶⁴ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 37 f.

¹⁶⁵ Vgl. *Flouris/Oswald* (2006), S. 57.

¹⁶⁶ Vgl. Kapitel I.A.5f).

¹⁶⁷ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 38.

Wachstum behalten werden. Demnach ist in der Praxis der Slotvergabe und dem impliziten Großvaterrecht eine Markteintrittsbarriere zu erkennen, was unter anderem ein Grund dafür ist, dass viele Neuanbieter, insbesondere LCCs, auf weniger ausgelastete Sekundärflughäfen ausweichen.¹⁶⁸

Als Hindernis für Markteintritte wirkt im Luftverkehrsmarkt auch der relativ hohe Kapitalbedarf. Der durchschnittliche Basispreis für einen den üblichen Standards entsprechenden Kurz- bis Mittelstreckenjet liegt bei 91,5 Mio. US\$ für einen Airbus A320 und 90,5 Mio. US\$ für eine vergleichbare Boeing B737-800. Ferner verlangt ein aktuelles Langstreckenflugzeug eine Investition von 356,9 Mio. US\$ für eine Boeing B747-8 und 403,9 Mio. US\$ für einen Airbus A380-800.¹⁶⁹ Um eine in den Markt eintretende Fluggesellschaft mit neuen Flugzeugen auszustatten sind demzufolge erhebliche Investitionen notwendig. Allerdings ist Fremdkapital zur Flugzeugfinanzierung aufgrund des geringen Risikos durch die Besicherung von Flugzeugen relativ leicht zu beschaffen. Zudem bestehen Möglichkeiten, Flugzeuge über spezialisierte Leasingunternehmen zu beziehen, was den Kapitalbedarf reduziert, so dass hier von einer schwachen Markteintrittsbarriere auszugehen ist.¹⁷⁰

Prinzipiell trägt auch eine hohe Markenloyalität der Kunden zur Abwehr potentieller Markteintritte bei. Im Luftverkehr versuchen etablierte Airlines mit Vielfliegerprogrammen die Markenloyalität der Kunden zu stützen. Newcomer sind daher gezwungen, durch hohe Marketinginvestitionen und den Aufbau eines eigenen attraktiven Vielfliegerprogramms Kunden zum Wechsel zur eigenen Marke zu bewegen.¹⁷¹ Sobald die Newcomer-Fluggesellschaft sich aber einer Airline-Allianz anschließt, in der zumindest intern die Vielfliegerprogramme wechselseitig anerkannt werden, wirken diese Vielfliegerprogramme aus Kundensicht nur noch bedingt hemmend auf einen Wechsel der Airline.¹⁷²

Mit der verstärkten Akzeptanz der Kunden, das Internet als Instrument des Direktvertriebs zu nutzen, hat auch der Zugang zu Vertriebskanälen seine Funktion als Markteintrittsbarriere weitestgehend eingebüßt. Zudem hat die zurückliegende Deregulierung auch regulatorische Zutrittsbarrieren, wie die Kontingentierung von

¹⁶⁸ Vgl. *Flouris/Oswald* (2006), S. 57 sowie *International Air Transport Association* (2011a), S. 38.

¹⁶⁹ Vgl. *Boeing* (2013) sowie *Airbus* (2013).

¹⁷⁰ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 38.

¹⁷¹ Vgl. *Flouris/Oswald* (2006), S. 57 f.

¹⁷² Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 38.

Betreiberlizenzen oder Designation einer oder weniger Fluggesellschaften in internationalen Luftverkehrsabkommen, reduziert bzw. abgeschafft, so dass insgesamt von schwachen Marktzutrittsbarrieren und damit von einer vorhandenen Bedrohung der etablierten Fluggesellschaften durch Newcomer auszugehen ist.¹⁷³

b) Bedrohung durch Substitutionsprodukte

Im weiteren Sinne stehen alle Anbieter einer Branche in Konkurrenz zu anderen Branchen, die Substitutionsprodukte anbieten. Das Angebot von geeigneten Substitutionsprodukten begrenzt somit die Profitabilität der ursprünglich betrachteten Branche, da ab einem bestimmten Preis die Kunden durchaus bereit sind, trotz bestehender Wechselkosten auf das Substitutionsprodukt auszuweichen. Je ähnlicher sich das originäre und das Substitutionsprodukt sind, d. h. je geringer die Substitutionslücke, desto geringer sind auch die Wechselkosten der Kunden und desto höher ist der preisdisciplinierende Wettbewerbseffekt.¹⁷⁴

Im Luftverkehr stellt zumindest auf Kurz- und Mittelstrecken der Hochgeschwindigkeits-Schienenverkehr (HGV) ein Substitut für Geschäfts- und Freizeitreisen dar. Allerdings sind hier die konkreten Ticket- und Zeitkosten entscheidend. Ein Wechsel der Kunden zum HGV ist nur dann wahrscheinlich, wenn im konkreten Fall der in der Regel höhere Ticketpreis im Luftverkehr durch ein günstigeres Angebot der Eisenbahngesellschaften unter Berücksichtigung der üblicherweise längeren Reisezeiten im Bahnverkehr überkompensiert wird.¹⁷⁵ Eine Substitutionsmöglichkeit für den interkontinentalen Luftverkehr besteht auch in den aktuellen Kommunikations- und Nachrichtentechnologien, die Telefon-, Video- und Internetkonferenzen ermöglichen und damit eine Alternative für Geschäftsreisen darstellen. Für viele Reisezwecke bestehen allerdings keine Substitutionsprodukte. Insbesondere für interkontinentale Urlaubsreisen mit dem Flugzeug lässt sich gewöhnlich nur das Reiseziel variieren, oder es wird vollständig auf die Reise verzichtet. Wird alternativ ein mit anderen Verkehrsträgern erreichbares kontinentales Reiseziel gewählt, ist mitunter der Reisezweck nicht mehr der gleiche, wenn z. B. ein Tauchurlaub in der Karibik durch einen Wanderurlaub in den Alpen substituiert wird.¹⁷⁶

¹⁷³ Vgl. *Flouris/Oswald* (2006), S. 57 sowie *International Air Transport Association* (2011a), S. 38.

¹⁷⁴ Vgl. *Porter* (1980), S. 23 f.

¹⁷⁵ Vgl. *Flouris/Oswald* (2006), S. 60.

¹⁷⁶ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 42.

Es kann daher festgehalten werden, dass sich der Luftverkehr durch Einrichtung neuer HGV-Verbindungen auf kontinentalen Strecken und durch die Entwicklung moderner Kommunikationstechnologien einem gewissen Substitutionswettbewerb ausgesetzt sieht. Allerdings sind Substitutionslücken zwischen den alternativen Produkten und Dienstleistungen insbesondere im interkontinentalen Verkehr gegeben, sodass hier von einer vergleichsweise geringen Bedrohung ausgegangen werden kann.

c) Verhandlungsmacht der Lieferanten

Durch die Androhung, Preise zu erhöhen oder Qualitätsverschlechterungen an den Zulieferprodukten vorzunehmen, können Lieferanten Marktmacht ausüben. In diesem Fall sind sie in der Lage, die Renditen der nachgeordneten Wertschöpfungsstufe auf ihre eigene zu verlagern.¹⁷⁷ Marktmacht der Lieferanten liegt insbesondere dann vor, wenn wenige Zulieferer vielen Abnehmern gegenüber stehen und das Zulieferprodukt ein wesentlicher Bestandteil des Endprodukts ist. Dann können die Lieferanten Preise erhöhen, Liefertermine einseitig bestimmen und allgemein die Versorgung der nachgelagerten Industrien mit dem Zulieferprodukt steuern.¹⁷⁸

Im Luftverkehr existiert eine derartige Situation zwischen Fluggesellschaften und Flugzeugherstellern. Insbesondere der Markt für Mittel- und Langstreckenjets ist durch ein Duopol von Airbus und Boeing gekennzeichnet. Ferner beschränkt sich die Zahl der Anbieter von großen Flugzeugtriebwerken auf die drei Hersteller: Rolls-Royce, General Electric und Pratt and Whitney.¹⁷⁹ Die Anbieter besitzen Verhandlungsmacht gegenüber den Airlines, wenn Flugzeuge nur in kleinen Stückzahlen bestellt werden. Zudem bestehen meist schon getätigte flugzeugspezifische Investitionen auf Seiten der Airlines durch Pilotentraining und Schulungen des Wartungspersonals, was die Wechselkosten zum konkurrierenden Anbieter erhöht. Zudem stehen die Fluggesellschaften gegenüber der Flugzeugindustrie in einem gewissen Rahmen auch in Konkurrenz zu militärischen Kunden. Einschränkend ist

¹⁷⁷ Vgl. Porter (1980), S. 27.

¹⁷⁸ Vgl. Flouris/Oswald (2006), S. 58 f.

¹⁷⁹ Vgl. Button (2004), S. 73.

aber darauf hinzuweisen, dass auch zwischen den zwei Flugzeugproduzenten intensiver Wettbewerb herrscht und daher die zuvor beschriebene Marktmacht nicht in jedem Fall ausgenutzt werden kann.¹⁸⁰

Ein gleichermaßen zentraler Inputfaktor ist das Personal der Fluggesellschaften, das sich auf nationaler Ebene in Gewerkschaften zusammengeschlossen hat. Die Ankündigung eines Streiks hat für Airlines in der Regel spürbare Umsatzeinbußen und Reputationsverluste zur Folge.¹⁸¹ Dementsprechend besitzen Gewerkschaften eine starke Verhandlungsmacht gegenüber den Airlines, auch wenn eine vollständige Ausschöpfung dieser Marktmacht, welche die Existenz des gesamten Unternehmens gefährden könnte, nicht im Eigeninteresse des Personals steht und damit unwahrscheinlich ist.¹⁸²

Verhandlungsmacht besteht ferner auf Seiten der Flughäfen, die theoretisch als Gebietsmonopolist agieren und sich weder intermodalem Wettbewerb noch gegengewichtiger Marktmacht der Fluggesellschaften ausgesetzt sehen.¹⁸³ Allerdings scheint in der Praxis diese Marktmacht durch den intensiven Systemwettbewerb zu anderen Flughäfen kompensiert zu werden, da die durchschnittlichen Renditen der Flughäfen nur unwesentlich über denen der Airlines liegen.¹⁸⁴ Auch die Verhandlungsmacht der an den Flughäfen tätigen Bodenabfertigungsdienste ist schwach ausgeprägt, was mit der zurückliegende Liberalisierung dieses Marktes bzw. der damit verbundenen Marktöffnung für Wettbewerber und der geschaffenen Möglichkeit der Selbstabfertigung begründet werden kann.¹⁸⁵ Insgesamt ist festzuhalten, dass Zulieferer der Fluggesellschaften Verhandlungsmacht besitzen, was zu einem Transfer der im Luftverkehr erzielbaren Renten hin zu den Zulieferern und zur Begrenzung der Profitabilitäten der Airlines führen könnte.

¹⁸⁰ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 40.

¹⁸¹ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 40 f.

¹⁸² Vgl. *Pilarski* (2007), S. 137 ff.

¹⁸³ Vgl. *Malina* (2006), S. 42 ff.

¹⁸⁴ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 41.

¹⁸⁵ Vgl. *Templin* (2007) sowie *International Air Transport Association* (2011a), S. 41 f.

d) *Verhandlungsmacht der Kunden*

Die eigenen Kunden sind bestrebt, gegenüber der jeweils betrachteten Industrie ihre Interessen durchzusetzen. Sie versuchen Preise, Qualitäten und zusätzliche Dienstleistungen nach ihren Vorstellungen zu beeinflussen und nutzen den Wettbewerb zwischen den Anbietern zu ihren Gunsten.¹⁸⁶

Bei der Analyse von Kundenbeziehungen im Luftverkehr muss zwischen den Distributionskanälen und den eigentlichen Endkunden unterschieden werden. Die Distribution der Flugtickets geschieht entweder über sogenannte globale Distributionssysteme (GDS), über Aggregator-Internetportale, Reisebüros bzw. Agenten oder über Internet-Direktvertrieb. In 2008 existierten weltweit 5 GDS¹⁸⁷, auch die Anzahl der Anbieter von Aggregator-Internetseiten ist derzeit noch übersichtlich, so dass von einem relativ konzentrierten Markt der Distributionskanäle ausgegangen werden kann.¹⁸⁸ Insbesondere die Aggregator-Internetportale haben die Eigenschaft, die Nachfrage der Endkunden zu bündeln und sorgen zudem durch die Auflistung aller verfügbaren Flugverbindungen für die jeweilige Strecke inklusive Airline und Preis für intensive Markttransparenz.¹⁸⁹

e) *Rivalität zwischen etablierten Anbietern*

Die Rivalität zwischen etablierten Anbietern entspricht der Vorstellung von Wettbewerb im engeren Sinne. Dieser Wettbewerb entsteht, weil einer oder mehrere Konkurrenten Möglichkeiten zur Verbesserung ihrer individuellen Marktposition sehen oder schlicht den Druck verspüren, sich aggressiver im Markt zu behaupten. Mittelfristige Taktiken wie Preiskämpfe, Produktinnovationen, Werbeschlachten und die Ausweitung von Service-Dienstleistungen sind dabei die gängigen Instrumente. Dabei ist immer zu beachten, dass in oligopolistischen Märkten wie dem Luftverkehr eine wechselseitige Interdependenz bezüglich dieser taktischen Manöver besteht.¹⁹⁰

Das Wachstum der Nachfrage in einem Markt wirkt sich negativ auf die Wettbewerbsintensität unter den Anbietern aus, da Marktanteilsgewinne nicht zwingend zu Lasten der Umsätze der Konkurrenten gehen müssen. In gesättigten Märkten ist

¹⁸⁶ Vgl. Porter (1980), S. 24 ff.

¹⁸⁷ Vgl. Belobaba/Swelbar/Barnhart (2009), S. 447.

¹⁸⁸ Vgl. International Air Transport Association (2011a), S. 38 f.

¹⁸⁹ Vgl. International Air Transport Association (2011a), S. 39.

¹⁹⁰ Vgl. Porter (1980), S. 17 ff.

dies nicht der Fall. Hier können Anbieter Marktanteile nur auf Kosten von Marktanteilen der Wettbewerber hinzugewinnen.¹⁹¹ Wie in Kapitel I.A.1. gezeigt, weist der internationale Luftverkehr einen langfristigen Wachstumstrend auf. Allerdings war dieses Wachstum in der Vergangenheit auch von einer hohen Volatilität gekennzeichnet, so dass in Phasen der Stagnation die Wettbewerbsintensität durchaus ansteigt. Zudem sind für die zwei traditionellen Luftverkehrsmärkte Europa und Nordamerika erste Sättigungstendenzen zu erkennen.¹⁹² Das Wachstum des internationalen Luftverkehrs ist also nur bedingt dazu in der Lage, die hohe Wettbewerbsintensität im Markt abzumildern.

Der intensive Wettbewerb im Luftverkehr wird von der Tatsache gestützt, dass es den Fluggesellschaften nur bedingt möglich ist, sich durch Produktdifferenzierung von der Konkurrenz abzuheben. In anderen Industrien lässt sich durch entsprechendes Markenmanagement, Qualitätsverbesserungen oder andere technische Innovationen und Verfahren ein Wettbewerbsvorsprung erreichen. Im Luftverkehr ist jedoch innerhalb der zwei Geschäftsmodelle FSNC und LCC das Kernprodukt, die Ortsveränderung von Ort A nach Ort B, über die Fluggesellschaften hinweg identisch. Lediglich im Segment der Geschäftsreisen lassen sich durch hohe Flugfrequenzen, ausgedehnten Bordservice, spezielle Flughafen-Lounges und Vielfliegerprogramme vereinzelt Produktvorteile herausarbeiten.¹⁹³

Die hohen Fixkosten der Fluggesellschaften verstärken den Preiswettbewerb zusätzlich. Den hohen Fixkostenanteilen der Airlines stehen geringe variable Kosten pro Flugzeug gegenüber. Ein zusätzlicher Passagier auf einem Flug führt somit zu einer nur geringen Kostensteigerung durch z. B. zusätzliche Bordverpflegung oder Kerosin. Er generiert der jeweiligen Airline aber durch das zusätzlich verkaufte Ticket einen Deckungsbeitrag zur Finanzierung der Fixkosten. Für die Airlines besteht somit ein Anreiz, die Flugzeuge möglichst hoch auszulasten und in den einzelnen Buchungsklassen Preisreduktionen vorzunehmen, was wiederum den Preiswettbewerb zwischen den Fluggesellschaften intensiviert.¹⁹⁴

¹⁹¹ Vgl. *Flouris/Oswald* (2006), S. 62.

¹⁹² Vgl. *Airbus* (2012) sowie *Boeing* (2012).

¹⁹³ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 33.

¹⁹⁴ Vgl. *International Air Transport Association* (2011a), S. 33.

Ferner tragen niedrige Markteintritts- sowie hohe Marktaustrittsbarrieren zur Wettbewerbsintensität bei. Wie oben angeführt, schützen Markteintrittsbarrieren eine Industrie vor zusätzlicher Konkurrenz und senken die Anreize für aggressive Wettbewerbsmanöver, was zu höheren Erträgen bei den Unternehmen führt. Im Allgemeinen liegen Markteintrittsbarrieren im Luftverkehr nur in schwacher Form vor.¹⁹⁵ Marktaustrittsbarrieren hingegen halten ineffiziente Wettbewerber und deren Kapazitäten im Markt, was zu Überkapazitäten beiträgt.¹⁹⁶ Das Angebot im Markt übersteigt dann die Nachfrage, führt in der Folge zu gesteigertem Wettbewerb und macht sich auch in der Branchenrentabilität negativ bemerkbar. Im Luftverkehr bestehen diese Marktaustrittsbarrieren in weichen Insolvenzregelungen und staatliche Intervention.¹⁹⁷

2. Marktkonzentration

Die Attraktivität einer Branche für ein Unternehmen ist abhängig von den vorgestellten Triebkräften. Je stärker diese Triebkräfte ausfallen, desto weniger sind Unternehmen in der Lage, überdurchschnittliche Renditen zu erwirtschaften und desto geringer ist die Zahl der neu in den Markt eintretenden Unternehmen. Insbesondere Markteintritts- und Marktaustrittsbarrieren sowie der wirtschaftspolitische Ordnungsrahmen bezüglich Unternehmensakquisitionen und Fusionen bestimmen die vorherrschende Marktkonzentration und damit die Wettbewerbsintensität einer Industrie. In einem stark konzentrierten Markt können Marktakteure durch illegale Koordination oder unilaterales Verhalten die Wettbewerbsintensität reduzieren, so dass weniger aggressive Wettbewerbsmanöver zu beobachten sind.¹⁹⁸

Der Luftverkehr weist in den meisten Ländern auf nationaler Ebene meist nur eine sehr geringe Zahl von Wettbewerbern auf. Grund hierfür sind fast immer die historisch gewachsenen Strukturen mit ihren aktuellen oder ehemaligen Staatsairlines. Der internationale Luftverkehrsmarkt lässt sich in viele regionale Teilmärkte segmentieren und weist hier eine größere Anzahl von Wettbewerbern auf, die sich hinsichtlich ihrer jeweiligen Marktanteile meist deutlich unterscheiden.¹⁹⁹

¹⁹⁵ Vgl. Kapitel I B 1 a)

¹⁹⁶ Vgl. Kapitel I A 5 f).

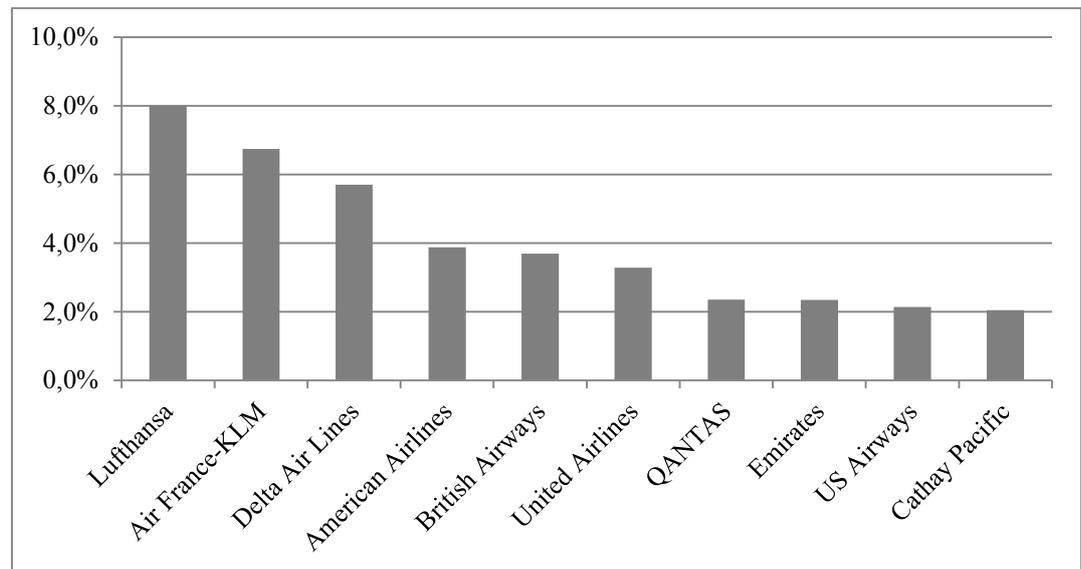
¹⁹⁷ Vgl. Kapitel I A 5 f) sowie *International Air Transport Association* (2011a), S. 34 f.

¹⁹⁸ Vgl. *Young/Smith/Grimm* (1996).

¹⁹⁹ Vgl. *Aberle* (2009), S. 61.

Der Luftverkehr hat in seinem Lebenszyklus die erste Öffnungsphase absolviert, in der mit der Deregulierung zunächst neue Fluggesellschaften den Markt betreten haben und der Konsolidierungsgrad abnahm. Nun befindet er sich am Beginn der Kumulationsphase, in der der Konzentrationsgrad der Branche wieder zunimmt.²⁰⁰ Die derzeit geringen Marktanteile zeigen sich beim Vergleich der Umsätze der größten Airlines weltweit. Die zehn größten Airlines vereinen 2011 lediglich einen Marktanteil von zusammen 40,2 % auf sich (Abbildung 14).

Abbildung 14: Marktanteile nach Umsatz der zehn größten Fluggesellschaften weltweit 2011



Quelle: Eigene Berechnung in Anlehnung an *International Air Transport Association* (2011b).

Addiert man die Marktanteile der drei größten Fluggesellschaften weltweit zur C3-Konzentrationsrate, so kommen diese auf eine Summe von nur ca. 20,5 %. Im Vergleich mit anderen international agierenden Branchen sind diese kumulierten Marktanteile außerordentlich gering. So kamen beispielsweise 2011 die drei größten international tätigen Kurier-Express-Paketdienstleister auf einen gemeinsamen Marktanteil von 80,0 % und die drei größten Anbieter von Smartphones auf 60 %.²⁰¹ Gegen die Anwendung dieser C3-Konzentrationsraten auf den globalen Luftverkehr spricht allerdings die Tatsache, dass streng genommen bis dato kein globaler Luftverkehrsmarkt existiert, da bisher keine Fluggesellschaft alleine über

²⁰⁰ Vgl. Schwierholz (2007), S. 73 f.

²⁰¹ Vgl. Wielgoß/Grotepass/Matuska (o.J.), S. 26 f.

ein weltumspannendes Streckennetzwerk verfügt. Fluggesellschaften stehen heute üblicherweise nur auf den zuvor erwähnten Teilmärkten in Konkurrenz.

Betrachtet man ausschließlich europäische Carrier, so lässt sich anhand der Umsätze aus allen Luftverkehrsmärkten eine C3-Konzentrationsrate für 2011 von ca. 56,0 % errechnen, die seit 2002 von ca. 51,5 % um nur ca. 4,5 Prozentpunkte angestiegen ist. Im Vergleich ergibt sich für US-amerikanische Airlines für 2011 eine C3-Konzentrationsrate von ca. 47,5 %, die durch Marktkonzentration seit 2002 von ca. 39,4 % um ca. 8,1 Prozentpunkte angestiegen ist. Der für die vorliegende Arbeit relevante europäische Airlinemarkt erscheint somit etwas stärker konzentriert, wobei in den USA die Konzentrationsaktivitäten in den letzten zehn Jahren deutlich ausgeprägter waren. Verwendet man zur Berechnung der C3-Konzentrationsraten alternativ die Verkehrsleistung gemessen in RPK, zeigt sich ein anderes Bild. In diesem Falle weisen die USA 2011 eine Marktkonzentrationsrate von ca. 62,7 % auf, die seit 2002 von 51,9 % um ca. 10,8 Prozentpunkte gestiegen ist. In Europa hingegen ergeben sich geringere Konzentrationsraten von ca. 43,6 % in 2011 und ca. 32,3 % in 2002, was einem Anstieg von ca. 11,3 Prozentpunkten entspricht.²⁰²

Alternativ lässt sich auch der Herfindahl-Hirschman Index, ein Konzentrationsmaß, das sich aus der Summe der quadrierten Marktanteilswerte der Unternehmen ergibt, heranziehen. Bei Betrachtung der insgesamt angebotenen Sitzplatzkilometer, den sogenannten „available seat kilometers“ (ASK), zeigt sich, dass der europäische Markt in den letzten zwei Jahrzehnten mit einem Wert von ca. 0,04 weniger konzentriert war als der US amerikanische Markt, der einen Wert von ca. 0,10 aufweist. Zudem zeigt sich, dass beide Werte sehr weit unter dem möglichen Maximalwert einer vollständigen Marktkonzentration von 1 liegen.²⁰³

Der internationale Luftverkehrsmarkt zeigt sich demnach stark fragmentiert. Beide betrachteten Märkte weisen sowohl auf Grundlage des Umsatzes der Fluggesellschaften als auch auf Basis der Verkehrsleistung relativ geringe Konzentrationen auf. Zugleich fällt auf, dass in Europa die Konzentrationsrate, die auf Umsätzen basiert, deutlich höher ist als die Konzentrationsrate, die anhand der Verkehrsleistung berechnet wird. Dies spricht dafür, dass die drei größten Airlines in diesem

²⁰² Eigene Berechnungen auf Basis des Airline Business World Airline Ranking 2002 und 2011.

²⁰³ Vgl. *Airbus* (2012), S. 83 f.

Markt im Schnitt geringfügig höhere Preisen erzielen. Angesichts der Tatsache, dass es sich bei ihnen um FSNC handelt, die im Markt mit vielen LCCs konkurrieren, kann dies jedoch nicht verwundern. Allgemein erweist sich der europäische Luftverkehrsmarkt als wenig konzentriert. Es ist zu vermuten, dass diese Marktfragmentierung auf historische Entwicklungen zurückzuführen ist. Zu Zeiten der Regulierung hat nahezu jeder Nationalstaat in Europa eine eigene Staatsairline gegründet, die in der Regel auch international aktiv war. Diese Staatsairlines existieren meist noch heute und sind entweder zwischenzeitlich (teil-)privatisiert worden oder befinden sich immer noch im Staatsbesitz. Interessant ist weiter, dass sowohl im US-amerikanischen als auch im europäischen Markt sich beide Konzentrationsraten im Verlauf der letzten zehn Jahre erhöht haben, was darauf schließen lässt, dass dort Restrukturierungsprozesse stattfinden, die mit dem Ausscheiden von Airlines aus dem Markt oder Konsolidierungsaktivitäten zusammenhängen.

C. Restrukturierungsmaßnahmen der Luftverkehrsgesellschaften

Die festgestellte Fragmentierung des Luftverkehrsmarktes steigert die Wettbewerbsintensität und trägt so zur schlechten Renditesituation der Luftverkehrsgesellschaften bei. Gleichzeitig gewinnt die Globalisierung immer mehr an Bedeutung, so dass Marktpositionen im Heimatmarkt bedroht und gleichzeitig Potenziale in Auslandsmärkten geschaffen werden. Die Airlines sind demnach dazu angehalten, ihre Geschäftspraktiken, Unternehmensstrategien und -strukturen zu modifizieren, um eigene Ressourcen besser einzusetzen, der gegenwärtigen Marktsituation besser gerecht zu werden und wieder profitabel arbeiten zu können.²⁰⁴ Die leicht steigenden Konzentrationsraten in etablierten Luftverkehrsmärkten sind ein Indiz für beginnende Restrukturierungsbemühungen der Fluggesellschaften. Aus Sicht des Managements können ressourcenorientierte operative Ziele und marktorientierte Wettbewerbsziele erreicht werden, indem Kooperationen zwischen Unternehmen eingegangen werden.²⁰⁵ Dabei nehmen Kooperationen in der Praxis verschiedene Formen an, die jeweils eine Verbindung marktlicher und hierarchischer Organisationsformen aufweisen.²⁰⁶

²⁰⁴ Vgl. *Netzer* (1999), S. 1 ff.

²⁰⁵ Vgl. *Stein* (2005), S. 170.

²⁰⁶ Vgl. *Morschett* (2005).

1. Kooperationen

Eine einheitliche Definition von Kooperation gibt es weder in der Theorie noch in der Praxis.²⁰⁷ Nach *Theurl* werden Kooperationen wie folgt definiert: „Unternehmenskooperationen sind intensive, nicht auf einmalige Transaktionen beschränkte, zumindest mittelfristig angelegte, meist auf vertraglicher Basis abgesicherte, freiwillige und beendbare Verbindungen rechtlich und partiell wirtschaftlich selbständiger Unternehmen, die einzelne oder mehrere Unternehmensaktivitäten betreffen, um so einzelwirtschaftliche Ziele besser realisieren zu können als in alternativen Organisationsformen.“²⁰⁸ Somit gehen die beteiligten Unternehmen Kooperationen mit der Intention ein, durch Einbringen eigener und Nutzung fremder Stärken im Wettbewerb eigene Schwächen reduzieren und individuelle Ziele besser erreichen zu können. Dafür werden in den betroffenen Bereichen Einschränkungen des eigenen Handlungsspielraums akzeptiert.²⁰⁹

Im Luftverkehr sind Kooperationen stark verbreitet und finden meist auf internationaler Ebene statt. Um durch Kooperationen Kosten zu senken oder Erlöse zu steigern, sind zahlreiche Maßnahmen, je nach strategischem Ziel, regulatorischen Beschränkungen und zur Verfügung stehenden Ressourcen möglich.²¹⁰ Das Spektrum der Kooperationen zwischen Fluggesellschaften erstreckt sich in der Praxis von rein operativer Zusammenarbeit bis hin zu strategischen Vereinbarungen. Eine einfache Form operativer Kooperation sind sogenannte Interline-Vereinbarungen. Sie erlauben es den Airlines, dem Kunden ein Flugticket für zwei aufeinanderfolgende Flugabschnitte zu verkaufen, wobei auf einem der zwei Abschnitte eine kooperierende Fluggesellschaft den Flug durchführt. In Interline-Vereinbarungen sind die relevanten Flugstrecken vertraglich festgehalten sowie die Teilerlöse, die diejenige Airline, die das Ticket verkauft, der operierenden Partnerairline zahlen muss. Gegenseitige Bodenabfertigung und wechselseitige Anerkennung von Vielfliegerprogrammen zählen ebenfalls zu den eher operativen Kooperationen.²¹¹ Eine komplexere und sehr weit verbreitete Form der Zusammenarbeit ist das Codesharing. Hierbei bieten zwei oder mehrere Airlines eigene Flüge ebenfalls unter Flugnummern der koope-

²⁰⁷ Vgl. *Mellewigt* (2003), S. 8.

²⁰⁸ *Theurl* (2010), S. 314

²⁰⁹ Vgl. *Stein* (2005), S. 170.

²¹⁰ Vgl. *Berechman/de Wit* (1999), S. 258.

²¹¹ Vgl. *Doganis* (2006), S. 78 f.

rierenden Fluggesellschaften an, auch wenn diese den betreffenden Flug nicht selber durchführen.²¹² Codesharing kann erstens auf komplementären, d. h. auf aufeinanderfolgende Strecken betrieben werden, die ähnlich wie Interline-Verbindungen als Anschlussflüge vermarktet werden können. Dem Kunden kann durch die Kombination eigener und Partnerstrecken eine größere Auswahl möglicher Städtepaare angeboten werden. Zweitens werden Codeshare-Abkommen auch auf parallelen Strecken vereinbart, bei denen die Partner die gleichen Strecken bedienen und sämtliche Flüge unter eigenen Flugnummern vermarkten. So wird dem Kunden eine höhere koordinierte Flugfrequenz geboten.²¹³ Meist werden in Kombination mit Codesharing auch sogenannte Block Space Agreements getroffen, wobei eine Fluggesellschaft ein festes Sitzkontingent der jeweils operierenden Partnerairline abkauft und auf eigene Rechnung und eigenes Risiko vertreibt.²¹⁴

Von strategischen Kooperationen wird dann gesprochen, wenn zwei Fluggesellschaften Teile ihres Anlagevermögens zusammen nutzen, um gemeinsame betriebswirtschaftliche Ziele zu erreichen. Dies ist bei der Koordinierung von Flugplänen oder Kapazitäten, der gemeinschaftlichen Wartung oder den gemeinsam durchgeführten Flügen der Fall. Auch Franchising-Abkommen sind strategischer Natur. Hier führt eine in der Regel kleinere Fluggesellschaft als Franchisenehmer Flüge für eine größere Airline auf eigene Rechnung und mit eigenem Fluggerät im Markenauftritt des Franchisegebers durch, wofür eine Lizenzgebühr gezahlt wird. Schließlich kann es zwischen den kooperierenden Fluggesellschaften auch zur Gründung von Gemeinschaftsunternehmen, sogenannten Joint Ventures, kommen, die dann bestimmte Strecken, Teilnetze oder Kundensegmente bedienen und dabei individuelle Vorteile gemeinsam nutzen.²¹⁵

2. Strategische Allianzen

Allgemein sind strategische Allianzen enge Unternehmenskooperationen, bei denen individuelle Ressourcen, Wissen und Fähigkeiten gemeinsam genutzt werden. Dabei kooperieren zwei oder mehrere potenzielle Konkurrenten und gehen eine

²¹² Vgl. Hanlon (2007), S. 167 ff.

²¹³ Vgl. Hanlon (2007), S. 173.

²¹⁴ Vgl. Doganis (2006), S. 79.

²¹⁵ Vgl. Doganis (2006), 79 f.

langfristige Zusammenarbeit in zentralen, d. h. strategisch relevanten Wertschöpfungsbereichen miteinander ein.²¹⁶

Anfänglich wurden im internationalen Luftverkehr Allianzen auf horizontaler und bilateraler Basis zwischen zwei Fluggesellschaften errichtet. Üblicherweise wurden Kooperationen im Marketing oder technische Zusammenarbeit vereinbart.²¹⁷ Mit zunehmender Globalisierung haben sich für die Airlines neue Marktchancen, aber auch Unsicherheiten in fremden Märkten ergeben.²¹⁸ Seit Ende der 1990er Jahre sind daher globale strategische Allianzen gewachsen, die mehrere der oben genannten Kooperationsformen vereinen. In der Praxis existieren heute drei große globale strategische Airline-Allianzen. 1997 wurde die „Star Alliance“ gegründet, 1999 folgte „Oneworld“ und 2000 das „Skyteam“.²¹⁹ Die Strukturen der drei Allianzen sind in Bezug auf die Unternehmensgröße ihrer Mitglieder sehr heterogen. Größere Airlines, die meist auch die Gründung der jeweiligen Allianz initiiert haben, sind wesentlich einflussreicher als kleinere kontinental operierende Fluggesellschaften.²²⁰ Die drei Allianzen haben 2011 zusammen eine Verkehrsleistung von über 3.000 Mrd. RPK erbracht, was einem Anteil von 59,5 % an der weltweiten Verkehrsleistung im Luftverkehr entspricht. An dieser Verkehrsleistung hat die Star Alliance mit ihren 27 Mitgliedern den größten Anteil, vor den 14 Mitgliedern des Skyteams, gefolgt von den 11 Mitgliedern der Oneworld Allianz (Tabelle 3).²²¹

Tabelle 3: Verkehrsleistungen der Airline-Allianzen 2011

Allianz	RPK [Mio.]	Anteil [%]
Star Alliance	1.304.787	25,3
Skyteam	1.013.148	19,7
Oneworld	748.562	14,5
Sonstige	2.083.196	40,5

Quelle: Eigene Berechnung in Anlehnung an *Airline Business* (2012) sowie Unternehmensangaben.

²¹⁶ Vgl. *Morschett* (2005), S. 393 f.

²¹⁷ Vgl. *Hanlon* (2007), S. 302 f.

²¹⁸ Vgl. *Agusdinata/de Klein* (2002).

²¹⁹ Vgl. *International Civil Aviation Organization* (2013).

²²⁰ Vgl. *Doganis* (2006), S. 85.

²²¹ Vgl. *Airline Business* (2012) sowie Unternehmensangaben.

Mit strategischen Allianzen verfolgen die Fluggesellschaften Ziele, die einerseits auf das Angebot bzw. die Produktion und andererseits auf die Nachfrage bzw. das Marketing gerichtet sind. Die nachfrageorientierten Kooperationsbereiche sind Codesharing, Flugplan- und Preiskoordination, Verbindung der jeweiligen Drehkreuze, wechselseitige Anerkennung der Vielfliegerprogramme, Franchising und Block Space Agreements. Hiermit soll Zugang zu neuen Märkten und ein erhöhtes Verkehrsaufkommen geschaffen werden, was wiederum zu Kostendegressionen aufgrund von Bündelungs- und Dichtevorteilen führt. Gleichzeitig sollen der Wettbewerb vermindert und Erlöse gesteigert werden. Angebotsseitig werden Anlagen und Einrichtungen gemeinsam genutzt, Dienstleistungen wie Bodenabfertigung, Wartung oder Vertrieb gegenseitig erbracht, Kapazitäten rationalisiert und eine gemeinsame Beschaffung durchgeführt, um ebenfalls Kosteneinsparungen durch Bündelungsvorteile zu generieren.²²²

Für die Kunden ergeben sich sinkende Ticketpreise, zudem ermöglichen die Allianzen kürzere Reise- und Umsteigezeiten, eine größere Auswahl an Flugstrecken, ein erhöhter Reisekomfort durch teilweise einheitlichen Markenauftritt und sogenanntes „seamless travelling“²²³ sowie eine gesteigerte Attraktivität der Vielfliegerprogramme.²²⁴

Strategische Allianzen haben daher zu einer Verbesserung der Profitabilität ihrer Mitglieder geführt, was durch zahlreiche empirische Studien belegt wurde.²²⁵ Die höhere operative Effizienz, die Fluggesellschaften durch Allianzen bewirken können, ist teilweise auf eine Reduktion der Wettbewerbsintensität zurückzuführen. Dafür werden strategischer Allianzen meist von geltenden Kartellverboten befreit, doch unterliegen diese Allianzen intensiver wettbewerbsrechtlicher Beobachtung der zuständigen Wettbewerbsbehörden.²²⁶ Betriebswirtschaftliche Nachteile von strategischen Allianzen sind ihre langen Entscheidungsfindungsprozesse, da wichtige Entscheidungen nur mit Zustimmung aller Mitglieder getroffen werden kön-

²²² Vgl. *Chang/Hsu* (2005) sowie *Morrish/Hamilton* (2002).

²²³ Unter „seamless travelling“ wird die Verknüpfung von zwei Netzwerken und Flugprodukten verstanden, die dem Kunden das Gefühl vermittelt, mit einer einzigen anstatt mehreren Fluggesellschaften zu reisen. Vgl. *Hanlon* (2007), S. 178 ff.

²²⁴ Vgl. *Sterzenbach/Conrady/Fichert* (2009), S. 284.

²²⁵ Vgl. *Morrish/Hamilton* (2002), S. 406.

²²⁶ Vgl. *Aberle* (2009) S. 61 f.

nen. Zudem besteht durch die rechtliche Unabhängigkeit der Mitglieder kein kollektives Gewinnmaximierungskalkül. Jede Fluggesellschaft verfolgt weiterhin individuelle Ziele und Strategien, die sich nicht mit denen der Allianzpartner decken müssen. Dies kann ein Grund dafür sein, dass Unternehmenskooperationen innerhalb strategischer Allianzen oft reversibel bleiben. So kann für den Fall, dass schwerwiegende Zieldivergenzen vorliegen oder eine Partnerairline von Konkurrenten außerhalb der Allianz aufgekauft werden, ein Ausscheiden erforderlich werden.²²⁷

3. Merger und Akquisitionen

a) Unternehmenszusammenschlüsse als Wachstumsstrategie

Um langfristig wettbewerbsfähig sein zu können, müssen Unternehmen fortwährend ihre Produkte und Märkte weiterentwickeln. Das Unternehmenswachstum, ausgedrückt im Wachstum der Absatzzahlen, der Marktanteile oder der geographischen Marktabdeckung, ist eine wesentliche Determinante der Wettbewerbsfähigkeit.²²⁸ Entsprechende Wachstumsstrategien lassen sich auf drei Arten umsetzen. Erstens werden bei internem Wachstum bisher unverbundene Ressourcen akquiriert und in die Unternehmensstruktur eingefügt. Zweitens werden bei kooperativem Wachstum die bestehenden und eingefügten Ressourcen mit denen externer Partner in einzelnen Teilbereichen verknüpft. Drittens werden bei externem Wachstum ganze Bündel bereits zusammengefügter Ressourcen von außen akquiriert und in die Unternehmensstruktur integriert.²²⁹ Insbesondere bei ersten Anzeichen einer Marktsättigung einer Branche sind externe Wachstumsstrategien für die Unternehmen sinnvoll. Dabei unterscheidet man die vertikale Integrationsstrategie, die die Zusammenführung vor- und nachgelagerter Wertschöpfungsstufen verfolgt, von horizontalen Zusammenschlüssen, bei denen die Integration innerhalb einer Wertschöpfungsstufe stattfindet.²³⁰ In dem hier betrachteten Kontext sind ausschließlich horizontale Zusammenschlüsse, d. h. Merger (Fusionen) und Akquisitionen (Übernahmen) zwischen Fluggesellschaften relevant. In Zeiten der Globalisierung erfreuen sich Merger und Akquisitionen bei Unternehmensentscheidern großer

²²⁷ Vgl. Chang/Hsu (2005), S. 553 f.

²²⁸ Vgl. Ansoff (1965), S. 49 ff.

²²⁹ Vgl. Hutzschenreuter (2006), S. 58.

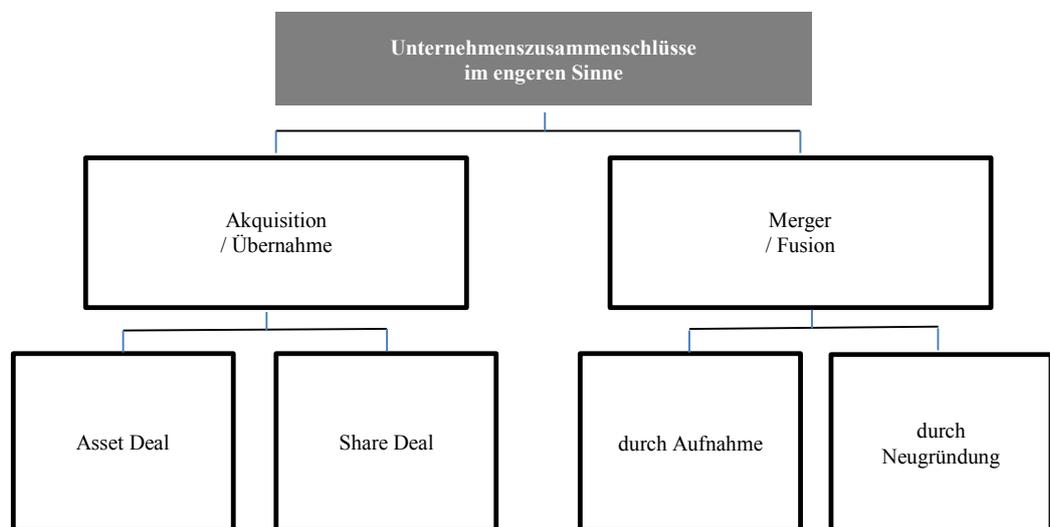
²³⁰ Vgl. Flouris/Oswald (2006), S. 103 f.

Beliebtheit, da sie ein vergleichsweise schnelles und effektives Instrument darstellen, um notwendige Ressourcen und Fähigkeiten zu erlangen oder in neue Produktmärkte bzw. geographische Märkte einzutreten.²³¹

b) *Systematisierung von Unternehmenszusammenschlüssen*

Merger und Akquisitionen werden unter den Begriff Unternehmenszusammenschlüsse subsumiert. Ein Unternehmenszusammenschluss im weiteren Sinne bezeichnet allgemein einen Transfer von Unternehmenskontrolle von einer Unternehmenseinheit zu einer anderen und muss nicht zwangsweise eine Veränderung der Eigentümerstruktur nach sich ziehen.²³² Die zuvor besprochenen Unternehmenskooperationen, bei denen die Unternehmen freiwillig zusammenarbeiten und in den Bereichen außerhalb der Kooperation selbständig bleiben, fallen in diese Kategorie. Mergers und Akquisitionen hingegen sind durch einen Wechsel des Eigentums an mindestens einem Unternehmen, das hierdurch seine wirtschaftliche und in vielen Fällen seine rechtliche Selbständigkeit verliert, gekennzeichnet. Sie stellen die Kategorie der Unternehmenszusammenschlüsse im engeren Sinne²³³ dar (Abbildung 15).²³⁴

Abbildung 15: Formen von Unternehmenszusammenschlüssen



Quelle: In Anlehnung an *Wirtz* (2012), S. 13.

²³¹ Vgl. *Weston/Siu/Johnson* (2001), S. 4.

²³² Vgl. *Ross/Westerfield/Jaffe* (2010), S. 877 ff.

²³³ Wenn im Folgenden von Unternehmenszusammenschlüssen gesprochen wird, so beziehen sich diese Ausführungen der Einfachheit halber auf Unternehmenszusammenschlüsse im engeren Sinne.

²³⁴ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 13 ff.

Bei Akquisitionen erwirbt ein Unternehmen das Eigentum und damit auch die Kontrolle über ein anderes, bis dahin selbständiges Unternehmen. Dieser Erwerb kann zum einen über einen sogenannten „Asset Deal“ erfolgen. Hierbei erwirbt der Käufer die in Grundstücken, Immobilien, Produktionsanlagen, Patenten etc. bestehenden Wirtschaftsgüter des Zielunternehmens. Zum anderen kann ein sogenannter „Share Deal“ erfolgen, bei dem der Käufer die Mitgliedschaftsrechte bei Personengesellschaften bzw. die Geschäftsanteile bei Kapitalgesellschaften den bisherigen Gesellschaftern des Zielunternehmens abkauft. Akquisitionen lassen sich ferner danach unterscheiden, ob die Übernahme mit Zustimmung der Geschäftsführung erfolgt (freundliche Übernahme) oder ob den Anteilseignern des Zielunternehmens ohne Einbindung der Geschäftsführung ein Übernahmeangebot gemacht wird (feindliche Übernahme).²³⁵

Bei Mergern verschmelzen hingegen zwei zuvor selbstständige Unternehmen zu einer rechtlichen Einheit. Erfolgt dies als Merger durch Aufnahme, gibt ein Unternehmen seine rechtliche Selbstständigkeit auf und sein Unternehmensvermögen geht vollständig im verbleibenden Unternehmen auf. Alternativ ist auch ein Merger durch Neugründung möglich. Hierbei werden beide Unternehmen juristisch aufgelöst und ihr bisheriges Unternehmensvermögen in einem neu gegründeten Unternehmen zusammengefasst.²³⁶

c) Bisherige Merger und Akquisitionen im Luftverkehr auf nationaler Ebene

Seit der Deregulierung sind im Luftverkehr immer wieder Merger und Akquisitionen zu beobachten. Zunächst erfolgten diese überwiegend auf nationaler Ebene. In den USA trat dieses Phänomen zuerst auf. Hier folgte nach der Deregulierung auf die Markteintritte neuer Airlines Mitte der 1980er Jahre eine Welle von Fusionen und Übernahmen. Die 15 größten Fluggesellschaften besaßen 1984 im inländischen Markt zusammen einen Marktanteil von 90 %. Nach fünf Jahren wurde dieser Marktanteil bereits von den acht größten Airlines erzielt.²³⁷ Seit den 1990er Jahren hat sich die Anzahl der Unternehmenszusammenschlüsse deutlich verringert. Heute

²³⁵ Vgl. Glaum/Hutzschenreuter (2010), S. 23 f.

²³⁶ Vgl. Glaum/Hutzschenreuter (2010), S. 17 ff.

²³⁷ Vgl. Hanlon (2007), S. 289.

sind sie gut überlegte Strategien der Airlines, um eine Marktkonzentration zu bewirken.²³⁸ Dabei finden im Gegensatz zu früheren Konsolidierungsaktivitäten, bei denen tendenziell kleinere Newcomer von größeren Airlines aufgekauft wurden, die aktuellen Merger und Akquisitionen unter Beteiligung größerer Airlines aus der FSNC-Kategorie statt.

Der erste Unternehmenszusammenschluss zweier großer Netzwerkfluggesellschaften war der Kauf der insolventen Trans World Airlines durch den Konkurrenten American Airlines im Jahr 2001.²³⁹ Nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 und der dadurch verstärkten Luftverkehrskrise gerieten mehrere große US-Fluggesellschaften in finanzielle Schieflagen, sodass es im Zuge der Restrukturierungen zu weiteren Unternehmenszusammenschlüssen kam. America West kaufte 2005 die angeschlagene Fluggesellschaft US Airways, unter deren Markennamen die Airline weiterflog. Direkt im ersten Jahr gemeinsamer Operation erwirtschaftete die so entstandene Airline einen Gewinn von 330 Mio. US\$.²⁴⁰ 2008 kam es zur Übernahme von Northwest Airlines durch Delta Air Lines, was in der Öffentlichkeit allerdings aus Reputationsgründen als Fusion vermarktet wurde. Die Marke Northwest wurde zugunsten der Marke Delta aufgegeben. Als Grund für die Übernahme wurden gemeinsame erwartete Kosteneinsparungen und Erlössteigerungen von zusammen etwa 2 Mrd. US\$ pro Jahr genannt.²⁴¹ Zwei Jahre später fand in den USA mit der Fusion von United Airlines und Continental Airlines erneut ein großer Zusammenschluss statt. Um den Anspruch einer Fusion unter Gleichen („Merger of equals“) zu untermauern, kombinierte man bei der so entstandenen neuen Airline das Corporate Design von Continental mit dem Markennamen von United. Nach einer Integrationsphase von drei Jahren erwartete man durch den Merger Erlössteigerungen von 1 Mrd. US\$ bis 1,2 Mrd. US\$ pro Jahr und ein jährliches Kostensenkungspotential von 200 Mio. US\$ bis 300 Mio. US\$.²⁴² Der jüngste Unternehmenszusammenschluss zweier US-Fluggesellschaften fand 2013 zwischen US Airways und American Airlines statt, die sich seit 2011 in Restrukturierung nach amerikanischem Insolvenzrecht befand. Mit diesem Merger entstand die derzeit größte Fluggesellschaft der Welt, die heute als American Airlines weitergeführt wird. Seit 2005

²³⁸ Vgl. *Vasigh/Fleming/Tacker* (2008), S. 14.

²³⁹ Vgl. *Hanlon* (2007), S. 288.

²⁴⁰ Vgl. *Clark* (2010), S. 74 f.

²⁴¹ Vgl. *Crawley* (2008).

²⁴² Vgl. *Flint* (2010).

hat sich damit die Anzahl großer amerikanischer Fluggesellschaften von neun auf vier reduziert, so dass American Airlines, United Airlines, Delta Air Lines und Southwest Airlines heute 80 % des US-Marktes versorgen.²⁴³

In Kanada konnten nach der Deregulierung ebenfalls Konsolidierungsaktivitäten verzeichnet werden. Dort fusionierten 1987 Canadian Pacific Air Lines und Pacific Western Airlines zur Canadian Airlines International. Dadurch entstand im kanadischen Luftverkehr ein Duopol, in dem sich die beiden Fluggesellschaften Canadian Airlines International und die im Jahre 1989 privatisierte Air Canada den Markt zu nahezu gleichen Anteilen aufteilten. Trotz dieser hohen Marktkonzentration mussten beide Airlines in den Folgejahren drastische Verluste hinnehmen. Nach längeren politischen Diskussionen bezüglich negativer Auswirkungen einer potentiellen Monopolstellung erlaubten die kanadischen Wettbewerbsbehörden 2000 schließlich die Übernahme der Canadian Airlines durch Air Canada, unter deren Markennamen der konsolidierte Carrier weiter operiert.²⁴⁴

In Australien war der Luftverkehrsmarkt lange Zeit stark reguliert. Der Markt für Inlandsflüge war der staatlichen Australian Airlines und der privaten Ansett Australia vorbehalten. Internationale Destinationen wurden ausschließlich von der staatseigenen Qantas bedient. 1990 öffnete man diese Märkte und privatisierte beide Staatsairlines bis Mitte der 1990er Jahre. Dies war der Ausgangspunkt für die einsetzende Marktkonzentration. Qantas übernahm zunächst Australian Airlines, woraufhin auch die Inlandsstrecken unter dem Namen Qantas vermarktet wurden. Umgekehrt stieg Ansett Australia zur gleichen Zeit in den internationalen Luftverkehrsmarkt ein, geriet aber durch hohe Verluste in finanzielle Schwierigkeiten und wurde 2000 vom bis dahin größten Anteilseiger, Air New Zealand, zunächst übernommen und ein Jahr später liquidiert.²⁴⁵

In Japan bekundeten 2001 die beiden Fluggesellschaften Japan Airlines und Japan Air System ihre Absicht, fusionieren zu wollen. Ziel war es, gegenüber dem größten Konkurrenten im japanischen Markt, All Nippon Airways, konkurrenzfähiger zu werden. Nach einigen Diskussionen und Prüfungen erlaubte die japanische Wettbewerbskommission im April 2002 diese Fusion. Im Oktober 2003 vollzogen die

²⁴³ Vgl. *Rushe* (2013).

²⁴⁴ Vgl. *Hanlon* (2007), S. 291 f.

²⁴⁵ Vgl. *Hanlon* (2007), S. 293 f.

beiden Airlines ihren Zusammenschluss und errichteten zunächst ein Holding-Unternehmen, das 2006 aufgelöst wurde, womit Japan Air System in Japan Airlines aufging. Nach der zwischenzeitlichen Insolvenz der Japan Airlines, die Staatshilfen und drastische Restrukturierungsmaßnahmen notwendig machte, entstand in Japan mit diesem Merger tatsächlich eine Marktstruktur mit zwei großen international tätigen Carriern.²⁴⁶

Innerhalb europäischer Staaten kam es in der jüngeren Vergangenheit zu zahlreichen Fusionen und Übernahmen. In Großbritannien befand sich Ende der 1980er Jahre die damals größte unabhängige Fluggesellschaft, British Caledonian, in finanziellen Nöten. Trotz Bedenken im Hinblick auf einen potenziellen Marktmachtmissbrauch gestattete die britische Wettbewerbsbehörde 1987 die Übernahme von British Caledonian durch British Airways. Im weiteren Verlauf übernahm British Airways 1992 den überwiegend im Tourismussegment aktiven Carrier Dan-Air und ein Jahr später die Regionalfluggesellschaft Brymon Airways. 1998 kaufte British Airways dann den auf Zubringerflüge spezialisierten CityFlyer Express. In Frankreich übernahm Air France 1990 die private Union de Transports Aériens (UTA) und mit ihr die privaten Mehrheitsanteile an der halbstaatlichen Air Inter, die 1997 schließlich komplett in die Air France integriert wurde. Air Outre-Mer und Minerve, die beide hauptsächlich inländische Strecken zur Mittelmeerküste und zu französischen Überseegebiete betrieben, fusionierten 1992 zur AOM French Airlines, die wiederum 2001 mit Air Liberté fusionierte und sich später in Air Lib umbenannte. Nach Insolvenz wurde Air Lib 2003 liquidiert. In Deutschland erfolgte eine erste nationale Übernahme größeren Umfangs im Zuge der Wiedervereinigung, als 1991 die Deutsche Lufthansa den ehemaligen Staatscarrier der Deutschen Demokratischen Republik, Interflug, übernahm. Ein Jahr später kaufte die Lufthansa dann die Regionalairline Deutsche Luftverkehrsgesellschaft mbH (DLT), die sie in ihr Zubringernetzwerk rund um die Lufthansa CityLine integrierte. In den Niederlanden war die damals staatliche KLM in mehreren Übernahmen aktiv. Sie kaufte 1988 die Regionalfluggesellschaft Nederlandse Luchtvaart Maatschappij (NLM) und übernahm sowie integrierte 1991 NetherLines. Darüber hinaus übernahm KLM 1998 50 % des niederländischen Ferienfliegers Martinair.²⁴⁷

²⁴⁶ Vgl. Mizutani (2011) sowie *Handelsblatt* (2012).

²⁴⁷ Vgl. Hanlon (2007), S. 294 ff.

Die dargestellten Fälle von Übernahmen innerhalb nationaler Grenzen zeigen, dass Merger und Akquisitionen schon seit einiger Zeit praktiziert werden, um schnell relevante Ressourcen oder eine kritische Unternehmensgröße zu erlangen. Den dargestellten Beispielen ist gemein, dass in der Regel die übernommenen Fluggesellschaften in die Käuferairline integriert wurden und nur eine Unternehmensmarke weitergeführt wurde. Es fällt auf, dass nationale Fusionen und Übernahmen in Europa zwischen Airlines mit relativ unterschiedlichen Unternehmensgrößen stattfanden, während außerhalb Europas die Fluggesellschaften tendenziell ähnliche Größen aufwiesen. Diese Tatsache ist dem historisch gewachsenen Airline-Markt in Europa geschuldet, da in europäischen Staaten üblicherweise jeweils nur ein großer Staatscarrier existierte, der im betrachteten Zeitraum durch den Zukauf kleinerer Regionalfluggesellschaften oder Ferienfliegern gewachsen ist.

d) *Bisherige grenzüberschreitende Merger und Akquisitionen im Luftverkehr*
Im Gegensatz zu nationalen Übernahmen sind grenzüberschreitende Übernahmen vergleichsweise selten zu beobachten und traten unter großen FSNCs erst innerhalb der letzten zehn Jahre auf. Speziell in Europa konnten mehrere solcher internationalen Konsolidierungsaktivitäten beobachtet werden. Die vier größten unter ihnen werden im Folgenden exemplarisch dargestellt.

Air France - KLM

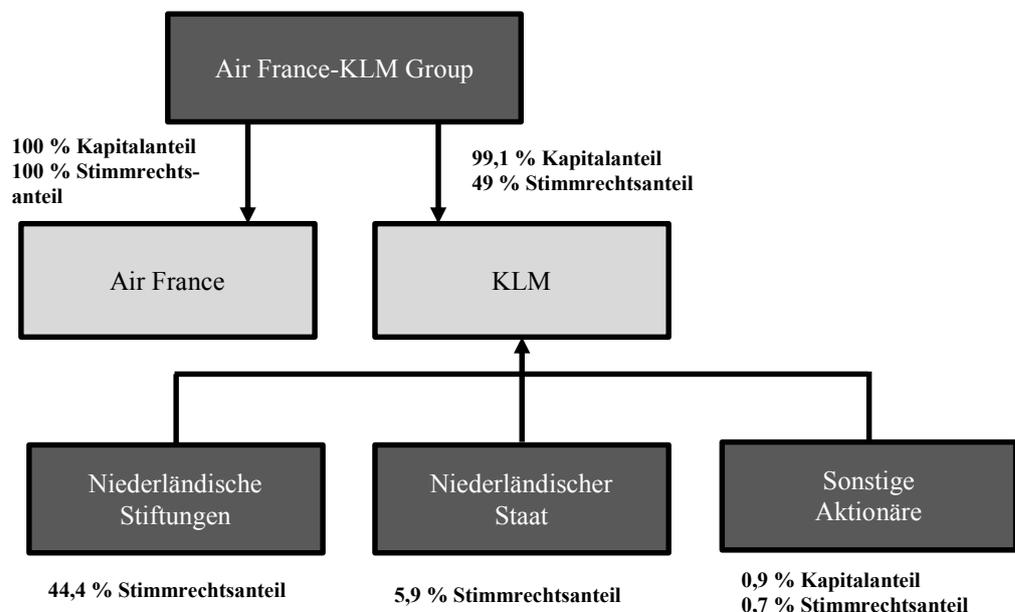
Der erste grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschluss zweier großer Airlines in Europa fand 2004 mit der Fusion der französischen Air France und der niederländischen KLM statt. Das geschah durch Aktientausch, bei dem man den bisherigen KLM-Aktionären Anteile der neuen Muttergesellschaft, der Air France-KLM Group, anbot. Die beiden Airlines wurden als Tochtergesellschaften unter ihren bisherigen Markennamen separat weitergeführt, so dass diese Muttergesellschaft als Holding agiert.²⁴⁸ Unmittelbar nach dem Zusammenschluss, von 2004 bis 2006, verblieben zunächst 51 % der Stimmrechte der KLM und 2,7 % der Kapitalanteile bei niederländischen Minderheitsaktionären, zwei niederländischen Privatstiftungen und dem niederländischen Staat.²⁴⁹

²⁴⁸ Vgl. Fröhlich et al. (2013), S. 202 f.

²⁴⁹ Vgl. Gudmundsson (2013), S. 10.

2007 übertrug der niederländische Staat seine Stimmrechtsanteile bis auf verbleibende 5,9 % an die zwei Privatstiftungen. Diese hielten 2012 44,4 % der Stimmrechtsanteile, was zusammen mit den staatlichen Anteilen einen Mehrheitsanteil von 50,3 % bedeutete. Die Minderheitsaktionäre besitzen seit 2012 noch 0,7 % der Stimmrechte und 0,9 % der Kapitalanteile (Abbildung 16). Die Installation der beiden Stiftungen, die zusammen mit dem niederländischen Staat den niederländischen Kernaktionär von KLM darstellen, war 2007 zunächst auf drei Jahre befristet, wurde dann aber bis auf unbestimmte Zeit fortgeführt. Die Air France-KLM Group hat jedoch nach 2007 das Recht, diese Struktur jederzeit aufzukündigen und sämtliche Kapital- und Stimmrechtsanteile zu konsolidieren. Heute besitzt die Holdinggesellschaft nahezu 100 % der Kapitalanteile beider Fluggesellschaften.²⁵⁰

Abbildung 16: Struktur der Air France-KLM Group 2012



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Air France-KLM Group* (2012), S. 280.

Mit der Fortführung beider Airlines unter bisherigem Namen und unter bisheriger Luftverkehrsbetreiberlizenz etabliert die Air France-KLM Group auch ein sogenanntes „dual-hub“ Konzept. Beide Flughäfen, sowohl Paris-Charles-de-Gaulle als auch Amsterdam-Schiphol, werden weiterhin als Drehkreuz der jeweils heimischen Airline genutzt. Die Streckennetzwerke sind allerdings verknüpft. Die anfängliche

²⁵⁰ Vgl. *Air France-KLM Group* (2012), S. 280.

Überlappung der beiden Netzwerke war relativ gering, da Air France primär Strecken nach Südeuropa, Südamerika und Afrika anbot und KLM hauptsächlich nach Nordeuropa und Asien flog. Zum Zeitpunkt des Zusammenschlusses konnte das Unternehmen 111 Langstreckenverbindungen anbieten, von denen nur 32 von beiden Fluggesellschaften bedient wurden. Daneben existierten insgesamt 126 Mittelstreckenverbindungen, von denen nur 45 parallel geflogen wurden.²⁵¹

Die Argumentation der beiden Geschäftsführer für den Zusammenschluss stützte sich hauptsächlich auf erhoffte Synergieeffekte in Höhe von jährlich 400 bis 600 Mio. € ab dem fünften Jahr der Fusion. Diese wollte man in den Bereichen Netzwerkoptimierung, verbesserte Organisation des operativen Geschäfts, Ausweitung des Angebots an Reparatur- und Wartungsdienstleistungen, gemeinsame Beschaffung, Distribution und Zusammenlegung der IT-Systeme realisieren. Insgesamt sollten sich die Synergien jeweils zur Hälfte aus Kosteneinsparungen und Erlössteigerungen ergeben.²⁵² Die Synergien aus dem gemeinsamen Vertrieb nach 5 Jahren wurden auf ca. 100 Mio. € p. a. beziffert, das gemeinschaftliche Netzwerk- und Flotten-Management sollte ca. 130 – 200 Mio. € p. a. dazu beitragen. Die Synergien aus Zusammenlegung der Luftfrachtbeförderung betragen geschätzte 35 Mio. € p. a., die der Reparatur und Wartung sowie der IT-Systeme wurden auf 60 – 65 Mio. € p. a. bzw. 50 – 70 Mio. € p. a. geschätzt. Aus gemeinsamer Beschaffung versprach man sich zudem einen Kostenvorteil von 10 – 30 Mio. € p. a. Den Kunden sollte der Merger durch die Ausweitung des Netzwerkes ein größeres Angebot an Städteverbindungen zu attraktiveren Ticketpreisen und einen verbesserten Service bieten.²⁵³

An diesem Synergiepotential gab es allerdings auch Zweifel. Unter anderem sahen Experten die prognostizierten Kosteneinsparungen durch eine erhöhte Verhandlungsmacht beim Einkauf neuen Fluggerätes kritisch, da Air France vorwiegend Flugzeuge von Airbus und KLM hauptsächlich Boeing flog. Auch für die Zusammenlegung der IT-Systeme gingen Fachleute von einer deutlich längeren Restrukturierungs- und Optimierungsphase von ca. zehn Jahren aus.²⁵⁴ Dennoch wurden in den Jahren nach dem Zusammenschluss deutliche Synergiegewinne vermeldet. Es

²⁵¹ Vgl. *Gourgeon*, (o.J.), S. 11.

²⁵² Vgl. *Buyck* (2005).

²⁵³ Vgl. *Gudmundsson* (2013), S. 8 f.

²⁵⁴ Vgl. *Fröhlich et al.* (2013), S. 202 f.

ist allerdings anzunehmen, dass Air France primär aus strategischem Kalkül die niederländische KLM, die einen starken Einfluss auf den Einzugsbereich von Air France hat, vor einer feindlichen Übernahme bewahren und als Allianzpartner für das Skyteam gewinnen wollte. Zumal British Airways aus der Oneworld Allianz zuvor vergeblich versucht hatte, KLM aufzukaufen.²⁵⁵

Lufthansa - Swiss

Nach der Insolvenz der staatlichen Swissair 2001, verursacht durch eine verfehlte Allianz- und Beteiligungsstrategie sowie durch X-Ineffizienzen aufgrund langjähriger staatlicher Beihilfen, wurde 2002 die Nachfolgeairline Swiss in Betrieb genommen. Dabei ist die Swiss keine Rechtsnachfolgerin der Swissair, sondern mit Unterstützung staatlicher Finanzmitteln aus der ehemaligen schweizerischen Crossair hervorgegangen, die einen Großteil der Swissairflotte übernommen hat.²⁵⁶

Nachdem sich auch bei der Swiss keine finanzielle Stabilität eingestellt, vereinbarten die schweizerischen Großinvestoren und die Schweizerische Eidgenossenschaft 2005 die Übernahme der Swiss durch die Deutschen Lufthansa. Hierfür wurde im März 2005 zunächst die Air Trust AG, eine schweizerische Aktiengesellschaft, gegründet, die die Anteile der Großinvestoren von 78 % übernahm und den restlichen Publikumsaktionären im Mai 2005 ein öffentliches Übernahmeangebot unterbreitete.²⁵⁷ In der Folge übernahm die Deutsche Lufthansa vorerst 11 % der Anteile an der Air Trust AG. Bis die Zustimmungen europäischer und US-amerikanischer Wettbewerbsbehörden vorlagen, hielt die schweizerische Almea-Stiftung die restlichen Anteile an der Air Trust AG (Abbildung 17).²⁵⁸

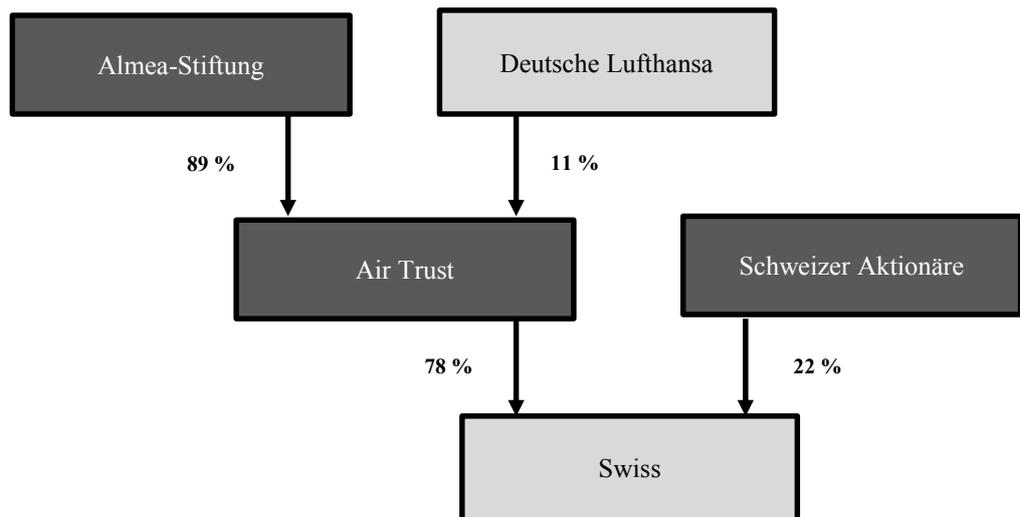
²⁵⁵ Vgl. *Iatrou/Oretti* (2007), S. 52 ff.

²⁵⁶ Vgl. *Knorr/Arndt* (2004) sowie *Suen* (2002).

²⁵⁷ Vgl. *Deutsche Lufthansa* (2005).

²⁵⁸ Vgl. *Schwierholz* (2007), S. 81 f.

Abbildung 17: Holdingstruktur der Lufthansa-Swiss-Akquisition 2005



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schwierholz (2007), S. 82.

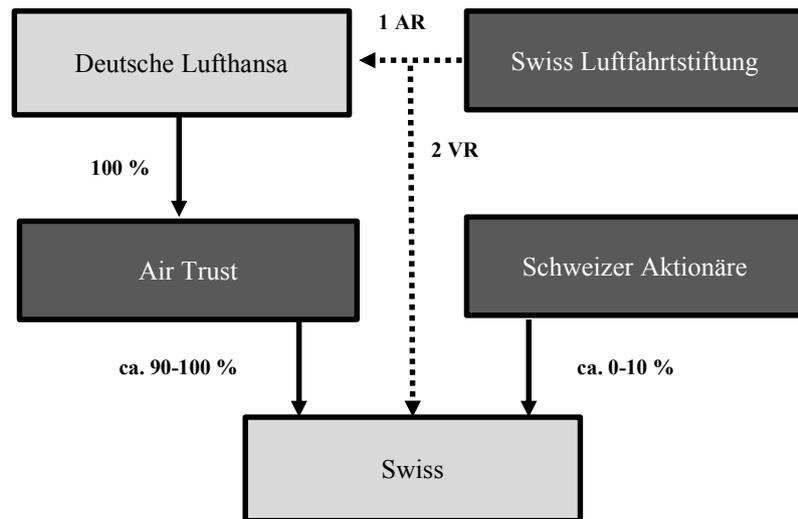
Mit Zustimmung der Wettbewerbsbehörden erhöhte die Deutsche Lufthansa noch im gleichen Jahr ihren Anteil an der Air Trust AG auf 49 %, die parallel einen sogenannten „squeeze out“, ein zwangsweiser Gesellschafterausschluss durch Barabfindung bisheriger Minderheitsaktionäre, durchführte.²⁵⁹ Die Deutsche Lufthansa erwarb 2007 die Air Trust AG schließlich vollständig, die zu der Zeit schon nahezu die gesamten Anteile an der Swiss hielt.²⁶⁰ Zur Wahrung öffentlicher Interessen der Schweiz wurde die Swiss Luftfahrtstiftung gegründet, die bei auftretenden Vakanzen die Besetzung eines Aufsichtsratspostens bei der Deutschen Lufthansa und zwei Verwaltungsratsposten bei der Swiss vorschlagen kann (Abbildung 18).²⁶¹

²⁵⁹ Vgl. Glaum/Hutzschenreuter (2010), S. 132 sowie Deutsche Lufthansa (2005).

²⁶⁰ Vgl. Schwierholz (2007), S. 81 f.

²⁶¹ Vgl. Swiss Luftfahrtstiftung (o.J.).

Abbildung 18: Holdingstruktur der Lufthansa-Swiss-Akquisition seit 2007



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schwierholz (2007), S. 82.

Die Deutsche Lufthansa besitzt heute vollständiges Eigentum und Kontrolle an der Swiss. Diese wurde als separates Tochterunternehmen in den Lufthansa-Konzern eingegliedert und fliegt weiterhin unter eigener Marke vom bisherigen Drehkreuz Zürich. Auch die Geschäftszentrale der Swiss wurde in Basel belassen.²⁶²

Auch wenn die Swiss nicht vollständig in den Mutterkonzern integriert wurde, so hat sich offenbar dennoch ein deutliches Synergiepotenzial ergeben. In einer Prognose von 2006 schätzte man die Synergieeffekte im dritten Jahr des Zusammenschlusses auf 174 Mio. €. Die ergeben sich aus 80 Mio. € durch Ertragssynergien und 94 Mio. € durch Kostensynergien bei einmaligen Integrationskosten von 45 Mio. €. ²⁶³ Ursächlich für diese Synergien sind die Zusammenlegung und Optimierung der Netzwerke und Flugpläne, die Erweiterung des Einzugsbereichs der Lufthansa-Gruppe, die Kombination der Kundenbindungsprogramme, die Kongruenz der beiden Flugzeugflotten, die gemeinsame Abfertigung und Verwaltung sowie gemeinschaftlicher Einkauf und Finanzierung von Investitionen.²⁶⁴ Auch in den folgenden Jahren schritt die Restrukturierung und Integration der Swiss erfolgreich voran. Die Swiss hat sich zu einer profitablen Fluggesellschaft entwickelt. 2010

²⁶² Vgl. Rijke (2012), S. 433.

²⁶³ Vgl. Deutsche Lufthansa (2006), S. 17.

²⁶⁴ Vgl. Deutsche Lufthansa (2006), S. 15.

wurden von der Lufthansa zusätzliche Synergien für 2011 in Höhe von 230 Mio. € prognostiziert.²⁶⁵

Ob die Synergiepotenziale der alleinige Grund für die Übernahme der Swiss durch die Deutsche Lufthansa waren, darf bezweifelt werden. Durch die schlechte Ertragslage der neu eingerichteten Swiss nach 2002, die abermals auf eine Insolvenz zusteuerte, ergab sich für die Lufthansa die günstige Gelegenheit, durch eine Übernahme den eigenen geographischen Einzugsbereich zu vergrößern und damit Marktanteile hinzuzugewinnen. Dabei konnte ein Drehkreuz in unmittelbarer Nähe des Heimatmarktes selber genutzt, weiterentwickelt und gleichzeitig vor übermäßigem Zugriff durch Konkurrenten gesichert werden.²⁶⁶

Lufthansa – Austrian

Kurze Zeit später führte die Deutsche Lufthansa mit der Übernahme der Austrian Airlines, einem langjährigen Allianzpartner, ihre zweite größere Konsolidierung durch. Der bis dahin defizitäre österreichische Staatscarrier wurde im Zuge eines öffentlichen Bieterverfahrens privatisiert. Im August 2008 bot die staatseigene Österreichische Industrieholding AG (ÖIAG) ihre Anteile von 41,56 % an Austrian Airlines zum Verkauf an. Die Deutsche Lufthansa bekam den Zuschlag und verhandelte darüber hinaus eine von der ÖIAG zu zahlende staatliche Restrukturierungsbeihilfe in Höhe von 500 Mio. €. ²⁶⁷ Die Anteile der ÖIAG wurden dabei nicht direkt der Deutschen Lufthansa, sondern der eigens eingerichteten Österreichischen Luftverkehrs-Holding GmbH (ÖLH) übertragen, die im Februar 2009 den privaten Aktionären der Austrian Airlines ein öffentliches Übernahmeangebot machte. Im August 2009 vereinigte die ÖLH mehr als 75 % der Anteile auf sich. Zudem erteilten die europäischen Wettbewerbsbehörden unter Auflagen ihre Zustimmung sowohl zum Zusammenschluss als auch zu den staatlichen Restrukturierungsbeihilfen, sodass Austrian Airlines im September 2009 in die Lufthansa Gruppe integriert werden konnte. Hierfür erwarb die Deutsche Lufthansa vollständig die neu gegründete Österreichische Luftverkehrs-Beteiligungs-GmbH (ÖLB), die wiederum 49,8 % der Anteile an der ÖLH hält. Die Mehrheit an der ÖLH von 50,2 % wurde der

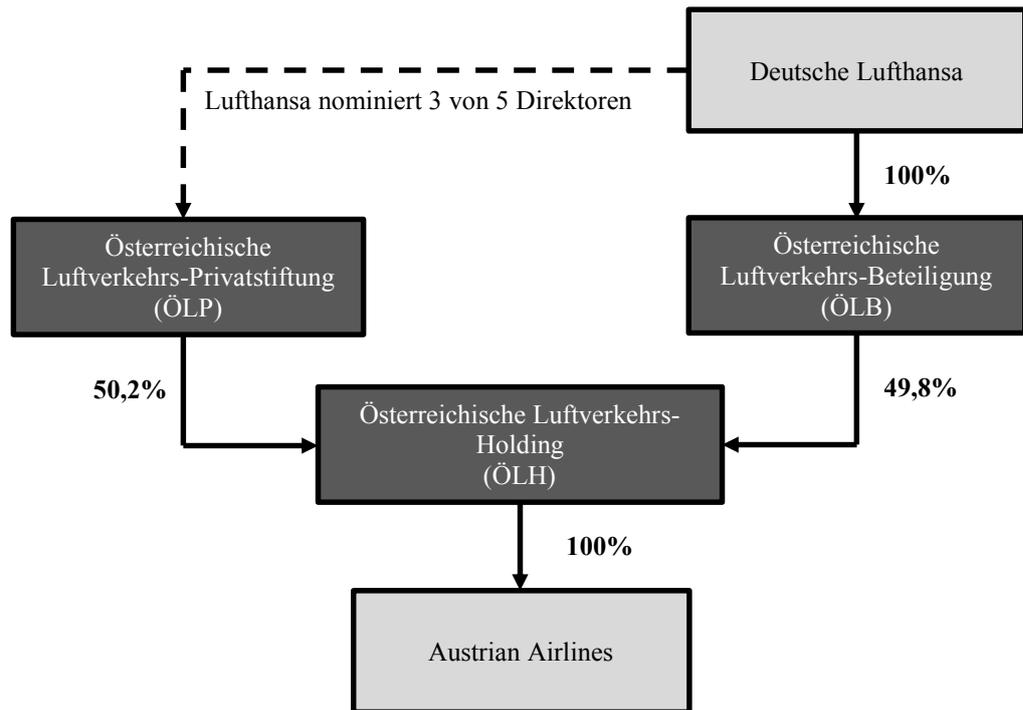
²⁶⁵ Vgl. *Deutsche Lufthansa* (2011a), S. 25.

²⁶⁶ Vgl. *Fröhlich et al.* (2013), S. 203.

²⁶⁷ Vgl. *Österreichische Industrieholding* (2008).

Österreichischen Luftverkehrs-Privatstiftung (ÖLP) übertragen, die als österreichischer Kernaktionär agiert. Allerdings besitzt die Deutsche Lufthansa hier die Möglichkeit einer Einflussnahme. Von den fünf Stiftungsdirektoren der ÖLP werden drei von der Deutschen Lufthansa nominiert. Nach einem zwischenzeitlich erfolgten „squeeze out“ ist die ÖLH im vollständigen Besitz der Austrian Airlines (Abbildung 19).²⁶⁸

Abbildung 19: Holdingstruktur der Lufthansa-Austrian-Akquisition 2009



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Deutsche Lufthansa* (2009).

Mit der Übernahme der Austrian Airlines wurde die Lufthansa-Gruppe zur größten Fluggesellschaft Europas bezüglich der Flottengröße und des Passagieraufkommens. Austrian Airlines wurde wie die Swiss in den Lufthansa-Konzern eingebunden und in das gemeinsame Vielfliegerprogramm integriert. Eine vollständige Post-Merger Integration erfolgte aber auch bei diesem Zusammenschluss nicht. Austrian Airlines bleibt weiterhin eine österreichische Airline unter bisherigem Markennamen mit zentralem Drehkreuz und Geschäftszentrale in Wien.²⁶⁹

²⁶⁸ Vgl. *Deutsche Lufthansa* (2009) sowie *Deutsche Lufthansa* (2011b).

²⁶⁹ Vgl. *Rijke* (2012), S. 433 f.

Die Kosten des Zusammenschlusses für die Deutsche Lufthansa entsprechen ungefähr den vom österreichischen Staat gezahlten Beihilfen von 500 Mio. €. Dem gegenüber stehen zum Zeitpunkt des Zusammenschlusses geschätzte Synergiepotenziale von jährlich 80 Mio. €, die hauptsächlich aus der Zusammenlegung der Netzwerke, Vertriebsaktivitäten, IT-Dienstleistungen, Catering, Reparatur und Wartung resultieren.²⁷⁰ Auch wenn die Übernahme der Austrian Airlines bisher nicht in ähnlicher Weise erfolgreich war wie die Übernahme der Swiss, so rechnet die Deutsche Lufthansa doch in einer aktualisierten Schätzung von 2010 mit zukünftigen Synergien für 2011 von 130 Mio. €.²⁷¹

British Airways - Iberia

Der jüngste Zusammenschluss zweier großer Netzwerkfluggesellschaften in Europa fand 2011 zwischen British Airways und der spanischen Iberia statt. Beide Airlines sind bereits seit 1999 Partner in der Oneworld Allianz. Durch die bis dahin erfolgten Zusammenschlüssen der Wettbewerber und aufgrund der Auswirkungen der Luftfahrtkrise von 2008 wuchs der Druck auf Iberia, einen finanzkräftigen und operativ gut aufgestellten Fusionspartner zu finden. Auch British Airways sah sich gezwungen, zur weiteren Expansion einen Zusammenschluss einzugehen. So wurde im April 2010 der Merger beider Fluggesellschaften angekündigt und nach Zustimmung der Anteilseigner sowie der EU-Wettbewerbskommission im Januar 2011 durchgeführt.²⁷²

Die Fusion erfolgte durch Aktientausch in drei Schritten. Zuerst wurde die operative Tätigkeit der Iberia in ein operierendes Unternehmen, die neu gegründete „Iberia Operadora“, ausgegliedert, das seither sämtliche Aktiva und Verbindlichkeiten der Iberia besitzt. Die Muttergesellschaft Iberia agierte folglich nur noch als Holding-Unternehmen, das die Aktienanteile des operierenden Unternehmens hielt. Im zweiten Schritt wurde bei British Airways ebenfalls eine Trennung des operativen Betriebs vom Eigentum vollzogen, indem die Aktienanteile auf das neu gegründete Holding-Unternehmen „British Airways HoldCo“ übergingen. Im dritten Schritt wurden schließlich beide Holding-Unternehmen aufgelöst und ihre Anteile der neuen gemeinschaftlichen Holding, der International Consolidated Airlines Group,

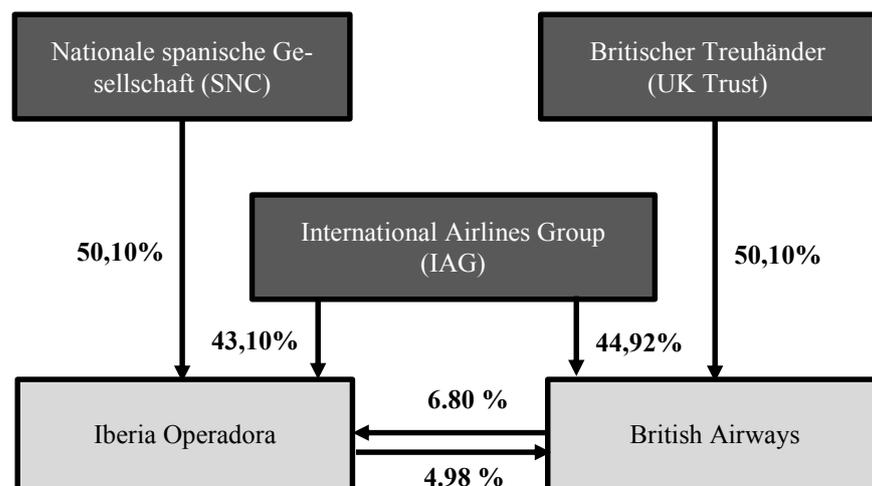
²⁷⁰ Vgl. Fröhlich et al. (2013), S. 205 f.

²⁷¹ Vgl. Deutsche Lufthansa (2011a), S. 25.

²⁷² Vgl. Fröhlich et al. (2013), S. 206 f.

S.A. (IAG) übertragen, einer Aktiengesellschaft spanischen Rechts. Die bisherigen Aktionäre der beiden Fluggesellschaften erhielten durch einen Tausch Aktien der IAG im Verhältnis ihrer ursprünglichen Anteile. Die IAG hält zwar sämtliche wirtschaftliche Anteile an den beiden operierenden Airlines, allerdings wurden zur Wahrung der jeweiligen Nationalität der Carrier zwei Kernaktionäre eingesetzt, die jeweils die Mehrheit der Stimmrechte halten. Im Falle der Iberia wurde eine private aber nationale spanische Gesellschaft (SNC) gegründet, die 50,1 % der Stimmrechte an der Iberia Operadora hält. In Großbritannien hält eine britische Treuhandgesellschaft (UK Trust) 50,1 % der Anteile an British Airways. Darüber hinaus bleibt die bereits vor dem Zusammenschluss existierende Überkreuzbeteiligung zwischen den beiden operierenden Fluggesellschaften bestehen. Iberia hält 4,98 % der Stimmrechtsanteile an British Airways, die wiederum 6,8 % der Stimmrechte an Iberia besitzt (Abbildung 20).²⁷³

Abbildung 20: Holdingstruktur des British Airways-Iberia-Mergers 2011



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *International Airlines Group* (2010).

Wie bei den zuvor untersuchten Fällen fliegen beide Airlines nach dem Zusammenschluss separat unter ihren bisherigen Markennamen weiter. British Airways und Iberia operieren auch seit der Fusion von ihrem jeweiligen Drehkreuz in London bzw. Madrid aus. Sie sind dabei zwar relativ unabhängig, haben sich aber ver-

²⁷³ Vgl. *International Airlines Group* (2010), S. 97 ff.

traglich zugesichert, im Sinne einer Gewinnmaximierung der IAG zu handeln. Dafür wird mittelfristig eine gemeinsame Netzwerkstrategie der IAG entwickelt, die die Kombination der beiden ursprünglichen Netzwerke vorsieht.²⁷⁴

In der Zusammenlegung der Flugnetzwerke liegt in diesem Fall viel Synergiepotenzial, da beide Netzwerke äußerst komplementär sind. Während British Airways auf Routen nach Nordamerika und Asien stark vertreten ist, liegt der Fokus von Iberia auf Strecken nach Südamerika. Vor der Fusion gab es zwischen beiden Fluggesellschaften lediglich auf einer Strecke eine Überlappung des Flugangebots, die heutige Verbindung beider Drehkreuze Madrid-Barajas und London-Heathrow, was die Europäische Kommission dazu veranlasste, die Fusion ohne Auflagen zu genehmigen.²⁷⁵

Vor der Fusion wurde deshalb auch mit hohen Synergieeffekten gerechnet. Im fünften Jahr des Zusammenschlusses, d. h. 2016, sollen die Synergien 400 Mio. € betragen, während die gesamte Fusion bis zu diesem Zeitpunkt 269 Mio. € kosten soll. Die Synergien sollen sich dabei primär aus der Zusammenlegung der Netzwerke ergeben, die dem Kunden eine größere Streckenauswahl und verbesserten Service bieten soll. Zudem soll die Fusion weiteres Potenzial bieten, um Kapazitäten und Flugfrequenzen zu erhöhen, da der Flughafen Madrid-Barajas im Gegensatz zu London-Heathrow noch Kapazitätsreserven besitzt. Die so entstehende finanzielle und operative Größe beider Airlines soll die gemeinsame Wettbewerbsfähigkeit stärken.²⁷⁶

Auch wenn 2012 der Synergieerfolg von 288 Mio. €, der hauptsächlich durch Erlössynergien erreicht wurde, das entsprechende Jahresziel von 155 Mio. € deutlich überstieg, so wurde dieses Bild dennoch durch die individuelle Entwicklung von Iberia getrübt. Während British Airways in diesem Jahr einen Gewinn von 347 Mio. € einflog, trug Iberia mit einem Verlust von 351 Mio. € zum Jahresverlust der IAG von 23 Mio. € bei.²⁷⁷ Nach Aussagen des Managements sind die Rezession und die

²⁷⁴ Vgl. *International Airlines Group* (2010), S. 127 f.

²⁷⁵ Vgl. *Fröhlich et al.* (2013), S. 207.

²⁷⁶ Vgl. *International Airlines Group* (2010), S. 99 f.

²⁷⁷ Vgl. *International Airlines Group* (2013).

hohe Arbeitslosigkeit im spanischen Binnenmarkt ursächlich hierfür, was die Zusammenarbeit beider Airlines erschwert.²⁷⁸

Fusionen und Übernahmen haben demnach in den letzten Jahren sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene deutlich an Relevanz gewonnen. Dabei scheinen sie gegenüber strategischen Allianzen ein wesentlich größeres Synergiepotential zu besitzen, was *Iatrou* und *Oretti* in einer Umfrage unter Airlinemanagern herausfanden.²⁷⁹ Auch Kapitalmarktanalysten sehen in einer fortschreitenden Konsolidierung im Luftverkehr durch Fusionen und Übernahmen eine Möglichkeit, überschüssige Kapazitäten abzubauen, Kapitalkosten zu senken und Renditen zu erhöhen.²⁸⁰

III. Ökonomische Erklärungsansätze und Motive für Merger und Akquisitionen im Luftverkehr

Fluggesellschaften agieren, wie in Kapitel II. gezeigt, in einem sehr fragmentierten Markt mit geringer Marktkonzentration und erwirtschaften nur geringe Renditen. Von den Modifikationen der Markt- und Unternehmensstrukturen durch Merger und Akquisitionen versprechen sie sich eine Verbesserung der individuellen Wettbewerbsfähigkeit und des Wettbewerbsumfeldes. Im Folgenden wird daher untersucht, inwieweit Merger und Akquisitionen für die Fluggesellschaften grundsätzlich ein ökonomisch sinnvoller Ansatz sind.

Unternehmenszusammenschlüsse sind ein Element der strategischen Unternehmensentwicklung zur Anpassung an Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld.²⁸¹ Allerdings verfolgt jedes Unternehmen dafür eine individuelle Strategie.²⁸² Aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit unternehmensinterner Informationen kann an dieser Stelle keine eingehende Analyse individueller Unternehmensstrategien vorgenommen werden. Vielmehr werden allgemeine theoretische Erklärungsansätze für Merger und Akquisitionen aus Perspektive der beteiligten Unternehmen dargestellt und auf den Luftverkehr bezogen.

²⁷⁸ Vgl. *Thomas* (2013).

²⁷⁹ Vgl. *Iatrou/Oretti* (2007), S. 195 f.

²⁸⁰ Vgl. *Manuela Jr./Rhoades* (2014), S. 351 f.

²⁸¹ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 63.

²⁸² Vgl. *Glaum/Hutzschenreuter* (2010), S. 35 ff.

Nach *Wirtz* bestehen die relevanten Theorieansätze aus der Neuen Institutionenökonomik, der Strategieforschung und der Portfoliotheorie.²⁸³ In einem zweiten Schritt werden die aus den theoretischen Erklärungsansätzen abgeleiteten konkreten Motive der Unternehmen bzw. der Manager für einen Zusammenschluss untersucht, die aus fundamentalen, spekulativen, Agency-, Hybris- und sonstigen Motiven bestehen.²⁸⁴

A. Allgemeine Erklärungsansätze für Merger und Akquisitionen zwischen Fluggesellschaften

1. Neue Institutionenökonomik

Institutionen bestehen aus formellen und informellen Regeln sowie aus den dazugehörigen Kontrollmechanismen. Zusammen mit den Menschen, die diese Regeln anwenden und ausführen, werden Institutionen zu Organisationen.²⁸⁵ Die Neue Institutionenökonomik bietet theoretische Erklärungen für die Entstehung verschiedener Formen von Institutionen und Organisationen.²⁸⁶ Sie hilft zu verstehen, warum und in welcher Form Institutionen und Organisationen anstelle von Marktmechanismen genutzt werden. Dabei bieten der Transaktionskostenansatz, der Prinzipal-Agent-Ansatz und die Theorie der Verfügungsrechte Erklärungen für marktlich, kooperativ und hierarchisch koordinierte Organisationsformen.²⁸⁷ Zur letzteren Koordinationsform zählen die hier betrachteten Merger und Akquisitionen im Luftverkehr.²⁸⁸ Die Vor- und Nachteile dieser Koordination werden im Folgenden aus der Perspektive der Neuen Institutionenökonomik mit den Koordinationsformen Markt und Kooperation verglichen. Dabei sind insbesondere Kooperationen als Vergleichsmaßstab relevant, gelten sie doch im Luftverkehr als eingeschränkte Substitute für Fusionen und Akquisitionen, mit denen sich zumindest einige Vorteile einer Marktkonzentration realisieren lassen.²⁸⁹

²⁸³ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 24 ff.

²⁸⁴ Vgl. *Hinsen* (2012).

²⁸⁵ Vgl. *North* (1993), S. 12 ff.

²⁸⁶ Vgl. *Furubotn/Richter* (2005), S. 2 ff.

²⁸⁷ Vgl. *Woratschek/Roth* (2005), S. 143.

²⁸⁸ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 25.

²⁸⁹ Vgl. *Doganis* (2006), S. 99 f.

a) *Transaktionskosten*

Die Transaktionskostentheorie geht zurück auf Arbeiten von *Coase*²⁹⁰ und *Williamson*²⁹¹ und besitzt Relevanz im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen. Sie ist in der Lage, die Vor- und Nachteile verschiedener Formen der Koordination wirtschaftlicher Transaktionen zu erklären. Eine Transaktion liegt vor, wenn ein Gut oder eine Dienstleistung über eine technische Schnittstelle hinweg übertragen wird, was mit einem Ressourcenverbrauch einhergeht. Die dabei entstehenden Transaktionskosten sind zurückzuführen auf die Errichtung, den Betrieb, die Erhaltung, die Kontrolle und die Anpassung des institutionellen Rahmens.²⁹² Dies schließt die Kosten für die Nutzung der gewählten Organisationsform mit ein.²⁹³ Transaktionskosten können einerseits fix sein, meist liegen sie dann in Form von einmaligen Investitionen in konkrete institutionelle Vereinbarungen vor, andererseits können sie variabel sein und mit der Anzahl der Transaktionen variieren.²⁹⁴ Mögliche Einsparungen von Transaktionskosten durch einen Zusammenschluss lassen sich durch einen Vergleich mit den bei marktlicher oder kooperativer Koordination anfallenden Transaktionskosten abschätzen.

Unternehmen – somit auch Fluggesellschaften – können mit zwei Formen von Transaktionskosten konfrontiert werden. Erstens entstehen externe Transaktionskosten durch Transaktionen, die über den Marktmechanismus koordiniert werden.²⁹⁵ Sie werden durch vertikale Geschäftsbeziehungen zwischen ansonsten auf horizontaler Ebene konkurrierender Fluggesellschaften verursacht. Zwischen Airlines entstehen solche vertikalen Transaktionen, wenn eine Airline Vorleistungen bei einer anderen Fluggesellschaft einkauft. Hier sind technische Kooperationen relevant wie z. B. der Verkauf von Catering-Produkten, Handling Agreements an Flughäfen, Abkommen zur Wartung, Reparatur und Überholung von Flugzeugen oder IT-Abkommen.²⁹⁶ Ein Zusammenschluss zweier Unternehmen ist ökonomisch dann sinnvoll, wenn die Transaktionen bisher mit großer Häufigkeit, starker Unsicherheit und beträchtlicher Spezifität zu hohen Transaktionskosten geführt haben,

²⁹⁰ Vgl. *Coase* (1937).

²⁹¹ Vgl. *Williamson* (1979), *Williamson* (1985), sowie *Williamson* (2010).

²⁹² Vgl. *Williamson* (1985), S. 1.

²⁹³ Vgl. *Woratschek/Roth* (2005), S. 148.

²⁹⁴ Vgl. *Furobotn/Richter* (2005), S. 51.

²⁹⁵ Vgl. *Furobotn/Richter* (2005), S. 51 ff.

²⁹⁶ Vgl. *Sterzenbach/Conrady/Fichert* (2009), S. 275 ff.

die durch eine hierarchische Koordination zumindest teilweise eingespart werden können.²⁹⁷

Zweitens sind interne Transaktionskosten relevant. Sie entstehen nicht nur bei einem Zusammenschluss zweier Airlines, sondern bereits im Rahmen einer Kooperation. Sie fallen für den Aufbau und die Nutzung der geschaffenen Organisation an und ergeben sich aus Kosten für Errichtung, Betrieb, Erhaltung und Anpassung organisationaler Strukturen sowie aus Kosten für Information, Koordination, Kontrolle und Kommunikation.²⁹⁸

Sie sind fix, wenn die Ausgaben einmalig entstehen. Bei Kooperationen fallen bereits Kosten für die Institutionalisierung, d. h. für die Errichtung des vertraglichen Rahmenwerks an. Hier sind primär Codesharing-, Interlining- und Franchise-Verträge sowie der Aufbau von geeigneten Gremien bzw. Koordinationsstrukturen bei strategischen Allianzen bedeutsam. So hat z. B. die Star Alliance ein Allianz-Managementteam von ca. 70 Personen und Oneworld von immerhin ca. 25 Personen eigens für die Koordination ihrer strategischen Allianzen abgestellt.²⁹⁹ Im Zuge eines Airline-Mergers fallen fixe Transaktionskosten für die Zusammenführung beider Fluggesellschaften an.³⁰⁰ Dabei besteht einerseits die Möglichkeit einer vollständigen Integration beider Unternehmen in eine Organisation. Andererseits ist aber auch die Errichtung von Holdingstrukturen möglich, bei denen die Unternehmen nur in wenigen Teilbereichen integriert werden. Hier ist offensichtlich, dass eine vollständige Integration zweier Airlines deutlich aufwändiger und mit höheren fixen Transaktionskosten behaftet ist als die Errichtung einer Holdinggesellschaft, die primär Kosten für das vertragliche Rahmenwerk verursacht.

Darüber hinaus existieren zwei Formen variabler innerbetrieblicher Transaktionskosten. Erstens fallen Kosten für die organisationsweite Informationsgewinnung, -verarbeitung und -nutzung an. Verursacht werden diese durch Beschluss und Durchsetzung von Managemententscheidungen über organisatorische Grenzen hinweg, durch Festlegung von betriebswirtschaftlichen Parametern wie z. B. Preisen,

²⁹⁷ Vgl. *Williamson* (1979), S. 245 ff.

²⁹⁸ Vgl. *Furobotn/Richter* (2005), S. 54 sowie *Woratschek/Roth* (2005), S. 155 f.

²⁹⁹ Vgl. *Sterzenbach Conrady/Fichert* (2009), S. 291 ff.

³⁰⁰ Im Falle einer Akquisition sind hierbei zusätzlich die Finanzierungskosten für den Erwerb des Zielunternehmens zu berücksichtigen.

Kapazitäten und Flugplänen, durch deren Veränderungen sowie durch Management-Informationssysteme.³⁰¹ Zweitens werden variable innerbetriebliche Transaktionskosten durch den Transfer von Gütern und Dienstleistungen sowohl innerhalb einer Kooperation als auch innerhalb eines fusionierten Unternehmens zwischen zwei organisatorischen Einheiten induziert.³⁰² Diese gehen auf logistische Transaktionen, auf Ausgleichstransaktionen zur Angleichung des Angebots bzw. der Kapazität an die Nachfrage, auf Transaktionen zur Qualitätssicherung und auf Anpassungstransaktionen zurück.³⁰³

Es ist offensichtlich, dass ein Zusammenschluss zweier Fluggesellschaften aus Sicht der Transaktionskostentheorie dann sinnvoll ist, wenn die dadurch entstehenden internen Transaktionskosten geringer sind als die externen und internen Transaktionskosten, die im Zuge einer alternativen Marktbeziehung bzw. einer Kooperation anfallen.³⁰⁴

b) *Prinzipal-Agent-Beziehungen*

Der Fokus des Prinzipal-Agent-Ansatzes liegt auf der Beziehung zwischen dem Prinzipal als Auftraggeber, wie z. B. Geschäftsleitung, Einkäufer, Anteilseigner oder Aktionär, und dem Agenten als Beauftragten, wie z. B. Zulieferer, Geschäftsführer oder Abteilungsleiter. Der Prinzipal betraut den Agenten mit Aufgaben und sieht sich dabei zwei Problemen gegenüber. Erstens hat der Prinzipal unvollkommene Informationen über den Agenten. Es ist durchaus möglich, dass der Agent Ziele verfolgt, die sich nicht mit denen des Prinzipals decken. Die vollständige Einschätzung und Überwachung des Agenten würde allerdings prohibitiv hohe Informationskosten nach sich ziehen oder ist schlichtweg nicht möglich. Den so entstehenden diskretionären Handlungsspielraum kann der Agent für die Erreichung seiner persönlichen Ziele nutzen. Zweitens reagieren Prinzipal und Agent in der Regel verschieden auf Unsicherheiten, was sich je nach Situation in unterschiedlichen Risikoneigungen ausdrückt.³⁰⁵

Für den Prinzipal ergeben sich bereits bei der Auswahl des Agenten Unsicherheiten in Bezug auf seine Qualität bzw. seine Kompetenz, über die er nur unvollständige

³⁰¹ Vgl. *Furobotn/Richter* (2005), S. 54.

³⁰² Vgl. *Williamson* (1985), S. 1.

³⁰³ Vgl. *Miller/Vollmann* (1985), S. 144 ff.

³⁰⁴ Vgl. *Woratschek/Roth* (2005), S. 155.

³⁰⁵ Vgl. *Eisenhardt* (1989), S. 58 ff.

Informationen besitzt („hidden characteristics“). Hegt der Agent schon vor der Partnerschaft die verborgene Absicht, die eingegangenen Vertragsbedingungen der Zusammenarbeit nicht einzuhalten oder anschließend zu seinen Gunsten nachzuverhandeln („hold up“), liegen „hidden intentions“ vor. Nachverhandlungen sind besonders relevant, wenn sich der Prinzipal durch spezifische und irreversible Investitionen in ein Abhängigkeitsverhältnis zum Agenten begibt. Auch nach der Eini-gung über eine Zusammenarbeit bestehen Informationsasymmetrien, die zur Errei-chung persönlicher Ziele genutzt werden können. So kann der Agent sog. „hidden actions“ ergreifen, die in Handlungen bestehen, welche der Prinzipal nicht beobach-ten kann. Beispiele hierfür sind schlechte Arbeitsqualität oder unerwünschte Risi-koaversion. Zudem kann der Prinzipal oft aufgrund fehlender Informationen die Arbeitsergebnisse des Agenten nicht ausreichend beurteilen. Der Agent besitzt für ihn vorteilhafte „hidden information“. Kann ein schädigendes Verhalten des Agen-ten nur schwer vom Prinzipal identifiziert und sanktioniert werden, besteht die Ge-fahr eines „moral hazard“.³⁰⁶

Die Informationsasymmetrien führen durch unzureichende Arbeitsleistungen und zu geringer Risikoneigung des Agenten zu Wohlfahrtsverlusten beim Prinzipal. Um die Informationsasymmetrien abzubauen, entstehen beim Prinzipal Agency-Kos-ten, die für die Kontrolle und Überwachung des Agenten sowie für ein entsprechen-des Anreizsystem anfallen. Aber auch dem Agenten entstehen Kosten für Bin-dungs- und Signaling-Maßnahmen, um dem Prinzipal Qualität, Kompetenz und lau-tere Absichten anzuzeigen.³⁰⁷

Die hier dargestellten Prinzipal-Agenten-Probleme sind hauptsächlich bei vertika-len Unternehmensbeziehungen relevant. Bei horizontalen Unternehmensbeziehun-gen können sie allerdings auch schon bei Kooperationen zwischen Airlines auftre-ten, wobei die Identifikation des Prinzipals und des Agenten deutlich schwieriger ist, was im Luftverkehr insbesondere bei strategischen Allianzen der Fall ist.³⁰⁸ Die Schwierigkeit der Rollenzuweisung ergibt sich aus der Vielzahl und der Reziprozi-tät der Prinzipal-Agenten-Beziehungen. Innerhalb einer horizontalen Kooperation

³⁰⁶ Vgl. *Furobotn/Richter* (2005), S. 200 sowie *Wirtz* (2012), S. 34.

³⁰⁷ Vgl. *Jensen/Meckling* (1976), S. 308 ff.

³⁰⁸ Vgl. *Beck* (1998), S. 40.

treten sie wechselseitig auf und sind in ihrer Gesamtheit auf den gemeinsamen Aufbau von Wettbewerbsvorteilen gerichtet.³⁰⁹ Die Zuweisung von Prinzipal- und Agentenrollen ist hier von der Machtverteilung unter den Kooperationspartnern abhängig, womit der Prinzipal-Agenten-Ansatz allerdings stark an Komplexität gewinnt und dadurch an seine Erkenntnisgrenze stößt.³¹⁰ Die Möglichkeiten, Agency-Kosten in einer horizontalen Kooperation zu reduzieren, sind begrenzt. Während bei Fusionen und Übernahmen durch die Hierarchie klare Anordnungen und Weisungen erteilt werden können, ist bei einer Kooperation die Androhung des Austritts für ein einzelnes Unternehmen oft der einzige Sanktionsmechanismus. Ein Austritt wird wahrscheinlicher, je mehr Unternehmen bzw. Airlines in einer Kooperation involviert sind. In einer großen Kooperation sind der Leistungsbeitrag des einzelnen Unternehmens sowie sein Anteil am Kooperationsertrag relativ gering, wodurch eine erhöhte Gefahr für „moral hazard“ besteht.³¹¹ Kooperationen sind somit grundsätzlich relativ instabil und werden oft aufgegeben.³¹² Im Gegensatz zu Unternehmenszusammenschlüssen sind die Agency-Kosten zur Förderung der Stabilität in großen Kooperationen enorm, daher haben sich hier ergänzende Zusatzelemente hierarchischer Koordinationsformen wie z. B. gegenseitige Kapitalbeteiligungen etabliert.³¹³ Auch wenn bei Kooperationen und strategischen Allianzen von Fluggesellschaften oft zusätzliche Kreuzbeteiligungen eingegangen werden, scheinen sie kein Garant für die langfristige Stabilität und damit kein Äquivalent für Zusammenschlüsse zu sein. Immer wieder konnten Kooperationsaustritte und Verkäufe von Kapitalbeteiligungen unter den Fluggesellschaften beobachtet werden.³¹⁴

In hierarchisch organisierten Institutionen bestehen durch die Möglichkeit, Anweisungen zu erteilen bessere Kontroll- und Sanktionsmöglichkeiten. Allerdings treten hier auch spezielle Probleme auf, die mit Agency-Kosten verbunden sind.³¹⁵ Bei Unternehmenszusammenschlüssen stehen auf horizontaler Ebene die Prinzipal-Agenten-Beziehungen zwischen den Managementteams der Käufer- und Zielunternehmen sowie vertikal zwischen den Anteilseignern und dem Management des

³⁰⁹ Vgl. *Woratschek/Roth* (2005), S. 154.

³¹⁰ Vgl. *Iristay* (2007), S. 83.

³¹¹ Vgl. *Woratschek/Roth* (2005), S. 154 f.

³¹² Vgl. *Yan* (1998), S. 774.

³¹³ Vgl. *Fabel/Hilgers/Lehmann* (2001), S. 204 ff.

³¹⁴ Vgl. *Doganis* (2006), S. 100 ff.

³¹⁵ Vgl. *Woratschek/Roth* (2005), S. 154.

Käuferunternehmens im Vordergrund. Wenn die Mitglieder beider Managementteams durch eine Übernahme oder Fusion persönliche Ziele besser erreichen können, wie z. B. Ausweitung ihres Einflussbereichs oder ihres Prestiges, werden sie ihre Informationsvorsprünge gegenüber den Eigentümern nutzen, indem sie einen Zusammenschluss vorantreiben.³¹⁶ Bei Fusionen besitzen die beteiligten Managementteams sogar gegenseitige Informationsvorsprünge, die üblicherweise zur Gewinnung von Einfluss auf das neu entstehende Unternehmen genutzt werden.³¹⁷

Nach erfolgtem Zusammenschluss liegt der Fokus dann auf den Vertragsbeziehungen zwischen den Eigentümern und den mit der Geschäftsführung beauftragten Managern.³¹⁸ Für den Fall, dass das Zielunternehmen nicht vollständig in das Käuferunternehmen oder in eine neu geschaffene Organisation integriert wird und als Tochtergesellschaft geführt wird, entstehen durch einen Zusammenschluss neue Prinzipal-Agenten-Probleme. Das Management der Käuferairline ist dann zum einen der Prinzipal der Ziel- bzw. Tochterairline, deren Management als Agent agiert. Zum anderen ist das Management des Käufers gleichzeitig der Agent der eigenen Anteilseigner. Die Unternehmensstrukturen weisen somit mehrstufige Prinzipal-Agent-Beziehungen mit erhöhten Agency-Kosten auf. *Coase* hat bereits früh drauf hingewiesen und *Williamson* später in einer seiner früheren Studien festgestellt, dass mit der Anzahl der Hierarchieebenen in einer Organisation die Informationsasymmetrien und Transaktionskosten zunehmen, womit ein Verlust an Kontrolle einhergeht und die potentiell erreichbare Unternehmensgröße limitiert wird.³¹⁹ Dem kann entgegengehalten werden, dass auch bei einer vollständigen Integration der Zielairline nicht zwingend eine Stufe der Prinzipal-Agent-Beziehung abgeschafft wird, wenn z. B. die Zielairline als divisionale Geschäftseinheit mit dazu gehörigem Management organisiert wird. Allerdings ist die Weisungsgebundenheit eines Divisions- oder Abteilungsleiters deutlich größer als beim Vorstand eines Tochterunternehmens, der einen größeren diskretionären Handlungsspielraum be-

³¹⁶ Vgl. *Glaum/Hutzschenreuter* (2010), S. 83 f.

³¹⁷ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 30.

³¹⁸ Vgl. *Stock-Homburg* (2008), S. 43.

³¹⁹ Vgl. *Coase* (1937) sowie *Williamson* (1967).

sitzen dürfte. Beispielsweise ist im deutschen Aktienrecht der Vorstand einer Aktiengesellschaft, auch wenn diese von einem anderen Unternehmen beherrscht wird, in seiner Geschäftsführung juristisch ungebunden.³²⁰

Aus der Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie kann daher gefolgert werden, dass hierarchische Koordinationsformen bzw. Unternehmenszusammenschlüsse immer dann vorteilhaft sind, wenn die mit einem Markt oder einer Kooperation verbundenen Agency-Kosten größer sind als die Agency-Kosten durch einen Zusammenschluss. Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass unternehmensinterne Agency-Kosten durch eine Zusammenführung zweier Unternehmen bzw. Airlines neu entstehen.

c) Verfügungsrechte

Verfügungsrechte definieren in einer Gesellschaft erlaubte und unerlaubte Handlungen. Diese Rechte werden durch den Staat kontrolliert, Zuwiderhandlungen werden mit Sanktionen geahndet. Die Verfügungsrechte beziehen sich auf die Nutzung, Veränderung und Veräußerung eines Gutes sowie auf das Recht, sich die Erträge, die mit der Nutzung des Gutes einhergehen, anzueignen.³²¹ Die Theorie der Verfügungsrechte hat im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen weniger Relevanz als die zwei zuvor betrachteten Theorien der Neuen Institutionenökonomik.³²² Im Zuge einer Fusion oder Übernahme gehen in der Regel nämlich sämtliche vom Zielunternehmen gehaltenen Verfügungsrechte, die grundsätzlich die Kontrolle von Ressourcen bedeuten,³²³ auf das Käuferunternehmen über.

Diese Übernahme von Verfügungsrechten spielt bei Airline-M&As eine bedeutende Rolle, da hier eine wertvolle Ressource auf den Käufer übergeht, die er unter den gegebenen institutionellen Rahmenbedingungen nicht am Markt erwerben kann. Hierbei handelt es sich um die Start- und Landerechte an Flughäfen („Slots“). Aus Sicht der Airlines stellen Slots ein Recht auf Nutzung der Flughafenkapazitäten für eine Flugplanperiode dar und sind damit eine wesentliche Vorleistung für die Leistungserstellung.³²⁴ Wer der eigentliche Eigentümer solcher Slots ist, wird in der

³²⁰ Vgl. *Glaum/Hutzschenreuter* (2010), S. 193.

³²¹ Vgl. *Erlei/Leschke/Sauerland* (2007), S. 294.

³²² Vgl. *Wirtz* (2012), S. 25.

³²³ Ressourcenverfügbarkeit als Erklärung für einen Zusammenschluss wird in Kapitel IV.A.2. im Zusammenhang mit der Strategieforschung näher betrachtet.

³²⁴ Vgl. *Riker/Sened* (1991), S. 956.

Luftverkehrsindustrie kontrovers diskutiert: Regierungen bzw. Behörden, Flughafenbetreiber und Fluggesellschaften erheben Ansprüche auf das Eigentum.³²⁵ Weltweit dominiert die Vergabe von Slots durch zuständige Behörden, wobei der Slot im Rahmen einer Großvaterregel der Airline auch in der nachfolgenden Flugplanperiode erhalten bleibt.³²⁶

An Flughäfen mit hohem Passagieraufkommen, deren Kapazitäten stark überlastet sind, stellen Slots eminent wichtige Verfügungsrechte und damit knappe Ressourcen für Fluggesellschaften dar. Knappe Slotverfügbarkeiten an wichtigen Flughäfen können daher ein Grund für Fusionen und Übernahmen unter Fluggesellschaften sein. Ein prominentes Beispiel hierfür ist die Übernahme von Pan Am durch Delta Air Lines 1991, da die Pan Am bis dahin attraktive Slots am John F. Kennedy Airport in New York und am Flughafen Frankfurt am Main besaß.³²⁷

Die Form der Integration der fusionierten Unternehmen ist im Zusammenhang mit Slots unwesentlich. Während bei einer vollständigen Integration die Slots zentralisiert gehalten werden, verbleiben bei Holdingstrukturen die Slots zwar vorerst bei den jeweiligen Tochterairlines, allerdings können diese zwischen Tochter- und Muttergesellschaft getauscht oder übertragen werden. Laut den World Slot Guidelines der *IATA* sind Tausch sowie Übertragung von historischen Slots möglich, solange keine nationalen Gesetze dies verbieten.³²⁸

Die Aneignung von Slots durch Fusionen und Übernahmen kann somit auch im Rahmen einer „de-hubbing“ Strategie für Fluggesellschaften sinnvoll sein. Betreibt eine Airline ihr Drehkreuz an einem ausgelasteten Flughafen, kann die Akquisition eines Wettbewerbers, der Slots an einem anderen Flughafen besitzt, durch den Aufbau eines Sekundärdrehkreuzes neue Wachstumschancen schaffen. Eine solche Funktion erfüllt beispielsweise der Flughafen Zürich, der als Drehkreuz für die übernommene Swiss fungiert, für die Deutsche Lufthansa. So hat der Flughafen Zürich im Konzernnetzwerk der Lufthansa z. B. viele Afrika-Strecken übernommen.³²⁹

³²⁵ Vgl. *Boyfield* (2003), S. 29 ff.

³²⁶ Vgl. *Sieg* (2008).

³²⁷ Vgl. *Aberle* (2009), S. 88.

³²⁸ Vgl. *International Air Transport Association* (2013c), S.37 f.

³²⁹ Vgl. *Alram* (2011), S. 56 f.

2. Strategieforschung

Allgemein beschäftigt sich die Strategieforschung mit der Erklärung von Unterschieden in den langfristigen Unternehmenserfolgen verschiedener Unternehmen. Fusionen und Übernahmen sind immer auch strategische Aktivitäten, da sie beträchtliche Mengen an Kapital und Managementkapazitäten binden und die Unternehmensstrukturen langfristig verändern.³³⁰ Daher lässt sich mit der Strategieforschung darlegen, warum Fusionen und Übernahmen auftreten und welche Faktoren ihren Erfolg bestimmen.³³¹ Im folgenden Abschnitt wird diese Untersuchung anhand der beiden Ströme innerhalb der Strategieforschung, dem Market-Based-View und dem Resource-Based-View, durchgeführt.

a) *Market-Based-View*

Der Market-Based-View oder auch marktorientierter Ansatz hat seinen Ursprung in der industrieökonomischen Forschung von *Mason* und *Bain*, die das Struktur-Verhalten-Ergebnis-Paradigma („structure-conduct-performance“) entwickelt haben. Diesem Paradigma folgend, hängt der individuelle Unternehmenserfolg (Ergebnis) von der Struktur des jeweils betrachteten Industriesektors (Struktur) und der strategischen Unternehmensführung (Verhalten) ab.³³² Die primäre Aufgabe des Managements ist somit die Positionierung des Unternehmens in einer attraktiven Industrie, d. h. mit möglichst geringer Wettbewerbsintensität, um positive Renditen erwirtschaften zu können. *Porter* hat hierfür das bereits angesprochene Konzept der fünf Triebkräfte des Wettbewerbs entwickelt, anhand derer sich die Attraktivität eines Industriesektors bestimmen lässt.³³³ Er betont dabei, dass die Industriestruktur nur teilweise von externen Faktoren determiniert wird und Unternehmen durch eigene Aktivitäten großen Einfluss auf diese Struktur nehmen können.³³⁴ Dies impliziert, dass Manager den Unternehmenserfolg neben der Auswahl einer geeigneten Unternehmensstrategie auch durch Merger und Akquisitionen beeinflussen, indem man im Zuge eines Zusammenschlusses in einen Markt eintritt oder im Markt die vorhandene Industriestruktur durch einen Zusammenschluss konzentriert.³³⁵

³³⁰ Vgl. *Glaum/Hutzschenreuter* (2010), S. 43.

³³¹ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 35.

³³² Vgl. *Mason* (1939) sowie *Bain* (1956).

³³³ Vgl. *Porter* (1980) sowie Kap. II.B.1.

³³⁴ Vgl. *Porter* (1979), S. 144.

³³⁵ Vgl. *Scherer* (1980), S. 118 ff.

Daher sind auch Zusammenschlüsse zwischen Fluggesellschaften in der Lage, die fünf Triebkräfte des Wettbewerbs zum eigenen Vorteil zu ändern.³³⁶ Potentielle Effizienzvorteile, die sich aus Zusammenschlüssen von Fluggesellschaften auf der Kosten- und der Ertragsseite ergeben, können die Funktion einer Markteintrittsbarriere erfüllen und so die Bedrohung durch Markteintritte mindern. Kostenvorteile können von potentiellen Newcomern nicht nachgeahmt werden oder zwingen sie dazu, direkt in ähnlich großem Umfang in den Markt einzutreten.

Gleichzeitig kann der Zusammenschluss zweier Airlines durch die vergrößerte Kundenbasis und die damit verbundene Ertragseffizienz zu höherer Kundenbindung und Markenloyalität führen und so die Wechselkosten für Kunden erhöhen.³³⁷ Insbesondere, wenn nach einer Integration ein einheitliches Kundenbindungsprogramm und Markenmanagement betrieben wird, lässt sich das Flugangebot besser von dem der Konkurrenz differenzieren. Hierzu trägt auch eine durch einen Zusammenschluss erhöhte Marktpräsenz am Heimatdrehkreuz bei. Kann eine fusionierte Airline ein optimiertes Streckennetz anbieten, so entspricht das den Kundenwünschen, und die Kundenbindung wird erhöht.³³⁸ Zudem reduziert sich aus Kundensicht durch einen Zusammenschluss die Anzahl alternativer Fluggesellschaften. Dies schmälert die Verhandlungsmacht der Konsumenten und stärkt die Position der Fluggesellschaften. Darüber hinaus kann bei einer Airline nach einem Zusammenschluss eine zentrale Beschaffung erfolgen, was die eigene Verhandlungsmacht gegenüber Zulieferern stärkt. Insbesondere eine harmonisierte Flottenstrategie und die daraus resultierenden größeren Bestellvolumina bei Flugzeugherstellern bieten den Airlines erhebliche Kosteneinsparungen durch Rabatte.

Die Bedrohung durch Substitutionsprodukte kann reduziert werden, wenn durch einen Zusammenschluss die Konnektivität innerhalb eines zusammengeführten Flugnetzwerks steigt. Insbesondere im Wettbewerb gegenüber dem schienengebundenen Hochgeschwindigkeitsverkehr, der in Europa derzeit nur vereinzelt grenzüberschreitende Verbindungen aufweist,³³⁹ kann so ein Wettbewerbsvorteil erhalten bzw. ausgebaut werden.

³³⁶ Vgl. *Porter* (1985), S. 80 ff.

³³⁷ Die hiermit im Zusammenhang stehenden Synergieeffekte durch Zusammenschlüsse werden nachfolgend im Kapitel IV.B.1. diskutiert.

³³⁸ Vgl. *Fritz* (2005), S. 237.

³³⁹ Vgl. *Arthur D. Little* (o.J.), S. 7 ff.

Neben der Auswahl einer geeigneten Industrie bzw. der Modifikation ihrer Struktur durch Merger und Akquisitionen hat, wie oben erwähnt, auch die Wahl der Unternehmensstrategie Einfluss auf den Unternehmenserfolg. Nach *Porter* gibt es hier zwei alternative generische Strategien. Zum einen kann ein Unternehmen die Strategie der Kostenführerschaft verfolgen, wobei Kosteneinsparungen angestrebt werden, um Produkte oder Dienstleistung günstiger produzieren zu können als Wettbewerber. Dadurch ist ein Unternehmen in der Lage, am Markt zu geringeren Preisen als die Konkurrenz anbieten zu können oder bei einem Absatz zum gleichen Preis höhere Renditen zu erwirtschaften.³⁴⁰ Zusammenschlüsse auf horizontaler Ebene können diese Strategie auch im Luftverkehr unterstützen. Die notwendigen Größenvorteile oder Erfahrungskurveneffekte lassen sich durch Fusionen oder Übernahmen entsprechender Fluggesellschaften realisieren.³⁴¹ Zum anderen kann eine Differenzierungsstrategie verfolgt werden, die durch hohe Produkt- und Servicequalität die Dienstleistung aus Kundensicht einzigartig macht und besonderen Nutzen stiftet. Im Luftverkehr spielen dabei ein gehobener Onboard-Service, Zugang zu Flughafen-Lounges, flexible Tarife, ein großes Flugangebot und ergänzende Serviceleistungen eine große Rolle, die sich in einer höheren Zahlungsbereitschaft der Kunden und gesteigerten Renditen bemerkbar machen. Durch den Zusammenschluss mit einem bereits erfolgreich differenzierten Unternehmen lässt sich die Expertise in diesem Bereich transferieren und damit die Differenzierungsstrategie im fusionierten Unternehmen leichter umsetzen.³⁴²

Aus Sicht des Market-Based-View sind die Wahl des Industriesektors und die Beeinflussung durch die jeweilige Unternehmensstrategie entscheidend für den Unternehmenserfolg. Dies ist aber auch gleichzeitig ein Kritikpunkt des Ansatzes, der unternehmensinterne Faktoren ignoriert. Neben einer Fokussierung auf den Absatzmarkt haben auch interne Strukturen, Prozesse und Ressourcen erheblichen Anteil an der langfristigen Prosperität von Unternehmen.³⁴³

³⁴⁰ Vgl. *Porter* (1980), S. 35 ff.

³⁴¹ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 37 f.

³⁴² Vgl. *Wirtz* (2012), S. 38.

³⁴³ Vgl. *Stolper* (2007), S. 66.

b) *Resource-Based-View*

Der Resource-Based-View geht auf *Penrose* zurück, die das Wachstum von Unternehmen durch eine systematische Kombination verschiedener Ressourcen erklärt.³⁴⁴ Der Resource-Based-View wechselt damit von der Marktperspektive zur internen Unternehmensperspektive. Das zuvor erwähnte Struktur-Verhalten-Ergebnis-Paradigma wird zu einer Ressourcen-Verhalten-Ergebnis-Wirkungskette modifiziert.

Im Fokus der Betrachtung stehen die individuellen Unternehmensressourcen, die den langfristigen Unternehmenserfolg determinieren.³⁴⁵ Ressourcen bestehen aus allen Aktiva, Fähigkeiten, organisatorischen Prozessen, Eigenschaften, Informationen und allem Wissen, das von einem Unternehmen kontrolliert wird und es dazu ermächtigt, eine geeignete Unternehmensstrategie zu entwickeln und zu implementieren.³⁴⁶ In diesem Zusammenhang wird beim ressourcenorientierten Ansatz von einer Ressourcenheterogenität ausgegangen, d. h. Unternehmen sind in unterschiedlichem Maße mit Ressourcen ausgestattet. Darüber hinaus liegt Ressourcenimmobilität vor, wonach Ressourcen nur schwer zu erlangen sind bzw. das Angebot an relevanten Ressourcen zumindest teilweise unelastisch ist.³⁴⁷ Diese Eigenschaften machen Ressourcen für das strategische Management relevant.

Auf der Basis individuell verfügbarer Ressourcen lassen sich wichtige Kernkompetenzen und damit Wettbewerbsvorteile generieren, die über den Erfolg einer Unternehmensstrategie bestimmen können.³⁴⁸ *Barney* hat vier Kriterien aufgestellt, die Ressourcen erfüllen müssen, um Grundlage eines nachhaltigen Wettbewerbsvorteils sein zu können.³⁴⁹

- Erstens muss die betreffende Ressource aus Sicht der Unternehmung wertvoll sein. Das ist dann der Fall, wenn die Ressource dem Unternehmen die Entwicklung oder Implementierung einer Strategie ermöglicht, die die Effektivität und Effizienz des unternehmerischen Handelns erhöht und damit

³⁴⁴ Vgl. *Penrose* (1959), S. 65 ff.

³⁴⁵ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 39.

³⁴⁶ Vgl. *Daft* (2010), S. 76 ff.

³⁴⁷ Vgl. *Barney* (2002), S. 155.

³⁴⁸ Vgl. *Prahalad/Hamel* (1990).

³⁴⁹ Vgl. *Barney* (1991) sowie *Barney* (2002), S. 159 ff.

wirtschaftliche Chancen nutzt oder unternehmensspezifische Schwächen eliminiert.³⁵⁰

- Zweitens muss eine Ressource knapp sein. Zur Erreichung eines Wettbewerbsvorteils ist es notwendig, dass die zugrundeliegenden Ressourcen nicht für alle Wettbewerber frei zugänglich bzw. nicht substituierbar sind, also Konkurrenten nicht die gleiche Strategie umsetzen können. Ubiquitär verfügbare Ressourcen können somit lediglich Quelle wettbewerblicher Parität sein. Im Allgemeinen ist davon auszugehen, dass eine Ressource dann als knapp angesehen werden kann, wenn die Anzahl der Unternehmen in einem Markt, die diese Ressource besitzen, kleiner ist als die Anzahl der Unternehmen, die nötig ist, um Prozesse vollkommenen Wettbewerbs in Gang zu setzen.³⁵¹
- Drittens dürfen Ressourcen, die Grundlage eventueller Wettbewerbsvorteile und nachhaltig strategiebedingter Renten sind, langfristig nicht von Konkurrenten zu kopieren sein. Ursächlich hierfür können einzigartige historische Bedingungen bei Erlangung der Ressource sein. Die Kausalität zwischen Ressource und Wettbewerbsvorteil kann den Marktteilnehmern unklar sein, so dass Konkurrenten nicht erkennen können, welche Ressource genau imitiert werden sollte. Und schließlich kann die Ressource auf ein komplexes soziales Phänomen im Unternehmen zurückzuführen sein, das vom eigenen Management nur unsystematisch beeinflusst und von Konkurrenten daher nicht nachgebildet werden kann.³⁵²
- Viertens müssen Ressourcen unternehmens- bzw. organisationspezifisch sein. Um das gesamte Potential der Ressourcen ausnutzen zu können, ist eine Einbindung in die Aufbau- und Ablauforganisation des Unternehmens notwendig, so dass ihre alternative Verwendung in einem zweitbesten Unternehmen einen deutlich geringeren Nutzen stiftet. Dabei sind sämtliche organisatorischen Elemente, wie auch das Berichtswesen, Managementkontrollsysteme und Anreizsysteme relevant, die als komplementäre Gebilde Wettbewerbsvorteile erst in vollem Umfang realisieren können.³⁵³

³⁵⁰ Vgl. *Barney* (1991), S. 106.

³⁵¹ Vgl. *Barney* (2002), S. 162, f.

³⁵² Vgl. *Dierickx/Cool* (1989).

³⁵³ Vgl. *Barney* (2002), S. 171 f. sowie *Wirtz* (2012), S. 43 f.

Die Erlangung wichtiger strategischer Ressourcen trägt maßgeblich dazu bei, dass Merger und Akquisitionen stattfinden. Unternehmen, die die aus ihrer Sicht wichtigen Ressourcen nicht besitzen, können durch eine Fusion mit oder Übernahme von einem Unternehmen mit entsprechenden Ressourcen an diese gelangen.

Im Luftverkehr besteht die primäre strategische Ressource in der Fähigkeit, effektiv und effizient eine umfangreiche Auswahl an Flugrouten anzubieten. Hierfür ist das Portfolio verfügbarer Slots an Flughäfen ausschlaggebend.³⁵⁴ Wie bereits zuvor in Verbindung mit Verfügungsrechten angesprochen, besitzen Slots an attraktiven Flughäfen zu interessanten Zeiten einen wirtschaftlichen Wert für Fluggesellschaften. Diese Eigenschaft drückt sich auch in der zurückhaltenden Nutzung eines möglichen Slothandels, dem „secondary trading“, aus. Aus strategischen Überlegungen werden bisher unter konkurrierenden Airlines kaum Slots gehandelt bzw. ausgetauscht.³⁵⁵ Durch Zusammenschlüsse sind Luftverkehrsgesellschaften hingegen in der Lage, die zuvor separaten Flugnetzwerke nicht nur zu verbinden, sondern auch gemeinsam zu optimieren. Der Vorteil gegenüber einer Kooperation in einer Allianz besteht darin, dass innerhalb einer Hierarchie klare Anweisungen bezüglich der Netzwerkrestrukturierung gegeben werden können, während in einer Allianz die gemeinsamen Entscheidungsfindungsprozesse sehr kompliziert und langwierig sind.³⁵⁶ Insbesondere Allianzen mit stark überlappendem Angebot sind gegenüber horizontalen Zusammenschlüssen institutionell unterlegen, da die einstimmige Entscheidungsfindung und die einfache Reversibilität dieser Entscheidungen eine effektive Rationalisierung limitieren.³⁵⁷

Grundlage für die adäquate Bedienung der Flugrouten bzw. zur Umsetzung des angestrebten Netzwerks ist die Flugzeugflotte einer Airline. Somit stellen die Flottenkapazitäten ebenfalls eine wichtige Ressource für Fluggesellschaften dar. Wie bereits erläutert, ist ein kurzfristiger Aufbau von Flottenkapazitäten aufgrund der langen Fertigungsdurchlaufzeit der Flugzeugindustrie, die pro Flugzeug bei durchschnittlich 18-24 Monaten liegt, stark begrenzt.³⁵⁸ Fusionen und Übernahmen bisher konkurrierender Fluggesellschaften bieten die Möglichkeit, kurzfristig Zugriff

³⁵⁴ Vgl. *Fritz* (2005), S. 239.

³⁵⁵ Vgl. *Fröhlich, et al.* (2013), S. 199.

³⁵⁶ Vgl. *Fritz* (2005), S. 240.

³⁵⁷ Vgl. *Garette/Dussauge* (2000), S. 65 ff.

³⁵⁸ Vgl. *Liehr et al.* (2001).

auf eine große Anzahl von Flugzeugen zu erhalten. Bei Betrachtung der Zusammenschlüsse im europäischen Markt zeigt sich, dass die zugekauften bzw. fusionierten Airlines einen deutlichen Anteil an der späteren Gesamtflottenkapazität haben. So hatte die KLM in den vergangenen zehn Jahren einen durchschnittlichen Anteil an der gesamten Flugzeugflotte der Air France-KLM Gruppe von ungefähr 30 %. Die Swiss hatte nach Ausflottung mehrerer älterer Kurzstreckenflugzeuge noch einen Anteil von ungefähr 20 % an der Flugzeugflotte des Lufthansa Konzerns. Der entsprechende Anteil der Austrian Airlines schwankte um die 11 %. Einen relativ hohen Flottenanteil hatte auch die spanische Iberia zum Zeitpunkt der Fusion 2010 von knapp unter 34 % (Tabelle 4).

Tabelle 4: Flugzeugflotten nach Airline-Gruppen von 2004-2010

Airline	2004		2007		2010	
	Anzahl Flugzeuge	[%]	Anzahl Flugzeuge	[%]	Anzahl Flugzeuge	[%]
Air France	246	71,3	250	69,8	245	68,6
KLM	99	28,7	108	30,2	112	31,4
Summe	345	100,0	358	100,0	357	100,0
Deutsche Lufthansa	227	56,8	233	65,6	279	68,6
Swiss	140	35,0	75	21,1	85	20,9
Austrian Airlines	33	8,3	47	13,2	43	10,6
Summe	400	100,0	355	100,0	407	100,0
British Airways	243	59,7	244	62,9	232	66,3
Iberia	164	40,3	144	37,1	118	33,7
Summe	407	100,0	388	100,0	350	100,0

Quelle: Eigene Berechnung auf Basis von *JP Fleets* (mehrere Jahrgänge).

Innerhalb der Flugzeugflotten gibt es allerdings deutliche Unterschiede in der Größe der einzelnen Flugzeugmuster. So bieten kleinere Kurzstreckenflugzeuge, wie z. B. ein Bombardier CRJ, ca. 50-100 Passagieren Platz, während ein modernes Langstreckenflugzeug, wie z. B. ein Airbus A380, bis zu 600 Passagiere befördern kann. Demnach ist es sinnvoll, die Flottenkapazität im Passagierverkehr zusätzlich anhand der Anzahl der Sitzplätze zu betrachten. Auch gemessen an der Anzahl der Sitzplätze besitzen die kleineren Übernahme- und Fusionspartner Sitzplatzkapazitäten in relevantem Ausmaß. Dabei entsprechen die Anteile an den Gesamtkapazitäten der jeweiligen Airline-Gruppe in etwa den Anteilen der Flugzeugflotten (Tabelle 5).

Tabelle 5: Sitzplatzkapazitäten nach Airline-Gruppen von 2004-2010

Airline	2004		2007		2010	
	Anzahl Sitze	[%]	Anzahl Sitze	[%]	Anzahl Sitze	[%]
Air France	50.779	69,4	53.625	68,1	53.586	66,9
KLM	22.366	30,6	25.062	31,9	26.470	33,1
Summe	73.145	100,0	78.687	100,0	80.056	100,0
Deutsche Lufthansa	45.626	74,7	46.947	68,6	58.669	73,3
Swiss	9.431	15,4	12.392	18,1	13.516	16,9
Austrian Airlines	5.999	9,8	9.081	13,3	7.805	9,8
Summe	61.056	100,0	68.420	100,0	79.990	100,0
British Airways	52.896	66,7	53.198	65,9	49.751	67,1
Iberia	26.400	33,3	27.548	34,1	24.345	32,9
Summe	79.296	100,0	80.746	100,0	74.096	100,0

Quelle: Eigene Berechnung auf Basis von *JP Fleets* (mehrere Jahrgänge).

Für eine potentielle Ausweitung der Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten und für die zu einem späteren Zeitpunkt noch zu diskutierenden Synergieeffekte aus der Zusammenführung zweier oder mehrerer Teilflotten ist auch auf die Homogenität der Flottenstruktur zu achten. So bestand zum Zeitpunkt des Zusammenschlusses die Flugzeugflotte von Air France überwiegend aus Flugzeugen von Airbus, während KLM hauptsächlich eine Boeing-Flotte betrieb, was den gegenseitigen Austausch von Fluggerät und Flugpersonal deutlich erschwerte.³⁵⁹

Eine weitere wichtige Ressource, auf die im Zuge eines Zusammenschlusses zugegriffen werden kann, ist das Personal der beteiligten Fluggesellschaften. Dabei lässt sich diese Ressource nicht nur auf das fliegende Personal beschränken, das aufgrund seiner sehr kostenintensiven Ausbildung knapp ist. Der Fähigkeitsorientierte Ansatz bzw. Capability-Based-View, eine Weiterentwicklung des Resource-Based-View, macht in diesem Zusammenhang organisatorische Fähigkeiten für den langfristigen Unternehmenserfolg verantwortlich. Diese Fähigkeiten bestehen in organisatorischen Routinen, die zusammen mit vorhandenen Ressourcen dem Management eine größere Auswahl an Entscheidungsoptionen bieten, aus denen für das Unternehmen positive Outputs generiert werden können.³⁶⁰ Hierbei sind insbesondere personengebundene Fähigkeiten relevant, die in koordinierten Handlungen

³⁵⁹ Vgl. Fröhlich et al. (2013), S. 202.

³⁶⁰ Vgl. Winter, (2000), S. 983.

oder in kognitiven Strukturen von Individuen und Gruppen zum Ausdruck kommen.³⁶¹

Eine Ergänzung dieser Sichtweise bringt der Knowledge-Based-View, bei dem die Beziehung zwischen konkretem oder implizitem Wissen und den individuellen oder kollektiven Handlungen einer Organisation betrachtet werden.³⁶² Wissen ist demnach ein kritischer Inputfaktor und die primäre Ursache für Wertschöpfungsprozesse, welche die koordinierten Aktivitäten von Spezialisten mit vielen verschiedenen Formen von Wissen verlangen.³⁶³ Da dieses Wissen, insbesondere implizites Wissen, üblicherweise personengebunden ist und Unternehmen somit heterogen mit diesem Input ausgestattet sind, werden oft Anstrengungen unternommen, dieses Wissen zu transferieren. Dabei haben empirische Studien gezeigt, dass beim Vergleich von Kooperationsformen zum Wissenstransfer die Kooperationsformen mit intensiverer Bindung und mit gegenseitiger Eigenkapitalbeteiligung, wie etwa Joint Ventures, deutlich effektiver waren, als rein vertragliche Kooperationen. Kooperationen sind in diesem Zusammenhang erfolgsversprechender, je eher sie einer hierarchischen Organisationsform entsprechen.³⁶⁴ Diese Ergebnisse implizieren, dass auch Fusionen und Übernahmen effektive Mittel sind, um erfolgsrelevantes Wissen zu erwerben.

Schließlich stellen auch Marken strategische Ressourcen dar, die im Zuge von Merger und Akquisitionen erworben werden können. Auch wenn Marken grundsätzlich der marktorientierten Sichtweise entstammen, so werden sie durch Kombination anderen Aktiva und Fähigkeiten zu wichtigen Ressourcen. So können Markenidentitäten aufgebaut werden, die von den Kunden als relevant, einzigartig und wertvoll aufgefasst werden und von den Konkurrenten nur schwer imitierbar sind. Eine Marke ist dann nicht nur Ausdruck eines Unternehmens- oder Produktversprechens, sondern auch Element eines Wettbewerbsvorteils.³⁶⁵ Im umkämpften Luftverkehrsmarkt können starke Marken daher durch ihren von den Kunden empfundenen Zusatznutzen helfen, die Erlöse zu erhöhen oder zumindest den Trend sinkender Yields zu verlangsamen.³⁶⁶ Charakteristisch für Airlines ist dabei der Fokus aller

³⁶¹ Vgl. *Helfat/Peteraf* (2003), S. 999 sowie *Wirtz* (2012), S. 46 f.

³⁶² Vgl. *Spender/Grant* (1996).

³⁶³ Vgl. *Grant* (1996), S. 112 f.

³⁶⁴ Vgl. *Mowery/Oxley/Silverman* (1996).

³⁶⁵ Vgl. *Urde* (1999), S. 122 f.

³⁶⁶ Vgl. *Shaw* (2007), S. 229.

Marketingaktivitäten auf die Unternehmensmarke, die allerdings in nahezu allen Fällen ehemaliger oder amtierender „flag-carrier“ stark an die nationale Identität gebunden ist. Oftmals sind nationale Hoheitssymbole im Logo und im Corporate Design verarbeitet, und auch andere Elemente der angebotenen Dienstleistungen, wie z. B. Personalkleidung, Sprache oder Catering-Mahlzeiten, spiegeln die nationale Herkunft der Fluggesellschaft wieder.³⁶⁷ Die starke Bindung einer Marke an ihre Herkunft bewirkt bei den Konsumenten einen sogenannten „Country-of-origin“-Effekt, der sie dahingehend beeinflusst, lokale anstatt fremde Produkte und Dienstleistungen zu kaufen. Dazu kommt ein weiterer sogenannter „National loyalty“ Effekt, der auf soziologische Gruppeneinflüsse und ethnozentrische Prädispositionen zurückzuführen ist. Er motiviert die Kunden zum Kauf nationaler Produkte und Dienstleistungen und wird durch die Signalisierung des „Country-of-origin“ angestoßen. In diesem Zusammenhang fand *Bruning* für den nordamerikanischen Luftverkehrsmarkt heraus, dass die Nationalität einer Airline neben dem Preis das zweitwichtigste Entscheidungskriterium zum Kauf eines Flugtickets war.³⁶⁸ Im Kern bedeutet dies für grenzüberschreitende Zusammenschlüsse im Luftverkehr, dass Monomarkenstrategien, bei denen eine der beiden bisherigen Marken eliminiert wird, Neumarkenstrategien, bei denen eine neue Marke geschaffen wird, und Markenverschmelzungen, bei denen beide Marken zu einer neuen Marke kombiniert werden, immer das Risiko von Unternehmensboykotten und Verweigerungen betroffener Inländer beinhalten. Die Mehrmarkenstrategien, die im Nachgang der europäischen Zusammenschlüsse zu beobachten sind, mindern diese Gefahr, auch wenn sie marketingtechnische Synergien verhindern und zu gewissen Kannibalisierungseffekten führen können. Mit Wachstum einer einheitlichen konzernweiten Unternehmenskultur lassen sich die unterschiedlichen Markenpositionierungen allerdings schrittweise aufweichen.³⁶⁹

Der Ressource-Based-View bietet wie auch der Market-Based-View eine theoretische Erklärung für das Zustandekommen von Unternehmenszusammenschlüssen

³⁶⁷ Vgl. *Driver* (1999), S. 141.

³⁶⁸ Vgl. *Bruning* (1997).

³⁶⁹ Vgl. *Esch/Knörle* (2012), S. 261 ff.

auch im Luftverkehr. Eine generelle Empfehlung über die Tiefe der organisatorischen Integration nach einem Zusammenschluss können beide Ansätze aber nicht geben.

c) *Strategische Integrationsansätze*

Ist in einem konkreten Fall die Wahl auf eine hierarchische Koordination gefallen, ist anschließend über die Tiefe der Integration der beteiligten Unternehmen zu entscheiden. In der Organisationstheorie existiert eine Vielzahl an Ansätzen und Empfehlungen zur Post Merger Integration.³⁷⁰ Im Folgenden werden daraus diejenigen Ansätze diskutiert, die ihren Ursprung in der Strategieforschung haben und eine Abschätzung der Vor- und Nachteile verschiedener Integrationsgrade erlauben.

Fusionen und Übernahmen sind bei Fluggesellschaften, ebenso wie in anderen Industrien, als spezielle Wachstumsstrategie Ausdruck der übergeordneten Unternehmensstrategie und somit von eminent strategischer Relevanz.³⁷¹ Die theoretisch möglichen Integrationsansätze können daher anhand des potentiellen Erreichungsgrades der strategischen Ziele, die hinter einem solchen externen Unternehmenswachstum stehen, bewertet werden. Strategische Ziele, die ein erfolgreiches Teilen und Austauschen von kritischen Fähigkeiten und Ressourcen als Basis der Wertschöpfung fordern, machen einen höheren Integrationsgrad notwendig und lassen die Post-Merger-Integration zu einer der wichtigsten Managementaufgabe im Zuge eines Zusammenschlusses werden.³⁷²

Zusammenschlüsse können erstens auf die Verbesserung der Marktdurchdringung abzielen. Dafür werden üblicherweise Wettbewerber auf gleicher Wertschöpfungsstufe übernommen. Zweitens kann eine Geschäftsfelderweiterung durch den Zusammenschluss mit Unternehmen verfolgt werden, die zwar nicht im gleichen Markt, aber grundsätzlich in der gleichen Industrie tätig sind, um neue Kundengruppen zu erschließen. Drittens kann mit der Übernahme von Unternehmen ohne Bezug zur eigenen Geschäftstätigkeit das spezifische Marktrisiko des Unternehmens durch Diversifikation reduziert werden. Diese drei strategischen Positionsveränderungen können wiederum mit drei Integrationsstilen kombiniert werden.

³⁷⁰ Einen Überblick über theoretisch fundierte Integrationsansätze bietet *Hackmann* (2011), S. 87 ff.

³⁷¹ Vgl. *Flouris/Oswald* (2006), S. 100 ff.

³⁷² Vgl. *Pablo* (1994).

Erstens können beide Unternehmen als getrennte Mutter- und Tochtergesellschaften in einer Holding fortbestehen, so dass ein potentielles Käuferunternehmen als Finanzinvestor agiert, der lediglich sein Portfolio verwaltet und finanzielle Ressourcen zuweist. Zweitens kann das Käuferunternehmen die Rolle eines strategischen Controllers einnehmen und beide Firmen nach einer einheitlichen Strategie ausrichten. Dabei behält das Management des Zielunternehmens die Geschäftsführung, ist aber an die vorgegebene Strategie gebunden. Drittens kann das Käuferunternehmen als operativer Manager auftreten und die Kontrolle über sämtliche operativen Prozesse übernehmen, wobei auch bestimmte Kernaktivitäten zentralisiert werden.

Aus der Kombination der angestrebten strategischen Positionsveränderungen mit den Integrationsformen lassen sich unterschiedliche Synergien realisieren.³⁷³ Der Integrationsstil eines strategischen Controllers oder operativen Managers, gepaart mit einer gesteigerten Marktdurchdringung, bietet vorwiegend eine stärkende Zusammenführung, bei der die Kombination beider Wertschöpfungsketten zu Wettbewerbsvorteilen führt, was aber auch eine Integration beider Organisationen in einem gewissen Ausmaß nötig werden lässt. Wird eine Geschäftsfelderweiterung vorgenommen, so lassen sich mit allen drei Integrationsstilen Synergien durch den Transfer und die produktive Anwendung von Management-Knowhow erzielen. Diese Synergieform ist auch bei der Kombination der Marktdurchdringung oder der Diversifikation mit der Integration als Finanzinvestor erreichbar. Eine Diversifikationsstrategie, bei der das Käuferunternehmen als strategischer Controller oder als operativer Manager agiert, kann Synergien durch Ergänzung der Geschäftsfelder bieten, ist aber bei horizontalen Zusammenschlüssen üblicherweise nicht zu beobachten.³⁷⁴ Aus diesen Zusammenhängen ergibt sich die Notwendigkeit einer tieferen Integration, sofern Synergieeffekte angestrebt werden, die über einen bloßen Transfer von Management-Knowhow hinausgehen und die eine strategische Ergänzung des bisherigen Geschäftes bewirken sollen. Bei grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen von Fluggesellschaften stünde in einem solchen Falle die aktuelle Regulierung dem entgegen, da sie tiefgreifende Integrationen verhindert.

³⁷³ Synergien als Motivation für einen Zusammenschluss werden zu einem späteren Zeitpunkt in Kapitel IV.B.1. diskutiert.

³⁷⁴ Vgl. *Krüger/Müller-Stewens* (1994), S. 55 ff.

Eine wesentlich umfassendere und in Forschung und Praxis weithin anerkannte Systematisierung von Integrationsansätzen, die ebenfalls einen starken strategischen Charakter aufweist, bieten *Haspeslagh* und *Jemison*.³⁷⁵ Sie argumentieren, dass das Hauptziel von Zusammenschlüssen eine Wertsteigerung ist, die nicht realisiert werden könnte, wenn beide Unternehmen weiterhin separat am Markt agieren. Diese Wertsteigerung wird allerdings durch eine Vielzahl von situativen Faktoren determiniert, die bei der Wahl der optimalen Integration der Unternehmen berücksichtigt werden müssen. Hierbei steht die Frage nach der optimalen Balance zwischen der Notwendigkeit strategischer Interdependenzen und der Notwendigkeit organisatorischer Autonomie im Mittelpunkt, die von *Haspeslagh* und *Jemison* als die zwei kritischen Dimensionen der Post-Merger-Integration bezeichnet werden. In den meisten Fällen werden Wertsteigerungen durch strategische Interdependenzen erzielt. Hierfür müssen die organisatorischen Grenzen zwischen den betroffenen Unternehmen zumindest bis zu einem gewissen Grad aufgelöst werden. Dies ist nötig, um Ressourcenteilung, Übertragung von Fähigkeiten und Wissen oder den Transfer von Management-Knowhow zu gewährleisten. Organisatorische Autonomie hingegen ist relevant, wenn Unternehmensgrenzen gebraucht werden, um spezialisierte Fähigkeiten, Wissen oder andere Ressourcen zu erhalten. Dies ist insbesondere der Fall, wenn diese Ressourcen personengebunden sind und die betroffenen Personen eine Integration ins Käuferunternehmen als persönliche Abwertung interpretieren und daraufhin das Unternehmen verlassen. Aus der Kombination beider Dimensionen ergeben sich somit vier verschiedene Integrationsansätze (Tabelle 6).

³⁷⁵ Vgl. *Haspeslagh/Jemison* (1991).

Tabelle 6: Integrationsansätze nach Haspeslagh und Jemison

		Bedarf an strategischer Interdependenz	
		niedrig	hoch
Bedarf an organisatorischer Autonomie	hoch	Erhaltung	Symbiose
	niedrig	Holding	Absorption

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Haspeslagh/Jemison* (1991) S. 145.

Bei geringer Notwendigkeit für strategische Interdependenz und organisatorischer Autonomie wird ein Holding-Ansatz empfohlen. Hierbei wird die Integration auf Kapitaltransfer, Risikoteilung und Übertragung allgemeiner Managementfähigkeiten beschränkt. Bei hoher strategischer Interdependenz und niedriger organisatorischer Autonomie ist ein Absorptionsansatz ratsam. Um sämtliche Wertsteigerungspotentiale realisieren zu können, müssen hier alle operativen Prozesse, Unternehmenskulturen und Organisationsstrukturen konsolidiert werden. Der Erhaltungsansatz wird empfohlen, wenn keine Notwendigkeit für strategische Interdependenz besteht, der Bedarf an organisatorischer Autonomie aber hoch ist. In diesem Fall sollten der relevante Wettbewerbsvorteil des Zielunternehmens erhalten und sämtliche Gefahren für den Geschäftsführungsstil und die Unternehmenskultur des Zielunternehmens vermieden werden. Ein symbiotischer Ansatz wird schließlich ange-raten, wenn sowohl die Notwendigkeit an strategischer Interdependenz als auch an organisatorischer Autonomie hoch sind. Dabei wird stufenweise vorgegangen. Nach einer ersten Phase, in der beide Unternehmen weiterhin separat agieren, werden die strategischen Interdependenzen graduell eingeführt. Die Abschaffung von Identität und Charakter des Zielunternehmens direkt nach dem Zusammenschluss würde wichtige Fähigkeiten zur Wertsteigerung zerstören. Eine Auflösung der organisatorischen Autonomie ist im Anschluss nur langfristig möglich.³⁷⁶

³⁷⁶ Vgl. *Haspeslagh/Jemison* (1991), S. 138 ff.

Wie in Kapitel II.C.3. gezeigt, enden alle bisherigen grenzüberschreitenden Zusammenschlüsse von Fluggesellschaften in Europa in Holdingstrukturen. In Anbetracht der obigen Ausführungen ist es zumindest anzuzweifeln, dass diese Zusammenschlüsse alle den intendierten Integrationsansatz einer Holding verfolgen, mit dem Ziel, lediglich Kapital, Risiko und Managementwissen zu teilen. Auch wenn es in der Theorie gute Gründe gibt, ein akquiriertes Unternehmen nicht vollständig zu integrieren,³⁷⁷ so bekunden die betroffenen Airlines öffentlich die Absicht, mit den Zusammenschlüssen durch gemeinschaftlichen Betrieb, Werte zu schaffen.³⁷⁸ Die hierfür benötigten strategischen Interdependenzen würden demnach für eine tiefere Integration der Fluggesellschaften sprechen als dies in der Praxis zu beobachten ist.

3. Portfoliotheorie

Die Portfoliotheorie, die ebenfalls als theoretischer Erklärungsansatz für Unternehmenszusammenschlüsse dient, geht zurück auf *Markowitz* und beschäftigt sich mit der optimalen Zusammenstellung von Anlageportfolios. Sie postuliert, dass sich das Gesamtrisiko eines Portfolios durch eine Verteilung auf mehrere Anlagen mit unkorrelierten oder sogar negativ korrelierten Einzelrisiken reduzieren lässt.³⁷⁹ Es müssen aber zwei Arten von Risiken differenziert werden. Zum einen besteht das systematische Risiko bzw. Markttrisiko, welches ein allgemeines Risiko darstellt, das alle am Markt befindlichen Unternehmen bzw. Anlagen berührt und das die Akteure nicht begrenzen können. Dieses Risiko lässt sich gemäß der traditionellen Portfoliotheorie nicht reduzieren. Zum anderen existieren spezifische bzw. unsystematische Risiken, die nur isoliert bei der jeweils betrachteten spezifischen Anlage bestehen. Diese Risiken lassen sich durch Diversifizierung des Portfolios senken, da sich die unterschiedlichen Anlagerisiken gegenseitig ausgleichen. Allerdings geht mit steigender Anzahl der Anlagen eine abnehmende Grenzreduzierung des spezifischen Risikos einher.³⁸⁰

Im Zusammenhang mit Merger und Akquisitionen macht ein Zusammenschluss Sinn, wenn durch die Kombination zweier Unternehmen mit unterschiedlichen spezifischen Risiken das Gesamtrisiko des neu entstehenden Unternehmens gesenkt

³⁷⁷ Vgl. *Kale/Singh/Raman* (2009).

³⁷⁸ Vgl. unter anderem *Deutsche Lufthansa* (2006), S. 15. ff sowie *International Airlines Group* (2010), S. 99f.

³⁷⁹ Vgl. *Markowitz* (1952).

³⁸⁰ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 53 f.

werden kann. In der Praxis werden jedoch diversifizierende Zusammenschlüsse vom Kapitalmarkt in der Regel mit einer Abwertung versehen, einem sogenannten „conglomerate discount“. Somit ist fraglich, inwieweit die Portfoliotheorie neben Anlagen wie Wertpapieren oder Aktien auch für horizontale Unternehmensbeteiligungen herangezogen werden kann.³⁸¹ Im Kontext von Unternehmensdiversifikationen scheint es vorteilhafter, wenn die zugekauften bzw. die an einem Zusammenschluss beteiligten Unternehmen einen leistungswirtschaftlichen Zusammenhang aufweisen. Im Gegensatz zu einem vollständig diversifizierten Unternehmen kann ein eingeschränkt diversifiziertes Unternehmen Kosten für ähnliche Produktionen, Distributionen, Verwaltungsprozesse etc. über mehrere verwandte Produkte oder Märkte verteilen. Zudem erleichtert die Gleichartigkeit der Aufgaben bzw. der Probleme in den Unternehmen das Management. Gleichzeitig stärkt die Verteilung der Geschäftstätigkeit die Konkurrenzfähigkeit, weil Wettbewerbsvorteile produkt- oder marktübergreifend genutzt werden können. Somit sind diese Unternehmen in der Lage, nicht nur ihr spezifisches Risiko zu senken, sondern können durch ihre erhöhte Wettbewerbsfähigkeit zudem ihre Anfälligkeit für systematische Risiken reduzieren.³⁸²

Für Fluggesellschaften bedeutet dies, dass auch horizontale Zusammenschlüsse dazu geeignet sind, das Unternehmensrisiko zu senken. Dabei spielen weniger die im internationalen Luftverkehr nur im geringen Maße vorhandenen Produktunterschiede als vielmehr die Unterschiede in den regionalen Märkten eine Rolle. Wie in Kapitel II.A.3. dargestellt, unterliegt der Luftverkehr oft starken regionalen Nachfrageschwankungen und regionalen exogenen Schocks. Somit können durch eine geografische Diversifikation schlechte Ergebnisse in einer Region mit besseren Ergebnissen in einer anderen Region zumindest teilweise ausgeglichen werden. Hierfür sind Kooperationen wie die im interkontinentalen Verkehr vorherrschenden strategischen Allianzen nicht geeignet, da hier keine Ergebnistransfers stattfinden.³⁸³

³⁸¹ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 55.

³⁸² Vgl. *Lubatkin/Chatterjee* (1994).

³⁸³ Vgl. *Fritz* (2005), S. 237 f.

B. Spezifische Motive und Ziele von Unternehmenszusammenschlüssen

Die im vorangegangenen Abschnitt dargestellten Theorien bieten ökonomisch fundierte Erklärungen für Fusionen und Übernahmen. Aus diesen theoretischen Erklärungsansätzen lassen sich unternehmensspezifische Motive und Ziele für konkrete Unternehmenszusammenschlüsse ableiten.³⁸⁴ Diese entstammen der strategischen Unternehmensführung und fokussieren sich auf die Chancen, die ein Zusammenschluss mit einem oder mehreren Unternehmen bietet.³⁸⁵ Sie sind daher durch einen stärkeren Praxisbezug gekennzeichnet, stehen aber in einem engen analytischen Zusammenhang zu den ökonomischen Erklärungsansätzen.

Zur Systematisierung der Motive und Ziele für Merger und Akquisitionen bietet es sich an, auf die Prinzipal-Agenten-Theorie zurückzugreifen. *Riedel* differenziert die Motive der Prinzipale, d. h. den Anteilseignern bzw. Aktionären, von denen der Agenten, d. h. dem Management bzw. der Geschäftsführung. Beide Personenkreise handeln rational und sind bestrebt, den eigenen Nutzen zu maximieren, wobei zusätzlich eine asymmetrische Informationsverteilung vorliegt. Daraus ergibt sich eine Stakeholder-Ebene, auf der definitorisch Management-Motive, Shareholder-Motive und sonstige Motive unterschieden werden.³⁸⁶ Nach *Hinsen* sowie *Jansen* folgt der Stakeholder-Ebene eine abstrakte zweite Ebene. Hier werden die Management-Motive in Agency- und Hybris-Motive und die Shareholder-Motive in fundamentale und spekulative Motive unterteilt. Die anschließende konkrete dritte Ebene enthält schließlich die stakeholderspezifischen Einzelmotive (Abbildung 21).³⁸⁷

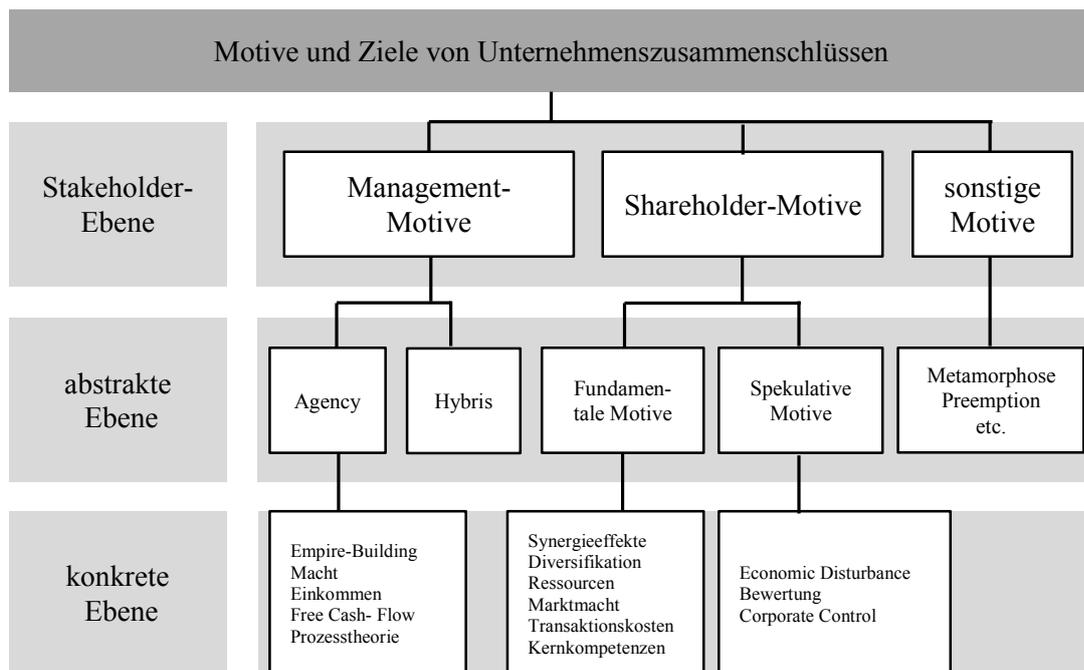
³⁸⁴ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 24.

³⁸⁵ Vgl. *Wirtz* (2012), S. 63.

³⁸⁶ Vgl. *Riedel* (2010), S. 102 ff.

³⁸⁷ Vgl. *Hinsen* (2012), S. 3 ff. sowie *Jansen* (2008) S. 132 ff.

Abbildung 21: Systematisierungsrahmen für Motive und Ziele von Unternehmenszusammenschlüssen



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Hinsen* (2012), S. 5.

Im Folgenden werden die konkreten Motive und Ziele für Fusionen und Übernahmen dargestellt, erläutert und auf die spezielle Situation der an den Zusammenschlüssen in Europa beteiligten Fluggesellschaften bezogen. Dabei werden nur diejenigen Motive betrachtet, die sich nicht mit den zuvor diskutierten theoretischen Erklärungsansätzen decken.

1. Fundamentale Motive

Synergieeffekte stellen ein wesentliches fundamentales Motiv für Fusionen und Übernahmen dar, das bisher im Rahmen der theoretischen Erklärungsansätze noch nicht eingehend untersucht wurde. In der betriebswirtschaftlichen Literatur wird im Zusammenhang mit Synergien von einem „2+2=5“-Effekt gesprochen. Synergien stellen somit das Resultat einer gemeinsamen Wirkung dar.³⁸⁸ Sie entstehen, wenn der Wert eines Zusammenschlusses zweier Unternehmen (V_{AB}) größer ist, als die Summe beider individuellen Unternehmenswerte (V_A+V_B). Die Differenz beider Werte entspricht dem Synergieeffekt, den der Unternehmenszusammenschluss generiert.³⁸⁹

$$\text{Synergie} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

³⁸⁸ Vgl. *Ansoff* (1965), S. 75 ff.

³⁸⁹ Vgl. *Ross/Westerfield/Jaffe* (2010), S. 878.

Der Barwert eines Unternehmens besteht dabei aus den diskontierten zukünftigen Einkommensströmen, die das Unternehmen potentiell erwirtschaften kann. In der Unternehmenspraxis wird der Firmenwert bzw. der Shareholder Value (V) berechnet, indem die erwarteten verfügbaren Einzahlungsströme, die Free Cash Flows (FCF), mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten des Unternehmens (WACC) diskontiert und den Verbindlichkeiten (L) gegenübergestellt werden.³⁹⁰

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(FCF_t)}{(1 + WACC_t)^t} - L$$

Nimmt man vereinfachend an, dass die Free Cash Flows sich aus der Differenz aller Einzahlungen und Auszahlungen ergeben, so lässt sich der Firmenwert durch einen Zusammenschluss auf mehrere Arten erhöhen. Hauptsächlich sind Unternehmen bemüht, durch die Kombination zweier oder mehrerer Unternehmen die gemeinschaftlichen Einzahlungen zu steigern und/oder die Ausgaben signifikant zu reduzieren, d. h. Erlös- oder Kostensynergien zu generieren.³⁹¹ Strategien, die eine Reduktion der gewichteten Durchschnittskosten des Kapitals oder der Verbindlichkeiten gegenüber Fremdkapitalgeber zum Ziel haben, sind nicht auf Synergien zurückzuführen.

a) *Kostensynergien*

Hat ein Zusammenschluss zweier Unternehmen eine Reduktion der Durchschnittskosten zur Folge, so liegen Kostensynergien vor. Diese können theoretisch auf drei Arten entstehen, die sich jedoch gerade in der luftverkehrswirtschaftlichen Praxis nicht immer exakt unterscheiden lassen. Sie resultieren aus „economies of density“, „economies of scale“ und „economies of scope“.

Economies of density

Dichtevorteile, auch economies of density genannt, sind auf bisher nicht vollständig ausgelastete Kapazitäten zurückzuführen. Die Stückkosten einer Airline können sinken, falls sich durch einen Anstieg der Passagierzahlen die Auslastung eines Flugzeuges oder einer ganzen Flugzeugflotte verbessert.³⁹² Dies ist grundsätzlich bei hohen Fixkosten und relativ geringen variablen Kosten möglich. Im Luftverkehr

³⁹⁰ Vgl. Rappaport (2000), S. 138 ff.

³⁹¹ Vgl. Glaum/Hutzschenreuther (2010), S. 56 ff.

³⁹² Vgl. Caves/Christensen/Tretheway (1984), S. 472.

ist der Anteil der Fixkosten an den Gesamtkosten hoch. Zudem existieren Mindesteinsatzmengen, z. B. die Anzahl der Sitzplätze in einem Flugzeug, die Anzahl der Flugzeuge in einer Flotte oder die Routen in einem Streckennetzwerk. Der Anteil der variablen Kosten an den Gesamtkosten ist im Luftverkehr hingegen niedrig, so dass sich bei Steigerung der Passagierzahlen die gleichen Fixkosten auf eine größere Outputmenge verteilen und somit die Durchschnittskosten sinken.³⁹³

Im Zuge eines Zusammenschlusses zweier Airlines werden zwar zwei Flotten und Streckennetzwerke zusammengefügt, die vorherige Gesamtkapazität bleibt jedoch unverändert. Die Kopplung beider Netzwerke geschieht in zwei Schritten. Zunächst werden beide Netzwerke an wenigen Kontaktpunkten miteinander verbunden. Im zweiten Schritt wird das gesamte Netzwerk dann rationalisiert, d. h. beide Teilnetze werden gemeinsam restrukturiert und optimiert.³⁹⁴ Insbesondere bei sich stark überlappenden Teilnetzen lassen sich nicht ausgelastete parallele Streckenangebote reduzieren und freiwerdende Kapazitäten gewinnbringender einsetzen. Im Gegensatz zur gemeinsamen Optimierung sich ergänzender Teilnetze bieten überlappende Netzwerke das größere Potential für economies of density.³⁹⁵ Darüber trägt die Bündelung von Passagierströmen aufgrund einer gemeinsamen Netzwerkrestrukturierung ebenfalls zu sinkenden Durchschnittskosten bei.³⁹⁶

Empirische Studien über US-Airlines aus der Zeit nach der Markt deregulierung konnten auf Strecken mit gestiegenem Verkehrsaufkommen signifikante Reduktionen der Gesamtkosten messen. *Caves, Christensen* und *Tretheway* berechnen eine Kostenelastizität von -0,2, was bedeutet, dass ein 1 %-iger Anstieg des Passagieraufkommens zu einem unterproportionalen Anstieg der Gesamtkosten um 0,8 % führt.³⁹⁷ In einer anderen Studie weisen *Brueckner* und *Spiller* sogar eine Kostenelastizität von -0,375 aus.³⁹⁸

³⁹³ Vgl. *Doganis* (2010), S. 86 ff.

³⁹⁴ Vgl. *Veldhuis* (2005).

³⁹⁵ Vgl. *Doganis* (2006), S. 91 ff.

³⁹⁶ Vgl. *Fritz* (2005), S. 230.

³⁹⁷ Vgl. *Caves/Christensen/Tretheway* (1984).

³⁹⁸ Vgl. *Brueckner/Spiller* (1994).

Economies of scale

Economies of scale entstehen, wenn eine Erhöhung des Outputs mit einer Reduktion der Durchschnittskosten verbunden ist, die auf ein Wachstum der Unternehmensgröße z. B. in Form einer Kapazitätsausweitung zur kostenoptimalen Unternehmensgröße zurückzuführen ist. Im Luftverkehr ist die Existenz von solchen Größenvorteilen nicht eindeutig geklärt.³⁹⁹ Für die US-Airlines berechnen *Caves*, *Christensen* und *Tretheway* lediglich konstante Skalenerträge, was impliziert, dass durch ein Wachstum des Streckennetzwerks die Kosten proportional zur entsprechenden Outputerhöhung steigen.⁴⁰⁰ *Creel* und *Farell* weisen in ihrer Studie steigende Skalenerträge durch Wachstum des Streckennetzwerks nach, jedoch nur für mittelgroße Airlines bzw. größere Regionalfluggesellschaften. Bei Airlines jenseits dieser Unternehmensgröße verliert sich der Effekt sukzessive.⁴⁰¹ *Merkert* und *Morrell* finden in ihrer Data Envelopment Effizienzanalyse (DEA) heraus, dass die effizienzoptimale Größe einer Airline bei einer Angebotskapazität zwischen 34 und 52 Mrd. angebotenen Sitzplatzkilometern, sogenannten „available seat kilometres“ (ASK), liegt. Die drei großen europäischen Fluggesellschaften Air France (163,9 Mrd. ASK), Lufthansa (156,6 Mrd. ASK) und British Airways (148,2 Mrd. ASK) sind dieser Studie zufolge bereits über ihre optimal effiziente Unternehmensgröße hinaus gewachsen und weisen sinkende Skalenerträge auf.⁴⁰² In diesem Zusammenhang haben *Johnston* und *Ozment* in ihrer aktuellen Untersuchung des US-Marktes herausgefunden, dass auf eine allgemeine Ausweitung der angebotenen Sitzplatzkilometer um 1 % eine durchschnittliche Senkung der Kosten um 0,77 % zu erwarten ist.⁴⁰³ Fraglich bleibt allerdings, inwieweit es sich bei solchen Kosteneinsparung tatsächlich um Größenvorteile handelt. *Brueckner* und *Zhang* argumentieren, dass selbst bei einer Vergrößerung eines hub-and-spoke-Netzwerks mit höheren Flugfrequenzen die Kostenreduktionen hauptsächlich auf die bessere Auslastung des Netzwerks zurückzuführen sind, d. h. keine economies of scale vorliegen sondern economies of density.⁴⁰⁴

³⁹⁹ Vgl. *Holloway* (2008), S. 339.

⁴⁰⁰ Vgl. *Caves/Christensen/Tretheway* (1984).

⁴⁰¹ Vgl. *Creel/Farell* (2001).

⁴⁰² Vgl. *Merkert/Morrell* (2012).

⁴⁰³ Vgl. *Johnston/Ozment* (2013).

⁴⁰⁴ Vgl. *Brueckner/Zhang* (2001).

Auch wenn die dargestellten empirischen Studien zu keinem einheitlichen Ergebnis kommen, so sind doch einzelne Funktionsbereiche innerhalb einer Airline theoretisch in der Lage, economies of scale zu generieren. Bei Wartung und Reparatur, Catering, Crewtraining, Verwaltung und Bodenabfertigungsdienste sind economies of scale grundsätzlich möglich. Dies kann durch eine gemeinsame Rationalisierung dieser Funktionsbereiche im Zuge eines Unternehmenszusammenschlusses erreicht werden. Eine Ausweitung der Flugzeugflotte mit gleichzeitig steigender Kommunalität, d. h. die Anschaffung einheitlicher Flugzeugmuster, unterstützt diesen Effekt.⁴⁰⁵ Allerdings können economies of scale in einem solchen Fall nicht mehr klar von den im nachfolgenden Abschnitt diskutierten economies of scope abgegrenzt werden. Von Vorteil ist hierfür eine Zentralisierung der betroffenen Funktionsbereiche, was durch eine Integration beider Airlines erleichtert wird.

Es kann festgehalten werden, dass economies of scale in den eigentlichen Flugdienstleistungen nicht sehr wahrscheinlich sind und eher von konstanten Skalenerträgen auszugehen ist. Dennoch sind Größenvorteile in einzelnen Unternehmensbereichen vorstellbar. Hinzu kommt eine größere Verhandlungsmacht gegenüber Zulieferern. Insbesondere bei Kerosin, Flugzeugen und Ersatzteilen dürfte ein höheres Beschaffungsvolumen zu deutlichen Preisnachlässen führen.⁴⁰⁶ An dieser Stelle sei aber darauf hingewiesen, dass eine Ausweitung der Firmengröße theoretisch nur dann Durchschnittskosten reduzieren kann, sofern die kostenoptimale Größe des Unternehmens, bei der sich die langfristigen Durchschnittskosten in ihrem Minimum befinden, noch nicht erreicht wurde. Eine weitere Vergrößerung des Unternehmens über diesen kostenminimalen Punkt hinweg würde zusätzliche Kosten, überwiegend Koordinationskosten, und damit sogenannte „diseconomies of scale“ verursachen.⁴⁰⁷

Economies of scope

Oft können mehrere Geschäftsaktivitäten, die in unterschiedlichen Produkten oder Dienstleistungen resultieren, in einem Unternehmen bei geringeren Stückkosten hergestellt werden als in mehreren separaten Unternehmen. In diesem Fall sind die

⁴⁰⁵ Vgl. Holloway (2008), S. 340.

⁴⁰⁶ Vgl. Doganis (2006), S. 93.

⁴⁰⁷ Vgl. Ross/Westerfield/Jaffe (2010), S. 880.

Kosteneinsparungen auf sogenannte *economies of scope* (Verbundvorteile) zurückzuführen. Im Luftverkehr ist das möglich, wenn z. B. eine Passageairline eine Frachtairline übernimmt und durch die gemeinsamen Flugoperationen Kosten spart.⁴⁰⁸

Obwohl theoretisch leicht zu bestimmen, ist es in der empirischen Forschung schwer, *economies of scope* nachzuweisen, da sie sehr stark mit *economies of density* verknüpft sind.⁴⁰⁹ Ein Beispiel hierfür ist die Verbindung zweier Streckennetzwerke, die zuvor unterschiedliche Märkte bedient haben. Das gemeinsame Management beider Teilnetzwerke sollte Effizienzsteigerungen und somit Kosteneinsparungen ermöglichen. Unklar bleibt nur, ob diese Kosten durch Verbundvorteile oder durch eine gestiegene Auslastung des Gesamtnetzwerks und damit durch *economies of density* hervorgerufen werden. Darüber hinaus ist wie im vorherigen Abschnitt erwähnt auch die Unterscheidung von *economies of scope* und *economies of scale* in der Praxis problematisch. Es ist schwer nachzuhalten, ob Kostenreduktionen durch Zusammenlegung zuvor getrennter Funktionsbereiche auf die reine Konsolidierung oder auf die gestiegene Größe dieser Bereiche nach einem Unternehmenszusammenschluss zurückzuführen ist.⁴¹⁰

Zusammenschlüsse von Fluggesellschaften sollten allgemein in der Lage sein, Kosten einzusparen, auch wenn die Kausalitäten in der Praxis nicht immer eindeutig sind. Das Heben solcher Kostensynergien wird durch eine einheitliche Koordination der Flotte und des Streckennetzwerks mit potentiellen Dichtevorteilen wahrscheinlicher. Die Zentralisation relevanter Geschäftsbereiche, in denen Größenvorteile möglich sind, und die Zusammenlegung sowie Ressourcenteilung in den Funktionsbereichen, in denen Verbundvorteile möglich sind, vereinfachen dies ebenfalls. Eine vollständige Integration der Fluggesellschaften erscheint vorteilhaft, da so Netzwerke effizienter rationalisiert und andere Funktionsbereiche leichter zentralisiert werden können. Die derzeitige Regulierung von europäischen Zusammenschlüssen im Luftverkehr steht dieser potentiellen Optimierung entgegen und

⁴⁰⁸ Vgl. *Hofer/Eroglu* (2010).

⁴⁰⁹ Vgl. *Iatrou/Oretti* (2007), S. 125.

⁴¹⁰ Vgl. *Holloway* (2008), S. 340.

lässt die Vermutung aufkommen, dass von den Airlines aktuell nicht alle Synergiepotentiale insbesondere bezüglich der Netzwerkgestaltung gehoben werden können.⁴¹¹

b) Erlössynergien

Kostensynergien sind nicht das einzige effizienzgetriebene Motiv für Unternehmenszusammenschlüsse. Speziell im Luftverkehr verspricht man sich durch einen Zusammenschluss auch Umsatzsteigerungen. Beispielsweise verfolgt die Fusion von Air France und KLM solch eine duale Strategie, die neben dem Fokus auf Kostenreduktionen auch 40 % der angestrebten Synergien durch Umsatzsteigerungen generieren soll.⁴¹² Nachfolgend werden Erlössynergien aufgrund von Netzwerkin-
tegration, Marktmachtsteigerung und Marketingvorteile betrachtet.

*Netzwerkin-
tegration*

Ähnlich einem Beitritt zu einer strategischen Airline-Allianz, bietet auch ein Zusammenschluss zweier oder mehrerer Fluggesellschaften durch die Integration ihrer Streckennetzwerke eine verstärkte Marktpräsenz und damit ein Erlössteigerungspotential.⁴¹³ Wird einem hub-and-spoke-Netzwerk mit zentralem Drehkreuz eine neue Destination den ‚n‘ bestehenden hinzugefügt, so kann die Fluggesellschaft hierdurch ‚n-1‘ zusätzliche Städteverbindungen anbieten.⁴¹⁴ Die Integration von zwei bisher separaten Streckennetzwerken steigert die Konnektivität demnach überproportional. Aus Sicht des Kunden erhöhen sich damit der Kundennutzen und die Zahlungsbereitschaft durch das breitere Angebot an Flugzielen.⁴¹⁵

Wird in einem zweiten Schritt das neue Gesamtnetzwerk weiter restrukturiert und optimiert, was üblicherweise mit Flugfrequenzsteigerungen verbunden ist, lassen sich die Erlöse weiter erhöhen. *Brueckner* und *Zhang* haben einen positiven Zusammenhang zwischen Flugfrequenzsteigerungen in hub-and-spoke Netzwerken und lokalen Ticketpreisen festgestellt. Sie erklären dies mit sinkenden durchschnittlichen Wartezeiten zwischen den Flügen, was den Kundenpräferenzen entspricht und somit Zahlungsbereitschaft generiert.⁴¹⁶

⁴¹¹ Vgl. *Fröhlich et al.* (2013), S. 203.

⁴¹² Vgl. *Grünert* (2007), S. 94 f.

⁴¹³ Vgl. *Götsch/Albers* (2005), S. 281.

⁴¹⁴ Vgl. *Auerbach/Delfmann* (2005), S. 73.

⁴¹⁵ Vgl. *Holloway* (2008), S. 339.

⁴¹⁶ Vgl. *Brueckner/Zhang* (2001).

Marketingvorteile

Marketingvorteile können ebenfalls das Resultat eines Unternehmenszusammenschlusses sein und zu Erlössteigerungen führen. Ein durch den Zusammenschluss erweitertes Streckennetzwerk bietet dem Kunden das zuvor angesprochene größere Flugangebot. Damit sinkt für die Luftverkehrsgesellschaft die Wahrscheinlichkeit, Kunden bei Zwischenlandungen auf Transferflughäfen an Konkurrenzairlines zu verlieren.⁴¹⁷ Im Allgemeinen werden solche sogenannten „on-line“ Flugverbindungen, d. h. nahtlose Flugreisen mit einer Fluggesellschaft, von den Kunden präferiert.⁴¹⁸

In Bezug auf den Vertrieb unterstützt ein konsolidiertes Streckennetzwerk zudem die Wirkung von Kundenbindungsprogrammen, die im Luftverkehr als Vielfliegerprogramme ausgestaltet sind. Durch einen Zusammenschluss gewinnen sie an Attraktivität, da die begehrten Bonusmeilen auf einer deutlich größeren Anzahl von Flügen gesammelt werden können. Zudem erweitert eine Netzwerkkonsolidierung auch das Vertriebsnetz, weil Zugang zu Vertriebsagenten in neuen Märkten geschaffen wird.⁴¹⁹ Ein weiterer Vorteil betrifft die Computerreservierungssysteme (CRS). Einerseits werden auf den Bildschirmanzeigen der CRS die Flüge anhand der Flugzeit gelistet, andererseits haben Verbindungen mit nur einem Carrier eine höhere Priorität als sogenannte Interline-Verbindungen mit mehreren Fluggesellschaften. Da mit einer Wahrscheinlichkeit von 80 % Flüge von der ersten Seite der CRS-Bildschirmanzeigen gebucht werden, dürfte sich eine Verbesserung der Fluglistung in den CRS durch eine Netzwerkintegration positiv in den Erlösen niederschlagen.⁴²⁰ Dieser positive Effekt kann für eine Airline bereits durch Codesharing erreicht werden, bei dem z. B. Anschlussflüge, die durch eine Partnerairline durchgeführt werden, unter eigener Flugnummer stattfinden. Ein Zusammenschluss zweier Airlines ist dafür nicht zwingend notwendig.

Fusionen und Übernahmen im Luftverkehr besitzen auch Synergiepotentiale in Bezug auf Markenmanagement und Werbung. Diese Potentiale sind davon abhängig,

⁴¹⁷ Vgl. *Doganis* (2006), S. 86 ff.

⁴¹⁸ Vgl. *Holloway* (2008), S. 339.

⁴¹⁹ Vgl. *Doganis* (2006), S. 86 ff.

⁴²⁰ Vgl. *Auerbach/Delfmann* (2005), S. 80 f.

ob nach dem Zusammenschluss eine Einmarken- oder Mehrmarkenstrategie verfolgt wird.⁴²¹ In den vergangenen Konsolidierungsfällen aus den USA konnte beobachtet werden, dass nur eine der betroffenen Marken nach dem Zusammenschluss weitergeführt wurde.⁴²² Die Gründe hierfür sind offenkundig. Eine Mono- oder Einmarkenstrategie erhöht die Effizienz von Werbe- und Kommunikationsmaßnahmen. Alle Marketingaktivitäten können dadurch auf den Aufbau und die Stärkung einer Unternehmensmarke ausgerichtet werden, um die Markenbekanntheit zu steigern und ein gewünschtes Markenimage zu implementieren. Im Ergebnis folgen ein höherer Markenwert, eine größere Markenloyalität und eine stärkere Kundenbindung, die sich über die Möglichkeit, Preisprämien zu erheben, positiv auf die Erlöse auswirken. Allerdings bedeutet eine Einmarkenstrategie auch die Aufgabe der übrigen Marken. Wie zuvor erwähnt, sind im europäischen Umfeld die Marken der Fluggesellschaften in vielen Fällen durch ihre Historie als Staatscarrier eng an die Nationalität der Airline gebunden. Eine Aufgabe dieser Marken kann zu Irritationen und negativen Reaktionen der betroffenen Inländer bis hin zu Boykotten führen.⁴²³ Dieser Effekt ist in der Lage, positive Synergiepotentiale einer Einmarkenstrategie zu dämpfen, so dass bei einem Zusammenschluss zweier Fluggesellschaften die Vorteile einer Einmarkenstrategie und die Nachteile möglicher Kundenirritationen abzuwägen sind.

Grundsätzlich lassen sich also durch einen Zusammenschluss von Fluggesellschaften Erlössynergien realisieren. Eine vollständige Integration beider Airlines dürfte bezogen auf eine einheitliche Netzwerkkoordination und -optimierung vorteilhafter sein, da dies höhere Frequenzen und damit höhere Erlöse ermöglicht. Darüber hinaus bietet eine weitgehende Integration die Möglichkeit, Dienstleistungen unter einer Marke zu vertreiben, während bei gemeinsamen Operationen separater Airlines unter einer Holding beim Kunden der Eindruck entsteht, dass er mit mehreren Luftverkehrsunternehmen reist. Insgesamt scheint sich die allgemeine Auffassung zu bestätigen, dass die Realisation der angestrebten Synergien in erheblichem Maße von der Post-Merger-Integration abhängt.⁴²⁴

⁴²¹ Bezüglich der Unternehmensmarke als strategische Ressource siehe Kapitel IV.A.2.b).

⁴²² Vgl. *Shaw* (2007), S. 237.

⁴²³ Vgl. *Iatrou/Oretti* (2007), S. 122 ff. sowie Kapitel IV.A.2.b).

⁴²⁴ Vgl. *Sirover/O'Byrne* (1998), S. 121 sowie *Cummins/Xie* (2008), S. 32.

c) *Marktmacht*

Eine weitere Quelle zur Erlössteigerung durch Fusionen und Übernahmen ist der Aufbau von Marktmacht. Durch den Zusammenschluss zweier Airlines nimmt die Wettbewerbsintensität ab, insbesondere auf den sich bis dahin überlappenden Flugstrecken. Hierdurch können von den Fluggesellschaften die Ticketpreise auf den betroffenen Strecken erhöht werden, was in der Vergangenheit sowohl auf innereuropäischen als auch auf interkontinentalen Strecken beobachtet werden konnte.⁴²⁵ Ökonomisch stellt dies einen Transfer von Konsumentenrente in Produzentenrente dar und kann einen Wohlfahrtsverlust nach sich ziehen. Gesamtwirtschaftlich ist dieser Effekt natürlich nicht gewünscht und bedarf einer effektiven Regulierung. Allerdings gibt es empirische Hinweise darauf, dass diese Flugpreisanstiege lediglich kurzfristiger Natur sind und sofern der allgemein hohe Systemwettbewerb unter den Airlines nicht geschwächt wird, langfristig wieder abnehmen. Demnach sollte der wettbewerbsbehindernde Effekt eines Zusammenschlusses mit der Zeit nachlassen.⁴²⁶

Eine zusätzliche Ursache für Marktmacht kann die Dominanz einer Fluggesellschaft an einem oder an mehreren Drehkreuzen sein. Diese Hub-Dominanz wird erhöht, wenn sich zwei Airlines mit verhältnismäßig vielen Slots an einem Drehkreuz zusammenschließen. Auf diese Weise kann ein Gebietsmonopol entstehen, welches als Markteintrittsbarriere wirkt und der Airline Preissteigerungen erlaubt. Die Ausnutzung dieser Marktmacht wird in Europa allerdings durch die relativ hohe geografische Dichte von Flughäfen limitiert, so dass auch hier der europaweite Systemwettbewerb zwischen den Fluggesellschaften Wohlfahrtsverluste eindämmt.⁴²⁷ In Bezug auf Marktmacht lässt sich anhand dieser Überlegungen zwischen einer vollständigen Integration und den beobachteten Holding-Lösungen kein Unterschied feststellen.

2. **Spekulative Motive**

a) *Economic Disturbances/ Unternehmensbewertung*

Economic Disturbances stellen ein spekulatives Motiv für Merger und Akquisitionen dar. Diesem Ansatz von *Gort* folgend, besteht die Ursache für eine Fusion oder

⁴²⁵ Vgl. *Brueckner/Pels* (2005).

⁴²⁶ Vgl. *Morrison* (1996).

⁴²⁷ Vgl. *Auerbach/Delfmann* (2005), S. 79 ff.

Übernahme in unterschiedlichen Unternehmensbewertungen. Exogene Schocks, wie z. B. Schwankungen von Wertpapierpreisen oder Technologiesprünge, verändern die Erwartungen von Individuen und machen Zukunftsprognosen schwierig. So kann es zu einem Bewertungsunterschied zwischen Managern bzw. Eigentümern eines Unternehmens und potentiellen Käufern bzw. Investoren kommen. Bewerten letztere das Unternehmen deutlich besser als die bisherigen Manager oder Eigentümer, kommt es zu einem Fusions- oder Übernahmeangebot.⁴²⁸

Wie relevant dieser Effekt im europäischen Luftverkehr ist, lässt sich nur schwer abschätzen. Zwar ist es vorstellbar, dass bei öffentlichen Eigentümern von Airlines mit der Deregulierung und dem zunehmenden Zwang zur Haushaltskonsolidierung eine subjektive Abwertung staatseigener Fluggesellschaften einhergeht und nationalem Prestige sowie öffentlicher Daseinsvorsorge mit Luftverkehr nicht mehr der frühere Stellenwert zukommt. Allerdings gibt es keinen Hinweis darauf, dass diese Entwicklung über die letzten Jahrzehnte hinweg im Zusammenhang mit erhöhten M&A-Aktivitäten gestanden hat. Auch in der wissenschaftlichen Literatur wird der Ansatz der Economic Disturbances kritisiert,⁴²⁹ wonach seine Relevanz, insbesondere für eine sektorale Anwendung wie im vorliegenden Fall, gering einzuschätzen ist.

b) Corporate Control

Unter Corporate Control bzw. Unternehmenskontrolle wird das Recht verstanden, die Verwendung von Unternehmensressourcen zu bestimmen.⁴³⁰ Da heutzutage Eigentum und Unternehmensführung in den meisten größeren Kapitalgesellschaften voneinander getrennt sind, stellt die Unternehmenskontrolle ein wertvolles Asset für die angestellten Manager dar. Das führt dazu, dass zwischen den Eigentümern als Nachfrager nach Managementleistungen und den Managern als Anbieter ein Markt für Corporate Control entsteht.⁴³¹ Im modernen Modell der Corporate Control kommt den Eigentümern eine passive Rolle zu. Sie benötigen keine detaillierten Informationen über die Unternehmensführung, sondern stellen dasjenige Managementteam ein, mit dem sie die größte Wertsteigerung ihrer Unternehmensanteile realisieren können. Ein Zusammenschluss zweier Unternehmen ist dann sinnvoll,

⁴²⁸ Vgl. Gort (1969).

⁴²⁹ Vgl. Trautwein (1990), S. 290.

⁴³⁰ Vgl. Jensen/Ruback (1983), S. 5.

⁴³¹ Vgl. Manne (1965), S. 112.

wenn nach dem Verkauf bzw. der Fusion das neue Management die gesamten Unternehmensressourcen effizienter nutzt und den Unternehmenswert steigert.⁴³² Managementteams von zwei Unternehmen vor einem Zusammenschluss stehen somit im Wettbewerb um die Unternehmenskontrolle des fusionierten Unternehmens. Berater und M&A-Spezialisten werden dabei von den Eigentümern zur Bewertung der Qualität und der Absichten der Manager hinzugezogen. Die extern kommunizierten Ziele der Manager sollten sich daher möglichst mit denen der Eigentümer decken.⁴³³

Ob die Fusionen und Übernahmen unter europäischen Fluggesellschaften auf den Konkurrenzkampf zwischen Managern um Unternehmenskontrolle zurückzuführen sind, kann nicht geklärt werden. Derzeit gibt es weder Hinweise noch wissenschaftliche Studien, die dies belegen könnten. Allerdings ist anzunehmen, dass dieser Ansatz bei Verkäufen bisheriger Staatsairlines relevant ist, um so durch die Managementexpertise privater Käuferairlines Effizienzgewinne zu realisieren.

3. Agency-Motive

Agency-Motive gehören zu den Management-Motiven, die stark auf der Prinzipal-Agenten-Theorie basieren, aber zugleich sehr anwendungsbezogen sind. Im Kern bilden sie die konkrete Ausgestaltung opportunistischen Verhaltens aus Sicht der Agenten, weshalb sie hier im Zusammenhang mit den abgeleiteten Motiven diskutiert werden. Agency-Motive fußen auf der üblichen Trennung von Eigentum und Unternehmensführung in größeren Unternehmen bzw. Fluggesellschaften. Die dadurch entstehenden Informationsasymmetrien der Manager werden für individuelle Ziele benutzt, die nicht mit denen der Eigentümer übereinstimmen müssen. Hierfür können auch Fusionen und Übernahmen ein geeignetes Mittel darstellen.⁴³⁴

a) Einkommen, Macht und Empire-Building

Der Informationsvorsprung der Manager begründet einen diskretionären Handlungsspielraum, den sie opportunistisch, d. h. zum Zwecke der eigenen Nutzenmaximierung ausnutzen können.⁴³⁵ Der Nutzen der Manager wird hierbei einerseits

⁴³² Vgl. Hinsen (2012), S. 10.

⁴³³ Vgl. Jensen/Ruback (1983), S. 6 f..

⁴³⁴ Vgl. Hinsen (2012), S. 10 f.

⁴³⁵ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308 ff. sowie Kapitel IV.A.1.b).

durch pekuniäre Kompensationen, wie z. B. Einkommen und Bonuszahlungen bestimmt, andererseits wird er aber auch durch nicht-pekuniäre Aspekte beeinflusst, wozu z. B. Macht, persönliches Ansehen, Respekt, Verantwortung, Umfang der verfügbaren Ressourcen oder Anzahl der unterstellten Mitarbeiter gehören.⁴³⁶

Im Zusammenhang mit pekuniären Zielen sind Fusionen und Übernahmen relevant, da üblicherweise von einer positiven Beziehung zwischen Unternehmensgröße und Einkommen der Manager ausgegangen werden kann. Empirische Studien zeigen, dass die durchschnittliche Korrelation von Managementgehalt und Unternehmensgröße größer ist als die zwischen Managementgehalt und Unternehmenserfolg⁴³⁷ Somit kann ein vom Management vorantriebener Unternehmenszusammenschluss durch die erwartete Vergrößerung des Unternehmens und die damit für die Manager einhergehende Einkommenssteigerung motiviert sein. Darüber hinaus können Manager durch managementspezifische Investitionen, d. h. durch Unternehmenszukaufe, die ihren individuellen Managementfähigkeiten entsprechen, nicht nur ihr Einkommen, Einfluss und Prestige steigern, sondern auch die Wahrscheinlichkeit senken, durch andere Manager ersetzt zu werden.⁴³⁸

Ferner sind auch nicht-pekuniäre Aspekte bei Unternehmenszusammenschlüssen aus Managementsicht relevant. Hängt die persönliche Selbstverwirklichung des Managers mit der Größe des Unternehmens zusammen, so wird ein schnelles externes Unternehmenswachstum durch Fusionen oder Übernahmen einem langsameren organischen Wachstum vorgezogen.⁴³⁹ Auch aus Gründen des Prestiges werden oft umfangreiche Unternehmenszusammenschlüsse vorangetrieben, da diese eine gesteigerte Medienpräsenz bieten.⁴⁴⁰

Die gesteigerte Ressourcenakkumulation aus Eigennutz des Managements wird auch „empire building“ genannt und wird als Begründung für Merger und Akquisitionen von den Unternehmensvorständen meist nicht öffentlich angeführt.⁴⁴¹

⁴³⁶ Vgl. *Jensen/Meckling* (1976), S. 312 f.

⁴³⁷ Vgl. *Graßhoff/Schwalbach* (1997) sowie *Jensen/Murphy* (1990).

⁴³⁸ Vgl. *Shleifer/Vishny* (1989).

⁴³⁹ Vgl. *Hinsen* (2012), S. 11.

⁴⁴⁰ Vgl. *Glaum/Hutzschenreuter* (2010), S. 84.

⁴⁴¹ Vgl. *Trautwein* (1990), S. 287 f.

b) *Free Cash-Flow*

Der Free Cash-Flow-Ansatz geht zurück auf *Jensen*. Free Cash-Flows sind liquide Mittel eines Unternehmens, die über die notwendigen Mittel zur Finanzierung aller Unternehmensaktivitäten und Projekte, die einen positiven Gegenwartswert aufweisen, hinausgehen. Auch hier existiert ein Prinzipal-Agenten-Problem in der Form, dass Manager kaum Interesse daran haben, diese freien liquiden Mittel an die Anteilseigner auszuschütten, sondern ihren Informationsvorsprung dazu nutzen, die Mittel zur eigenen Nutzenmaximierung zu verausgaben.⁴⁴² Fusionen und Übernahmen stellen dabei aus der persönlichen Sicht der Manager lohnende Investitionsmöglichkeiten dar. Allerdings werden Zusammenschlüsse, denen diese Motivation zugrunde liegt, sehr wahrscheinlich niedrige Wertsteigerungen aufweisen oder sogar Werte vernichten.⁴⁴³

Mit Blick auf den Luftverkehr, scheint dieses Motiv nicht sehr bedeutsam. Der Free Cash-Flow-Ansatz geht davon aus, dass insbesondere in gesättigten Märkten mit geringem Investitionsbedarf derartig motivierte Unternehmenszusammenschlüsse stattfinden.⁴⁴⁴ Im Luftverkehr herrscht hingegen ein allgemein hoher Investitionsbedarf, und auch wenn in Europa und Nordamerika erste Sättigungstendenzen zu erkennen sind, ist noch nicht von einer vollständigen Marktsättigung auszugehen. Darüber hinaus weisen Käuferunternehmen vor einer Übernahme normalerweise außergewöhnlich hohe Erträge auf, die die freien liquiden Mittel begründen,⁴⁴⁵ wie aber in Kapitel II.A.2. gezeigt wurde, sind außergewöhnliche Erträge bei Fluggesellschaften im Allgemeinen nicht zu erwarten.

c) *Prozessuale Aspekte*

Ein weiterer Ansatz zur Erklärung von Unternehmenszusammenschlüssen aufgrund von Managermotiven fußt auf der Prozesstheorie, die an der strategischen Entscheidung des Managements für eine Fusion oder Übernahme ansetzt und sie als Ergebnis eines Prozesses sieht, der mehreren Einflüssen unterworfen ist.⁴⁴⁶ Erstens unterliegt jeder strategische Entscheidungsprozess dem Einfluss unvollständiger

⁴⁴² Vgl. *Jensen* (1986), S. 323.

⁴⁴³ Vgl. *Jensen* (1986), S. 328 f.

⁴⁴⁴ Vgl. *Glaum/Hutzschenreuter* (2010), S. 85.

⁴⁴⁵ Vgl. *Jensen* (1986), S. 329.

⁴⁴⁶ Vgl. *Trautwein* (1990), S. 288.

ger Informationen und der beschränkten Fähigkeit von Individuen, sämtliche verfügbaren Informationen zu verarbeiten. Informationen können nicht in vollem Umfang erhoben werden, Situationsbewertungen sind unvollständig, deshalb werden Vereinfachungen und Heuristiken zur Entscheidungsfindung genutzt.⁴⁴⁷ So kann es durchaus zu nicht rationalen Übernahmeentscheidungen kommen. Zweitens verhindert auch die Vielzahl am Entscheidungsprozess beteiligter Manager eine rationale Bewertung potentieller Zusammenschlüsse. Die Manager vertrauen meist auf organisatorischen Routinen, die sich in der Vergangenheit als erfolgreich erwiesen haben.⁴⁴⁸ Hat sich für ein Unternehmen die Strategie externen Wachstums bisher bewährt, ist es wahrscheinlich, dass auch in Zukunft weitere Merger und Akquisitionen durchgeführt werden, auch wenn diese im konkreten Fall als nachteilig zu bewerten sind. Drittens stören politische Prozesse innerhalb und zwischen den verschiedenen Managementebenen eine rationale Entscheidungsfindung. Taktisches Verhalten der Manager und das Eingehen von Kompromissen können zu Unternehmenszusammenschlüssen mit unvorteilhaften Ergebnissen führen.⁴⁴⁹

Eine Bewertung der Relevanz dieses Ansatzes für den Luftverkehr ist auch hier sehr schwierig. Er ist nicht originär auf Unternehmenszusammenschlüsse fokussiert, sondern entstammt der Strategieprozessforschung. Eine logische Übertragung auf externe Wachstumsstrategien ist zwar sinnvoll, aber eindeutige Studien zu diesem Sachverhalt existieren nicht.⁴⁵⁰

4. Hybris

Die Erkenntnis, dass die hohen Preisprämien, die teilweise im Zuge von Übernahmen gezahlt werden, nicht alleine durch die bereits diskutierten Ziele und Motive erklärt werden können, brachte die Forschung dazu, auch individuelle und soziale Faktoren des Entscheidungsprozesses für eine M&A-Transaktion zu berücksichtigen.⁴⁵¹ Die Betrachtung persönlicher Eigenschaften und Verhaltensweisen der verantwortlichen Unternehmensvorstände ist Grundlage der Hybris-Hypothese.

⁴⁴⁷ Vgl. *Simon* (1957).

⁴⁴⁸ Vgl. *Allison* (1971) sowie *Cyert/March* (1963).

⁴⁴⁹ Vgl. *Pettigrew* (1977).

⁴⁵⁰ Vgl. *Trautwein* (1990), S. 289.

⁴⁵¹ Vgl. *Hayward/Hambrick* (1997), S. 105.

Entscheidungen für Unternehmenszusammenschlüsse beruhen dabei auf persönlichen und subjektiven Einschätzungen der Manager. Dies kann dazu führen, dass verantwortliche Manager, die souverän und selbstbewusst auftreten, ihre eigene Fähigkeit, den Zusammenschluss erfolgreich und wertsteigernd gestalten zu können, überbewerten. Sie überschätzen potentielle Synergien der Transaktion und fehlerinterpretieren die Kapitalmarktbeurteilung des Zielunternehmens, was sie dazu veranlasst, unverhältnismäßig hohe Kaufpreise für zu übernehmende Unternehmen zu zahlen.⁴⁵² Für dieses übersteigerte Selbstvertrauen lassen sich drei Gründe anführen. Erstens kann vorangehender unternehmerischer Erfolg dazu führen, dass Vorstände ihrer bisherigen Geschäftsführung weiterhin vertrauen. Durch diese positive Rückmeldung aus der eigenen Organisation erhöhen sich die Erwartungen an die eigenen Fähigkeiten noch weiter. Zweitens kann eine starke eigene Medienpräsenz das Selbstbild der Vorstände verzerren, wenn die Fähigkeiten, Relevanz und Wertschätzung der Manager übertrieben dargestellt werden. Drittens können Prädispositionen in den Persönlichkeiten der Vorstände ein überzogenes Selbstvertrauen begründen.⁴⁵³ So tendieren narzisstische Manager eher dazu, Zusammenschlüsse zu initiieren, schneller zu verhandeln und abzuschließen.⁴⁵⁴

Hybris-Motiven ist mit den zuvor behandelten Management-Motiven gemein, dass sie von den Managern in der Regel nicht öffentlich kommuniziert werden, sei es, weil dadurch ein nutzbarer Informationsvorsprung gefährdet würde oder weil dieses eigentliche Übernahmemotiv mehr oder weniger unbewusst bleibt. Auch in empirischen Studien zu Merger und Akquisitionen kann das Vorliegen von Agency- und Hybris-Motiven nicht nachgewiesen werden.⁴⁵⁵ Somit ist auch eine Abschätzung für die Relevanz von Hybris-Motiven im Kontext der bisherigen Zusammenschlüsse im europäischen Luftverkehrsmarkt nicht zu leisten.

5. Sonstige Motive

a) Metamorphose

Als Metamorphose wird in diesem Zusammenhang die Absicht verstanden, durch einen Unternehmenszusammenschluss in größerem Umfang eine weitreichende

⁴⁵² Vgl. Roll (1986), S. 200 f.

⁴⁵³ Vgl. Hayward/Hambrick (1997), S. 107 ff.

⁴⁵⁴ Vgl. Aktas et al. (2010).

⁴⁵⁵ Vgl. Hinsin (2012), S. 17.

Umstrukturierung des gesamten und damit auch des eigenen Unternehmens durchzuführen.⁴⁵⁶ Dabei bestimmt das Preispremium, das ein Käuferunternehmen für ein Zielunternehmen zahlt, den potentiellen Einfluss, den das Management des Zielunternehmens auf die Restrukturierung des späteren Gesamtunternehmens ausüben kann. In der Folge werden durch die Integration beider Unternehmen das Management restrukturiert und die strategische Ausrichtung überarbeitet. Zudem erfolgt eine Anpassung bzw. Weiterentwicklung der Unternehmenskultur.⁴⁵⁷

Für den europäischen Luftverkehr erscheint dieses Motiv als relativ unwahrscheinlich. Zwar wurden einige Fluggesellschaften, die Ziele von Fusionen und Übernahmen waren, weitgehend restrukturiert, eine tiefgreifende Integration und Restrukturierung eines Airline-Konzerns konnte aber nicht beobachtet werden. Zudem kann nicht eindeutig geklärt werden, ob Unternehmen diesem Motiv schon seit Beginn der Zusammenschlussabsichten folgen oder es erst zu einem späteren Zeitpunkt als nachträgliche Rechtfertigung anführen.⁴⁵⁸

b) Preemption

Der Preemption- oder auch Vorkaufs-Ansatz geht davon aus, dass unprofitable Unternehmenszusammenschlüsse dann rational sind, wenn durch sie den übrigen Branchenmitgliedern negative Externalitäten auferlegt werden. In solch einem Fall ist es für ein Unternehmen vorteilhaft, ein anderes Unternehmen zu übernehmen, um einem möglichen Zusammenschluss dieses Zielunternehmens mit einem Wettbewerber zuvorzukommen. Auch wenn die Rendite des Käuferunternehmens dadurch sinkt, ist dieser Zustand trotzdem den Renditeeinbußen des Alternativszenarios, eine mögliche Übernahme des Ziels durch einen Konkurrenten, vorzuziehen.⁴⁵⁹

Tatsächlich ist dieses Motiv relevant im Luftverkehr. Für eine Airline, die befürchten muss, dass ein Konkurrent eine andere Fluggesellschaft übernimmt und daraus Wettbewerbsvorteile zieht aus denen der eigenen Airline Nachteile entstehen, ist es sinnvoll, diesem Zusammenschluss zuvorzukommen. Darüber wird insbesondere bei der Fusion von Air France und KLM spekuliert. Hier vermutet man, dass das

⁴⁵⁶ Vgl. *Hinsen* (2012), S. 13.

⁴⁵⁷ Vgl. *Park* (2003), S. 3 ff.

⁴⁵⁸ Vgl. *Park* (2003), S. 6.

⁴⁵⁹ Vgl. *Fridolfsson/Stennek* (2005).

Management der Air France einer Übernahme der KLM durch British Airways zuvorkommen wollte, um KLM als wichtigen Allianzpartner zu erhalten.⁴⁶⁰ Sie wird dabei ein Preispremium für die Ziellairline zahlen, das sich nach den möglichen Gewinneinbußen des Alternativszenarios richtet.⁴⁶¹ Auch wenn es keine objektiven Beweise für das Vorliegen solcher Motive im europäischen Luftverkehrsmarkt gibt, so ist es doch sehr wahrscheinlich, dass die vier großen Airline-Zusammenschlüsse in Europa, die in einem relativ kurzen Zeitraum von 2004 bis 2011 hintereinander stattfanden und bei denen die drei größten Luftverkehrskonzerne Europas beteiligt waren, der strategischen Sicherung wertvoller Partnerairlines geschuldet waren.

IV. Bewertungsmethoden und empirische Befunde europäischer Airline-M&As

A. Allgemeine Erfolgsaussichten für M&As

Die Hinweise darauf, dass die bisherigen Zusammenschlüsse im europäischen Luftverkehr aufgrund der vorherrschenden Regulierung vermutlich nicht ihr gesamtes Erfolgspotential ausschöpfen konnten, lässt die Frage aufkommen, inwiefern diese Zusammenschlüsse aus Unternehmenssicht als erfolgreich bewertet werden können. Im folgenden Abschnitt soll dies näher untersucht werden. Im vorangegangenen Kapitel wurde gezeigt, dass Unternehmenszusammenschlüsse aus einer Vielzahl von Motiven heraus getätigt werden, die sich grob nach Shareholder-, Manager- und sonstigen Motiven kategorisieren lassen. Für die Bewertung des Erfolges von M&As, der allgemein als Grad der Zielerreichung verstanden wird, ergibt sich daraus jedoch das Problem, dass mit unterschiedlichen Zielvorstellungen auch unterschiedliche Bewertungen des Erfolges einhergehen. Dies wird insbesondere bei der üblichen Zieldivergenz zwischen Eigentümern und Managern deutlich. Eine Priorisierung dieser Ziele ist problematisch. Hinzu kommt, dass für eine objektive Erfolgsmessung eine vorherige Publikation bzw. Kommunikation der persönlichen Zielvorstellungen in der Regel nicht stattfindet und diese außenstehenden Dritten somit nicht bekannt sind.⁴⁶² Da sich die Ziele der Manager als sehr komplex dar-

⁴⁶⁰ Vgl. *Fröhlich et al.* (2013), S. 202 sowie *Iatrou/Oretti* (2007), S. 55.

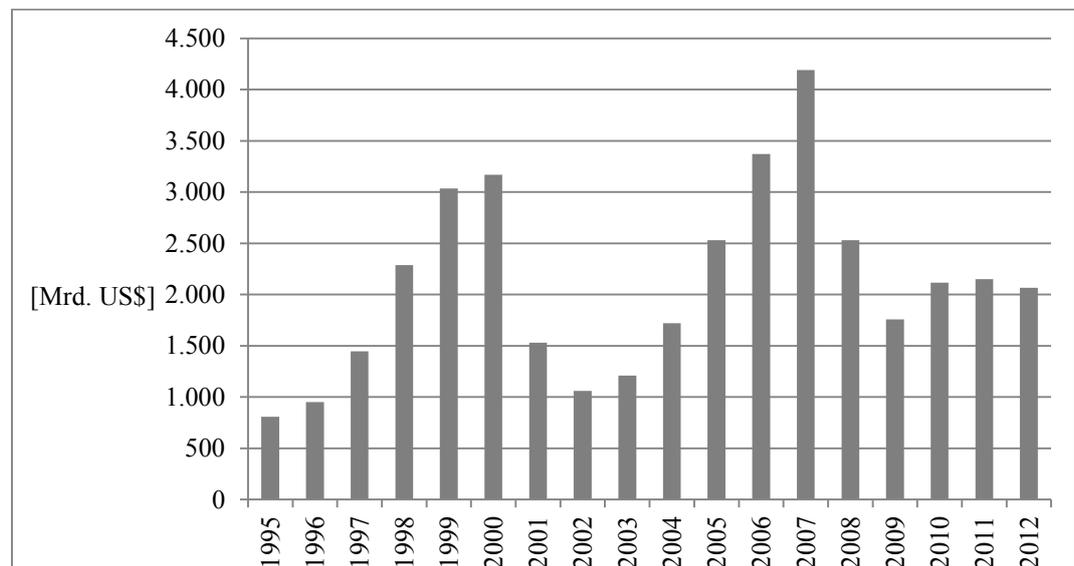
⁴⁶¹ Vgl. *Molnar* (2002), S. 7 f.

⁴⁶² Vgl. *Glaum/Hutzschenreuter* (2010), S. 92 f.

stellen, hat man sich in der empirischen Forschung auf die Messung des Erreichungsgrades von Eigentümerzielen kapriziert. Auch wenn die Anteilseigner ebenfalls komplexe Nutzenfunktionen aufweisen können, unterstellt man ihnen ein primäres Interesse an der Maximierung ihres Gewinns, was wiederum in Form gängiger Finanzkennzahlen leicht messbar ist.⁴⁶³ Dieser vereinfachenden Sichtweise folgend, soll auch im vorliegenden Kapitel der Fokus auf die Steigerung des Shareholder Values gelegt werden.

Die Werte, die im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen stehen, sind beträchtlich. Weltweit wurden in allen Industriebereichen in den Jahren von 1995 bis 2012 jedes Jahr Transaktionen im Wert von durchschnittlich knapp über 2 Bio. US\$ durchgeführt. Dabei finden Fusionen und Übernahmen im Zeitablauf in der Regel nicht konstant, sondern in Wellen, sogenannten „Merger-waves“, statt. Zu den letzten zwei großen Wellen kam es in den Jahren um 1999 und um 2007 (Abbildung 22).⁴⁶⁴ Im Jahr 2012 war Europa der zweitgrößte M&A-Markt mit einem Anteil am weltweiten Transaktionsvolumen, d. h. der Summe aller Kaufpreise und der vom Käufer übernommenen Verbindlichkeiten, von 30,8 %, direkt hinter Nordamerika mit einem Anteil von 42,2 %.⁴⁶⁵

Abbildung 22: Transaktionsvolumina weltweiter M&As 1995 - 2012



Quelle: *Tschöke/Klemen* (2013), S. 223.

⁴⁶³ Vgl. *Glaum* (1996), S. 137 ff.

⁴⁶⁴ Vgl. *Tschöke/Klemen* (2013).

⁴⁶⁵ Vgl. *Mergermarket* (2013), S. 5.

Trotz dieser hohen Transaktionsvolumina ist die allgemeine Einschätzung der Erfolge von Unternehmenszusammenschlüssen überwiegend negativ. In populärwissenschaftlichen Publikationen wird sogar teilweise von einer Fehlerquote von 80 % berichtet.⁴⁶⁶ *Buckmann* relativiert diese Sicht und kommt in einer Metastudie von 157 M&A-Studien zu einem deutlich optimistischeren Ergebnis. Er stellt fest, dass drei Viertel der Studien, die Erfolgsquoten von M&As angeben, diese im Bereich von 40 % bis 60 % ansiedeln. Grob gesagt kommt es demnach in 50 % der Fälle zu einem M&A-Erfolg, wobei darauf hinzuweisen ist, dass die verschiedenen Methoden zur Quotenberechnung in den ausgewerteten Studien nicht einheitlich und damit nur bedingt vergleichbar sind.⁴⁶⁷ *Bruner* bemerkt darüber hinaus, dass in der allgemeinen Diskussion um Unternehmenszusammenschlüsse die Ergebnisse von Studien mit negativen Erfolgseinschätzungen tendenziell generalisiert und zudem die Höhe der Misserfolgswahrscheinlichkeit übertrieben werden. Weiter stellt er in seiner Metastudie fest, dass in den meisten Untersuchungen Zusammenschlüsse mit einer Wertsteigerung der Unternehmensanteile des Zielunternehmens verbunden sind und zwei Drittel der untersuchten Studien den Eigentümern der Käuferunternehmen zumindest eine Werterhaltung bescheinigen.⁴⁶⁸ *Moeller, Schlingemann* und *Stulz* ermittelten, dass vereinzelt relativ große Unternehmenszusammenschlüsse auch zu hohen Wertverlusten der Käuferunternehmen führten. Dies ist insbesondere bei Unternehmen der Fall, die bis dahin erfolgreich externe Wachstumsstrategien verfolgt haben.⁴⁶⁹

Auf Basis der bisherigen Studien zu M&A-Erfolgen ist eine Aussage über die Erfolgsaussichten solcher Transaktionen im europäischen Luftverkehrsmarkt nicht möglich. Daher werden in den folgenden Abschnitten in der ökonomischen Forschung gängige und akzeptierte Verfahren zur Erfolgsmessung zunächst methodisch dargestellt und anschließend mit geeigneten Daten der vergangenen Zusammenschlüsse europäischer Airlines durchgeführt.

⁴⁶⁶ Vgl. *Grubb/Lamb* (2000), S. 9 ff.

⁴⁶⁷ Vgl. *Buckmann* (2012), S. 100 f.

⁴⁶⁸ Vgl. *Bruner* (2004).

⁴⁶⁹ Vgl. *Moeller/Schlingemann/Stulz* (2005).

B. Methoden zur empirischen Bewertung von M&As

In der wissenschaftlichen Literatur wurde in der Vergangenheit eine Vielzahl verschiedener Methoden zur Messung und Beurteilung des Erfolges von Unternehmenszusammenschlüssen entwickelt. Hiervon haben sich insbesondere fünf Methoden bei der Anwendung in ökonomischen Untersuchungen etabliert. Dazu gehören Befragungen von Unternehmensvertretern, Analysen von Wiederkaufsraten, Vergleiche von Jahresabschlusszahlen, Untersuchungen von Aktienkursreaktionen und Tobins q-Analysen.⁴⁷⁰

1. Befragungen von Unternehmensvertretern

Eine Methode zur Messung von Zusammenschlusserfolgen ist die Quantifizierung der Wahrnehmung von Unternehmensvertretern. Hierfür werden üblicherweise standardisierte Fragebögen verwendet, die die persönlichen Einschätzungen des Erfolges einer Transaktion erheben. Die Auswertungen aller Fragebögen werden aggregiert, um zu einer generellen Einschätzung zu gelangen.⁴⁷¹ Dabei lassen sich je nach befragter Interessengruppe verschiedene Perspektiven und Erfolgseinschätzungen abfragen. Grundsätzlich können vier verschiedene Personengruppen befragt werden: Manager, Mitarbeiter, interne Zusammenschlussexperten und externe Berater/Experten.⁴⁷²

a) Befragungen von Managern

Hierbei werden Führungskräfte des Käuferunternehmens, des Zielunternehmens oder aus beiden Unternehmen nach ihrer Beurteilung des Zusammenschlusserfolges befragt. Die Befragung findet zu einem festgelegten Zeitpunkt nach der Transaktion statt. Üblicherweise beschränkt sich diese Befragung auf wenige zentrale Führungspersönlichkeiten. Durch die Einschätzung auf Basis interner Informationen ist dieses Messinstrument potentiell in der Lage, valide Ergebnisse zu liefern. In empirischen Untersuchungen ergab sich eine signifikante Korrelation von Managerantworten und objektiv messbaren Erfolgskennzahlen. Zudem wurde festgestellt, dass die Varianz der Antworten relativ hoch war, also durchaus auch Zusammenschlüsse als weniger erfolgreich bewertet wurden. Dies spricht gegen eine mögliche Tendenz der Manager, eigene Fusionen und Übernahmen entgegen der realen Situation als

⁴⁷⁰ Vgl. *Glaum/Hutzschenreuter* (2010), S. 94 ff.

⁴⁷¹ Vgl. *Bruner* (2002), S. 50.

⁴⁷² Vgl. *Gerpott* (1993), S. 209 ff.

erfolgreich einzustufen. Allerdings besteht die Gefahr, dass Manager, die Misserfolge zu berichten hätten, gar nicht erst an solchen Befragungen teilnehmen. Zudem verzerren auch nicht einheitliche Ansprüche an M&A-Erfolge in den Führungsgremien verschiedener Unternehmen eine branchenweite Untersuchung.⁴⁷³

b) Befragung von Mitarbeitern

Als Ergänzung zu Befragungen von Managern werden oft auch die Mitarbeiter der von einem Zusammenschluss betroffenen Unternehmen befragt. Diese Befragungen richten sich üblicherweise an eine größere Zahl von Mitarbeiter und können neben einer Querschnittsstudie auch als Längsschnittsstudie ausgestaltet sein. Im zweiten Fall werden ausgewählte Mitarbeiter vor und nach dem Zusammenschluss befragt. Da Mitarbeitern die Motive und Ziele einer M&A-Transaktion oft nicht bekannt sind, zielt ihre Befragung auf eine indirekte Messung des M&A-Erfolgs ab. Es werden demnach Fragen z. B. zur Arbeitszufriedenheit, Identifikation mit dem Unternehmen oder der Informationspolitik der Geschäftsführung gestellt, die Veränderungen der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Unternehmens messen sollen. Der Vorteil liegt in einer möglichen Einschätzung der Effekte des Zusammenschlusses auf das Arbeitsumfeld. Eine Evaluierung aller erfolgsrelevanten Aspekte einer Fusion oder Übernahme ist hierdurch aber kaum möglich.⁴⁷⁴

c) Befragung von internen Zusammenschlussexperten

Interne Experten, deren Kernfunktion die Unterstützung von Managementaufgaben im Zusammenhang mit einem Zusammenschluss ist, sind organisatorisch meist in Stabsstellen verankert. Es handelt sich hierbei um spezialisierte Mitarbeiter, die in der Regel nicht nach Eigenschaften der betroffenen Unternehmen, sondern nach Auswirkungen des Zusammenschlusses auf die übrige Belegschaft befragt werden wie z. B. Befindlichkeiten oder Arbeitsmotivation. Die Wahrscheinlichkeit für verzerrte Antworten ist bei diesen Befragungen allerdings hoch, da die Abschätzung der M&A-Auswirkungen auf einen großen Personenkreis durch einige wenige Individuen sehr schwierig ist. Sollten andererseits tatsächlich unternehmens- und managementspezifische Fragen gestellt werden, unterscheidet sich diese Form der Befragung nicht von der Befragung von Managern.⁴⁷⁵

⁴⁷³ Vgl. Gerpott (1993), S. 210 ff.

⁴⁷⁴ Vgl. Gerpott (1993), S. 213 ff.

⁴⁷⁵ Vgl. Gerpott (1993), S. 226 f.

d) *Befragung von externen Beratern/ Experten*

Ebenfalls in einer unterstützenden Funktion kommen bei einigen Unternehmenszusammenschlüssen auch externe Berater oder Experten zum Einsatz. Sie sind meist Investmentbanker, Unternehmensberater oder Juristen. Grundsätzlich ist eine Befragung dieser Personenkreise mit der Befragung von Managern vergleichbar, allerdings besitzen externe Berater und Experten den Vorteil, dass sie nicht persönlich für den Transaktionserfolg verantwortlich sind und somit tendenziell objektivere Antworten geben. Zudem dürfte bei ihnen mit der Anzahl betreuter Zusammenschlüsse ein Lerneffekt einsetzen, so dass sie aus ihrer Erfahrung heraus Erfolgsmerkmale besser erkennen und einschätzen. Gleichwohl ist die Identifikation relevanter Experten für eine konkrete Erhebung sehr aufwändig. Darüber hinaus begrenzt die Tatsache, dass nur ein kleiner Teil aller Unternehmenszusammenschlüsse von Beratern begleitet wird, das Einsatzspektrum dieses Messinstruments, so dass es allenfalls als eine Ergänzung anzusehen ist.⁴⁷⁶

2. Analyse von Wiederverkaufsrate

Im Zuge dieses Messkonzepts wird erhoben, ob Fusionen und Übernahmen innerhalb eines gewissen Zeitraumes wieder aufgelöst werden. Grundlage ist die Auffassung, dass Unternehmen, die übernommen wurden, bei Ausbleiben eines anschließenden Erfolges wieder veräußert werden. Der Wiederverkauf innerhalb einer definierten Frist gilt demnach als Indiz für eine fehlgeschlagene Transaktion. In der Praxis ist dieses Konzept mit einigen Schwierigkeiten behaftet. Zum einen ist die Wahl des Zeitraums zwischen Übernahme und Wiederverkauf arbiträr; ein allgemein akzeptiertes Plausibilitätsmaß existiert hierfür nicht. Zum anderen bleiben nach dieser Methodik die Zielvorstellungen der Unternehmen unberücksichtigt. So kann eine erfolgreiche Übernahme mit anschließender Restrukturierung und Veräußerung des Zielunternehmens als erfolglos bewertet werden, wenn dies innerhalb der zuvor definierten Frist geschieht. Umgekehrt können auch erfolglose Übernahmen als erfolgreich gewertet werden, sofern der Wiederverkauf nach Fristablauf stattfindet. Auch muss ein Wiederverkauf keine logische Konsequenz einer erfolglosen Übernahme sein. Demnach stellt die Analyse von Wiederverkaufsrate ein Messkonzept mit geringer Aussagefähigkeit dar.⁴⁷⁷

⁴⁷⁶ Vgl. Gerpott (1993), S. 227 f.

⁴⁷⁷ Vgl. Glaum/Hutzschenreuter (2010), S. 95.

3. Vergleiche von Jahresabschlusszahlen

Bei Vergleichen von Jahresabschlusszahlen werden Daten aus veröffentlichten Bilanzen oder Gewinn- und Verlustrechnungen verwendet, um Informationen über die Auswirkungen einer M&A-Transaktion zu erhalten. Dabei werden häufig Kennzahlen wie Umsatz, Gewinn, Gesamtkapitalrendite, Eigenkapitalrendite, Umsatzrendite oder Cash-Flow benutzt. Die Problematik besteht dabei in der Isolierung des Effektes einer Fusion oder Übernahme, was durch einen Vergleich von jährlich publizierten Kennzahlen nur annäherungsweise gelingen kann.⁴⁷⁸ Grundsätzlich bestehen hierfür zwei Möglichkeiten. Zum einen können die Daten der an einem Zusammenschluss beteiligten Unternehmen über einen mittel- bis langfristigen Zeitraum vor und nach der Transaktion miteinander verglichen werden. Zum anderen können Kennzahlen von einem Zusammenschluss betroffener Unternehmen denen einer Kontrollgruppe oder durchschnittlichen Branchenwerten gegenübergestellt werden.⁴⁷⁹ Ein Vorteil dieser Messansätze ist die weite Verbreitung und leichte Zugänglichkeit der benötigten Daten, sofern die betroffenen Unternehmen einer Publizitätspflicht unterliegen. Zudem ist ein Vergleich von Kennzahlen in der Lage, die eingetretenen Erfolgseffekte ex-post zu erfassen.⁴⁸⁰ Nachteile liegen in der potentiellen Manipulierbarkeit der Kennzahlen durch das Management und in der Schwierigkeit, geeignete kombinierte Kennzahlen für Ziel- und Käuferunternehmen vor der Transaktion zu generieren.⁴⁸¹ Darüber hinaus erschweren oft unterschiedliche Rechnungslegungspraktiken und -vorschriften die Vergleichbarkeit der Kennzahlen. Dieses Problem kann intertemporär bestehen, wenn Unternehmen ihre Rechnungslegungspraktiken ändern, oder zwischen Firmen mit verschiedenen Nationalitäten auftreten, wenn die jeweiligen Behörden unterschiedliche Rechnungslegungsstandards vorschreiben. Hinzu kommt, dass solche Analysen zeitlich rückwärtsgewandt sind und keine Einschätzungen bezüglich zukünftiger Erfolgspotentiale erlauben. Außerdem ignorieren Kennzahlen meist immaterielle Vermögenswerte und sind anfällig für Verzerrungen durch Deflation oder Inflation.⁴⁸² Insgesamt kann der Vergleich von Jahresabschlusszahlen durchaus Hinweise auf einen M&A-Erfolg liefern, allerdings sollte dieser Ansatz aufgrund seiner methodischen

⁴⁷⁸ Vgl. *Buckmann* (2012), S. 108 f.

⁴⁷⁹ Vgl. *Glaum/Hutzschenreuter* (2010), S. 95.

⁴⁸⁰ Vgl. *Gerpott* (1993), S. 196.

⁴⁸¹ Vgl. *Tuch/O'Sullivan* (2007), S. 149.

⁴⁸² Vgl. *Bruner* (2002), S. 50 f.

und inhaltlichen Schwächen ebenfalls nur als Ergänzung anderer Messkonzepte dienen.⁴⁸³

4. Untersuchungen von Aktienkursreaktionen

Eine Methodik mit langer Historie, die heute immer noch ein Standardinstrument zur Bewertung von Zusammenschlüssen darstellt, ist die Untersuchung von Aktienkursreaktionen, auch Ereignisstudie oder „Event Study“ genannt.⁴⁸⁴ Dieser Ansatz beruht auf der Effizienzmarkthypothese, die davon ausgeht, dass auf Kapitalmärkten alle verfügbaren Informationen berücksichtigt und unmittelbar in Wertpapier- oder Aktienkursen eingepreist sind.⁴⁸⁵ Neue Informationen fließen unmittelbar in den Aktienkurs, d. h. dem diskontierten Saldo aller erwarteten Ein- und Auszahlungen, des jeweiligen Unternehmens ein. Zudem sind die individuellen Erwartungen aufgrund der allgemeinen Verfügbarkeit sämtlicher Informationen identisch. Die öffentliche Bekanntgabe eines Fusions- oder Übernahmeverhabens stellt eine neue Information dar, wobei die aus dem anstehenden Zusammenschluss zu erwartenden Auswirkungen auf die zukünftigen Zahlungsströme des Unternehmens umgehend in die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen einbezogen werden. Gemäß diesen Annahmen bilden die durch die Ankündigung ausgelösten Kursänderungen die Erwartungen der Finanzmärkte über den Erfolg oder Misserfolg des bevorstehenden Unternehmenszusammenschlusses ab.⁴⁸⁶

Die Ankündigung eines Unternehmenszusammenschlusses kann allerdings nur dann als relevantes Ereignis angesehen werden, wenn gewährleistet ist, dass die Bekanntgabe für den Aktienhandel tatsächlich die erste frei verfügbare Information zu diesem Vorhaben ist. Auch darf das Ereignis nicht antizipiert werden, da es sonst bereits im Aktienpreis berücksichtigt wäre. Die verwendeten Aktienkurse sollten ein möglichst exaktes Bild des Handels mit den Unternehmensanteilen wiedergeben, hierfür bieten sich Tagesschlusskurse an. Ferner sollten im betrachteten Zeitraum auch zusätzliche Informationen zu zeitlich überlappenden Ereignissen mit potentielltem Einfluss auf den Aktienkurs des Unternehmens gesammelt werden. Bei-

⁴⁸³ Vgl. *Gerpott* (1993), S. 196 f.

⁴⁸⁴ Vgl. *MacKinlay* (1997), S. 13 f.

⁴⁸⁵ Vgl. *Fama* (1970).

⁴⁸⁶ Vgl. *Buckmann* (2012), S. 102.

spielsweise lassen sich durch eine Anpassung bzw. Verkürzung des Untersuchungszeitraums Verzerrungen aufgrund solcher sogenannten „Confounding Events“ vermeiden.⁴⁸⁷

Um den Einfluss der Ankündigung einer Übernahme auf den Aktienkurs zu untersuchen, werden die Tagesrenditen der betroffenen Aktien betrachtet. Die Rendite R_{it} der Aktie i am Tag t ergibt sich formal aus:

$$R_{it} = (P_{it} + d_{it} - P_{i,t-1})/P_{i,t-1}$$

wobei P_{it} den Aktienkurs der Aktie i am Tag t und d_{it} den erwarteten Zahlungsstrom aus dem Zusammenschluss je Aktie i am Tag t darstellen.⁴⁸⁸ Da der durch den Zusammenschluss zusätzlich generierte Zahlungsstrom nicht direkt beobachtet werden kann, wird alternativ die abnormale Rendite des betroffenen Unternehmens berechnet. Diese besteht aus der Differenz der um das Ereignis tatsächlich beobachtbaren Kursentwicklung und der Kursentwicklung, die ohne ein solches Event zu erwarten wäre (normale Rendite).⁴⁸⁹ Um die abnormale Rendite kalkulieren zu können, muss zunächst die normale Rendite bestimmt werden. Hierfür hat sich in der Praxis das Marktmodell etabliert. Die einzelnen Parameter, die die beobachtbare Rendite R_{it} determinieren, werden deutlich vor dem Ereignis in einem Schätzzeitfenster mithilfe einer linearen Regression geschätzt:⁴⁹⁰

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + v_{it}$$

Der Parameter α_i kann als regelmäßige bzw. autonome Rendite aufgefasst werden, während β_i angibt, wie sehr die Aktie i um einen Benchmark R_{mt} schwankt. Die Störvariable wird durch v_{it} symbolisiert. Als Benchmark wird üblicherweise die Rendite eines geeigneten Marktportfolios oder eines Aktienindex benutzt.⁴⁹¹ Die an Tagen ohne Einfluss des Ereignis zu erwartende normale Rendite $E(R_{it})$ ergibt sich dann aus den Parametern α_i , β_i und der Tagesrendite des Benchmarks R_{mt} :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

⁴⁸⁷ Vgl. Goerke (2009), S. 468 ff.

⁴⁸⁸ Vgl. Goerke (2009), S. 468.

⁴⁸⁹ Vgl. Buckmann (2012), S. 103.

⁴⁹⁰ Vgl. MacKinlay (1997), S. 18.

⁴⁹¹ Vgl. Glaum/Hutzschenreuter (2010), S. 98.

Die mit der Ankündigung der Fusion oder Übernahme zusammenhängende abnormale Rendite an Tagen innerhalb des Ereigniszeitfensters berechnet sich anschließend durch Subtraktion der erwarteten Rendite von der tatsächlich beobachteten wie folgt:⁴⁹²

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Den zwei für die Berechnung der abnormalen Renditen notwendigen Zeitfenstern kommt bei diesem Messansatz große Bedeutung zu. Die Schätzperiode wird benötigt, um die Parameter des Marktmodells zu schätzen. Sie sollte nach Möglichkeit so definiert sein, dass sie ausreichend groß für eine verlässliche Berechnung einer linearen Regression ist, zudem sollte eine Verzerrung durch saisonale Schwankungen vermieden werden. Darüber hinaus ist ein ausreichender zeitlicher Abstand zum Ereignisfenster ratsam, um eventuelle Einflüsse von Spekulationen oder Marktunruhen zu vermeiden. Für die Tage der Ereignisperiode werden die abnormalen Renditen berechnet. Hierbei wird der Berechnungszeitraum meist symmetrisch um den Ereignistag gelegt, um vor dem Ereignis eventuelle Spekulationen oder Antizipationen zu erfassen und um nach dem Ereignis einer entgegen der Annahmen der Kapitalmarkteffizienz, langsamere Informationsverarbeitung der Marktakteure Rechnung zu tragen.⁴⁹³

Der gesamte Effekt auf dem Kapitalmarkt durch den angekündigten Zusammenschluss lässt sich schließlich durch Kumulation der errechneten abnormalen Tagesrenditen ausweisen. Die kumulierte abnormale Rendite (CAR) ergibt sich aus:

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^T AR_{it}$$

Sie nimmt einen positiven Wert an, wenn die Marktakteure auf dem Kapitalmarkt nach dem Zusammenschluss mit einer Steigerung der Zahlungsströme rechnen. Ein negativer Wert offenbart eine pessimistische Erwartungshaltung.⁴⁹⁴

Ein Vorteil der Untersuchung von Aktienkursreaktionen mithilfe von Ereignisstudien besteht in der direkten Erfassung des entstandenen Unternehmenswertes bzw.

⁴⁹² Vgl. Goerke (2009), S. 472.

⁴⁹³ Vgl. Goerke (2009), S. 474 ff.

⁴⁹⁴ Vgl. Glaum/Hutzschenreuter (2010), S. 98 f.

Shareholder Values. Zudem ist dieses Konzept zukunftsgerichtet, da es an den Erwartungen des Kapitalmarktes über zukünftige Zahlungsströme ansetzt. Problematisch hingegen sind die sehr restriktiven Annahmen bezogen auf die Kapitalmarkteffizienz. In der Praxis ist eine ad-hoc Einschätzung aller Synergien und der daraus resultierenden zu erwartenden Zahlungsströme nicht realistisch. Auch bleibt die Gefahr bestehen, dass nicht alle „Confounding Events“ erkannt und Verzerrungen vermieden werden.⁴⁹⁵

5. Tobins q-Analysen

Tobins q wurde ursprünglich in den 1960er Jahren von *James Tobin* als volkswirtschaftliches Messkonzept entwickelt. Ziel war die Vorhersage des Investitionsverhaltens in einer Volkswirtschaft und die Erklärung des Zusammenhangs von Finanz- und Realgütermärkten im Rahmen der Transmission monetärer Impulse.⁴⁹⁶ Mittlerweile hat sich Tobins q aber auch in der Betriebswirtschaft etabliert und wird hier zur Prognose individuellen Investitionsverhaltens und insbesondere zur Unternehmensbewertung genutzt.⁴⁹⁷ Im Kontext von Unternehmenszusammenschlüssen erlaubt eine Tobins q-Analyse im Vorfeld die Ermittlung von Übernahmekandidaten und neben dem Vergleich der Unternehmensbewertungen vor und nach der Fusion bzw. Übernahme auch die Ermittlung der potentiellen Synergieeffekte eines Zusammenschlusses.⁴⁹⁸

Das Interesse der Betriebswirtschaft an „q“ im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen begründet sich in der Kombination von zwei Formen der Bewertung. Tobins q berechnet sich aus dem Quotienten aus Markt- und Reproduktionswert eines Unternehmens. Der Marktwert entspricht dabei der Bewertung des Unternehmens aus Sicht des Kapitalmarkts, während die Reproduktionskosten der Bewertung aus Perspektive des Sachgütermarktes entsprechen.⁴⁹⁹

$$q = \frac{\text{Marktwert des Unternehmens}}{\text{Reproduktionskosten des Unternehmensvermögens}}$$

⁴⁹⁵ Vgl. *Bruner* (2002), S. 51.

⁴⁹⁶ Vgl. *Tobin* (1969).

⁴⁹⁷ Vgl. *Hartwig* (2004), S. 280 f sowie *Ehrmann* (2001), S. 96 ff.

⁴⁹⁸ Vgl. *Gehrke* (1994), S. 75 ff.

⁴⁹⁹ Vgl. *Reinhart* (1977), S. 1.

Die genauen Reproduktionskosten des Unternehmensvermögens sind jedoch sehr schwer zu ermitteln. Daher wird in der Praxis meist der Buchwert des Unternehmensvermögens als Schätzwert benutzt:⁵⁰⁰

$$q = \frac{\text{Marktwert des Unternehmens}}{\text{Buchwert des Unternehmens}}$$

Entgegen der theoretischen Konzeptionierung wird in der Anwendung auf eine Berechnung des marginalen „q“, das dem Quotienten aus Markt- und Buchwert der zuletzt investierten Kapitaleinheit entspricht, verzichtet, da in der Praxis nicht differenziert werden kann, ob Änderungen des Marktwertes auf bereits bestehendes oder neu investiertes Unternehmensvermögen zurückzuführen sind.⁵⁰¹ Stattdessen werden durchschnittliche q-Werte über einen Zeitraum von einem Quartal oder einem Jahr berechnet, die als guter Näherungswert für das marginale „q“ herangezogen werden können.⁵⁰²

In der wissenschaftlichen Literatur sind über die Jahre mehrere alternative Berechnungsverfahren entwickelt worden.⁵⁰³ Obwohl in der Praxis Ansätze von *Lindenberg* und *Ross* sowie *Lang* und *Litzenberger* zur Berechnung des exakten „q“ unter Verwendung von Markt und Reproduktionskosten existieren,⁵⁰⁴ hat der bereits angesprochene Aufwand zur Ermittlung der Reproduktionskosten zur Entwicklung alternativer Verfahren geführt. Die Approximation von *Chung* und *Pruitt* weist eine deutlich höhere Praktikabilität auf, da sie weniger komplex ist und geringere Anforderungen an die Datensammlung stellt. Der Vorteil dieses Algorithmus liegt in der überwiegenden Verwendung von Buchwerten, die aus Quartalsberichten oder Jahresabschlüssen leicht zu beziehen sind. Hiernach ergibt sich das „q“ aus:

$$q = \frac{MWSA + BWVA + BWLV + BWVR + BWKV - BWKBV}{BWBS}$$

<i>MWSA</i> :	Marktwert der Stammaktien
<i>BWVA</i> :	Buchwert der Vorzugsaktien
<i>BWLV</i> :	Buchwert der langfristigen Verbindlichkeiten
<i>BWVR</i> :	Buchwert der Vorräte
<i>BWKV</i> :	Buchwert der kurzfristigen Verbindlichkeiten

⁵⁰⁰ Vgl. *Gehrke* (1994), S. 15.

⁵⁰¹ Vgl. *Hayashi* (1982).

⁵⁰² Vgl. *Gordon/Myers* (1998).

⁵⁰³ Vgl. *Perfect/Wiles* (1994) sowie *Lewellen/Badrinath* (1997).

⁵⁰⁴ Vgl. *Lindenberg/Ross* (1981) sowie *Lang/Litzenberger* (1989).

BWKBV: Buchwert des kurzfristigen Betriebsvermögens
BWBS: Buchwert der Bilanzsumme⁵⁰⁵

Zur Berechnung des Marktwerts der Stammaktien wird der jahresdurchschnittliche Aktienpreis im Zähler mit der Anzahl der emittierten Stammaktien multipliziert. Dazu werden die Buchwerte der Vorzugsaktien, der langfristigen Verbindlichkeiten, der Vorräte und der kurzfristigen Verbindlichkeiten addiert. Der Buchwert des kurzfristigen Betriebsvermögens wird von den Vorräten subtrahiert. Dadurch werden liquide Assets herausgerechnet, um primär die Vermögensbestandteile mit einer längeren Verweildauer im Unternehmen zu erfassen. Der Nenner des Quotienten besteht aus dem Buchwert der Bilanzsumme.

Chung und *Pruitt* weisen in ihrer Untersuchung hohe Korrelationskoeffizienten zwischen den q-Werten ihrer Approximation und den Ergebnissen der Algorithmen von *Lindenberg* und *Ross* sowie von *Lang* und *Litzenberger* nach.⁵⁰⁶ Die auch in dieser Studie verwendete Approximation von *Chung* und *Pruitt* hat sich darüber hinaus bereits in einer Studie von *Li*, *Oum* und *Zhang* zur Performance von Airlines bewährt.⁵⁰⁷ Das so kalkulierte durchschnittliche „q“ lässt sich je nach konkretem Wert in drei Kategorien einteilen und dementsprechend interpretieren.

$q < 1$

Ist der q-Wert kleiner eins, so liegt der Marktwert des Unternehmens unter dem Buchwert. In diesem Fall erwartet der Kapitalmarkt, dass das Unternehmen in Zukunft sein eingesetztes Vermögen nicht wieder erwirtschaften kann. Sofern vereinzelt Unternehmen einer Branche geringe q-Werte aufweisen, spricht dies für ihre schlechte Performance sowie für ineffiziente oder veraltete Produktionstechnologien. Andere Gründe können erhöhte Finanzierungskosten oder eine zu geringe Unternehmensgröße sein. Zudem kann die Ausnutzung marktbeherrschender Stellungen durch Konkurrenten, Zulieferer oder Abnehmer zu einem geringen „q“ führen. Abgesehen von der zu geringen Unternehmensgröße, sind in allen anderen Fällen weitere Investitionen oder die Thesaurierung von Gewinnen nicht ratsam. Treten

⁵⁰⁵ Die hier verwendeten Buchwerte entsprechen im Wesentlichen den Bilanzposten, die im Rahmen einer Rechnungslegung nach IFRS oder US-GAAP ermittelt und ausgewiesen werden.

⁵⁰⁶ Vgl. *Chung/Pruitt* (1994).

⁵⁰⁷ Vgl. *Li/Oum/Zhang* (1994).

branchenweit geringe q-Werte auf, so kann dies als Hinweis auf bestehende Überkapazitäten im Markt interpretiert werden. Besonders in Märkten, wo erste Sättigungstendenzen zu beobachten sind und die Unternehmen hohe Fixkostenanteile aufweisen, ist dies wahrscheinlich. Hier bestehen oft Marktaustrittsbarrieren, die eine Verringerung der Kapazitäten verhindern und Preiskämpfe fördern, die in der Folge zu niedrigen Erlösen und dementsprechend zu geringen Marktwerten der Unternehmen führen.⁵⁰⁸

$q=1$

Entsprechen sich Markt- und Buchwert, so werden die Finanzierungskosten des betrachteten Unternehmens von seinen Realertragsraten gedeckt. In diesem Fall herrscht im Markt meist ein angemessen intensiver Wettbewerb, der übermäßige Gewinne nicht zulässt, die sonst neue Wettbewerber mit zusätzlichen Kapazitäten anlocken würden. Dieser Zustand gilt als langfristig stabil, sofern der Aufbau und die Ausnutzung von Marktmacht verhindert werden.⁵⁰⁹

$q>1$

Liegt der Marktwert des betrachteten Unternehmens über seinem Buchwert, so wird Shareholder Value geschaffen. Durch eine Ausweitung der Investitionen kann weiterer Wertzuwachs erreicht werden. Moderne Produktionstechnologien, effiziente Investitionsportfolios oder die Realisierung von Monopolrenten aufgrund von Marktmacht können Grundlage dieser positiven Unternehmensbewertung sein.⁵¹⁰

Als Kennzahl der Unternehmensbewertung ist Tobins q auch im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen von Interesse. In einer Untersuchung von 209 in M&A-Transaktionen beteiligten Unternehmen finden *Lang, Stulz* und *Walkling* heraus, dass die Erfolgsaussichten eines Zusammenschlusses anhand der q-Werte der beteiligten Unternehmen vor der Transaktion abgeschätzt werden können. Danach haben Übernahmen die größten Erfolgsaussichten, wenn das Käuferunternehmen ein q von größer eins aufweist und das Zielunternehmen ein q von kleiner eins. Im umgekehrten Fall können allenfalls die Anteilseigner des Zielunternehmens

⁵⁰⁸ Vgl. *Gehrke* (1994), S. 17 ff.

⁵⁰⁹ Vgl. *Gehrke* (1994), S. 20 f.

⁵¹⁰ Vgl. *Gehrke* (1994), S. 21 ff.

noch auf einen schwachen Wertzuwachs ihrer Vermögensanteile hoffen (Tabelle 7).⁵¹¹

Tabelle 7: Beziehung zwischen Wertzuwachs und Tobins q vor einer Übernahme

		Zielunternehmen	
		q > 1	q < 1
Käuferunternehmen	q > 1	Wertzuwachs für Anteilseigner des Zielunternehmens	Wertzuwachs für Anteilseigner beider Unternehmen
	q < 1	Wenn Wertzuwachs, dann nur gering für Anteilseigner des Zielunternehmens	Wertzuwachs für Anteilseigner des Zielunternehmens

Quelle: Gehrke (1994), S. 81 nach Lang/Stulz/Walkling (1989).

Es ist demnach für ein Käuferunternehmen mit einem q von größer eins sinnvoll ein Zielunternehmen mit einem q von kleiner eins zu akquirieren. Käuferunternehmen mit einem q von kleiner eins sollte entsprechend von einer Übernahme absehen. Eine Erklärung für diese Beobachtung liegt im leistungsfähigen Management des Käuferunternehmens mit einem q von größer eins, das die ineffizient genutzten Ressourcen des schlechter geführten Zielunternehmens mit einem q von kleiner eins nach der Transaktion besser nutzt.⁵¹²

In diesem Kontext bietet Tobins q eine Entscheidungshilfe bei Investitionsentscheidungen. Ein Unternehmen kann durch weitere Investitionen den Shareholder Value steigern, solange der Zuwachs des Marktwerts größer ist als die Kosten des zusätzlich investierten Kapitals. Demnach sind Unternehmen mit hohen q-Werten geneigt, stärker zu investieren, und gelten als potentielle Käuferunternehmen⁵¹³. Unternehmen mit geringen q-Werten stellen hingegen potentielle Übernahmekandidaten dar. Spekuliert wird dabei auf eine Unterbewertung des Unternehmens, die sich aufgrund von Schwankungen der Aktienkurse um den wahren Wert ergibt. Demnach ist es wahrscheinlich, dass Unternehmen mit einem hohen q Unternehmen mit einem niedrigen q übernehmen.⁵¹⁴

⁵¹¹ Vgl. Lang/Stulz/Walkling (1989).

⁵¹² Vgl. Lang/Stulz/Walkling (1989), S. 139 sowie Servaes (1991).

⁵¹³ Vgl. Chapell/Cheng (1984).

⁵¹⁴ Vgl. Gehrke (1994), S. 76 f.

Neben der Identifikation von Übernahmekandidaten lässt sich mithilfe von Tobins q auch ex-ante ein zu erwartender Synergieeffekt abschätzen. *Chang* hat hierfür einen theoretischen Ansatz entwickelt, der es erlaubt, eine Untergrenze für Synergieeffekte und eine Obergrenze für zu zahlende Übernahmeprämien zu berechnen.⁵¹⁵ Ausgehend von der Annahme, dass das Käuferunternehmen (1) für die Übernahme des Zielunternehmens (2) keine Übernahmeprämie zahlt und auch keine Synergien zu erwarten sind, ergeben sich die individuellen q-Werte aus den jeweiligen Marktwerten (MW) und den Reproduktionskosten (RK).

$$q_1 = \frac{MW_1}{RK_1} ; q_2 = \frac{MW_2}{RK_2}$$

Unter diesen Annahmen ergibt sich das Tobins q des Gesamtunternehmens nach dem Zusammenschluss durch einfache Addition:

$$q_{1+2} = \frac{MW_{1+2}}{RK_{1+2}} = \frac{MW_1 + MW_2}{RK_1 + RK_2}$$

Die Veränderung des q-Wertes aufgrund des Zusammenschlusses bezeichnet *Chang* als inkrementelles q (Δq). Es ergibt sich aus dem Quotienten aus zusätzlichem Marktwert und zusätzlichen Reproduktionskosten:

$$\Delta q_1 = \frac{MW_{1+2} - MW_1}{RK_{1+2} - RK_1}$$

Unter den oben getroffenen Annahmen entspricht das inkrementelle q somit dem q-Wert des Zielunternehmens:

$$\Delta q_1 = \frac{MW_2}{RK_2} = q_2$$

Gibt man diese restriktiven Annahmen auf, ergibt sich der Synergieeffekt aus der Veränderung des gemeinsamen Marktwertes (ΔMW), zudem muss das Käuferunternehmen eine Prämie (P) an die bisherigen Anteilseigner des Zielunternehmens zahlen. Das q des Gesamtunternehmens ergibt sich dann wie folgt:

⁵¹⁵ Vgl. *Chang* (1988).

$$q_{1+2} = \frac{MW_1 + MW_2 + \Delta MW - P}{RK_1 + RK_2}$$

Eine solche Transaktion lohnt sich für das Käuferunternehmen, wenn das inkrementelle q größer oder gleich eins ist:

$$\begin{aligned} \Delta q_1 &= \frac{(MW_1 + MW_2 + \Delta MW - P) - MW_1}{(RK_1 + RK_2) - RK_1} \\ &= \frac{MW_2 + \Delta MW - P}{RK_2} \\ &= q_2 + \frac{\Delta MW - P}{RK_2} \geq 1 \end{aligned}$$

Diese Gleichung impliziert, dass das Käuferunternehmen an einer Übernahme interessiert sein wird, solange der zu erwartende Synergieeffekt die Übernahmeprämie und eine potentielle Unterbewertung ($q_2 < 1$) kompensiert. Dieser kann daher als Untergrenze für den erwarteten Synergieeffekt interpretiert werden:

$$\Delta MW \geq (1 - q_2)RK_2 + P$$

oder

$$\Delta MW \geq (RK_2 - MW_2) + P$$

Hieraus ergibt sich, nach Auflösung der Ungleichung nach P die Obergrenze für die Übernahmeprämie, die das Käuferunternehmen maximal zu zahlen bereit ist:

$$P \leq (MW_2 - RK_2) + \Delta MW$$

Auf Basis einer Tobins q -Analyse lässt sich demnach abschätzen, ob aufgrund der Marktreaktionen im Zuge der Transaktion ein Synergiepotential besteht, das die Zahlung einer zu verhandelnden Übernahmeprämie rechtfertigt. Dabei wird allerdings keine Aussage über die Wahrscheinlichkeit getroffen, mit der der antizipierte Synergieeffekt auch tatsächlich realisiert wird.⁵¹⁶

⁵¹⁶ Vgl. Chang (1988) sowie Gehrke (1994), S. 77 ff.

C. Empirische Analysen ausgewählter Airline-M&As in Europa

Nachfolgend werden die Ergebnisse empirischer Analysen für Airline-Zusammenschlüsse in Europa präsentiert. Dabei werden die im vorangegangenen Abschnitt dargestellten Messkonzepte angewendet. Wegen der geringen Anzahl der Transaktionen und der damit verbundenen geringen Auswahlmöglichkeit von Experten sowie aufgrund der methodischen Kritik wird auf eine Befragung von Unternehmensvertretern verzichtet. Ferner bietet die Tatsache, dass bisher keiner der betrachteten Zusammenschlüsse wieder aufgekündigt wurde, verbunden mit ihrer geringen methodischen Aussagekraft, eine Rechtfertigung für den Verzicht auf die Analyse von Wiederverkaufsraten. Es werden daher nachfolgend die drei verbleibenden Methoden, d. h. ein Vergleich von Jahresabschlusszahlen, eine Untersuchung von Aktienkursreaktionen und eine Tobins q-Analyse, durchgeführt. Die Analysen beschränken sich auf die vier größten Transaktionen der vergangenen Jahre, d. h. die Fusion von Air France und KLM 2004, die Übernahmen von Swiss und Austrian Airlines durch die Lufthansa 2005 und 2009 sowie die Fusion von British Airways und Iberia zur International Airlines Group 2011.

1. Analyse der Jahresabschlusszahlen

Zur Analyse der Jahresabschlusszahlen wurden Daten der Bilanzen sowie der Gewinn- und Verlustrechnungen der betroffenen Fluggesellschaften aus der Thomson Reuters Datastream Datenbank extrahiert. Um einen Eindruck von den Auswirkungen der Zusammenschlüsse auf die Performance der Airlines zu erhalten, werden nachfolgend die Kennzahlen Umsatz, Gewinn, Umsatzrentabilität, Rentabilität des investierten Kapitals und Eigenkapitalrentabilität ausgewertet. Da keine verlässlichen Branchendurchschnitte als Vergleichswerte existieren, werden die Unternehmenskennzahlen vor und nach der Transaktion miteinander verglichen. Für jeden der vier Unternehmenszusammenschlüsse werden die relevanten Daten der zwei Jahresabschlüsse vor und der zwei Jahresabschlüsse nach der Transaktion verwendet, so dass auch mittelfristige Effekte einfließen. Dabei werden die Daten der einzelnen Airlines zu denen des entstehenden Gesamtunternehmens aggregiert. Die absoluten Kennzahlen werden hierfür addiert, und die Rentabilitäts- bzw. Verhältniszahlen werden als mit dem Umsatz der jeweiligen Fluggesellschaft gewichteter Durchschnitt angegeben.

Sowohl bei Air France als auch bei KLM endet das Geschäftsjahr am 31.03. eines jeden Jahres, so dass die Jahresabschlüsse von 2004 die letzten Kennzahlen vor der Fusion enthalten. Dementsprechend beinhalten die Jahresabschlüsse von 2005 die ersten Kennzahlen mit Einflüssen der Transaktion (Tabelle 8).

Tabelle 8: Konsolidierte Jahresabschlusszahlen von Air France und KLM 2003 - 2006

	Jahr -2	Jahr -1	Jahr +1	Jahr +2
	2003	2004	2005	2006
Umsatz ['000 €]	19.172.000	18.214.000	19.078.000	21.448.000
Gewinn ['000 €]	-68.000	93.000	351.000	913.000
Umsatzrentabilität [%]	-1,54	0,64	1,84	4,26
Rentabilität des investierten Kapitals [%]	0,70	2,47	5,21	7,59
Eigenkapitalrentabilität [%]	-6,30	2,06	7,65	13,41

Quelle: Eigene Berechnung.

Die Air France – KLM Gruppe wies durch die Fusion 2004 eine konsolidierte Bilanzsumme von ca. 21 Mrd. € auf, wozu Air France 62 % und KLM 38 % beitrugen. Die Gruppe konnte sowohl ihren Umsatz als auch ihren Gewinn deutlich steigern. Wiesen beide Fluggesellschaften 2003 noch eine kombinierte Umsatzrentabilität im negativen Bereich auf, stieg diese nach der Transaktion auf 1,84 % und im Jahr darauf auf 4,26 %. Ähnliche Steigerungen zeigen auch die Rentabilität des investierten Kapitals und die Eigenkapitalrendite. Über den untersuchten Vierjahreszeitraum zeigt sich so eine positive Entwicklung aller Kennzahlen, was in dieser Betrachtung auf einen erfolgreichen Zusammenschluss beider Fluggesellschaften hindeutet.

Die Übernahme der Swiss durch die Deutsche Lufthansa erfolgte im Jahr 2005. In beiden Unternehmen erfolgte der Jahresabschluss zum 31.12. eines jeden Jahres. Zum Zeitpunkt des Zusammenschlusses betrug die gemeinsame Bilanzsumme ca. 20 Mrd. €, woran die Assets der Swiss einen Anteil von ca. 10 % ausmachten. Die Transaktion wurde im ersten gemeinsamen Berichtsjahr 2005 von einem Rückgang des gemeinsamen Umsatzes um ca. 1 Mrd. € begleitet, der im zweiten Jahr des Zusammenschlusses aber wieder deutlich über dem Niveau von 2004 lag. Anders als der Umsatz stieg im Jahr 2005 der Gewinn um ca. 44 % von ca. 313 Mio. € auf 453 Mio. € an und setzte diesen Trend im Folgejahr mit einem weiteren Anstieg um ca. 77 % auf 803 Mio. € fort. Auch die drei Rentabilitätskennzahlen verzeichneten im gesamten Betrachtungszeitraum einen stetigen Anstieg (Tabelle 9).

Tabelle 9: Konsolidierte Jahresabschlusszahlen von Deutsche Lufthansa und Swiss 2003 - 2006

	Jahr -2	Jahr -1	Jahr +1	Jahr +2
	2003	2004	2005	2006
Umsatz [´000 €]	18.591.105	19.244.440	18.065.000	19.849.000
Gewinn [´000 €]	-1.435.617	313.315	453.000	803.000
Umsatzrentabilität [%]	-7,73	1,63	2,51	4,05
Rentabilität des investierten Kapitals [%]	-10,33	7,55	8,31	12,81
Eigenkapitalrentabilität [%]	-34,44	8,79	10,91	17,93

Quelle: Eigene Berechnung.

Auch in diesem Fall ist über den Vierjahreszeitraum des Zusammenschlusses eine positive Entwicklung der Kennzahlen zu beobachten, was zu einer ebenfalls positiven Einschätzung der Transaktion führt. Sowohl im Fall der Fusion von Air France und KLM als auch bei der Übernahme von Swiss durch die Deutsche Lufthansa ist jedoch zu bezweifeln, ob die Verbesserung der Kennzahlen im Verlauf der Betrachtungsperiode tatsächlich den Transaktionserfolgen geschuldet ist oder ob diese Beobachtung auf den sich von der schweren Krise von 1999 bis 2003 erholenden Luftverkehrsmarkt zurückzuführen ist.⁵¹⁷

Die Deutsche Lufthansa übernahm 2009 Austrian Airlines. Beide Unternehmen bilanzieren zum 31.12. eines jeden Jahres. An der gemeinsamen Bilanzsumme zum Zeitpunkt der Übernahme von ca. 25 Mrd. € hatte Austrian Airlines einen Anteil von ca. 9 %. Bei Analyse der Kennzahlen fällt auf, dass zwar der kombinierte Umsatz beider Fluggesellschaften im Vorfeld des Zusammenschlusses 2008 gegenüber 2007 noch deutlich gestiegen ist, der Gewinn und alle drei Rentabilitätskennziffern aber einen signifikanten Rückgang erfahren haben. Im Jahr der Transaktion weisen alle Kennziffern eine deutliche Verringerung auf, es entsteht sogar ein Verlust in Höhe von ca. 449 Mio. €. Im zweiten Jahr nach der Übernahme weisen beide Airlines kombiniert wieder stark verbesserte Kennzahlen auf mit einem gemeinsamen Gewinn von über einer Mrd. € (Tabelle 10).

⁵¹⁷ Vgl. Kapitel II.A.4.a.

Tabelle 10: Konsolidierte Jahresabschlusszahlen von Deutsche Lufthansa und Austrian Airlines 2007 - 2010

	Jahr -2	Jahr -1	Jahr +1	Jahr +2
	2007	2008	2009	2010
Umsatz ['000 €]	24.888.600	27.332.300	24.246.400	27.324.000
Gewinn ['000 €]	1.154.600	169.100	-448.500	1.131.000
Umsatzrentabilität [%]	6,66	0,62	-1,89	4,14
Rentabilität des investierten Kapitals [%]	18,35	4,88	1,56	10,22
Eigenkapitalrentabilität [%]	26,03	0,50	-1,77	15,78

Quelle: Eigene Berechnung.

Eine Interpretation dieser Kennzahlen mit Bezug zum Zusammenschluss ist schwierig. Grundsätzlich können die schlechten Kennzahlen im Jahr der Transaktion auf einen Misserfolg oder relativ hohe Integrationskosten hindeuten. Allerdings wurden beide Fluggesellschaften bisher nicht in vollem Umfang integriert, wie in Kapitel II.C.3. gezeigt werden konnte. Die Tatsache, dass 2010 alle betrachteten Kennzahlen wieder relativ hohe Werte aufweisen, spricht vielmehr dafür, dass beide Fluggesellschaften im Betrachtungszeitraum unter dem negativen Einfluss der allgemeinen Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008/09 standen.

Der vierte Zusammenschluss von europäischen Fluggesellschaften, der im Rahmen dieser Analyse betrachtet werden soll, fand Anfang des Jahres 2011 zwischen British Airways und Iberia statt. Der Bilanzstichtag ist bei beiden Airlines der 31.12. eines jeden Jahres, allerdings hat British Airways noch bis einschließlich 2009 zum 31.03. bilanziert. Die konsolidierte Bilanzsumme zum Zeitpunkt der Fusion betrug ca. 18 Mrd. €. Hieran hatte British Airways einen Anteil von 69 % und Iberia von 31 %. Beim Blick auf die konsolidierten Kennzahlen fällt auf, dass beide Unternehmen 2009 ebenfalls ein relativ schlechtes Geschäftsjahr zu verzeichnen hatten. Der Verlust von 777 Mio. € war sogar deutlich höher als der Verlust von der Deutschen Lufthansa und Austrian Airlines im gleichen Jahr. Die Erholung aller Kennzahlen in den Jahren 2010 und 2011 deutet ebenfalls auf einen dominanten Effekt der globalen Wirtschaftskrise im Vorfeld des Zusammenschlusses hin. So ist auch hier nicht eindeutig zu klären, ob der hohe Gewinn von 562 Mio. € und die hohen Rentabilitätskennziffern auf die Auswirkungen der Transaktion oder auf die Erholung des Weltmarktes zurückzuführen ist. Trotz kontinuierlich steigender Erlöse musste die neue International Airlines Group 2012 erhebliche Verluste von 923 Mio. € hinnehmen (Tabelle 11). Als Gründe hierfür nennt das Unternehmen unter anderem

hohe Transformations- und Restrukturierungskosten für die bis dato defizitäre Iberia.⁵¹⁸

Tabelle 11: Konsolidierte Jahresabschlusszahlen von British Airways und Iberia 2009 - 2011

	Jahr -2	Jahr -1	Jahr +1	Jahr +2
	2009	2010	2011	2012
Umsatz [‘000 €]	13.406.000	14.561.921	16.103.000	18.117.000
Gewinn [‘000 €]	-777.000	197.000	562.000	-923.000
Umsatzrentabilität [%]	-5,80	2,50	3,49	-5,21
Rentabilität des investierten Kapitals [%]	-6,38	7,88	8,40	-7,06
Eigenkapitalrentabilität [%]	-16,83	6,38	14,21	-18,60

Quelle: Eigene Berechnung.

Die Untersuchung von Kennzahlen aus den Jahresabschlüssen der Fluggesellschaften zeigt, dass zwar vereinzelt Änderungen der Zahlen im betrachteten Transaktionszeitfenster auftreten, diese Änderungen lassen sich aber nicht kausal auf die getätigten Zusammenschlüsse beziehen. Vielmehr werden diese überlagert von Schwankungen in der globalen und regionalen Wirtschaft und unterliegen exogenen Schocks.

2. Ereignisstudie

Aufgrund der breiten Akzeptanz des Ansatzes wird nachfolgend als zweites Messinstrument eine Ereignisstudie durchgeführt. Da alle betrachteten Airlines zum Zeitpunkt der Zusammenschlüsse als Aktiengesellschaften börsennotiert waren, ist die Datenverfügbarkeit gut. Die relevanten Tagesabschlusskurse der Aktien lassen sich der Thomson Reuters Datastream Datenbank entnehmen. Darüber hinaus sind die genauen Zeitpunkte der öffentlichen Ankündigungen der Zusammenschlüsse aus diversen Wirtschafts- und Branchenmagazinen, überregionalen Tageszeitungen und Pressemitteilungen der Unternehmen zu bestimmen (Tabelle 12).

⁵¹⁸ Vgl. *International Airlines Group* (2013).

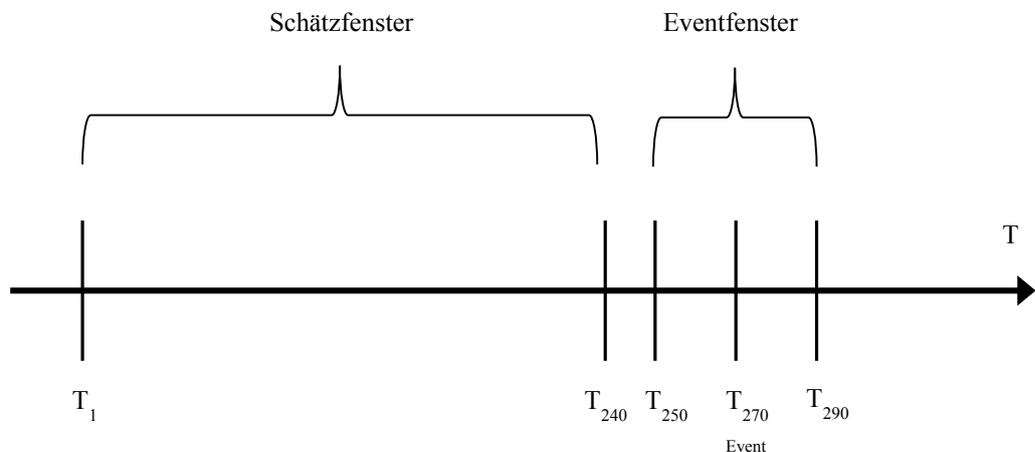
Tabelle 12: Zeitpunkte der Ankündigungen der M&A-Transaktionen im europäischen Luftverkehr

Beteiligte Fluggesellschaften	Datum der M&A-Ankündigung
Air France - KLM	30. September 2003
Deutsche Lufthansa - Swiss	13. März 2005
Deutsche Lufthansa - Austrian Airlines	3. Dezember 2008
British Airways - Iberia	12. November 2009

Quelle: Eigene Darstellung.

In einem zweiten Schritt werden für jede Transaktion die jeweiligen Schätz- und Eventzeitfenster definiert. Das Ankündigungsdatum fixiert dabei als Event beide Zeitfenster. Das Eventfenster wird, wie in der wissenschaftlichen Literatur empfohlen, symmetrisch um den Event gelegt. In der vorliegenden Untersuchung entspricht es insgesamt 40 Tagen, davon 20 Tage vor und 20 Tage nach dem Eventtag. Zwischen Schätzfenster und Event wird ein zeitlicher Abstand von 30 Tagen, also etwa einem Monat, gelassen. Das Schätzfenster erstreckt sich über einen Zeitraum von 240 Tagen. Da im Zuge dieser Analyse ausschließlich Handelstage an den Börsen berücksichtigt werden, entspricht dieser Zeitraum in etwa einem Kalenderjahr, was Verzerrungen durch saisonale Schwankungen vermeidet (Abbildung 23). Allein im Falle der Übernahme von Austrian Airlines durch die Deutsche Lufthansa wurde das Schätzfenster um zusätzliche 30 Tage nach vorne verlegt, um einen potentiell verzerrenden Effekt eines „Confounding Events“ durch die Ankündigung der Kapitalbeteiligung der Deutschen Lufthansa an der SN Airholding SA, dem Mutterkonzern der Brussels Airlines, am 28. August 2008 zu vermeiden.

Abbildung 23: Lage von Schätz- und Eventfenster im Rahmen der Ereignisstudie



Quelle: Eigene Darstellung.

Im Anschluss sind für die Berechnung der normalen Rendite die Parameter α_i und β_i des Marktmodells:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + v_{it}$$

für die Periode des Schätzfensters mittels einer linearen Regression zu bestimmen. Die Tagessrendite der jeweiligen Aktie stellt die abhängige Variable R_{it} dar. Die unabhängige Variable entspricht dem Marktbenchmark R_{mt} . Hierfür wird der Euro-Stoxx50 Aktienindex benutzt, der sich aus den Aktienkursen der 50 größten börsennotierten Unternehmen aller Branchen in Europa zusammen setzt und als Referenzwert für die Marktentwicklung herangezogen werden kann. Er bildet einerseits das regionale Marktgeschehen in Europa ab und beinhaltet keine Aktienkurse der untersuchten Fluggesellschaften, so dass mögliche Endogenitätsprobleme nicht entstehen.

Die Ergebnisse der Regressionen sind überwiegend hoch signifikant auf einem 0,1 %-Niveau, lediglich die Ergebnisse der Berechnung mit Daten der Swiss liegen auf einem 5 %-Signifikanzniveau. Damit ist die Wahrscheinlichkeit sehr gering, dass die Nullhypothese, nach der kein Zusammenhang zwischen der abhängigen und der unabhängigen Variable besteht, irrtümlicherweise verworfen wird, obwohl diese richtig ist. Auch die Bestimmtheitsmaße (R^2), die jeweils ein Maß für die Erklärung des Anteils der Varianz der abhängigen Variablen aus der Varianz der unabhängigen Variablen durch die Regressionsfunktion sind, sind für eine lineare Einfachregression mit nur einer unabhängigen Variable relativ hoch. Allein bei den Ergebnissen der Swiss ist das R^2 niedriger (Tabelle 13).

Tabelle 13: Ergebnisse der linearen Regression in der Schätzperiode

	Air France	KLM	Deutsche Lufthansa	Swiss
R²	0,3906	0,2874	0,3496	0,0269
angepasstes R²	0,388	0,2844	0,3468	0,02282
Störvariable	0,03159	0,03169	0,01294	0,03513
F	152,5	95,97	127,9	6,58
α	0,001546 (0,002039)	0,000133 (0,002046)	-0,0010533 (0,0008358)	-0,0006735 (0,0022698)
β	1,130057 (0,091496)	0,899052 (0,091771)	1,2335968 (0,109075)	0,7598171 (0,2962005)
Signifikanz-niveau	***	***	***	*

	Deutsche Lufthansa	Austrian Airlines	British Airways	Iberia
R²	0,4375	0,1367	0,3833	0,1663
angepasstes R²	0,4351	0,133	0,3807	0,1628
Störvariable	0,01533	0,0377	0,03236	0,02521
F	185,1	37,68	147,9	47,47
α	-0,00009739 (0,0009923)	0,0007864 (0,0024412)	0,001231 (0,00209)	0,0006861 (0,0016283)
β	0,9669 (0,07107)	1,0730644 (0,1748186)	1,140032 (0,093727)	0,503073 (0,0730203)
Signifikanz-niveau	***	***	***	***

Quelle: Eigene Berechnung.

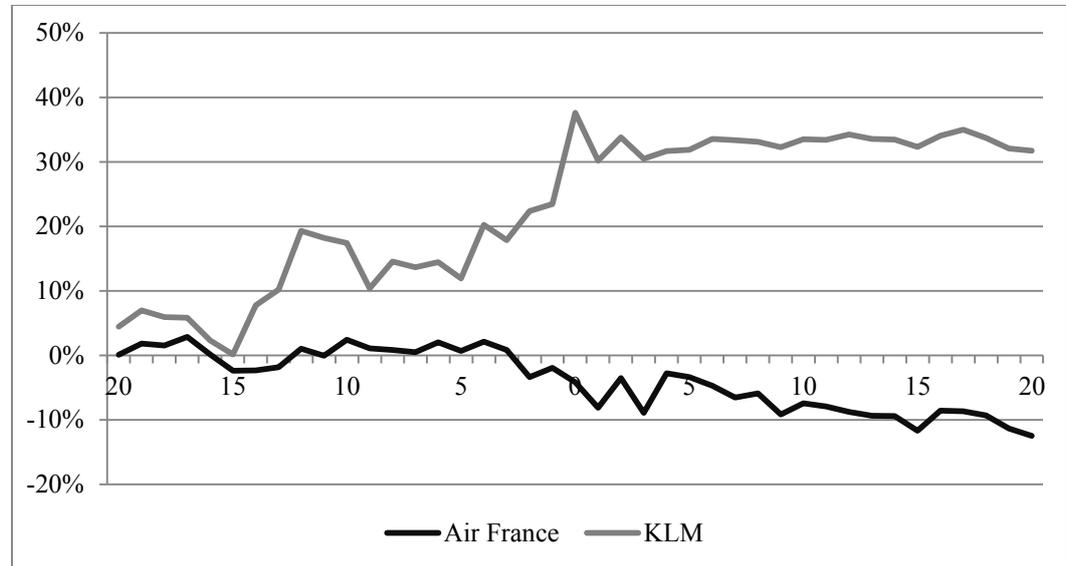
*** 0,1 %; ** 1 %; * 5 %

Mithilfe der oben geschätzten Parameter können die erwarteten Renditen $E(R_{it})$ für das Eventfenster berechnet werden. Durch Ermittlung der Differenz von erwarteter Rendite und tatsächlicher Rendite R_{it} lassen sich für jeden Tag des Eventfensters die abnormalen Renditen AR_{it} bestimmen, die als Auf- oder Abwertung des Unternehmens durch den Kapitalmarkt aufgrund der Transaktion interpretiert werden können. Durch Aufsummieren der abnormalen Renditen erhält man die kumulierten abnormalen Renditen CAR_{it} , die die Auf- bzw. Abwertung über das gesamte Eventfenster oder verschiedene Teilperioden innerhalb dieses Fensters wiedergeben.

Bei Betrachtung des ersten Zusammenschlusses zwischen Air France und KLM 2003 zeigt sich eine Diskrepanz in den Kapitalmarktbewertungen beider Airlines.

Während KLM im Eventfenster positive CAR aufweist, offenbart Air France insbesondere in der Zeit nach dem Ereignis negative kumulierte Renditen (Abbildung 24).

Abbildung 24: CAR innerhalb des Eventfensters der Air France-KLM-Transaktion



Quelle: Eigene Berechnung.

Über das gesamte Eventfenster kumulieren sich die abnormalen Renditen der KLM auf ca. 31,7 %, Air France hingegen kommt über den gleichen Zeitraum auf ca. -12,5 % (Tabelle 14). Dies entspricht der allgemeinen Erfolgseinschätzung, wonach Unternehmenszusammenschlüsse in der Regel zu einer Wertsteigerung der Anteile des Zielunternehmens führen.⁵¹⁹ Auch wenn im vorliegenden Fall formal eine Fusion stattgefunden hat, so ist durch den Aktientausch von KLM-Aktien in Air France-Aktien die niederländische KLM in gewisser Weise als Zielunternehmen zu interpretieren.

⁵¹⁹ Vgl. Kapitel IV.A.

Tabelle 14: CAR für ausgewählte Zeiträume innerhalb des Eventfensters der Air France-KLM-Transaktion

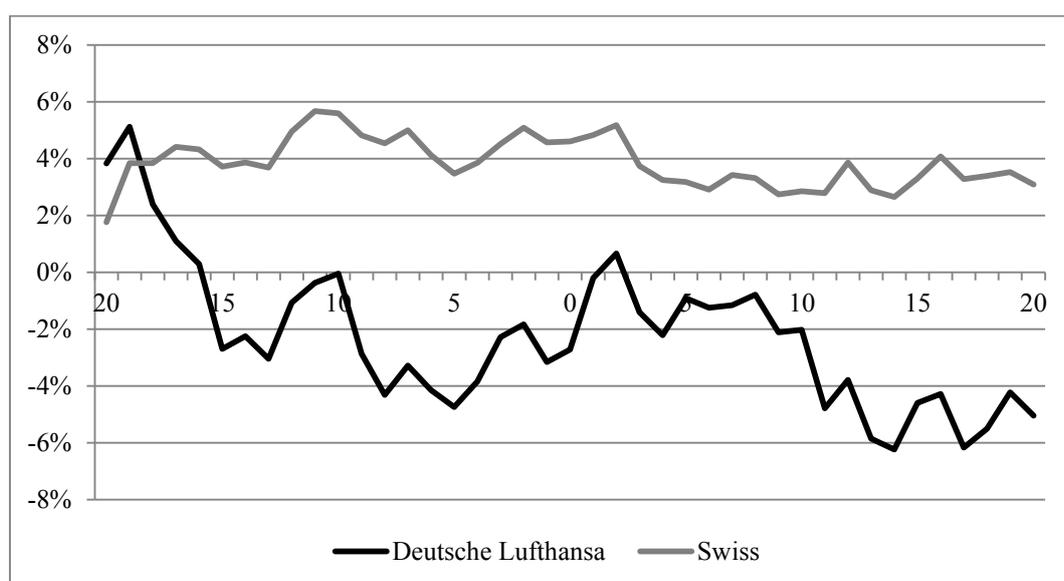
	Air France	KLM
CAR (-20 bis 20)	-12,46 %	31,72 %
CAR (-10 bis -1)	-1,86 %	5,25 %
CAR (-5 bis 5)	-5,42 %	17,43 %
CAR (0 bis 1)	-6,22 %	6,72 %
CAR (0 bis 10)	-5,53 %	10,05 %

Quelle: Eigene Berechnung.

Die relativ geringen CAR in der Kurzfristperiode vor dem Ereignis (Tag -10 bis -1) sprechen gegen eine allgemeine Antizipation des Ereignisses durch den Kapitalmarkt. In den zehn Tagen um das Ereignis (Tag -5 bis 5) erfährt die KLM-Aktie eine CAR von ca. 17,4 %, wovon ca. 6,2 % auf den Ereignis- und den Folgetag entfallen. Die Air France-Aktie verzeichnet in den gleichen Zeiträumen eine negative CAR von ca. -5,4 % und ca. -6,2 %. Es zeigt sich, dass die Fusion vom Kapitalmarkt für die KLM als erfolgsversprechend beurteilt wurde. In Bezug auf den Transaktionserfolg für Air France war der Kapitalmarkt hingegen skeptisch.

Deutlich geringere Reaktionen zeigt der Kapitalmarkt im Zusammenhang mit der Übernahme der Swiss durch die Deutsche Lufthansa 2005. Die abnormalen Renditen der Swiss sind während des Eventfensters verhältnismäßig konstant und auch die der Lufthansa weisen nur eine leicht negative Tendenz auf (Abbildung 25).

Abbildung 25: CAR innerhalb des Eventfensters der Deutsche Lufthansa-Swiss-Transaktion



Quelle: Eigene Berechnung.

Die CAR des gesamten Eventfensters beläuft sich für die Deutsche Lufthansa auf ca. -5,0 %, die der Swiss liegt bei ca. 3,1 %. Die CAR tritt hier also in deutlich geringerem Ausmaß als im vorherigen Fall auf. Eine Antizipation der Übernahme scheint aufgrund der geringen CAR beider Airlines im Vorlauf der Transaktion ebenfalls nicht möglich gewesen zu sein. Bei dieser Transaktion fällt auf, dass am Ereignistag und dem Folgetag die CAR beider Unternehmen relativ gering sind, der Kapitalmarkt hat demnach gemäßigt auf die Ankündigung des Zusammenschlusses reagiert. In der Post-Transaktionsperiode (Tag 0 bis 10) weist die Deutsche Lufthansa eine höhere CAR auf als die Swiss, was der allgemeinen Auffassung widerspricht, dass bei solchen Übernahmen ein Wertzuwachs des Zielunternehmens bei gleichzeitigem Wertverlust des Käuferunternehmens auftritt (Tabelle 15).

Tabelle 15: CAR für ausgewählte Zeiträume innerhalb des Eventfensters der Deutsche Lufthansa-Swiss-Transaktion

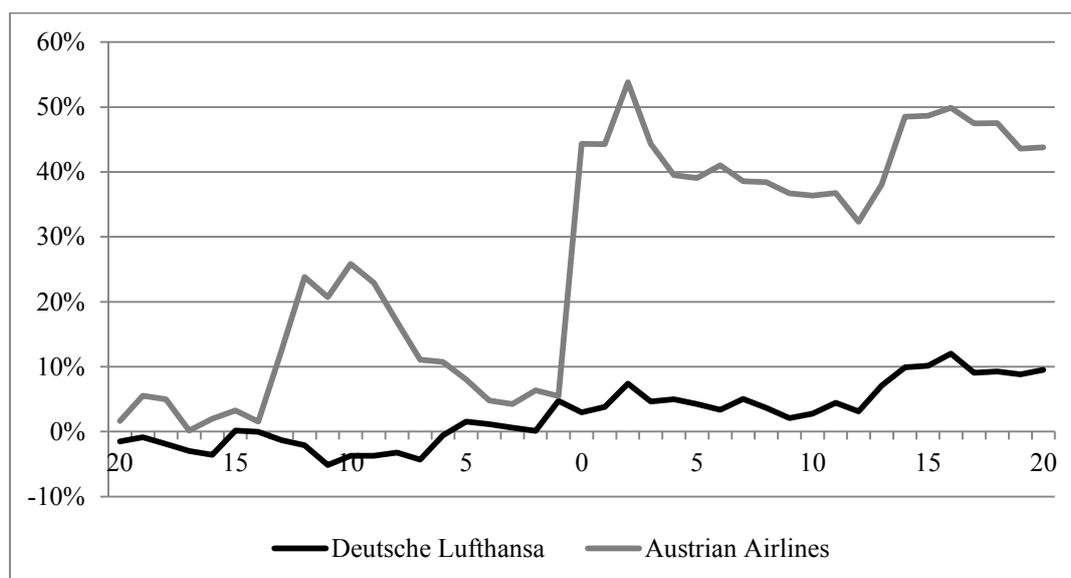
	Deutsche Lufthansa	Swiss
CAR (-20 bis 20)	-5,05 %	3,09 %
CAR (-10 bis -1)	-2,78 %	-1,10 %
CAR (-5 bis 5)	3,24 %	-0,95 %
CAR (0 bis 1)	2,96 %	0,26 %
CAR (0 bis 10)	1,14 %	-1,72 %

Quelle: Eigene Berechnung.

Die Erfolgsbeurteilung ist in diesem Fall schwierig. Über das gesamte Ereignisfenster scheint die Swiss eine Aufwertung des Kapitalmarktes zu erfahren, während die Aktie der Deutschen Lufthansa tendenziell abgewertet wird. Bei Betrachtung der ersten zehn Tagen nach der Ankündigung kehrt sich dieses Bild um. Möglich ist auch, dass der Kapitalmarkt der Übernahme indifferent gegenübersteht und für beide Fluggesellschaften weder Effizienzvorteile noch -nachteile antizipiert, die eine Ab- oder Aufwertung rechtfertigen.

Anders reagieren die Finanzmärkte auf die Übernahme der Austrian Airlines durch die Deutsche Lufthansa 2009. Hier ist nach dem Ereignis ein leichter Anstieg der CAR der Deutschen Lufthansa und ein drastischer Anstieg der CAR der Austrian Airlines zu erkennen (Abbildung 26).

Abbildung 26: CAR innerhalb des Eventfensters der Deutsche Lufthansa-Austrian Airlines-Transaktion



Quelle: Eigene Berechnung.

Die CAR der Deutschen Lufthansa beträgt über den gesamten Zeitraum des zuvor definierten Eventfensters ca. 9,4 %, die der Austrian Airlines liegt sogar bei ca. 43,8 %. Eine Antizipation der Übernahmeankündigung scheint bei Betrachtung der CAR der Austrian Airlines eher unwahrscheinlich, da in den zehn Tagen vor dem Event die Airline noch eine negative CAR von ca. -15,2 % aufweist. Die der Deutschen Lufthansa lag im selben Zeitraum jedoch bei ca. 9,9 %, was möglicherweise auf Gerüchte und Spekulationen über die Übernahme zurückzuführen ist. Auffällig ist die starke Reaktion der abnormalen Renditen der Austrian Airlines am Ereignis- und am Folgetag. Die CAR beträgt an diesen zwei Tagen ca. 38,8 %, die der Deutschen Lufthansa liegt dagegen nur bei ca. -0,9 % (Tabelle 16).

Tabelle 16: CAR für ausgewählte Zeiträume innerhalb des Eventfensters der Deutsche Lufthansa-Austrian Airlines-Transaktion

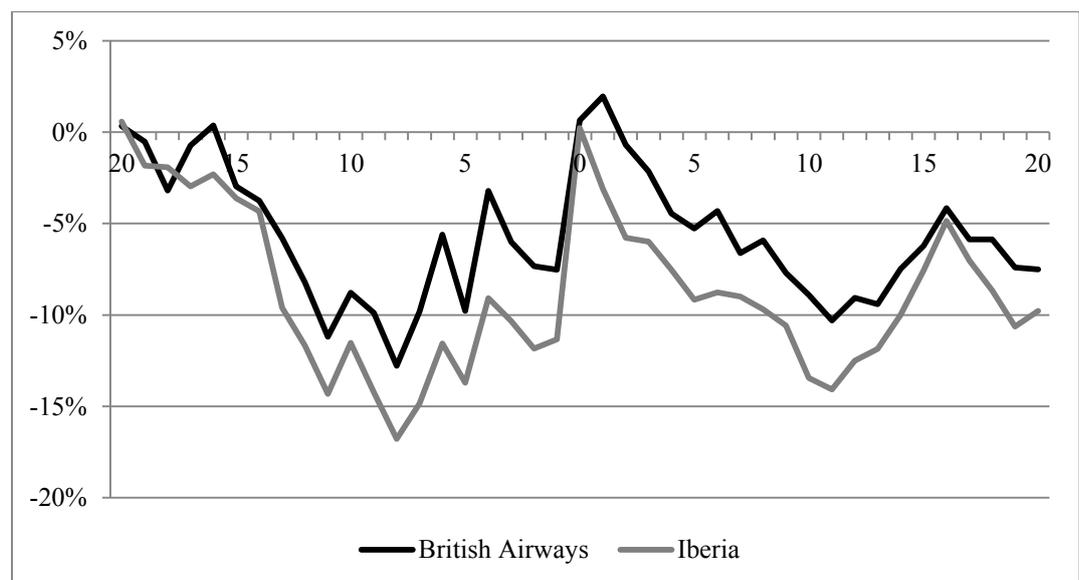
	Deutsche Lufthansa	Austrian Airlines
CAR (-20 bis 20)	9,54 %	43,78 %
CAR (-10 bis -1)	9,87 %	-15,21 %
CAR (-5 bis 5)	4,85 %	28,31 %
CAR (0 bis 1)	-0,91 %	38,80 %
CAR (0 bis 10)	-1,95 %	30,85 %

Quelle: Eigene Berechnung.

Diese Übernahme wird für die Austrian Airlines vom Kapitalmarkt demnach sehr positiv bewertet, was wiederum der generellen Annahme einer Aufwertung der Anteile des Zielunternehmens im Zuge einer Übernahme entspricht. Die Deutsche Lufthansa als Käuferunternehmen erfährt im gleichen Zeitraum allerdings keine Abwertung, sondern wird vom Kapitalmarkt leicht aufgewertet, was die Vermutung zulässt, dass die Finanzmärkte den Zusammenschluss grundsätzlich als erfolgsversprechend einschätzen.

Die vierte M&A-Transaktion zwischen British Airways und Iberia 2011 zeigt eine erstaunliche Parallelentwicklung der CAR beider Fluggesellschaften. Um den Ereignistag herum lässt sich ein positiver Ausschlag der CAR deutlich ausmachen, allerdings fallen diese dann zum Ende der Betrachtungsperiode wieder ab (Abbildung 27). Über das untersuchte Ereignisfenster kumulieren sich die abnormalen Renditen von British Airways auf ca. -7,5 %, die CAR von Iberia liegen bei ca. -9,8 % ebenfalls im negativen Bereich. In der Zehntageperiode vor dem Ereignis weisen beide Airlines moderat positive CAR auf. Die auffällige Parallelentwicklung lässt allerdings den Schluss zu, dass es am Kapitalmarkt bereits Spekulationen auf eine Fusion beider Unternehmen gab. Die verhältnismäßig hohen CAR am Ankündigungs- und Folgetag von British Airways und Iberia in Höhe von ca. 9,5 % bzw. ca. 8,2 % sprechen für eine kurzfristige positive Erfolgseinschätzung der Fusion durch den Kapitalmarkt (Tabelle 17).

Abbildung 27: CAR innerhalb des Eventfensters der British Airways-Iberia-Transaktion



Quelle: Eigene Berechnung.

Tabelle 17: CAR für ausgewählte Zeiträume innerhalb des Eventfensters der British Airways-Iberia-Transaktion

	British Airways	Iberia
CAR (-20 bis 20)	-7,51 %	-9,78 %
CAR (-10 bis -1)	3,67 %	2,99 %
CAR (-5 bis 5)	0,33 %	2,38 %
CAR (0 bis 1)	9,49 %	8,23 %
CAR (0 bis 10)	-1,36 %	-2,11 %

Quelle: Eigene Berechnung.

Obwohl die Finanzmärkte kurzfristig positiv auf diese Fusion reagieren, weisen beide Airlines in der Post-Merger Periode sowie über das gesamte Eventfenster hinweg negative CAR auf. Die grundsätzlich positive Bewertung dieser Transaktion scheint in den Tagen nach der Ankündigung durch eine gewisse Skepsis überlagert zu werden.

Insgesamt zeichnen die Ergebnisse der hier durchgeführten Ereignisstudien ein differenziertes Bild. Die Kapitalmärkte sehen die Fusion von Air France und KLM tendenziell negativ für Air France und positiv für KLM. Die Übernahme der Swiss wird für die Deutsche Lufthansa eher negativ bewertet, während sich für die Swiss – wenn überhaupt – nur eine leicht positive Einschätzung erkennen lässt. Deutlich erfolgsversprechender wird für Austrian Airlines die Übernahme durch die Deutsche Lufthansa eingeschätzt. Die Kapitalmarktbeurteilung der Fusion von British Airways und Iberia variiert je nach Betrachtungshorizont. Zwar zeigt sich bei dieser Untersuchung eine tendenziell negative Einschätzung der Zusammenschlüsse durch den Kapitalmarkt, eine allgemeine Aussage zum Erfolg von Zusammenschlüssen unter europäischen Fluggesellschaften ist allerdings nicht möglich. Es ist somit ratsam, die einzelnen Transaktionen fallweise zu bewerten.

Vergleicht man die Ergebnisse dieser Ereignisstudie mit den Ergebnissen der Studie von *Manuela Jr.* und *Rhoades*, die mit gleicher Methodik die Zusammenschlüsse im US-amerikanischen Markt untersuchen, so fällt auf, dass die Ergebnisse tendenziell voneinander abweichen. In ihrer Analyse finden *Manuela Jr.* und *Rhoades* heraus, dass der Zusammenschluss von America West und US Airways im Jahr 2005 zu positiven CAR von America West und zu leicht negativen CAR von US Airways geführt haben, wobei sie die negativen CAR mit der Restrukturierung von US Airways im Rahmen des amerikanischen Insolvenzrechts (Chapter 11) erklären.

Die negativen CAR von Delta Air Lines und Northwest Airlines im Rahmen ihres Zusammenschlusses 2008 lassen sich laut den Autoren hauptsächlich auf die zu der Zeit vorherrschende Wirtschaftskrise zurückführen. Im Zuge der Fusion von United Airlines und Continental Airlines 2010 weisen beide Fluggesellschaften deutlich positive CAR auf, so dass *Manuela Jr.* und *Rhoades* insgesamt zu einer positiven Einschätzung von M&A-Vorhaben im US-Luftverkehrsmarkt kommen.⁵²⁰

3. Untersuchung anhand Tobins q

Um zunächst einen allgemeinen Marktüberblick zu erhalten, werden in der vorliegenden Tobins q-Untersuchung alle europäische Airlines berücksichtigt, die im I-ATA-Ranking des Jahres 2011 zu den 50 größten Airlines, gemessen an den Passagierzahlen, gehören und für die die Datenverfügbarkeit gegeben ist. Diesen Kriterien entsprechen 14 Fluggesellschaften. Die Tagesabschlusskurse der Unternehmensaktien sowie die notwendigen Bilanzdaten wurden der Thomson Reuters Datastream Datenbank entnommen und bei Bedarf durch Informationen aus den jeweiligen Geschäftsberichten ergänzt. Der untersuchte Zeitraum umfasst zehn Jahre von 2002 bis 2011 und deckt somit alle vier betrachteten Zusammenschlüsse ab. Aufgrund späterer Einstiege in den Börsenhandel nach 2002 sowie durch die angesprochenen Übernahmen und Zusammenschlüsse konnten einzelne q-Werte betroffener Fluggesellschaften bilanzierungstechnisch nicht berechnet werden. Zur Ermittlung der q-Werte wurde die Approximation von *Chung* und *Pruitt* verwendet (Tabelle 18).⁵²¹

⁵²⁰ Vgl. *Manuela Jr./Rhoades* (2014).

⁵²¹ Vgl. *Chung/Pruitt* (1994) sowie Kapitel IV.B.5.

Tabelle 18: Tobins q-Werte für ausgewählte europäische Fluggesellschaften 2002 - 2011

Airline	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Aer Lingus	-	-	-	-	0,70	0,67	0,51	0,31	0,29	0,27
Aeroflot	0,66	0,68	0,90	0,73	1,23	1,09	1,20	0,53	0,70	0,52
Air Berlin	-	-	-	-	0,86	0,78	0,73	0,57	0,59	0,77
Air France	0,64	0,58	0,54	0,56	0,45	0,55	0,48	0,56	0,58	0,62
Austrian Airlines	0,70	0,67	0,71	0,70	0,52	0,76	0,77	-	-	-
British Airways	0,74	0,65	0,63	0,63	0,57	0,73	0,71	0,71	0,59	0,50
Deutsche Lufthansa	0,47	0,45	0,42	0,41	0,54	0,58	0,52	0,44	0,42	0,45
Easyjet	1,22	0,77	0,53	0,39	0,68	0,97	0,62	0,53	0,60	0,41
Finnair	0,41	0,40	0,45	0,49	0,86	0,74	0,63	0,55	0,54	0,56
Iberia	0,34	0,33	0,42	0,39	0,30	0,36	0,32	0,28	0,39	-
KLM	0,55	0,64	0,64	-	-	-	-	-	-	-
Ryanair	1,11	0,99	0,80	0,57	0,64	1,28	1,32	0,82	0,80	0,84
Scandinavian Airlines	0,57	0,56	0,67	0,65	0,62	0,66	0,65	0,67	0,61	0,61
Swiss	0,63	0,34	0,57	-	-	-	-	-	-	-
Durchschnitt	0,62	0,57	0,57	0,54	0,54	0,67	0,62	0,55	0,54	0,55

Quelle: Eigene Berechnung.

Die Fluggesellschaften weisen über den gesamten Betrachtungshorizont überwiegend q-Werte von kleiner eins auf. Lediglich Aeroflot (2006 bis 2008), Easyjet (2002) und Ryanair (2002, 2007 und 2008) kommen auf ein q von größer eins. Die niedrigen Durchschnittswerte aller untersuchten Airlines deuten auf eine allgemein schlechte Performance im Markt hin und unterstreichen den Verdacht auf bestehende Überkapazitäten.⁵²²

Ausgehend von der Annahme, dass eine hohe Wahrscheinlichkeit für Übernahmen von Unternehmen mit niedrigem q durch Unternehmen mit hohem q existiert⁵²³, stellen alle Fluggesellschaften, ausgenommen die drei oben genannten in den betreffenden Jahren mit q größer eins, potentielle Zielunternehmen dar. Da es kaum Fluggesellschaften mit einem hohen q größer eins gibt, dürften demnach Übernahmen im Markt für die potentiellen Käuferairlines kaum rentabel sein. In den vier betrachteten Fusions- bzw. Übernahmefällen liegen die q-Werte aller beteiligten

⁵²² Vgl. Kapitel II.A.3.

⁵²³ Vgl. Gehrke (1994), S. 76 f.

Airlines in den jeweiligen Jahren sogar deutlich unter eins. Zum Zeitpunkt unmittelbar vor den Transaktionen lagen die q-Werte der Zielairlines über denen ihrer späteren Käuferairlines, die einzige Ausnahme bilden British Airways und Iberia. Die oben angeführte Annahme scheint damit auf den europäischen Luftverkehrsmarkt nicht zuzutreffen. Folgt man der Einschätzung von *Lang, Stulz und Walkling*, so dürften in diesem Markt mit überwiegend niedrigen q-Werten ausschließlich Wertzuwächse für Anteilseigner der Zielunternehmen möglich sein.⁵²⁴ Demnach ist die Existenz eines leistungsfähigen Managements bei einem Käuferunternehmen mit einem q kleiner eins ebenso unwahrscheinlich wie eine Effizienzsteigerung in der Ressourcennutzung des Zielunternehmens mit einem q von kleiner eins durch das Käuferunternehmen nach der Transaktion.⁵²⁵ Ein ökonomisches, kapital- und sachgütermarktbasiertes Argument für die bisherigen M&A-Transaktionen im europäischen Luftverkehr kann die Tobins q-Analyse also nicht liefern.

Neben der Identifikation möglicher Übernahmekandidaten ermöglicht eine Tobins q-Analyse, wie bereits in Kapitel IV.B.5. erläutert, grundsätzlich auch die ex-ante Abschätzung potenzieller Synergieeffekte, die aus einem Zusammenschluss resultieren. Wie zuvor dargestellt, entspricht die Untergrenze des zu erwartenden Synergieeffekts der Veränderung des Marktwertes, der sich rechnerisch aus dem Marktwert und den Reproduktionskosten des Zielunternehmens und der dafür zu zahlenden Übernahmeprämie ergibt.⁵²⁶ Da bei allen hier untersuchten Zusammenschlüssen die Übernahmeprämien nicht bekannt sind und auch die Transaktionen bereits vollzogen sind, soll an dieser Stelle der Synergieeffekt alternativ anhand der tatsächlichen Veränderung des gemeinsamen Marktwertes (Δ Marktwert) vor und nach dem Zusammenschluss erfolgen. Zudem werden für beide an der Transaktion beteiligten Fluggesellschaften die kombinierten q-Werte und deren Veränderungen (Δ Tobins q) berechnet, um einen Einfluss auf die Unternehmensbewertung beurteilen zu können. Geht man bei dieser Untersuchung wie zuvor bei der Ereignisstudie von der Informationseffizienz des Kapitalmarktes aus, nach der sämtliche verfügbaren Informationen unmittelbar in den Aktienkursen bzw. Marktpreisen berücksichtigt werden, so ist ein Vergleich der jeweiligen Markt- bzw. Tobins q-Werte unmittelbar

⁵²⁴ Vgl. *Lang/Stulz/Walkling* (1989).

⁵²⁵ Vgl. *Lang/Stulz/Walkling* (1989), S. 139 sowie *Servaes* (1991).

⁵²⁶ Vgl. Kapitel IV.B.5.

vor und nach der Ankündigung des Zusammenschlusses ausreichend (Tabelle 19).⁵²⁷

Tabelle 19: Veränderungen der Marktwerte und der Tobins q-Werte durch Airline-Zusammenschlüsse in Europa

	Air France – KLM		Deutsche Lufthansa – Swiss		Deutsche Lufthansa – Austrian Airlines		British Airways – Iberia	
	2003	2004	2004	2005	2008	2009	2010	2011
Marktwert [Mio. €]	12.353	11.973	8.651	7.791	13.253	11.519	9.374	9.664
Δ Marktwert [Mio. €]	-	-381	-	-860	-	-1.734	-	290
Reproduktionswert (Bilanzsumme) [Mio. €]	20.528	20.788	19.949	19.084	24.572	26.357	17.682	19.256
Tobins q	0,60	0,58	0,43	0,41	0,54	0,44	0,53	0,50
Δ Tobins q	-	-0,03	-	-0,03	-	-0,10	-	-0,03

Quelle: Eigene Berechnung.

Der einzige Zusammenschluss, in dessen Zuge der gemeinsame Marktwert gestiegen ist, ist die Fusion von British Airways und Iberia. Hier kam es zu einer Steigerung des gemeinsamen Marktwertes um 290 Mio. €. Man kann folglich davon ausgehen, dass der Kapitalmarkt bei diesem Zusammenschluss von einem positiven gemeinsamen Synergiepotential ausgeht, während in den drei anderen Fällen die zu beobachtenden Reduktionen der gemeinsamen Marktwerte auf das Gegenteil hindeuten. Die kombinierten q-Werte, die anhand der gemeinsamen Marktwerte und Bilanzsummen aus den Jahren vor und nach dem Zusammenschluss errechnet wurden, zeigen eine pessimistische Bewertung durch die Kapitalmärkte. Das gilt auch für die Fusion von British Airways und Iberia, wo der Anstieg der Reproduktionskosten bzw. der Bilanzsumme den Anstieg des Marktwertes überkompensiert. Hier reduzierte sich, genau wie in den Fällen von Air France und KLM sowie Deutsche Lufthansa und Swiss, der gemeinsame q-Wert um 0,03. Mittelfristig ist lediglich der gemeinsame q-Wert im Nachgang des Zusammenschlusses von Lufthansa und

⁵²⁷ Vgl. Fama (1970).

Swiss leicht gestiegen. Der erste gemeinsame q-Wert von 0,41 in 2005 ist, wie aus Tabelle 18 ersichtlich, in den folgenden beiden Jahren zunächst auf 0,54 und dann auf 0,58 gestiegen. Im Rahmen der Fusion von Air France und KLM ist hingegen der erste gemeinsame q-Wert von 0,58 in 2004 in den zwei Jahren darauf weiter auf 0,56 und 0,45 gefallen. Nach der Übernahme der Austrian Airlines durch die Deutsche Lufthansa fiel der gemeinsame q-Wert 2009 kurzfristig sogar um 0,10, sank im Folgejahr weiter auf 0,42 und stieg 2011 nur leicht auf 0,45. Ein allgemeiner mittelfristiger Anstieg der q-Werte nach den Transaktionen lässt sich somit nicht feststellen.

Ergänzend lassen sich die Obergrenzen der zu zahlenden Preisprämien berechnen. Diese ergeben sich, wie in Kapitel IV.B.5. gezeigt, aus den Marktwerten der Zielunternehmen abzüglich der jeweiligen Reproduktionskosten zuzüglich der Marktveränderungen der Käuferunternehmen.

$$P \leq (MW_2 - RK_2) + \Delta MW$$

Da in dem Jahr nach den jeweiligen Transaktionen die Zielunternehmen aus dem Börsenhandel genommen und anschließend im Konzernverbund gehandelt wurden, sind die Marktveränderungen für die einzelnen Fluggesellschaften nicht mehr isoliert nachzuhalten. Daher wird an dieser Stelle mit der Veränderung der gemeinsamen Marktwerte gerechnet. Die so berechneten Preisobergrenzen für die Übernahmeprämien sind somit tendenziell überschätzt, stellen aber einen guten Näherungswert dar (Tabelle 20).

Tabelle 20: Näherungswerte für die Obergrenzen der Übernahmeprämien der Airline-Zusammenschlüsse in Europa

	Air France – KLM	Deutsche Lufthansa – Swiss	Deutsche Lufthansa – Austrian Airlines	British Airways – Iberia
	2003	2004	2008	2010
Obergrenze Übernahmeprämie [Mio. €]	-3.266	-1.726	-2.249	-3.027

Quelle: Eigene Berechnung.

Diese Näherungswerte, die alle weit im negativen Bereich liegen, lassen vermuten, dass zum Zeitpunkt der Transaktionen und aufgrund antizipierter Marktverluste die Käuferairlines nicht bereit gewesen sein dürften, eine Übernahmeprämie

zu zahlen oder sogar von den Eigentümern der Zielairlines eine Prämie für die Übernahme verlangt zu haben. Für die Fusionen von Air France mit KLM und British Airways mit Iberia, die beide durch Aktientausch vollzogen wurden, lassen sich dazu keine Aussage treffen. Auch für die Übernahme der Swiss durch die Deutsche Lufthansa sind keine Informationen zu eventuellen Übernahmeprämien bekannt. Allein für die Übernahme der Austrian Airlines durch die Deutsche Lufthansa, im Zuge derer der österreichische Staat der Deutschen Lufthansa eine Restrukturierungsbeihilfe in Höhe von 500 Mio. € gewährt hat, ist eine Zahlung des Eigentümers der Zielairline an die Käuferairline zu erkennen.⁵²⁸ Diese Beobachtungen decken sich mit den Forschungsergebnissen von *Ovtchinnikov*, der in seiner Studie mehrerer Zusammenschlüsse in kürzlich deregulierten Industrien feststellt, dass sowohl Käufer- als auch Zielunternehmen in diesen Industrien vor dem Zusammenschluss schlechte Ergebnisse aufweisen und deutlich geringere Übernahmeprämien gezahlt werden, als bei Zusammenschlüssen in anderen Industrien.⁵²⁹

Auf Basis der hier durchgeführten Tobins q-Analyse ist zusammenfassend zu erkennen, dass der Kapitalmarkt die getätigten Zusammenschlüsse pessimistisch einschätzt. Sowohl die Reduktion der q-Werte im Nachgang eines Zusammenschlusses als auch die überwiegende Verringerung der kombinierten Marktwerte lassen die Transaktionen aus Kapitalmarktsicht nicht sinnvoll erscheinen. Einschränkend muss aber darauf hingewiesen werden, dass bei dieser jährlichen Berechnung der q-Werte Marktschwankungen sowie exogene Schocks verzerrend auf die Marktbewertungen und damit auf das q wirken. Die Veränderung des q-Wertes nach einem Zusammenschluss kann demnach nicht ausschließlich als Reaktion auf die Transaktion interpretiert werden.

Bei einer Betrachtung der Tobins q-Werte der im Rahmen der Ereignisstudie bereits in Kapitel IV C 2. diskutierten US-amerikanischer Fluggesellschaften, die im gleichen Zeitraum in Fusionen und Übernahmen involviert waren, zeigt sich, dass hier ebenfalls alle Airlines ein q von kleiner eins aufweisen und damit als Zielunternehmen für Übernahmen angesehen werden können (Tabelle 21).

⁵²⁸ Vgl. *Österreichische Industrieholding* (2008).

⁵²⁹ Vgl. *Ovtchinnikov* (2013).

Tabelle 21: Tobins q-Werte für ausgewählte US-amerikanische Fluggesellschaften 2002 - 2011

Airline	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
America West	-	-	-	0,44	0,32	0,30	0,61	0,63	0,53	0,54
US Airways	0,25	0,49	0,26	-	-	-	-	-	-	-
Delta Air Lines	-	-	-	-	-	0,52	0,50	0,56	0,65	0,57
Northwest Airlines	-	-	-	-	-	0,45	0,45	-	-	-
United Airlines	-	-	-	-	0,59	0,59	0,63	0,56	0,45	0,51
Continental Airlines	0,70	0,64	0,62	0,58	0,66	0,66	0,60	0,56	-	-

Quelle: Eigene Berechnung.

Nach dem Zusammenschluss von America West und US Airways 2005 sinkt der gemeinsame q-Wert zunächst ab, steigt aber ab 2008 wieder an. Die Zusammenschlüsse von Delta Air Lines und Northwest 2008 sowie von United Airlines und Continental Airlines von 2010 zeigen in den Jahren nach dem Zusammenschluss ebenfalls eine leicht positive Tendenz. Ob diese leichten Anstiege auf erfolgreiche Zusammenschlüsse und Integration der Unternehmen zurückzuführen oder der verbesserten gesamtwirtschaftlichen Situation geschuldet sind, kann an dieser Stelle nicht geklärt werden.

V. Der Regulierungsrahmen für grenzüberschreitende Airline-M&As in Europa

Die empirischen Analysen der grenzüberschreitenden Zusammenschlüsse im europäischen Luftverkehr hinterlassen einen eher ambivalenten Eindruck. Zwar zeigen die Kennzahlen der Jahresabschlüsse einen positiven Post Merger Trend, dieser lässt sich jedoch nicht eindeutig den Zusammenschlüssen zuordnen. Die Ereignisstudie offenbart eine tendenziell negative Einschätzung der Zusammenschlüsse durch den Kapitalmarkt. Die Analyse von Tobins q fällt sogar durchweg negativ aus, deutet sie doch auf eine skeptische Reaktion des Kapitalmarktes auf solche Restrukturierungsmaßnahmen hin.

Im Unterschied dazu scheinen die Fusionen und Übernahmen zwischen US-amerikanischen Fluggesellschaften erfolgreicher zu sein. Die Tobins q-Werte US-amerikanischer Carrier sind zwar ebenfalls durchweg kleiner als eins, weisen aber nach den Zusammenschlüssen zumindest mittelfristig einen positiven Trend auf. Zudem

dokumentieren *Manuela Jr.* und *Rhoades* in ihrer Ereignisstudie tendenziell positive Kapitalmarktreaktionen auf die Ankündigungen der Zusammenschlüsse. Durch die Erweiterung des Untersuchungszeitraums über den eigentlichen Vollzug der Zusammenschlüsse hinaus können sie sogar für alle Transaktionen positive Kapitalmarktreaktionen nachweisen.⁵³⁰ Vor dem Hintergrund erfolgreicher Zusammenschlüsse auf nationaler Ebene in den USA, stellt sich daher die Frage, ob für die eher negative Bewertung grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen in Europa nicht vor allem nationalstaatliche Vorgaben verantwortlich sind. Bei einem Vergleich der Zusammenschlüsse auf nationaler und internationaler Ebene fällt nämlich auf, dass die grenzüberschreitenden Merger und Akquisitionen, die in letzter Zeit in Europa stattfanden, mit komplexen Holdingstrukturen verbunden sind. Bei allen betrachteten grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen erfolgte keine vollständige Post Merger Integration, stattdessen operieren die übernommenen bzw. fusionierten Airlines weiterhin separat unter ihren vorherigen Markennamen.

Bei Zusammenschlüssen auf nationaler Ebene von ähnlich großen Netzwerkcarriern ist dies in der Regel nicht der Fall. So wurde bei den Fusionen und Übernahmen unter amerikanischen Fluggesellschaften stets ein Markenname zugunsten der vermeintlich stärkeren Marke aufgegeben. Zwar ist die Beibehaltung beider Marken und die getrennte Marktbearbeitung durchaus eine Option in der Konzernstrategie, allerdings scheint der grenzüberschreitende Charakter der Zusammenschlüsse in Europa diese Holdingstrukturen zu fördern oder gar zu bedingen. Tatsächlich arbeiten international tätige Fluggesellschaften in einem Netz aus komplizierten Regulierungen und Vorschriften, so dass für eine Post-Merger-Integration zwei Barrieren ausgemacht werden können. Zum einen sind dies staatliche Eigentumsvorschriften, zum anderen Stillstandserklärungen in Kaufverträgen, die die Staaten verlangen, die ihre bisherigen Staatscarrier an andere private Fluggesellschaften verkaufen.

A. Vorschriften über die Nationalitäten von Airlines

Wie bereits in Kapitel II.A.4 erwähnt ist die gegenseitige Anerkennung der nationalen Lufthoheit über dem jeweiligen Staatsgebiet eine wesentliche rechtliche

⁵³⁰ Vgl. *Manuela Jr./Rhoades* (2014).

Grundlage für den Luftverkehr, die bereits auf der Chicago-Konferenz 1944 festgelegt wurde.⁵³¹ Damit geht heute die Notwendigkeit im internationalen Luftverkehr einher, Verkehrsrechte zwischen den zuständigen Regierungen auszuhandeln. Ergebnis dieser meist bilateralen Verhandlungen sind die Luftverkehrsabkommen, die sogenannten „air service agreements“ (ASA). Waren die früheren Prädeterminationsverträge noch sehr restriktiv ausgestaltet, so sind modernere „open market-Verträge“ deutlich liberaler in Bezug auf Marktzugang und Preissetzungsfreiheit. Dennoch hat ein restriktives Element aus der Anfangszeit des internationalen Luftverkehrs in den aktuellen Verträgen überlebt. Bis heute muss eine Fluggesellschaft nachweisen können, dass sie die Nationalität des Staates besitzt, von dem sie für die von ihm ausgehandelten Luftverkehrsrechte designiert wird.⁵³²

Um solche Vorschriften zu verfügen, können die Regierungen auf drei Konzepte zurückgreifen. Erstens können sie Eigentumsvorschriften in ihren Designationskriterien festlegen. Ein Staat gestattet den im eigenen Staatsgebiet beheimateten Airlines nur dann eine Designation für nationale oder internationale Verkehrsrechte, wenn diese nachweisen können, dass sie sich im Eigentum von Inländern befinden. Nach den Deregulierungswellen in vielen nationalen Luftverkehrsmärkten ist dieses Konzept heute hauptsächlich im internationalen Verkehr relevant. Zweitens kann ein Staat nationale Investitions- oder Gründungsvorschriften einführen, wonach Fluggesellschaften im Inland nur gegründet oder gekauft werden dürfen bzw. eine Betreiberlizenz, ein sogenanntes „air operator certificate“ (AOC), erhalten, wenn sie sich im Eigentum von Inländern befinden. Der ausländische Erwerb von Unternehmensanteilen wird dann entweder limitiert oder vollständig untersagt. Drittens können Regierungen Klauseln in bilateralen Luftverkehrsabkommen vereinbaren, die es ihnen erlauben, ausländischen Fluggesellschaften, die sich nachweislich nicht im Eigentum von Inländern des jeweiligen Vertragsstaats befinden, die Verkehrsrechte zu entziehen. Üblicherweise werden von den zuständigen Regierungen mindestens zwei dieser Konzepte miteinander kombiniert, was in der Folge auch zu Interdependenzen zwischen den Konzepten führt. Verhandelt ein

⁵³¹ Vgl. *Havel* (2009), S. 99 ff.

⁵³² Vgl. *Rijke* (2012), S. 440 ff.

Staat in einem Luftverkehrsabkommen beispielsweise eine sehr einschränkende Eigentums Klausel, so wird der andere Vertragsstaat mit hoher Wahrscheinlichkeit eine entsprechend restriktive Designationspolitik betreiben.⁵³³

Speziell in den Klauseln bilateraler Luftverkehrsabkommen lassen sich mehrere Definitionen der Nationalität einer Fluggesellschaft ausmachen. Die erste Möglichkeit ist die Vorgabe substanziellen Eigentums und effektiver Kontrolle von Inländern an der jeweiligen Airline, in den englischsprachigen Luftverkehrsabkommen „substantial ownership and effective control“ (SOEC) genannt. Sie stellt die traditionelle und gleichzeitig restriktivste Definition dar. Substanzielles Eigentum wird allgemein dann angenommen, wenn Inländer die Mehrheit der Unternehmensanteile halten. Der Anteil, der sich maximal im Besitz von Ausländern befinden darf, wird damit limitiert. Dabei geben die einzelnen Staaten allerdings unterschiedliche Höchstgrenzen für Auslandsanteile vor (Tabelle 22). Obwohl lange etabliert, besteht die Notwendigkeit, Vorschriften über substanzielles Eigentum zu erlassen, faktisch erst seit der umfangreichen Deregulierung der meisten Luftverkehrsmärkte. Die Privatisierungen vieler ehemaliger staatlicher Fluggesellschaften haben in den meisten Ländern den privaten Besitz von Airlines überhaupt erst möglich gemacht. Die Definition effektiver Kontrolle über die Fluggesellschaft ist deutlich schwieriger, da sie subjektiv ist. Meist wird hier von Fall zu Fall geprüft, ob weitreichende Verfügungsrechte an den Aktiva bestehen und in welchem Ausmaß von den ausländischen Anteilseignern Einfluss auf die Geschäftsführung genommen werden kann.⁵³⁴

⁵³³ Vgl. *World Trade Organization* (2007), S. 405 ff.

⁵³⁴ Vgl. *Lelieur* (2003), S. 3 ff.

Tabelle 22: Internationale Höchstgrenzen für ausländische Eigentumsanteile an nationalen Fluggesellschaften 2009

Land / Staaten-gemeinschaft	Höchstgrenze für ausl. Eigentumsanteile
Australien	49 % für international operierende Airlines (25 % für einzelne Aktionäre); 100 % für ausschließlich national operierende Airlines
Kanada	25 %
China	35 %
Chile	100 %, solange sich der Unternehmenssitz in Chile befindet
Indien	49 %, ausgenommen ausl. Fluggesellschaften
Europäische Union	49 %, gilt nur für Nicht-EU Bürger
Japan	33,33 %
Südkorea	49 %
Malaysia	45 %
Neuseeland	49 % für international operierende Airlines; 100 % für ausschließlich national operierende Airlines
Singapur	27,51 %
Taiwan	33,33 %
Thailand	30 %
USA	25 %; ein Drittel des Aufsichtsrates und der Aufsichtsratsvorsitzende müssen US-Bürger sein

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Odoni* (2009), S. 28.

Zweitens lässt sich neben nationalen Eigentumsvorschriften die Definition der Nationalität auch anhand des Unternehmenssitzes festmachen. In den entsprechenden Luftverkehrsabkommen ist dabei vom „principal place of business“ (PPOB) die Rede. Der Unternehmenssitz befindet sich im Allgemeinen dann im Inland, wenn die Airline in einer nationalen Rechtsform geführt und im nationalen Handelsregister eingetragen ist, ein deutlicher Anteil des Anlagevermögens im Inland investiert wurde, die Flotte im Inland registriert ist, ein überwiegender Teil der wirtschaftlichen Tätigkeit im Inland stattfindet, nationale Einkommens- bzw. Körperschaftsteuern abgeführt werden oder der Großteil des Personals aus dem Inland rekrutiert wird.⁵³⁵

⁵³⁵ Vgl. *International Civil Aviation Organization* (2008), S. A4-4.

Drittens kann bei der Definition der Nationalität einer Airline auch eine Orientierung an den relevanten ökonomischen oder technischen Regulierungs- und Lizenzierungsverantwortungen erfolgen. Eine Fluggesellschaft besitzt somit die Nationalität des Landes, das die regulative Kontrolle ausübt, auch „effective regulatory control“ (ERC) genannt. Hat eine nationale Behörde einer Fluggesellschaft ein AOC ausgestellt und hat die Airline dafür nationale Vorgaben wie z. B. finanzielle Mindestanforderungen, Wahrung öffentlicher Verkehrsinteressen oder Sicherheitsstandards erfüllt, so kann sie als inländisch angesehen werden.⁵³⁶

In der Europäischen Union wurde 1993 mit Inkrafttreten des dritten Liberalisierungspaketes ein einheitlicher Luftverkehrsmarkt geschaffen. Europa wurde damit zu einer sogenannten „common aviation area“, was auch Auswirkungen auf die Vorschriften zur Nationalität der Airlines hatte. Seither berechtigen europäische AOCs zur Durchführung des Luftverkehrs innerhalb der gesamten EU, unabhängig davon, welches Land diese Lizenzen ausgestellt hat. Seit 1997 ist zudem die EU-interne Kabinage, d. h. die Bedienung binnenländischer Strecken durch ausländische Carrier, freigegeben. EU-Airlines sind nicht mehr an die Nationalität ihres Heimatlandes gebunden, sondern müssen lediglich nachweisen, dass ihre Besitzanteile mehrheitlich bei Inländern der EU liegen. Diese Vorschrift über die „community of interest“ (COI) verliert allerdings ihren freiheitlichen Effekt im Verkehr mit Drittstaaten. Auf Strecken zu Ländern außerhalb der EU sind immer noch die bilateral ausgehandelten Luftverkehrsabkommen bindend. Europäische Airlines müssen sich, wenn sie Verkehre in diese Drittstaaten anbieten möchten, weiterhin an die jeweiligen, meist sehr restriktiven, Nationalitäten- bzw. Eigentumsvorschriften halten.⁵³⁷

Dieses Problem hat die EU-Kommission 1998 erkannt und reichte im Zusammenhang mit Verhandlungen über ein neues liberaleres Luftverkehrsabkommen mit den USA Beschwerde beim Europäischen Gerichtshof (EuGH) gegen die EU-Mitgliedsstaaten ein, die bisher Eigentumsvorschriften in ihren Abkommen mit den USA festgelegt hatten. Nach Ansicht der EU-Kommission begünstigen nationale Eigentumsklauseln die Fragmentierung des gemeinsamen Luftverkehrsmarktes,

⁵³⁶ Vgl. *International Civil Aviation Organization* (2008), S. A4-5.

⁵³⁷ Vgl. *Doganis* (2010), S. 53 ff.

und die EU-Kommission habe die alleinige Kompetenz zur Verhandlung von Luftverkehrsabkommen. Im November 2002 urteilte der EuGH gegen acht EU-Mitgliedsstaaten und befand, dass nationale Eigentümerklauseln in bilateralen Luftverkehrsverträgen direkt und potenziell ausländische EU-Airlines diskriminieren und somit nicht mit dem EU-Binnenmarkt vereinbar sind. Speziell verstoßen sie gegen Artikel 43 des Vertrags über die Europäische Union, der die Niederlassungsfreiheit für europäische Unternehmen innerhalb Europas enthält. Enthalten ASAs nationale Eigentums klauseln, so kann beispielsweise eine Fluggesellschaft, die sich in britischem Eigentum befindet, nicht französische Verkehrsrechte für Strecken von Paris in Drittstaaten außerhalb der EU in Anspruch nehmen. Hingegen widersprach der EuGH der Auffassung der EU-Kommission über die Kompetenz zur Verhandlung bilateraler Luftverkehrsabkommen. EU-Mitgliedsstaaten haben durchaus das Recht zum Abschluss solcher Verträge, solange sie keine vorher festgelegten Kompetenzen der EU-Kommission berühren, darunter fallen z. B. Preisvorschriften oder Vorschriften über die Nutzung und den Zugang zu Computerreservierungssystemen. Folglich erachtete der EuGH die bis dato geschlossenen bilateralen Luftverkehrsabkommen nicht als ungültig, dennoch zwang er die betroffenen Mitgliedsstaaten dazu, die Verträge in Einklang mit geltendem EU-Recht zu bringen. Die Nationalitätenklauseln mussten demnach durch Gemeinschaftsklauseln im Sinne einer „community of interest“ ersetzt werden.⁵³⁸

Den EU-Mitgliedsstaaten boten sich nach dem EuGH-Urteil zwei Möglichkeiten zur Modifizierung ihrer Luftverkehrsabkommen. Einerseits bestand die Möglichkeit, durch eigene Verhandlungen mit Drittstaaten die Luftverkehrsabkommen zu ändern bzw. zu ergänzen, andererseits konnten sie der EU-Kommission ein Mandat ausstellen, die damit im Auftrag der betroffenen EU-Mitgliedsstaaten mit den jeweiligen Drittstaaten Zusatzabkommen schloss. Diese Zusatzabkommen erklärten die vorherigen Nationalitätenklauseln für unwirksam und etablierten stattdessen Gemeinschaftsklauseln.⁵³⁹ Bis Februar 2014 wurden 278 Luftverkehrsabkommen bilateral modifiziert und 744 durch sogenannte horizontale Vereinbarungen mit der EU-Kommission ergänzt. Insgesamt 119 Drittstaaten akzeptieren heute den Nach-

⁵³⁸ Vgl. *Chang/Williams/Hsu* (2004), S 165 f. sowie *Fritzsche* (2007), S. 205 ff.

⁵³⁹ Vgl. *Europäische Kommission* (2010c).

weis über das Gemeinschaftseigentum der betroffenen europäischen Fluggesellschaften. Allerdings halten einige Verhandlungen mit für den internationalen Luftverkehr bedeutsamen Staaten noch an. Länder wie z. B. China, Russland, Ägypten oder Tunesien weigern sich bisher, die Gemeinschaftsklauseln zu akzeptieren.⁵⁴⁰ Folglich sind die Nationalitätenklauseln für Carrier, die Luftverkehrsverbindungen in diese Länder aufrechterhalten wollen, immer noch bindend und wirken einer möglichen Marktkonsolidierung in Europa entgegen.

B. Stillstandsvereinbarungen mit Verkäuferstaaten

Neben den Nationalitäten- bzw. Eigentumsvorschriften in bilateralen Luftverkehrsabkommen verhindern auch Stillstandsvereinbarungen zwischen Regierungen, die ihre ehemalige Staatsairline verkaufen, und den jeweiligen Käuferairlines eine vollständige Integration zweier Fluggesellschaften nach einem Zusammenschluss. Die Regierungen geben in den Kaufverträgen Bedingungen vor, die nach der Übernahme und der damit einhergehenden Privatisierung von der Käuferairline einzuhalten sind. Dies betrifft üblicherweise den Erhalt der Drehkreuze und Firmensitze im Inland sowie die Fortführung der Fluggesellschaft unter bisherigem Markennamen und schließt in manchen Fällen auch die Vorschrift über die Beibehaltung bestimmter Strecken mit ein.

Solche Stillstandsvereinbarungen lassen sich im Zusammenhang mit nahezu allen untersuchten Zusammenschlüssen größerer Netzwerkcarrier in Europa beobachten, wobei die genauen Vertragsinhalte mehr oder weniger offen publiziert werden. Im Zuge des Zusammenschlusses von Air France und KLM sicherte die neu entstandene Air France-KLM Group dem niederländischen Staat zu, dass man die KLM als Tochterunternehmen unter bisheriger Marke und AOC weiter betreibt und die Qualität des KLM-Streckennetzwerks ab Amsterdam Schiphol beibehält, woran von Seiten der Niederlande ein öffentliches Interesse besteht.⁵⁴¹

Ähnliche Vereinbarungen finden sich beim Zusammenschluss von der Deutschen Lufthansa mit Austrian Airlines. Im Zuge des Verkaufs von Austrian Airlines wurde zwischen der Deutschen Lufthansa und dem österreichischen Staat die Vereinbarung getroffen, die Marke „Austrian“ beizubehalten, den Unternehmenssitz in

⁵⁴⁰ Vgl. *Europäische Kommission* (2014).

⁵⁴¹ Vgl. *Air France-KLM Group* (2012), S. 281.

Wien zu belassen, für eine bestmögliche Erhaltung österreichischer Arbeitsplätze zu sorgen und ab dem Drehkreuz in Wien ein „angemessenes Streckennetz“⁵⁴² aufrechtzuhalten. Dabei ist die Vorgabe des zu erhaltenden Streckennetzes nicht konkret formuliert, sondern soll auf einer „best-effort-Basis“ gewährleistet werden.⁵⁴³ Im Rahmen der Übernahme der Swiss durch die Deutsche Lufthansa sind konkrete Vorgaben der Schweizer Eidgenossenschaft nicht publik geworden. Allerdings werden auch in diesem Fall nationalstaatliche Interessen nach der Übernahme weiterhin verfolgt. Der Schweiz gelingt dies über die Swiss Luftfahrtstiftung, die überwiegend aus Mitgliedern mit schweizerischer Nationalität besteht. Sie wurde zum Zwecke der angemessenen Beachtung schweizerischer Interessen installiert und um die Eigenständigkeit der Swiss zu überwachen. Zwar kann die Swiss Luftfahrtstiftung einen Aufsichtsrat der Deutschen Lufthansa und zwei Verwaltungsräte der Swiss vorschlagen, ob darüber hinaus aber Sanktionsmöglichkeiten bei einem eventuellen aus Sicht der Schweiz unerwünschten Verhalten des Lufthansa-Managements bestehen, ist nicht bekannt.⁵⁴⁴

Im Zuge des Mergers von British Airways und Iberia wurde eine andere Herangehensweise zur Gewährleistung der nationalen Strukturen der beiden Airlines gewählt. Hier wurde ein Vertrag zwischen den fusionierenden Parteien geschlossen. Die IAG, British Airways, Iberia Operadora sowie die Iberia Holding vereinbarten ein sogenanntes „Assurance Agreement“, das eigene Interessen und die der jeweiligen Anspruchsgruppen absichert. Die Inhalte dieser Abkommen sind denen der vorherigen Stillstandsverträgen sehr ähnlich. Es werden die Weiterführung beider Marken und der Drehkreuze festgelegt sowie die Fortführung beider Airlines unter den jeweiligen AOCs. Weiter soll die spätere Entwicklung eines der beiden Drehkreuze nicht zu Lasten des anderen erfolgen, und die jeweiligen Slots sollen im gemeinsamen Interesse erhalten werden. Bricht eine Partei diese Vereinbarung und wird dies von anderer Seite moniert, so wird ein Komitee zur Verhandlung und Problemlösung eingerichtet. In Abhängigkeit davon, ob es sich um Angelegenheiten der Iberia Operadora, British Airways oder der IAG handelt, werden die Mitglieder dieses Komitees zusammengestellt. Im ersten Fall ist ein Mitglied von der nationalen spanischen Gesellschaft zu bestimmen und im zweiten Fall vom UK

⁵⁴² Europäische Kommission (2009), S. 11.

⁵⁴³ Vgl. Europäische Kommission (2009), S. 9 ff.

⁵⁴⁴ Vgl. Swiss Luftfahrtstiftung (o.J.).

Trust. Handelt es sich um Angelegenheiten der IAG, so dürfen sowohl die nationale spanische Gesellschaft als auch der UK Trust jeweils ein Mitglied benennen.⁵⁴⁵ Inwieweit der spanische bzw. britische Staat über die beiden Gesellschaften und ihre Komiteemitglieder Einfluss auf die Verhandlungen nehmen kann, ist nicht klar. Allerdings lässt der Inhalt des „Assurance Agreements“ und die Regelungen zur Befolgung dieser Vereinbarungen die Vermutung aufkommen, dass auch hier die Wahrung staatlicher Interessen, nämlich die Beibehaltung des nationalen Charakters beider Airlines, ein wesentliches Ziel ist.

C. Analyse des Regulierungsrahmens

1. Formen staatlicher Regulierung

Eine Marktstruktur ohne interventionistische Maßnahmen des Staates ist in vielen Volkswirtschaften nicht vorstellbar. Staatliche Eingriffe erfolgen meist auf drei Ebenen. Erstens besteht in staatlicher Herstellung ein Markteingriff mit der höchsten Intensität. Hierbei tritt der Staat als Produzent von Gütern und Dienstleistungen auf, was aber im Luftverkehr mit zunehmender Privatisierung staatlicher Fluggesellschaften an Relevanz verliert. Zweitens kann der Staat die Bereitstellung von Gütern und Dienstleistungen übernehmen. Diese werden dann von privaten Unternehmen im staatlichen Auftrag hergestellt. Im Luftverkehr werden in diesem Kontext von öffentlicher Hand gemeinwirtschaftliche Verkehre ausgeschrieben und im Rahmen sogenannter „public service obligations“ (PSO) von privaten Airlines betrieben. Drittens ist es dem Staat möglich, die Leistungserstellung privater Unternehmen auf sonst freien Wettbewerbsmärkten ex ante durch Vorschriften oder ex post durch Korrekturen zu regulieren.⁵⁴⁶ Ein Ordnungsrahmen zur Regulierung der Marktprozesse und -ergebnisse hat im Luftverkehr schon immer bestanden und ist z. B. in Bezug auf Sicherheitsvorschriften auch durchaus zweckmäßig.⁵⁴⁷

2. Normativ-theoretische Begründung

Der im vorherigen Abschnitt beschriebene Regulierungsrahmen weist Eigenschaften aller drei Eingriffsformen auf. Zwar werden Flag-carrier durch den Verkauf an Private materiell privatisiert, allerdings wird durch die Beibehaltung der bisherigen Markennamen und des Corporate Designs weiterhin ein öffentlicher Charakter der

⁵⁴⁵ Vgl. *International Airlines Group* (2010), S. 127 ff.

⁵⁴⁶ Vgl. *Ewers/Rodi* (1995), S. 21 ff.

⁵⁴⁷ Vgl. *Aberle* (2009), S. 99.

Airline suggeriert. Zudem konservieren Stillstandsverträge gewisse Drehkreuzfunktionen und auch Flugstrecken aus einem Gemeinwohlinteresse heraus. Ferner werden nach einem Zusammenschluss betriebliche Handlungsfreiheiten beschränkt. Inwiefern diese verkehrsträgerspezifische Regulierung ökonomisch sinnvoll ist, lässt sich normativ-theoretisch durch eine Analyse potentiellen Marktversagens überprüfen.⁵⁴⁸ Dabei wird zwischen distributivem und allokativem Marktversagen unterschieden.

Distributives Marktversagen liegt vor, wenn das Ergebnis allokativ effizienter Märkte, hauptsächlich die Verteilung der Güter und Dienstleistungen, nicht den gesellschaftlichen Vorstellungen entspricht.⁵⁴⁹ Eine Rechtfertigung distributiver Markteingriffe liefert *Rawls*, der hierfür einen hypothetischen gesellschaftlichen Urzustand entwirft, in dem die Individuen zwar gesellschaftliche und wirtschaftliche Zusammenhänge kennen, nicht aber ihre eigene relative Position innerhalb der Gesellschaft. Dieser „Schleier des Nichtwissens“ verhindert, dass gesellschaftliche und wirtschaftliche Gegebenheiten zum persönlichen Vorteil ausgenutzt werden und sorgt dafür, dass sich die individuellen mit den gesamtgesellschaftlichen Fairness- und Gerechtigkeitsvorstellungen decken. Es wird demnach ein Gesellschaftsvertrag geschlossen, dessen Gerechtigkeitsvorstellungen dem aufgeklärten Selbstinteresse der Gesellschaftsmitglieder entstammen.⁵⁵⁰ Angesichts der heutigen Globalisierung ist anzunehmen, dass sich die Mitglieder einer modernen Gesellschaft mit hoher Wahrscheinlichkeit für die notfalls staatliche Gewährleistung eines Mindestmaßes an Mobilität aussprechen werden.⁵⁵¹ Der Staat erhält dadurch die Aufgabe der Daseinsvorsorge.⁵⁵² Daseinsvorsorgeargumente lassen sich jedoch allenfalls für die staatliche Bereitstellung der Flugsicherung und für einzelne Bereiche der nationalen Flughafeninfrastruktur anführen. Eine logische Begründung für die hier diskutierten Vorschriften bei Fusionen und Übernahmen von Airlines gibt es nicht.

⁵⁴⁸ Vgl. *Aberle* (2009), S. 99.

⁵⁴⁹ Vgl. *Peistrup* (2010), S. 102.

⁵⁵⁰ Vgl. *Rawls* (1999).

⁵⁵¹ Vgl. *Armbrecht/Hartwig* (2005), S. 272.

⁵⁵² Vgl. *Peistrup* (2010), S. 102.

Vom distributiven Marktversagen unterscheidet sich allokatives Marktversagen dadurch, dass die betreffenden Märkte nicht in der Lage sind, für statische und dynamische Effizienz zu sorgen. Gegenüber effizienten Märkten kommt es zu Wohlfahrtseinbußen. Ursache für solche Ineffizienzen sind Kollektivgüter, externe Effekte, natürliche Monopole und Informationsmängel.⁵⁵³ Inwieweit sie Relevanz für Zusammenschlüsse im Luftverkehr besitzen, wird im Weiteren betrachtet.

a) *Kollektivguteigenschaften*

Kollektivgüter liegen vor, wenn auf einem Markt kein Nachfrager vom Konsum des Gutes ausgeschlossen werden kann. Das Ausschlussprinzip, das mit privatrechtlichen Mitteln nichtzahlende Individuen vom Konsum abhält, ist bei solchen Gütern nicht möglich und führt zu Trittbrettfahrerverhalten. Aus dem Versagen des Ausschlussprinzips folgt, dass bei Vorliegen eines Kollektivgutes ein privates Angebot nicht zustande kommt und der Staat für ein Angebot mit den betreffenden Gütern sorgen muss.⁵⁵⁴

Im Luftverkehr lässt sich feststellen, dass sowohl das Ausschlussprinzip als auch Rivalität im Konsum vorliegen. Nachfragern, die nicht bereit sind, einen entsprechenden Preis für ein Flugticket zu zahlen, wird spätestens beim Boarden des Flugzeuges der Zutritt verwehrt, sie können daher problemlos vom Konsum der Dienstleistung ausgeschlossen werden. Gleichzeitig kann ein angebotener Sitz auf einer bestimmten Flugreise nur einmal verkauft werden und ist danach für andere Kunden nicht mehr verfügbar. Der Konsumnutzen eines Flugpassagiers wird darüber hinaus schon vor Erreichen der Kapazitätsgrenze durch den Konsum anderer negativ beeinträchtigt, da er mit Anstieg der Auslastung eine Abnahme der Servicequalität verspürt.⁵⁵⁵ Bei Flugreisen handelt es sich folglich um Dienstleistungen, die privaten Gütern entsprechen und die keinerlei Regulierung des Staates aufgrund von Kollektivguteigenschaften implizieren.

Ein weiteres Argument für die Regulierung kann in der Kollektivguteigenschaft von nationaler Sicherheit gesehen werden. Oft wird ausländischen Fluggesellschaften eine geringere Flugsicherheit unterstellt als inländischen Airlines. Internationale Sicherheitsstandards im Luftverkehr sorgen allerdings für ein allgemein hohes

⁵⁵³ Vgl. *Berg/Cassel/Hartwig* (2003), S. 193 ff. sowie *Luckenbach* (2000), S. 135 f.

⁵⁵⁴ Vgl. *Musgrave/Musgrave/Kullmer* (1975), S. 54 ff.

⁵⁵⁵ Vgl. *Baltagi/Griffin/Vadali* (1998).

Niveau an Flugsicherheit. Zudem überfliegen täglich ausländische Airlines im Rahmen existierender bilateraler Luftverkehrsabkommen eine Vielzahl nationaler Hoheitsgebiete. Weiterhin wird in einigen Staaten die Existenz einer inländischen Luftverkehrsindustrie als relevant für die nationale Sicherheit erachtet. Hier will man nicht auf inländische Flugzeugflotten für den Transport in Kriegs- oder Krisensituationen verzichten.⁵⁵⁶ Als Beispiel hierfür lässt sich das „Civil Reserve Air Fleet“-Programm (CRAF) der US-Regierung heranziehen. Nach dem CRAF kann das US-amerikanische Verteidigungsministerium Flugzeuge, die in den USA registriert sind, im Notfall einziehen und zu militärischen Zwecken nutzen. Als Kompensation sind die US-Verwaltungsbehörden im sogenannten „Fly America“-Programm angehalten, Flugreisen ausschließlich bei inländischen Airlines oder deren ausländischen Kooperationspartnern zu buchen.⁵⁵⁷ Inwieweit eine Abschaffung des CRAF tatsächlich die nationale Sicherheit der USA beeinträchtigen würde, bleibt fraglich, zumal andere juristische Möglichkeiten für Zugriffe auf Flugzeugflotten bestehen und ein ähnliches Programm in der Seeschifffahrt nur sehr zurückhaltend verfolgt wird.⁵⁵⁸

b) Externe Effekte

Ein externer Effekt liegt vor, wenn die Nutzenfunktion eines Akteurs Variablen enthält, die ausschließlich durch andere Akteure bestimmt werden. Die Produktion bzw. der Konsum eines ersten Akteurs bewirkt so direkt eine Nutzen- oder eine Kostenveränderung bei anderen Wirtschaftssubjekten, ohne dass das vom ersten Akteur intendiert ist.⁵⁵⁹ Aus ökonomischer Sicht wird demnach von den mit negativen externen Effekten verbundenen Gütern zu viel und von Gütern mit positiven externen Effekten zu wenig produziert bzw. konsumiert. Dies führt zu Marktversagen und rechtfertigt einen Markteingriff zur Internalisierung der externen Kosten bzw. externen Nutzen durch den Staat.⁵⁶⁰

Der Luftverkehr weist zwar keine positiven externe Effekte auf, generiert aber negative externe Effekte, die sich in drei Kategorien einteilen lassen. Erstens bewirkt die Leistungserstellung der Fluggesellschaften direkte externe Kosten in Form von

⁵⁵⁶ Vgl. *van Fenema* (2002), S. 8.

⁵⁵⁷ Vgl. *U.S. General Accounting Office* (1992), S. 50 ff.

⁵⁵⁸ Vgl. *Lelieur* (2003), S. 86 ff.

⁵⁵⁹ Vgl. *Baumol/Oates* (1988), S. 17, *Mishan* (1971), S. 2 f, sowie *Buchanan/Stubblebine* (1962), S. 372.

⁵⁶⁰ Vgl. *Luckenbach* (2000), S. 148 ff.

Boden- und Luftverschmutzung, Lärm, Staukosten und gewisse Anteile von Unfallrisikokosten. Zweitens kommt es durch den Luftverkehr indirekt auf vor- und nachgelagerten Wertschöpfungsstufen zu externen Kosten durch Umweltverschmutzungen aufgrund der Produktion von Flugzeugen und Kerosin, der Entsorgung von Flugzeugen sowie durch diverse Abfälle der Flughäfen. Drittens bewirkt auch die Luftverkehrsinfrastruktur externe Kosten durch Landschaftsverbrauch, Bodenversiegelung, Änderungen von Flussläufen und allgemeine Belastungen des Ökosystems.⁵⁶¹

Die dargelegten Beschränkungen von Zusammenschlüssen, die in diesem Zusammenhang als staatliche Ge- bzw. Verbote einzuordnen sind, setzen allerdings nicht an den emittierten externen Effekten an und sind demnach nicht dazu geeignet, diese zu internalisieren. Im Gegenteil, durch Beschränkungen von Übernahmen und Fusionen werden Integrationsaktivitäten und damit Restrukturierungs- und Optimierungsprozesse verhindert. Potentielle Effizienzsteigerungen werden vermieden und eine Reduktion der externen Effekte kann in keiner der drei Kostenkategorien stattfinden. Der weniger effiziente Status quo bleibt damit erhalten. Andere Internalisierungsverfahren, wie z. B. nach Lärmemissionen gestaffelte Landeentgelte, die zum Teil schon auf den Luftverkehr angewendet werden, sind in diesem Zusammenhang deutlich zielführender.⁵⁶² Externe Effekte des Luftverkehrs rechtfertigen so zwar ein Eingreifen des Staates, allerdings zeigen sich Beschränkungen von Übernahmen als ineffektiv und sind prinzipiell kontraproduktiv.

c) *Natürliche Monopole*

Im Falle subadditiver Kostenstrukturen in der Produktion kann es dazu kommen, dass der bis dahin größte Anbieter alle anderen Konkurrenten vom Markt verdrängt und eine Monopolstellung erreicht. Subadditive Kostenstrukturen liegen dann vor, wenn Größenvorteile in der Produktion zu sinkenden Durchschnittskosten führen und im relevanten Bereich der Nachfrage zudem die Grenzkosten unterhalb der Durchschnittskosten liegen. Die aus dem Monopol resultierende Marktmacht führt dann, sofern sie nicht diszipliniert werden kann, zu Wohlfahrtseinbußen und damit zu Marktversagen.⁵⁶³

⁵⁶¹ Vgl. Schipper/Rietveld/Nijkamp (2001), S. 171 f.

⁵⁶² Vgl. Aberle (2009), S. 578 ff.

⁵⁶³ Vgl. Baumol/Panzar/Willig (1982), S. 169 ff. sowie Berg/Cassel/Hartwig (2003), S. 199 f.

Im Luftverkehr ist nicht eindeutig erwiesen, ob Größenvorteile bestehen. In Bezug auf Flotten- und Netzwerkgrößen der Airlines wird die Existenz subadditiver Kostenstrukturen in der Literatur tendenziell bezweifelt.⁵⁶⁴ Durch nationale Eigentumsvorschriften wird externes Wachstum der Airlines über nationalstaatliche bzw. staatengemeinschaftliche Grenzen hinweg unterbunden. Gleichzeitig verhindern sie auch grenzüberschreitendes organisches Wachstum, was ebenfalls Größenvorteile durch eventuell bestehende Subadditivität der Kosten unterbindet. Davon unberührt bleibt allerdings externes und organisches Wachstum innerhalb dieser Grenzen, was weiter zu lokalen oder regionalen Gebietsmonopolen führen kann. In der Vergangenheit ist es auf nationaler Ebene bereits zu Fällen von Marktmachtmissbrauch gekommen. So bot die Deutsche Lufthansa 2002 auf der Strecke Frankfurt-Berlin Flugpreise an, die unterhalb ihrer Durchschnittskosten lagen. Aus Sicht des Bundeskartellamts begründete diese Preispolitik den Verdacht, dass die Lufthansa als ehemaliger Monopolist auf der betroffenen Strecke beabsichtigte, die Germania Fluggesellschaft mbH, die erst ein Jahr zuvor auf dieser Route als Konkurrent aktiv wurde, aus dem Markt zu drängen. Die Lufthansa wurde dementsprechend vom Bundeskartellamt abgemahnt.⁵⁶⁵

Die dargestellten Stillstandsvereinbarungen gestatten zwar grenzüberschreitende Zusammenschlüsse, limitieren aber die Integration beider Fluggesellschaften und demnach mit hoher Wahrscheinlichkeit auch den Umfang der zu realisierenden Größenvorteile.⁵⁶⁶ Ein gemeinsames Preissetzungsverhalten der zusammengesetzten Fluggesellschaften und damit ein Missbrauch von Marktmacht kann hierdurch allerdings nicht verhindert werden. So wurden z. B. 2010 elf Fluggesellschaften von der EU-Kommission zu insgesamt 799,5 Mio. € Geldbuße wegen illegaler Preisabsprachen verurteilt. Hierbei ging es insbesondere um abgesprochene Kerosin- und Sicherheitszuschläge auf die Ticketpreise.⁵⁶⁷

Weiterhin existiert neben der beschriebenen Regulierung bereits seit langem eine allgemeine Regulierung von Unternehmenszusammenschlüssen in Europa. Die aktuelle Fassung der EG-Fusionskontrollverordnung von 2004 folgt dem „more eco-

⁵⁶⁴ Vgl. Holloway (2008), S. 339.

⁵⁶⁵ Vgl. Bundeskartellamt (2002).

⁵⁶⁶ Vgl. Booz Allen Hamilton (2007), S. 173.

⁵⁶⁷ Vgl. Die Welt (2010).

conomic approach“, einem modernen Ansatz der Wettbewerbspolitik, der eine stärkere ökonomische Fundierung vorsieht. Diese kommt auch bei Zusammenschlüssen im Luftverkehr zur Anwendung und dient zur Bewertung und zur anschließenden Genehmigung, Untersagung oder zur Genehmigung unter Auflagen.⁵⁶⁸ Die Leitlinien zu dieser Verordnung sehen vor, dass die Bewertung eines Zusammenschlusses auf Grundlage einer sachlichen und räumlichen Abgrenzung des relevanten Marktes und einer wettbewerblichen Würdigung erfolgen soll.⁵⁶⁹ Bei Zusammenschlüssen im Luftverkehr kam es durch die Europäische Kommission bei der räumlichen Marktabgrenzung zu einer Abkehr von der alleinigen Betrachtung einzelner Städteverbindungen. Stattdessen werden heute verstärkt gesamte Netzwerkeffekte berücksichtigt. So kann ein Zusammenschluss zweier Fluggesellschaften an einem Flughafen zu einer starken Marktkonzentration führen. Sollten die Konsumenten allerdings die Möglichkeit haben, in der gleichen Region an anderen Flughäfen ein ähnliches Flugangebot eines Konkurrenten zu nutzen, so wirkt dieser Systemwettbewerb der beiden Netzwerke disziplinierend.⁵⁷⁰ Bei der sachlichen Marktabgrenzung werden auch andere Substitute berücksichtigt. Der intermodale Wettbewerb, insbesondere die Konkurrenz durch den Hochgeschwindigkeitsverkehr der Eisenbahn (HGV), ist hierbei von Relevanz. Speziell die modernen, grenzüberschreitenden Verbindungen wie Thalys oder Eurostar können die Marktmacht durch Airline-Zusammenschlüssen abmildern.⁵⁷¹

Wie die moderne Industrie- und Wettbewerbsökonomik zeigt, können Fusionen und Übernahmen zu Effizienz- und Wohlfahrtsgewinnen führen, die größer sind als die Wohlfahrtsverluste, die durch die fusionsbedingten Wettbewerbsbeeinträchtigungen entstehen. Im Sinne der EG-Fusionskontrollverordnung und des „more economic approach“ können daher solche Effizienzgewinne ein Ausgleichsfaktor für wachsende Marktmacht des fusionierten Unternehmens darstellen.⁵⁷² Dieser Ansatz geht auf *Williamson* zurück und wägt produktive Effizienz und allokativen Ineffizienz gegeneinander ab. In der Ausgangssituation (Abbildung 28) kommt es durch eine Fusion bzw. eine Übernahme zu einer Veränderung der Wettbewerbssituation,

⁵⁶⁸ Siehe Verordnung (EG) Nr. 139/2004 vom 20. Januar 2004.

⁵⁶⁹ Vgl. *Europäische Union* (2004), S. 6.

⁵⁷⁰ Vgl. *Nemeth/Niemeier* (2012), S. 48 f.

⁵⁷¹ Vgl. *Nemeth/Niemeier* (2012), S. 49.

⁵⁷² Vgl. *Christiansen* (2006), S. 6 sowie *Schwalbe/Zimmer* (2011), S. 420 ff.

von einem Polypol, in dem alle Anbieter zusammen die Menge Q_1 zum Wettbewerbspreis P_1 anbieten, hin zu einem Monopol, das den angebotenen Preis P_2 anhebt, wodurch die abgesetzte Menge auf Q_2 sinkt. Hierdurch entsteht ein Wohlfahrtsverlust durch entgangene Konsumentenrente in Höhe der Fläche A. Durch seinen größeren Marktanteil, der das gesamte Angebot umfasst, kann der Monopolist Größenvorteile realisieren und die Durchschnittskosten seiner Produktion von DK_1 auf DK_2 reduzieren. Die durch Kosteneinsparung realisierte Produzentenrente entspricht der Fläche B. Da die gesamte Wohlfahrt aus der Summe von Konsumenten- und Produzentenrente besteht, steigt die soziale Wohlfahrt. Daher kann es gesamtwirtschaftlich vorteilhaft sein, Konzentrationsprozesse im Markt zuzulassen, sofern der durch Effizienzsteigerungen realisierte Zuwachs der Produzentenrente, den Verlust an Konsumentenrente überkompensiert.⁵⁷³

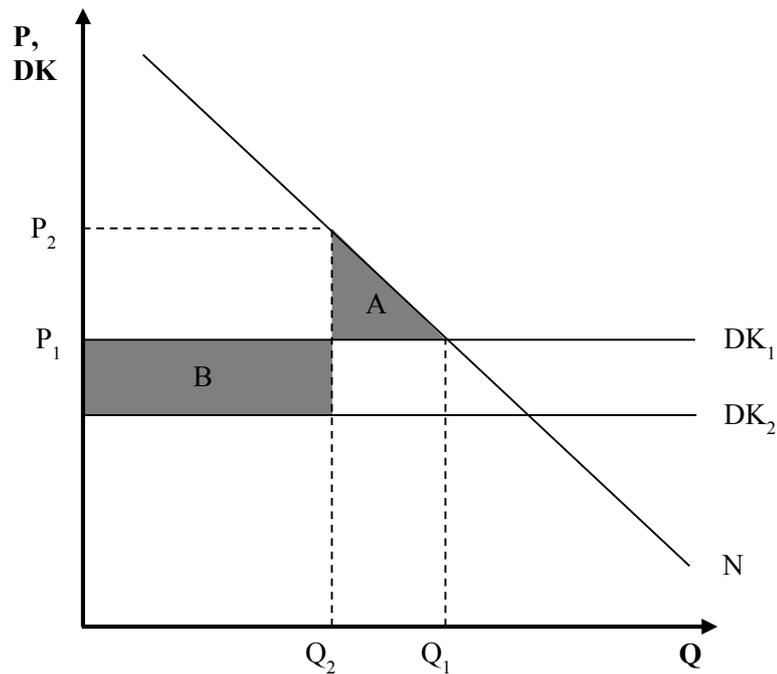
Die Bewertung dieses Sachverhalts durch Fusionskontrollbehörden ist allerdings stark davon abhängig, welcher Wohlfahrtsstandard für die Entscheidungen der jeweiligen Behörde maßgebend ist. Während sich die US-amerikanische Wettbewerbspolitik an der Gesamtwohlfahrt orientiert, ist für die europäische Fusionskontrolle die Konsumentenrente ausschlaggebend.⁵⁷⁴ Die Fokussierung auf die Verbraucherwohlfahrt scheint demnach auch der Grund für die zurückhaltendere Berücksichtigung von Effizienzgewinnen bei europäischen Fusionskontrollverfahren zu sein.⁵⁷⁵

⁵⁷³ Vgl. *Williamson* (1968).

⁵⁷⁴ Vgl. *Schwalbe/Zimmer* (2011), S. 438 ff.

⁵⁷⁵ Vgl. *Schwalbe/Zimmer* (2011), S. 430 ff.

Abbildung 28: Williamson trade-off



Quelle: *Williamson* (1968), S. 21.

Eine Realisierung von Größenvorteilen und die damit verbundene Steigerung der Gesamtwohlfahrt sind im Luftverkehr unter der derzeitigen Regulierung grenzüberschreitender Zusammenschlüsse nur schwer möglich. Entweder werden dadurch Zusammenschlüsse blockiert oder die Hürden für eine vollständige Integration zweier Airlines lassen ein Ausschöpfen sämtlicher Kosteneinsparpotentiale nicht zu.⁵⁷⁶

Staatliche Regulierung bei grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen von Airlines verhindert aber nicht nur mögliche Effizienzgewinne, sie behindert auch die Kontrolle von Marktmacht auf den nationalen Märkten durch potenzielle Konkurrenz. Diese entsteht, wenn hohe Monopolgewinne neue Konkurrenten anlocken könnten. Sie disziplinieren durch ihren potenziellen Neueintritt die marktmächtigen Etablierten und verhindern die Ausnutzung der Marktmacht.⁵⁷⁷

Um diese Bestreitbarkeit des Marktes zu gewährleisten, kann wirtschaftspolitisch ein Abbau von Markteintritts- und Marktaustrittsbarrieren erforderlich werden.⁵⁷⁸

⁵⁷⁶ Vgl. *Booz Allen Hamilton* (2007), S. 173.

⁵⁷⁷ Vgl. *Baumol/Panzar/Willig* (1982), S. 360 f.

⁵⁷⁸ Vgl. *Baumol/Panzar/Willig* (1982), S. 360 f.

Nun wurde zwar bereits festgestellt, dass im Luftverkehr die Markteintrittsbarrieren im Allgemeinen niedrig sind.⁵⁷⁹ Dies gilt jedoch nur für die Betrachtung auf nationaler oder staatsgemeinschaftlicher Ebene. Im internationalen Kontext stellen Eigentumsvorschriften eine signifikante Markteintrittsbarriere dar. Fluggesellschaften ist es nicht möglich, im Ausland eine Tochtergesellschaft zu betreiben, was die etablierten Airlines im betreffenden Ausland vor potentielltem Wettbewerb schützt. In diesem Zusammenhang wirkt die dargestellte Regulierung der Verhinderung von Marktmacht entgegen.

Insgesamt lässt sich generell bezweifeln, dass Subadditivität im Luftverkehr vorliegt. Geht man dennoch davon aus, wären natürliche Monopole im Luftverkehr prinzipiell möglich. In diesem Falle würden sich die nationalen Eigentumsvorschriften und Stillstandsverträge als eine wenig effektive und effiziente Regulierung von Marktmacht erweisen. Zudem existiert bereits mit der Fusionskontrolle auf europäischer Ebene eine geeignete Regulierung, so dass sich für die aktuelle Regulierung von Zusammenschlüssen keine normative Rechtfertigung finden lässt.

d) Informationsmängel

Unvollständige Informationen sind auf realen Märkten allgegenwärtig und können auf limitierte Fähigkeiten zur Informationsbeschaffung sowie auf damit zusammenhängende hohe Kosten zurückgeführt werden.⁵⁸⁰ In der Praxis liegen Informationsmängel als Unkenntnis oder Unsicherheit vor. Von Unkenntnis wird gesprochen, wenn unvollständige Informationen vorliegen, die aber durchaus mit weiterem Aufwand zu ergänzen sind. Unsicherheiten bestehen darin, dass weder mögliche Ereignisse noch deren Eintrittswahrscheinlichkeiten bekannt sind und auch mit verstärktem Aufwand nicht sicher vorherzusagen sind.⁵⁸¹

Im Luftverkehr ist in Bezug auf die betrachtete Regulierung jedoch nicht zu erkennen, wo Informationsmängel auftreten sollten, die in der Lage wären, ein Marktversagen zu verursachen. Somit sind Informationsmängel als Rechtfertigung für diese Regulierung auszuschließen.

⁵⁷⁹ Vgl. Kapitel II.B.1.

⁵⁸⁰ Vgl. *Berg/Cassel/Hartwig* (2003), S. 203.

⁵⁸¹ Vgl. *Fritsch* (2011), S. 247.

3. Positiv-theoretische Begründung

Beim positiv-theoretische Regulierungsansatz geht es nicht um die Frage nach der wohlfahrtstheoretischen Sinnhaftigkeit von Regulierungsvorschriften, sondern vielmehr um ökonomisch fundierte Erklärungen für das Zustandekommen bestimmter Regulierungsmaßnahmen.⁵⁸² Dieser Ansatz geht zurück auf *Stigler*, der eine Marktbeziehung zwischen Nachfragern und Anbietern von Regulierungsmaßnahmen postuliert (capture theory). Ausgangspunkt ist die Erkenntnis, dass Politiker und Bürokraten begrenzter Rationalität unterliegen und eigene Interessen verfolgen. Unternehmen und Privatpersonen nutzen diese Eigenschaften und organisieren sich zu Interessengruppen. Sie wenden Ressourcen auf, um durch eine wie auch immer geartete Förderung der Politiker und Bürokraten die politischen Entscheidungen und regulativen Vorschriften zu ihren Gunsten zu beeinflussen. Die Nachfrage nach begünstigender Regulierung wird erstens dann hoch sein, wenn die Anzahl der Interessengruppenmitglieder, die von der Maßnahme profitieren, überschaubar ist. Hierdurch lassen sich die Gruppe und damit die Aktionen zur Unterstützung der Regulierung besser organisieren. Zweitens wird die Nachfrage groß sein, wenn die positiven Auswirkungen der Regulierung auf die einzelnen Gruppenmitglieder groß sind. Hiermit steigt der Anreiz, Aktionen zur Einführung oder Erhaltung der vorteilhaften Regulierung bzw. zur Unterstützung der Politiker oder Bürokraten durchzuführen.⁵⁸³

Der öffentliche Sektor, bestehend aus Regierung und Verwaltung, ist Anbieter solcher Regulierung und wird die Nachfrage dann befriedigen, wenn auch er einen Nutzen daraus zieht. Der Nutzen für den Politiker besteht primär in der Förderung der Erhaltung seiner politischen Macht. Die kann er nur sichern, wenn er möglichst viele Wählerstimmen gewinnt, was durch die begünstigten Interessengruppen unterstützt wird.⁵⁸⁴ Die in der Verwaltung tätigen Bürokraten hingegen vergrößern ihren Nutzen indem sie das Budget, das ihrer Abteilung oder Behörde zur Verfügung steht, maximieren. Dieses Budget bestimmt die für sie relevanten Faktoren wie Einkommen, Ausstattung mit Arbeitsmitteln und Prestige.⁵⁸⁵

⁵⁸² Vgl. *Aberle* (2009), S. 106.

⁵⁸³ Vgl. *Stigler* (1971) sowie *Levine/Forrence* (1990).

⁵⁸⁴ Vgl. *Peltzman*, (1976).

⁵⁸⁵ Vgl. *Niskanen* (1971).

Eine Besonderheit der „capture theory“ ist die Abkehr von der Auffassung, dass Regulierungsmaßnahmen immer zur Steigerung oder Erhaltung der allgemeinen Wohlfahrt, und hier insbesondere der Konsumentenrente, ergriffen werden. Da sich eine geringe Anzahl von Unternehmen, Verbänden oder Gewerkschaften besser organisieren kann als die Vielzahl der Konsumenten, lassen sich politische Renten zum Nachteil der Konsumenten realisieren.⁵⁸⁶ Neben der Versorgung der Regulierungspolitiker und der Bürokraten mit Informationen können die Unternehmen auch weitere Wege der Beeinflussung ergreifen. Dazu zählen illegale Bestechungszahlungen, finanzielle Unterstützung von politischen Kampagnen, Parteispenden, Versprechen von Wählerstimmen oder die spätere Anstellung von Politikern im Unternehmen nach Ende ihrer politischen Karrieren. Darüber hinaus können Unternehmen den Politikern und Bürokraten mit der Verbreitung negativer Gerüchte oder öffentlicher Kritik drohen.⁵⁸⁷

Aus machtpolitischer Sicht hat die Regulierung der Nationalität von Fluggesellschaften für die am Luftverkehr beteiligten Staaten einen externen und einen internen Aspekt. Der externe Aspekt betrifft die eingeräumten Verkehrsrechte in den Luftverkehrsabkommen und dem dabei üblicherweise angewendeten Grundsatz der Reziprozität. Die Eigentumsvorschriften sorgen dafür, dass es der Airline eines Staates „A“, der mit einem Staat „B“ ein restriktives Luftverkehrsabkommen und mit Staat „C“ ein liberales Luftverkehrsabkommen besitzt, nicht möglich ist, durch die Übernahme einer Fluggesellschaft aus „C“ von einem liberalen Luftverkehrsabkommen zwischen „C“ und „B“ zu profitieren. Durch die Eigentumsvorschriften ist der Staat „A“ gezwungen mit Staat „B“ bilaterale Verhandlungen aufzunehmen und wird als Gegenleistung für einen freien Marktzutritt auch den eigenen Markt öffnen müssen. Die betrachteten Regulierungsvorschriften haben demnach eine essentielle luftverkehrspolitische Relevanz und sichern ein möglichst ausgeglichenes Machtverhältnis gegenüber dem Ausland. Sie sollen die Ausnutzung bilateraler Abkommen durch Drittstaaten sowie die Ausflagung bisher inländischer Flotten, sogenannte „flags of convenience“, verhindern und dienen gleichzeitig dem Machterhalt für zukünftige Verhandlungen. Die im Inland registrierten Fluggesellschaften

⁵⁸⁶ Vgl. *Dal Bó* (2006), S. 205.

⁵⁸⁷ Vgl. *Dal Bó* (2006), S. 211 f.

sollen so als Gegenstand internationaler Politik und als Reputationselement erhalten bleiben.⁵⁸⁸

Der interne Aspekt betrifft den Protektionismus nationaler Fluggesellschaften, um sie dem Einfluss nationaler Politik zu bewahren. Durch Eigentumsvorschriften sollen bestehende heimische Fluggesellschaften ihre Nationalität behalten und vor einer Übernahme durch ausländische Gesellschaften geschützt werden. Hiermit soll eine teilweise oder komplette Abwanderung des Flugangebots und damit auch von Arbeitsplätzen, Steuereinnahmen, Expertise und Reputation ins Ausland vermieden werden, mit der auch die Möglichkeit der politischen Einflussnahme auf die heimische Luftverkehrsindustrie reduziert würde.⁵⁸⁹ Für Länder mit hohem Tourismusaufkommen kann die Politik zudem das Wachstum dieser Industrie zumindest indirekt steuern.⁵⁹⁰ Problematisch ist dieser Protektionismus mit Blick auf eventuell benötigte ausländische Direktinvestitionen. Gerade in Ländern, die wirtschaftlich nicht weit entwickelt oder durch eine Krise finanziell angeschlagen sind, fehlen oft inländische Kapitalgeber für inländische Airlines. Hinzu kommt, dass die Regierungen in wirtschaftlich schlechten Zeiten in der Regel keine Mittel zur Verfügung haben, um ihre staatseigenen Fluggesellschaften zu sanieren oder konkurrenzfähig zu halten. Eine Privatisierung durch einen Verkauf an ausländische Investoren ist nicht möglich, ebenso wie die Designation einer ausländischen Airline.⁵⁹¹

In Bezug auf die vorgestellten regulativen Beschränkungen von Zusammenschlüssen im Luftverkehr ist zu vermuten, dass diese, wenn auch ursprünglich aus Gründen nationaler Sicherheit und nationalem Prestigestreben etabliert,⁵⁹² aus protektionistischen Intentionen heraus beibehalten wurden. Da die meisten großen internationalen Airlines früher staatseigene Unternehmen waren oder dies zum Teil heute noch sind, besteht für die Politik ein direktes Interesse daran, diese Fluggesellschaften vor ausländischer Konkurrenz zu schützen. Stark wachsende Fluggesellschaften aus dem Ausland wirken hier besonders bedrohlich. Gemäß der „capture theory“ ist die Regulierung zur Begrenzung des Unternehmenswachstums aktiver und poten-

⁵⁸⁸ Vgl. *van Fenema* (1998).

⁵⁸⁹ Vgl. *van Fenema* (1998).

⁵⁹⁰ Vgl. *Chang/Williams* (2002), S. 234.

⁵⁹¹ Vgl. *Chang/Williams* (2001).

⁵⁹² Vgl. *Hörstke* (2003), S. 26.

tieller ausländischer Konkurrenten besonders zum Schutz inländischer Airlines geeignet.⁵⁹³ Durch eine derartige Minderung des Wettbewerbs kann der Staat dafür sorgen, dass staatliche Airlines höhere Gewinne erwirtschaften oder Verluste reduzieren, die andernfalls sein öffentliches Budget belasten würden.

Aus heutiger Sicht, mit inzwischen weitgehend privatisierten Fluggesellschaften, ist anzunehmen, dass die Einflussnahme auf die Regulierung durch politische Arbeit von Unternehmensverbänden wie z. B. Lobbying geschieht.⁵⁹⁴ Daneben organisieren sich die Arbeitnehmer in der Luftverkehrsindustrie in Gewerkschaften. Sie haben Interesse an einer protektionistischen Regulierung und können durch ihre effektive Organisation und die Eigenschaft der Gewerkschaftsmitglieder als Wähler großen Druck auf die Politiker ausüben.⁵⁹⁵

Die Ausführungen lassen den Schluss zu, dass die im europäischen Luftverkehr zu beobachtenden Holdingstrukturen auf die staatliche Regulierung grenzüberschreitender Airline-M&As zurückzuführen sind. Vorschriften über die Nationalitäten von Fluggesellschaften sowie von Verkäuferstaaten eingeforderte Stillstandsvereinbarungen verhindern eine vollständige Post Merger Integration. Vor diesem Hintergrund ist anzunehmen, dass die Zusammenschlüsse in Europa nicht ihr volles Effizienzpotential entfalten können, worauf auch die empirische Analyse in Kapitel IV.C. hindeutet. Logische Begründungen für die Regulierung lassen sich aus distributivem und allokativem Marktversagen nicht finden. Vielmehr sind die Vorschriften polit-ökonomisch zu erklären, fördern sie doch den Nutzen von Politikern und Bürokraten und können in großen Teilen auf eine Interessenharmonie zwischen dem öffentlichen Sektor und Unternehmen, Verbänden sowie Gewerkschaften zurückgeführt werden.

⁵⁹³ Vgl. *Stigler* (1971), S. 5.

⁵⁹⁴ Vgl. *Kyrou* (2000).

⁵⁹⁵ Vgl. *Pilarski* (2007), S. 127 ff.

VI. Fazit

Der internationale Luftverkehr beschert den Fluggesellschaften nur eine geringe Profitabilität, obwohl er ein stetiges Wachstum aufweist. Grund für den zu beobachtenden intensiven Wettbewerb ist der Wandel der Luftverkehrspolitik seit Ende der 1970er Jahre, der in der Folge zu einer weitgehenden Deregulierung der meisten Luftverkehrsmärkte geführt hat, aber nicht als Ursache für die geringe Rendite der Branche gelten kann. Vielmehr sind neben den Altlasten aus der Phase der Staatsairlines eine Vielzahl von Faktoren ursächlich für die geringen Gewinne der Fluggesellschaften. Zyklizitäten in der Luftverkehrsnachfrage, exogene Schocks mit negativer Wirkung auf die Luftverkehrsnachfrage, die Steigerung von Inputfaktorkosten und bestehende Überkapazitäten sorgen für starke Konkurrenz, sinkende Preise und reduzierte Margen der Luftverkehrsgesellschaften.

Es konnte festgestellt werden, dass sich die Marktstruktur im Luftverkehr als nachteilig für die Fluggesellschaften darstellt. Lieferanten und Kunden der Fluggesellschaften besitzen hohe Verhandlungsmacht und die Markteintrittsbarrieren sind zumindest auf nationalen Ebenen gering. Ferner ist die Bedrohung durch potentielle Newcomer hoch. Die dadurch vorherrschende fragmentierte Marktstruktur, die zudem historisch auf die Vielzahl von Staatsairlines zurückzuführen ist, hat den intensiven Wettbewerb unter den Fluggesellschaften gefördert.

Um der schwachen Marktkonzentration und der geringen Profitabilität der Branche entgegenzuwirken, haben die Airlines Restrukturierungsmaßnahmen ergriffen. In der Vergangenheit etablierten sich Kooperationen zwischen Fluggesellschaften, insbesondere in Form von Interlining- und Codeshare-Verträgen. Seit Mitte der 1990er Jahre wurden strategische Allianzen eingegangen und die einzelnen Flugnetzwerke global verknüpft. In den letzten zehn Jahren kam es zusätzlich vermehrt zu Fusionen und Übernahmen unter den Fluggesellschaften. Dabei fällt auf, dass Zusammenschlüsse zweier Airlines innerhalb eines Landes in der Regel von einer kompletten Post-Merger Integration gekennzeichnet sind wie z. B. bei den Zusammenschlüssen größerer Fluggesellschaften in den USA. Bei grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen, die hauptsächlich in Europa vorkommen, werden die beteiligten Airlines allerdings nur als Tochterunternehmen in einer Holding zusammengefügt.

Die Betrachtung theoretischer Erklärungsansätze hat gezeigt, dass Fusionen und Übernahmen im Luftverkehr ökonomisch nachzuvollziehen sind. Airline-Zusammenschlüsse sind demnach dazu geeignet, Transaktions- und Agency-Kosten zu senken. Sie ermöglichen ferner den Zugriff auf Verfügungsrechte und sind ein Instrument zur Beeinflussung der Marktstruktur bzw. zur Strategieumsetzung sowie zur Reduzierung des Unternehmensrisikos. Auf der abstrakten Motivebene ist die Relevanz für den Luftverkehr, mit Ausnahme der fundamentalen Motive, nicht eindeutig. Auffällig ist, dass nach qualitativer Bewertung der Transaktionen im Luftverkehr, die theoretischen und praktischen Ziele in ihrer Erreichung durch das aktuelle Regulierungsregime limitiert sein dürften. Die meisten Erklärungsansätze und Motive lassen die Schlussfolgerung zu, dass eine tiefere Integration der Realisierung aller möglichen Zusammenschlussvorteile zuträglich wäre. Die Regulierung internationaler Airline-Zusammenschlüsse, die zu den dargestellten Holdingstrukturen beiträgt, verhindert allerdings eine tiefgreifende Integration.

Die durchgeführten empirischen Analysen erlauben keine pauschale Aussage zur Erfolgsaussicht von Zusammenschlüssen im europäischen Luftverkehrsmarkt. Zwar zeigen die ausgewählten Kennzahlen aus den Jahresabschlüssen der betroffenen Unternehmen eine positive Tendenz nach dem Zusammenschluss, allerdings kann dies aufgrund der hohen Zeitspanne, über die sich ein Jahresabschluss erstreckt, nicht allein auf die Transaktion bezogen werden. Hier dürften Marktschwankungen das Bild zu stark verzerren. Die Ereignisstudie hat allerdings gezeigt, dass in zwei der vier betrachteten Fälle die Übernahme zu einem Wertzuwachs der Anteile an den Zielairlines geführt hat, während die Käuferairlines Wertverluste verzeichnen mussten. Dies gilt für die Zusammenschlüsse von Air France und KLM sowie für Deutsche Lufthansa und Swiss. Hier bestätigt sich die allgemeine Einschätzung, dass bei M&A-Aktivitäten in der Regel die Anteilseigner des Zielunternehmens profitieren. Die verbleibenden zwei Transaktionen wurden vom Kapitalmarkt indifferent oder negativ bewertet. Eine durchweg negative Einschätzung der Zusammenschlüsse liefert die Tobins q-Analyse. Hier fällt auf, dass alle beteiligten Fluggesellschaften im Zeitraum von 2002 bis 2011 ein jahresdurchschnittliches q von kleiner eins aufweisen und damit sämtlich als Übernahmeziel einzuschätzen sind. Die Betrachtung der einzelnen Zusammenschlussvorfälle zeigt zudem, dass die kombinierten q-Werte der Airlines nach dem Zusammenschluss

gesunken sind, es also zu einer Abwertung aufgrund der Transaktion kam. Zur Erfolgsbewertung von Zusammenschlüssen unter Fluggesellschaften ist eine fallweise Prüfung des Erfolges einzelner M&A-Transaktionen mit verschiedenen Messinstrumenten anzuraten.

Die tendenziell negativen Ergebnisse der zwei zuletzt aufgeführten empirischen Untersuchungen lassen aber den Schluss zu, dass der Kapitalmarkt skeptisch auf solche Konsolidierungsaktivitäten reagiert. Eine mögliche Erklärung wäre hierfür, dass sich die Akteure auf den Finanzmärkten entsprechend der Kapitalmarkt-effizienzhypothese der dargestellten Regulierung und ihres limitierenden Charakters bewusst sind und dies in ihre Bewertung einbeziehen. Dafür spricht, dass die Ereignisstudien von *Manuela Jr.* und *Rhoades* über die US-amerikanischen Zusammenschlüsse, die als Fusionen und Übernahmen innerhalb nationalstaatlicher Grenzen nicht den diskutierten Regulierungsvorschriften unterliegen, positive Kapitalmarktreaktionen aufzeigen.⁵⁹⁶

Es ist daher anzunehmen, dass die Regulierung grenzüberschreitender Airline-M&As die grundsätzlich effizienzsteigernde Wirkung dieser Restrukturierungsmaßnahmen behindert. Die Untersuchung dieses Regulierungsrahmens zeigt, dass nationale Eigentumsvorschriften sowie Stillstandsverträge, die von Regierungen, die ihre ehemals staatliche Fluggesellschaft verkaufen, eine komplette Integration der von einem Zusammenschluss betroffenen Fluggesellschaften nicht erlauben. Staatliche Eingriffe auf Grundlage distributiven Marktversagens lassen sich zwar theoretisch begründen, allerdings ist die hier untersuchte Regulierung zur Sicherung der Daseinsvorsorge wenig zweckmäßig. Eine normativ-theoretische Rechtfertigung auf Basis der allokativen Marktversagenstheorie ist nicht zu finden. Die Regulierung kann allein durch das Handeln von Politik und Bürokratie erklärt werden, die zwar immer weniger das nationale Prestige des Luftverkehrs im Fokus haben, aber bei der Verfolgung ihrer Interessen einem starken Einfluss der heimischen Luftverkehrsunternehmen, Flughäfen und Gewerkschaften unterliegen.

Die vorliegende Arbeit hat gezeigt, dass die Regulierung von Fusionen und Übernahmen im europäischen Luftverkehr eine Hürde für die Integration zweier Airlines darstellt. Auch wenn nicht davon ausgegangen werden kann, dass alle betrachteten

⁵⁹⁶ Vgl. *Manuela Jr./Rhoades* (2014).

Airlines bei freiem Handlungsspielraum ein vollständiges Integrationsszenario verfolgen würden und die beobachteten Holdingstrukturen durchaus beabsichtigt sein können, so sollten den Fluggesellschaften doch alle Optionen geboten werden, um ihre individuellen optimalen Unternehmensstrukturen umsetzen zu können. Die EU-Kommission als Regulierer scheint dieses Problem bereits erkannt zu haben. Sie hat bisher zwar einige Anstrengungen unternommen, um das innerhalb Europas etablierte „community carrier“-Konzept auch auf die Designationspolitik europäischer Staaten im Drittstaatenverkehr zu übertragen. Die Ablehnung dieses Konzepts durch einige bedeutsame Drittstaaten sorgt jedoch bislang für die Persistenz traditioneller Nationalitätsvorschriften für Airlines. Hier sind enorme diplomatische Anstrengungen notwendig, um diese Drittstaaten zum Umdenken zu bewegen. Anders verhält es sich in Bezug auf Stillstandsvereinbarungen. Hier sollten Regierungen, die ihre Anteile an den bisherigen Staatsairlines veräußern, den Käuferairlines freien Spielraum bei der Restrukturierung gewähren. International tätige Fluggesellschaften haben einen großen Bedarf an Maßnahmen zur Verbesserung ihrer Markt- und Unternehmensstrukturen. Diese Restrukturierungen sollten politisch durch die Aufhebung der hier diskutierten Regulierungsvorschriften gefördert werden, da ansonsten bei weiterer Existenz dieser politisch motivierten Restriktionen Ineffizienzen und damit die ungenügende Rentabilität der Branche konserviert werden.

Literaturverzeichnis

Aberle, G. (2009): Transportwirtschaft – Einzelwirtschaftliche und gesamtwirtschaftliche Grundlagen, 5. Aufl., München.

Agusdinata, B./de Klein, W. (2002): The dynamics of airline alliances, in: Journal of Air Transport Management, Jg. 8, Nr. 4, S. 201-211.

Airbus (2012): Global market forecast 2012-2013 – Navigating the future, Blagnac.

Airbus (2013): Airbus aircraft 2013 average list prices: URL: http://www.airbus.com/presscentre/corporate-information/key-documents/?docID=14849&eID=dam_frontend_push, Zugriff am 25.11.2013.

Air France-KLM Group (2012): Registration document 2012, Tremblay-en-France.

Airline Business (2012): Special report – World airline rankings, Jg. 28, Heft 8, August 2012, S. 31-61.

Airlines for America (2013a): Annual results: World airlines, URL: <http://www.airlines.org/Pages/Annual-Results-World-Airlines.aspx>, Zugriff am 06.03.2013.

Airlines for America (2013b): Government imposed taxes on air transport, URL: <http://www.airlines.org/Pages/Government-Imposed-Taxes-on-Air-Transportation.aspx>, Zugriff am 04.10.2013.

Air Transport Department (o. J.), Fuel and air transport – A report for the European Commission, Air Transport Department, Cranfield University, URL: http://ec.europa.eu/transport/modes/air/doc/fuel_report_final.pdf, Zugriff am 23.05.2013.

Aktas, N. et al. (2010): CEO narcissism and the takeover process – From private initiation to deal completion, in: AFA 2012 Chicago Meetings Paper, URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1784322, Zugriff am 17.07.2014.

Alamdari, F. E./Morrell, P. (1997): Airline labour cost reduction – Post-liberalisation experience in the USA and Europe, in: Journal of Air Transport Management, Jg. 3, Nr. 2, S. 53-66.

Allison, G. T. (1971): The essence of decision – Explaining the Cuban missile crisis, Boston.

Aram, J. (2011): Post-Merger-Netzwerk-Integration aus der Sicht von Belly-Fracht, Kassel.

Ansoff, I. H. (1965): Corporate strategy – An analytic approach to business policy for growth and expansion, New York.

Armbrecht, H./Hartwig, K.-H. (2005): Straßeninfrastruktur in der Marktwirtschaft, in: *Leipold, H./Wentzel, D.* (Hrsg.) (2005): *Ordnungsökonomik als aktuelle Herausforderung*, Schriften zu Ordnungsfragen der Wirtschaft, Band 78, Stuttgart, S. 264-279.

Arthur D. Little (o.J.): *Railways on Track? Innovationen im europäischen Personenfernverkehr*, Düsseldorf.

Arthur D. Little (2008): Kostenvorteile der Middle East Carrier – Eine Quantifizierung struktureller und strategischer Vorteile im Vergleich zu europäischen Netzwerk Carriern, o. O.

Asker, J./Farre-Mensa, J./Ljungqvist, A. (2011): Does the stock market distort investment incentives? unveröffentlichtes Arbeitspapier, University New York.

Assaf, A. G./Josiassen, A. (2012): European vs. U.S. airlines – Performance comparison in a dynamic market, in: *tourism Management*, Jg. 33, Nr. 2, S. 317-326.

Auerbach, S./Delfmann, W. (2005): Consolidating the network carrier business model in the European airline industry, in: *Delfmann, W. et al.* (Hrsg.) (2005): *Strategic management in the aviation industry*, Köln, S. 65-96.

Bain, J. S. (1956): Barriers to new competition – Their character and consequences in manufacturing industries, Cambridge.

Baltagi, B. H./Griffin, J. M./Vadali, S. R. (1998): Excess capacity – A permanent characteristic of US airlines?, in: *Journal of Applied Econometrics*, Jg. 13, Nr. 6. S. 645-657.

Barney, J. B. (1991): Firm resources and sustained competitive advantage, in: *Journal of Management*, Jg. 17, Nr. 1, S. 99-120.

Barney, J. B. (2002): *Gaining and sustaining competitive advantage*, 2. Aufl., Upper Saddle River.

Baumol, W. J. (1959): *Business behavior, value and growth*, New York.

Baumol, W. J./Oates, W. E. (1988): *The theory of environmental policy*, Cambridge.

Baumol, W. J./Panzar, J. C./Willig, R. D. (1982): *Contestable markets and the theory of industry structure*, New York.

Bebchuk, L. A./Stole, L. A. (1993): Do short-term objectives lead to under- or overinvestments in long-term projects?, in: *journal of Finance*, Jg. 48, Nr. 2. 719-729.

Beck, T. C. (1998): *Kosteneffiziente Netzwerkkoperationen*, Wiesbaden.

Belobaba, P. P. (2009): The airline planning process, in: *Belobaba, P. P./Odoni, A./Barnhart, C.* (Hrsg.) (2009): *The global airline industry*, Chichester, S. 153-182.

- Belobaba, P. P./Swelbar, W./Barnhart, C. (2009):** Information technology in airline operations, distribution and passenger processing, in: *Belobaba, P. P./Odoni, A./Barnhart, C. (Hrsg.) (2009): The global airline industry*, Chichester, S. 441-446.
- Berechman, J./de Wit, J. (1999):** On the future role of alliance, in: *Gaudry, M./Mayes, R. R. (Hrsg.) (1999): Taking stock of air liberalization*, Boston, S. 257-279.
- Berg, H./Cassel, D./Hartwig, K.-H. (2003):** Theorie der Wirtschaftspolitik, in: *Bender, D. et al. (Hrsg.) (2003): Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Band 2, 8. Aufl., S. 171-295.*
- Blunk, S. S./Clark, D. E./McGibany, J. M. (2006):** Evaluating the long-run impacts of the 9/11 terrorist attacks on US domestic airline travel, in: *Applied Economics*, Jg. 38, S. 363-370.
- Bode, Z./Kane, A./Marcus, A. J. (2010):** Essentials of investments, 8. Aufl., New York.
- Boeing (2012):** Current market outlook 2012-2031, Seattle.
- Boeing (2013):** Commercial airplanes – Jet planes, URL: <http://www.boeing.com/boeing/commercial/prices/>, Zugriff am: 25.11.2013.
- Booz Allen Hamilton (2007):** The economic impacts of an open aviation area between the EU and the US, Final Report prepared for the Directorate General Energy and Transport European Commission, London.
- Borenstein, S. (2011):** Why can't US airlines make money?, in: *American Economic Review*, Jg. 101, Nr. 3, S. 233-237.
- Bowen Jr., J. T./Laroe, C. (2006):** Airline networks and the international diffusion of Severe Acute Respiratory Syndrome (SARS), in: *The Geographical Journal*, Jg. 172, Nr. 2, S. 130-144.
- Boyfield, K. (2003):** Who owns airport slots? A market solution to a deepening dilemma, in: *Boyfield, K. et al. (Hrsg.) (2003): A Market in Airport Slots*, London, S. 21-50.
- Brueckner, J. K./Pels, E. (2005):** European airline mergers, alliance consolidation and consumer welfare, in: *Journal of Air Transport Management*, Jg. 11, Nr. 1, S. 27-41.
- Brueckner, J. K./Spiller, P. T. (1994):** Economies of traffic density in the deregulated airline industry, in: *Journal of Law and Economics*, Jg. 37, Nr. 2, S. 379-415.
- Brueckner, J. K./Zhang, Y. (2001):** A model of scheduling in airline networks, in: *Journal of Transport Economics and Policy*, Jg. 35, Nr. 2, S. 195-222.
- Bruner, R. F. (2002):** Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker, in: *Journal of Applied Finance*, Jg. 12, Nr. 1, S. 48-68.
- Bruner, R. F. (2004):** Where M&A pays and where it strays – A survey of the research, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Jg. 16, Nr. 4, S. 63-76.

- Bruning, E. R. (1997):** Country of origin, national loyalty and product choice – The case of international air travel, in: *International Marketing Review*, Jg. 14, Nr. 1, 59-74.
- Buchanan, J. M./Stubblebine, W. C. (1962):** Externality, in: *Economica*, New Series, Jg. 29, Nr. 116, S. 371-384.
- Buckmann, D. (2012):** Erfolg von M&A-Transaktionen – Indikatoren und Erfolgsquoten, in: *Theurl, T./Tschöpel, M. (Hrsg.) (2012): Mergers & Akquisitionen – Konzeptionelle Grundlagen und empirische Fakten*, Aachen, S. 99-141.
- Bundeskartellamt (2002):** Bundeskartellamt mahnt Preisgestaltung der Deutschen Lufthansa AG auf der Strecke Frankfurt-Berlin ab, Pressemitteilung vom 22.01.2002, URL: http://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/DE/Pressemitteilungen/2002/22_01_2002_LufthansaAG.html, Zugriff am 07.04.2015.
- Button, K. (2001):** Deregulation and liberalization of European air transport markets, in: *Innovation – The European Journal of Social Sciences*, Jg. 14, Nr. 3, S. 255-275.
- Button, K. (2004):** Wings across Europe – Towards an efficient European air transport system, Aldershot.
- Button, K./McDougall, G. (2006):** Institutional and structure changes in air navigation service-providing organisations, in: *Journal of Air Transport Management*, Jg. 12, Nr. 5, S. 236-252.
- Buyck, C. (2005):** Air France-KLM Group, in: *Air Transport World*, Jg. 42, Nr. 4, S. 42-46.
- Caves, D. W./Christensen, L. R./Tretheway, M. W. (1984):** Economies of density versus economies of scale – Why trunk and local service airline costs differ, in: *Rand Journal of Economics*, Jg. 15, Nr. 4, S. 471-489.
- Chang, P. C. (1988):** A measure of the synergy in mergers under a competitive market for corporate control, in: *Atlantic Economic Journal*, Jg. 16, Nr. 2, S. 59-62.
- Chang, Y.-C./Hsu, C.-J. (2005):** Ally or merge – Airline strategies after the relaxation of ownership rules, in: *Tagungsband der Eastern Asia Society for Transportation Studies*, Jg. 5, S. 545-556.
- Chang, Y.-C./Williams, G. (2001):** Changing the rules – Amending the nationality clauses in air service agreements, in: *Journal of Air Transport Management*, Jg. 7, Nr. 4, S. 207-216.
- Chang, Y.-C./Williams, G. (2002):** Prospects for changing airline ownership rules, in: *Journal of Air Law and Commerce*, Jg. 67, S. 233-240.
- Chang, Y.-C./Williams, G./Hsu, C.-J. (2004):** The evolution of airline ownership and control provisions, in: *Journal of Air Transport Management*, Jg. 10, Nr. 3, S. 161-172.

- Chappell, Jr, H. W./Cheng, D. C. (1984):** Firms' acquisition decisions and Tobin's q ratio, in: *Journal of Economics and Business*, Jg. 36, Nr. , S. 29-42.
- Christiansen, A. (2006):** Der “more economic approach” in der EU-Fusionskontrolle – Eine kritische Würdigung, *Deutsche Bank Research Series, Research Notes* 21, S. 1-26.
- Chung, K. H./Pruitt, S. W. (1994):** A simple approximation of Tobin's q, in: *Financial Management*, Jg. 23, Nr. 3, S. 70-74.
- Clark, P. (2010):** *Stormy skies – Airlines in crisis*, Farnham.
- Coase, R. H. (1937):** Nature of the firm, in: *Economica*, Jg. 4, Nr. 16, S. 386-405.
- Crawley, J. (2008):** Delta buys Northwest to create biggest airline, URL: <http://www.reuters.com/search?blob=delta+northwest+merger>, Zugriff am 16.01.2014.
- Creel, M./Farell, M. (2001):** Economies of scale in the US airline industry after deregulation – A fourier series approximation, in: *Transportation Research Part E*, Jg. 37, S. 321-336.
- Cross, R. (1993):** On the foundations of hysteresis in economic systems, in: *Economics and Philosophy*, Jg. 9, Nr. 1, S. 53-74.
- Cummins, J. D./Xie, X. (2008):** Mergers and acquisitions in the U.S. property-liability insurance industry – Productivity and efficiency effects, in: *Journal of Banking and Finance*, Jg. 32, Nr. 1, S. 30-55.
- Cyert, R. M./March, J. G. (1963):** *A behavioral theory of the firm*, Englewood Cliffs.
- Daft, R. L. (2010):** *Organization theory and design*, 10. Aufl., Mason.
- Dal Bó, E. (2006):** Regulatory capture – A review, in: *Oxford Review of Economic Policy*, Jg. 22, Nr. 2, S. 203-225.
- Damodaran, A. (2007):** Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE) – Measurement and implications, URL: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>, Zugriff am 26.07.2015.
- Damodaran, A. (2013):** Margins by Sector, URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/margin.html, Zugriff am 22.03.2013.
- Dempsey, P. S. (2008):** The financial performance of airline industry post-deregulation, in: *Houston Law Review*, Jg. 45, Nr. 2, S. 421-486.
- Deutsche Lufthansa (2005):** 2. Zwischenbericht, Januar-Juni 2005, Köln.
- Deutsche Lufthansa (2006):** Geschäftsbericht 2005, Köln.

Deutsche Lufthansa (2009): Kaufangebot an Aktionäre der Austrian Airlines AG, Pressemitteilung vom 27.02.2009, o.O.

Deutsche Lufthansa (2011a): Geschäftsbericht 2010, Köln.

Deutsche Lufthansa (2011b): Mitteilung der Unternehmenskommunikation, E-Mail von Frau Stotz vom 11.05.2011, Frankfurt am Main.

Deutscher Bundestag (2012): Bericht an den Deutschen Bundestag über die Auswirkungen der Einführung des Luftverkehrsteuergesetzes auf den Luftverkehrssektor und die Entwicklung der Steuereinnahmen aus der Luftverkehrsteuer, Unterrichtung durch die Bundesregierung, Drucksache 17/10225, Berlin.

Deutsches Zentrum für Luft- und Raumfahrt (2011): Annual analyses of the European air transport market – Annual Report 2009, Köln.

Dierickx, I./Cool, K. (1989): Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage, in: *Management Science*, Jg. 35, Nr. 12, S. 1504-1511.

Die Welt (2010): Airlines müssen 800 Millionen Euro Strafe zahlen, URL: <http://www.welt.de/wirtschaft/article10834124/Airlines-muessen-800-Millionen-Euro-Strafe-zahlen.html>, Zugriff am 07.04.2015.

Dobruszkes, F. (2006): An analysis of European low-cost airlines and their networks, in: *Journal of Transport Geography*, Jg. 14, S. 249-264.

Doganis, R. (1973): Air transport: A case study in international regulation, in: *Journal of Transport Economics and Policy*, Jg. 7, Nr. 2, S. 109-133.

Doganis, R. (2006): *The airline business*, 2. Aufl., London.

Doganis, R. (2010): *Flying off course – Airline economics and marketing*, 4. Aufl., London.

Doganis, R. (2011): An inherently unstable industry – Airlines have themselves to blame, in: *O'Connell, J. F./ Williams, G. (Hrsg.) (2011): Air transport in the 21st century – Key strategic developments*, Farnham, S.39-42.

Downs, A. (1957): *An economic theory of democracy*, New York.

Driver, J. C. (1999): Developments in airline marketing practice, in: *Journal of Marketing Practice*, Jg. 5, Nr. 5, S. 134-150.

Ehrmann, T. (2001): *Restrukturierungszwänge und Unternehmenskontrolle – Das Beispiel Eisenbahn*, Wiesbaden.

Eisenhardt, K. M. (1989): Agency theory – An assessment and review, in: *Academy of Management Review*, Jg. 14, Nr. 1, S. 57-74.

Erlei, M./Leschke, M./Sauerland, D. (2007): *Neue Institutionenökonomik*, 2. Aufl., Stuttgart.

Esch, F.-R./Knörle, C. (2012): Interne Markenführung im Kontext von Mergers & Acquisitions, in: *Tomczak, T. et al. (Hrsg.) (2012): Behavioral Branding – Wie Mitarbeiterverhalten die Marke stärkt*, 3. Aufl., Wiesbaden.

Europäische Kommission (o.J.): Air – Single European Sky, URL: http://ec.europa.eu/transport/modes/air/single_european_sky/, Zugriff am 27.09.2013.

Europäische Kommission (1996): Impact of the third package of air transport liberalisation measures, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, COM(96) 514, Brüssel.

Europäische Kommission (1999): Der Luftverkehr in der Gemeinschaft – Vom Binnenmarkt zur weltweiten Herausforderung, Mitteilung der Europäischen Kommission an den Rat, das Europäische Parlament, den Ausschuss der Regionen und den Wirtschafts- und Sozialausschuss, COM(99) 182, Brüssel.

Europäische Kommission (2007): Gemeinsam am Himmel – Die Luftverkehrspolitik der EU, Brüssel.

Europäische Kommission (2009): State aid – Austria – Austrian Airlines restructuring plan, State aid C6/09 (ex N 663/08), Invitation to submit comments pursuant to Article 88(2) of the EC Treaty, in: *Official Journal of the European Union*, C 57, S. 8-25.

Europäische Kommission (2010a): The impact of the volcanic ash cloud crisis on the air transport industry, Information note to the Commission, SEC(2010) 533, Brüssel.

Europäische Kommission (2010b): Commission Decision of 28 August 2009 on state aid C 6/09 – Austria Austrian Airlines – Restructuring plan, in: *Official Journal of the European Union*, L 59, S. 1-39.

Europäische Kommission (2010c): External Aviation Policy – Horizontal Agreements, URL: http://ec.europa.eu/transport/air/international_aviation/external_aviation_policy/horizontal_agreements_en.htm, Zugriff am 02.05.2011.

Europäische Kommission (2014): Bilateral Air Service Agreements brought into legal conformity since the Court of Justice of the EU judgements of 5 November 2002, Email von Frau Jana Rejtharova, Directorate-General for Mobility & Transport European Commission, 02.03.2014.

Europäische Union (2004): Leitlinien zur Bewertung horizontaler Zusammenschlüsse gemäß der Ratsverordnung über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen (2004/C 31/03), in: *Amtsblatt der Europäischen Union*, C 31, S. 5-18.

Ewers, H.-J./Rodi, H. (1995): Privatisierung der Bundesautobahnen, Beiträge aus dem Institut für Verkehrswissenschaft an der Universität Münster, Heft 134, Göttingen.

Fabel, O./Hilgers, B./Lehmann, E. (2001): Strategie und Organisationsstruktur, in: *Jost, P.-J. (Hrsg.) (2001): Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre*, Stuttgart, S. 183-216.

- Fama, E. F. (1970):** Efficient capital markets – A review of theory and empirical work, in: *Journal of Finance*, Jg. 25, Nr. 2, S. 383-417.
- Flint, P. (2010):** Merger of equals, in: *Air Transport World*, Jg. 47, Nr. 6, S. 47-49.
- Flouris, T. G./Oswald, S. L. (2006):** Designing and executing strategy in aviation management, Farnham.
- Fridolfsson, S.-O./Stennek, J. (2005):** Why mergers reduce profits and raise share prices – A theory of preemptive mergers, in: *Journal of the European Economic Association*, Jg. 3, Nr. 5, S. 1083-1104.
- Fritz, T. (2005):** Cooperation and integration as strategic options in the airline industry – A theoretical assessment, in: *Delfmann, W. et al. (Hrsg.) (2005): Strategic management in the aviation industry*, Köln, S. 223-254.
- Fritzsche, S. (2007):** Das europäische Luftverkehrsrecht und die Liberalisierung des transatlantischen Luftverkehrs, Berlin.
- Fröhlich, K. et al. (2013):** An assessment of success of cross-border airline mergers and acquisitions in Europe, in: *Forsyth, P. et al. (Hrsg.) (2013): Liberalisation in aviation – Competition, cooperation and public policy*, Farnham, S. 197-219.
- Furubotn, E. G./Richter, R. (2005):** Institutions and economic theory – The contribution of the New Institutional Economics, 2. Aufl., Ann Arbor.
- Garette, B./Dussauge, P. (2000):** Alliances versus acquisitions – Choosing the right option, in: *European Management Journal*, Jg. 18, Nr. 1, S. 63-69.
- Gehrke, N. (1994):** Tobins q – Die Beziehung zwischen Buch- und Marktwerten deutscher Aktiengesellschaften, Wiesbaden.
- Gerpott, T. J. (1993):** Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart.
- Glaum, M. (1996):** Internationalisierung und Unternehmenserfolg, Wiesbaden.
- Glaum, M./Hutzschenreuter, T. (2010):** Mergers and acquisitions – Management des externen Unternehmenswachstums, Stuttgart.
- Göcke, M. (2002):** Various concepts of hysteresis applied in economics, in: *Journal of Economic Surveys*, Jg. 16, Nr. 2, S. 167-188.
- Goerke, B. (2009):** Event-studies, in: *Albers, S. et al. (Hrsg.) (2009): Methodik der empirischen Forschung*, 3. Aufl., Wiesbaden, S. 467-484.
- Gordon, L. A./Myers, M. D. (1998):** Tobin's q and overinvestment, in: *Applied Economics Letters*, Jg. 5, Nr. 1, S. 1-4.
- Gort, M. (1969):** An economic disturbance theory of mergers, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Jg. 83, Nr. 4, S. 624-642.

- Götsch, B./Albers, S. (2005):** Synergy allocation in strategic airline alliances, in: *Delfmann, W. et al. (Hrsg.) (2005): Strategic management in the aviation industry*, Köln, S. 275-303.
- Gourgeon, P.-H. (o.J.):** The hub model, Unternehmenspräsentation der Air France-KLM Group, o.O.
- Graham, A. (2003):** Managing Airports – An international perspective, 2. Aufl., Burlington.
- Grant, R. M. (1996):** Toward a knowledge-based theory of the firm, in: *Strategic Management Journal*, Jg. 17, S. 109-122.
- Graßhoff, U./Schwalbach, J. (1997):** Managervergütung und Unternehmenserfolg, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Jg. 67, Nr. 2, S. 203-217.
- Grossekettler, H. (2007):** Öffentliche Finanzen, in: *Bender, D. et al. (Hrsg.) (2007): Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik*, Band 1, 9. Aufl., München, S. 561-718.
- Grubb, T. M./Lamb, R. B. (2000):** Capitalize on merger chaos – Six ways to profit from your competitors' consolidation and your own, New York.
- Grünert, T. (2007):** Mergers & acquisitions in Unternehmungskrisen – Krisenbewältigung durch Synergieréalisation. Wiesbaden.
- Gudmundsson, S. V. (2013):** Mergers vs. alliances – The Air France-KLM story, Working Paper No. C02/09/2013, Toulouse Business School, Toulouse.
- Haas, S. (2010):** Pleiten bei Fluggesellschaften – Olympic Airlines vor dem Aus, in: *Süddeutsche*, URL: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/pleiten-bei-fluggesellschaften-olympic-airlines-vor-dem-aus-1.907429>, Zugriff am 19.07.2013.
- Hackmann, S. (2011):** Organisatorische Gestaltung der Post Merger Integration, Wiesbaden.
- Handelsblatt (2012):** Japan Airlines rechnet nach Börsengang mit mehr Gewinn, URL: http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-dienstleister/aus-pleite-auferstanden-japan-airlines-rechnet-nach-boersengang-mit-mehr-gewinn/v_detail_tab_print/7335616.html, Zugriff am 30.01.2014.
- Hanlon, P. (2007):** Global airlines – Competition in a transnational industry, 3. Aufl., Oxford.
- Hartwig, K.-H. (2004):** Europäische Airline Industrie im Trade Off zwischen Renditeverfall und nationalstaatlicher Überregulierung, in: *Fritsch, M./Ewers, H.-J. (Hrsg.) (2004): Marktdynamik und Innovation – Gedächtnisschrift für Hans-Jürgen Ewers*, Volkswirtschaftliche Schriften, Heft 535, Berlin, S. 273-297.
- Haspeslagh, P. C./Jemison, D. B. (1991):** Managing acquisitions – Creating value through corporate renewal, New York.
- Havel, B. F. (2009):** Beyond open skies – A new regime for international aviation, Austin et al.

- Hayashi, F. (1982):** Tobin's marginal q and average q – A neoclassical interpretation, in: *Econometrica*, Jg. 50, Nr. 1, S. 213-224.
- Hayward, M. L. A./Hambrick, D. C. (1997):** Explaining the premiums paid for large acquisitions – Evidence of CEO hubris, in: *Administrative Science Quarterly*, Jg. 42, Nr. 1, S. 103-127.
- Helfat, C. E./Peteraf, M. A. (2003):** The dynamic resource-based view – Capability lifecycles, in: *Strategic Management Journal*, Jg. 24, Nr. 10, S. 997-1010.
- Herdzina, K. (1999):** Wettbewerbspolitik, 5. Aufl., Stuttgart.
- Hinsen, H. (2012):** Motive und Ziele von M&A-Transaktionen – Einzelwirtschaftliche Kalküle, in: *Theurl, T./Tschöpel, M. (Hrsg.) (2012): Mergers & Akquisitionen – Konzeptionelle Grundlagen und empirische Fakten*, Aachen, S. 1-45.
- Hirsch, B. T. (2007):** Wage determination in the U.S. airline industry – Union power under product market constraints, in: *Lee, D. (Hrsg.) (2007): Advances in airline economics, Band 2, The economics of airline institutions, operations and marketing*, Bingley, S. 28-59.
- HM Revenue and Customs (2013):** Air passenger duty, URL: http://customs.hmrc.gov.uk/channelsPortalWebApp/channelsPortalWebApp.portal?_nfpb=true&_pageLabel=pageExcise_InfoGuides&id=HMCE_CL_001170&propertyType=document, Zugriff am 07.10.2013.
- Hofer, C./Eroglu, C. (2010):** Investigating the effects of economies of scope on firm's pricing behavior – Empirical evidence from the U.S. airline industry, in: *Transport Research Part E: Logistics and Transportation Review*, Jg. 46, Nr. 1, S. 109-119.
- Holloway, S. (2008):** Straight and level – Practical airline economics, 3. Aufl., Aldershot.
- Hörstke, S. (2003):** Air carrier ownership and control revisited at the fifth worldwide ICAO air transport conference, in: *Annals of Air and Space Law*, Jg. 28, S. 19-56.
- Huld, T. (2014):** Airline-Konsolidierung in Europa – Ein Weg zur Profitabilität?, in: *Hartwig, K.-H. (Hrsg.) (2014): Ökonomische Konzepte und ihre Anwendung in der Verkehrswissenschaft, Beiträge und Studien des Instituts für Verkehrswissenschaft der Universität Münster, Band 7, Baden-Baden*, S. 9-47.
- Hutzschenreuter, T. (2006):** Wachstumsstrategien – Einsatz von Managementkapazitäten zur Wertsteigerung, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Iatrou, K./Oretti, M. (2007):** Airline choices for the future – From alliances to mergers, Aldershot.
- International Airlines Group (2010):** Registration document of International Consolidated Airlines Group, S.A., Madrid.
- International Airlines Group (2013):** Annual report and accounts 2012, Madrid.

International Air Transport Association (2006a): Economic briefing – Avian Flu, URL: <http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/Avian-Flu-Impact.pdf>, Zugriff am 10.05.2013.

International Air Transport Association (2006b): Economic briefing – Airline cost performance, URL: http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/airline_cost_performance.pdf, Zugriff am 19.09.2013.

International Air Transport Association (2010a): The impact of Eyjafjallajökull's volcanic ash plume, IATA economic briefing, URL: <http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/Volcanic-Ash-Plume-May2010.pdf>, Zugriff am 17.05.2013.

International Air Transport Association (2010b): Airline fuel and labour cost share, IATA economic briefing, URL: http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/Airline_Labour_Cost_Share_Feb2010.pdf, Zugriff am 23.05.2013.

International Air Transport Association (2011a): Vision 2050 – Report, Singapore.

International Air Transport Association (2011b): World Air Transport Statistics, Jg. 56 Montreal.

International Air Transport Association (2013a): Financial forecast – March 2013, URL: <http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/Industry-Outlook-Financial-Forecast-March-2013.pdf>, Zugriff am 22.03.2013.

International Air Transport Association (2013b): Economic briefing – Infrastructure cost, URL: <http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/Infrastructure-Cost-March-2013.pdf>, Zugriff am 17.09.2013.

International Air Transport Association (2013c): World Slot Guidelines, 5. Fassung, Genf.

International Air Transport Association (2014): Economic performance of the airline industry – 2014 end-year report, URL: <http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/IATA-Economic-Performance-of-the-Industry-end-year-2014-report.pdf>, Zugriff am 04.03.2015.

International Civil Aviation Organization (2008): Policy and guidance material on the economic regulation of international air transport, Doc 9587, 3. Aufl., Montréal.

International Civil Aviation Organization (2013): Effects of airline alliances and mergers on fair competition and monopoly prevention, Arbeitspapier vorgetragen auf der 6. Worldwide Air Transport Conference, 18. bis 22. März 2013, Montréal.

Intervistas-ga² (2006): The economic impact of air service liberalization, Washington.

Intervistas (2007): Estimating air travel demand elasticities, Endbericht angefertigt für IATA, o. O.

Iristay, C. K. (2007): Das Management von Unternehmenskooperationen – Eine institutionenökonomische Analyse, Münstersche Schriften zur Kooperation, Band 76, Aachen.

Ito, H./Lee, D. (2005a): Assessing the impact of the September 11 terrorist attacks on US airline demand, in: *Journal of Economics and Business*, Jg. 57, S. 75-95.

Ito, H./Lee, D. (2005b): Comparing the impact of the September 11th terrorist attacks on international airline demand, in: *International Journal of the Economics of Business*, Jg. 12, Nr. 2, S. 225-249.

Jansen, S. A. (2008): Mergers & Acquisitions – Unternehmensakquisitionen und -kooperationen – Eine strategische, organisatorische und kapitalmarktorientierte Einführung, 5. Aufl., Wiesbaden.

Jensen, M. C. (1986): Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers, in: *American Economic Review*, Jg. 76, Nr. 2, S. 323-329.

Jensen, M. C. (1993): The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, in: *Journal of Finance*, Jg. 48, Nr. 3, S. 831-880.

Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976): Theory of the firm – Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 3, S. 305-360.

Jensen, M. C./Murphy, K. J. (1990): Performance pay and top-management incentives, in: *Journal of Political Economy*, Jg. 98, Nr. 2, S. 225-263.

Jensen, M. C./Ruback, R. S. (1983): The market for corporate control – The scientific evidence, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 11, Nr. 1, S. 5-50.

Johnston, A./Ozment, J. (2013): Economies of scale in the US airline industry, in: *Transportation Research Part E*, Jg. 51, S. 95-108.

Kale, P./Singh, H./Raman, A. P. (2009): Don't integrate your acquisitions, partner with them, in: *Harvard Business Review*, Jg. 87, Nr. 12, S. 109-115.

Keen, M./Strand, J. (2007): Indirect taxes on international aviation, in: *Fiscal Studies*, Jg. 28, Nr. 1, S. 1-41.

Knorr, A./Arndt, A. (2004): Der Swissair-Konkurs – Eine ökonomische Analyse, in: *Zeitschrift für Verkehrswissenschaft*, Jg. 75, Nr. 3, S. 190-207.

Krüger, W./Müller-Stewens, G. (1994): Matching acquisition policy and integration style, in: *von Krogh, G./Sinatra, A./Singh, H. (Hrsg.) (1994): The management of corporate acquisitions – International perspectives*, London, S. 50-87.

Kyrou, D. (2000): Lobbying the European Commission – The case of air transport, Aldershot.

Lang, L. H. P./Litzenberger, R. H. (1989): Dividend announcements – Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 24, Nr. 1, S. 181-191.

- Lang, L. H. P./Stulz, R. M./Walkling, R. A. (1989):** Managerial performance, Tobin's q , and the gains from successful tender offers, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 24, Nr. 1, S. 137-154.
- Leibenstein, H. (1966):** Allocative efficiency vs. X-efficiency, in: *American Economic Review*, Jg. 56, Nr. 3, S. 392-415.
- Lelieur, I. (2003):** Law and policy of substantial ownership and effective control of airlines – Prospects for change, Aldershot et al.
- Levine, M. E./Forrence, J. L. (1990):** Regulatory capture, public interest, and the public agenda – Toward a synthesis, in: *Journal of Law, Economics, & Organization*, Jg. 6, S. 167-198.
- Lewellen, W. G./Badrinath, S. G. (1997):** On the measurement of Tobin's q , in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 44, Nr. 1, S. 77-122.
- Li, M. Z. F./Oum, T. H./Zhang, Y. (2004):** Tobin's q and airline performance, in: *Public Works Management and Policy*, Jg. 9, Nr. 1, S. 51-65.
- Liehr, M./Größler, A./Klein, M./Milling, P. M. (2001):** Cycles in the sky – Understanding and managing business cycles in the airline market, in: *System Dynamics Review*, Jg. 17, Nr. 4, S. 311-332.
- Lindenberg, E. B./Ross, S. A. (1981):** Tobin's q ratio and industrial organization, in: *Journal of Business*, S. 1-32.
- Lubatkin, M./Chatterjee, S. (1994):** Extending modern portfolio theory into the domain of corporate diversification – Does it apply?, in: *Academy of Management Journal*, Jg. 37, Nr. 1, S. 109-136.
- Luckenbach, H. (2000):** Theoretische Grundlagen der Wirtschaftspolitik, 2. Aufl., München.
- MacKinlay, A. C. (1997):** Event studies in economics and finance, in: *Journal of Economic Literature*, Jg. 35, Nr. 1, S. 13-39.
- Malina, R. (2006):** Potenziale des Wettbewerbs und staatlicher Regulierungsbedarf von Flughäfen in Deutschland, in: *Hartwig, K.-H. (Hrsg.) (2006): Beiträge aus dem Institut für Verkehrswissenschaft an der Universität Münster*, Nr. 158, Göttingen.
- Manne, H. G. (1965):** Mergers and the market for corporate control, in: *Journal of Political Economy*, Jg. 73, Nr. 2, S. 110-120.
- Manuela, W. S. Jr./Rhoades, D. L. (2014):** Merger activity and short-run financial performance in the US airline industry, in: *Transportation Journal*, Jg. 53, Nr. 3, S. 345-372.
- Markowitz, H. (1952):** Portfolio selection, in: *The Journal of Finance*, Jg. 7, Nr. 1, S. 77-91.
- Mason, E. S. (1939):** Price and production policies of large-scale enterprises, in: *American Economic Review*, Jg. 29, Nr. 1, S. 61-74.

- McDougall (2006):** ATC commercialization policy – Has it been effective?, Präsentation gehalten auf dem McGill/ICAO Symposium on Air Navigation, am 28. September 2006, URL: http://legacy.icao.int/icao/en/atb/AtbMcGill_meetings/2006/Presentations/McDougall.pdf, Zugriff am 26.09.2013.
- Mellewigt, T. (2003):** Management von strategischen Kooperationen – Eine ressourcenorientierte Untersuchung in der Telekommunikationsbranche, Wiesbaden.
- Mergermarket (2013):** M&A round-up for 2012, Pressemitteilung vom 14. Januar 2013, URL: http://www.mergermarket.com/pdf/mergermarket_Legal_Advisor_Round_Up_2012.pdf, Zugriff am 20.07.2014.
- Merkert, R./Morrell, P. S. (2012):** Mergers and acquisitions in aviation – Management and economic perspectives on the size of airlines, in: *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, Jg. 48, Nr. 4, S. 853-862.
- Michaels, D./Castonguay, G./Ball, D. (2013):** Alitalia vote reflects troubles for Europe's national airlines, in: *Wall Street Journal*, URL: <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304330904579133341968446968>, Zugriff am 13.10.2013.
- Miller, J. G./Vollmann, T. E. (1985):** The hidden factory, in: *Harvard Business Review*, Jg. 55, Nr. 5, S. 142-150.
- Ministère de l'écologie, du développement durable et de l'énergie (2013):** Taxe de solidarité sur les billets d'avion, URL: <http://www.developpement-durable.gouv.fr/Taxe-de-solidarite-sur-les-billets,10320.html>, Zugriff am 07.10.2013.
- Mishan, E. J. (1971):** The postwar literature on externalities – An interpretative essay, in: *Journal of Economic Literature*, Jg. 9, Nr. 1, S. 1-28.
- Mizutani, J. (2011):** Airline merger and competition in Japan – A conduct parameter and theoretical price approach, in: *Journal of Air Transport*, Vol. 17, Issue 2, S. 120-124.
- Moeller, S. B./Schlingemann, F. P./Stulz, R. M. (2005):** Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in recent merger waves, in: *The Journal of Finance*, Jg. 60, Nr. 2, S. 757-782.
- Molnar, J. (2002):** Preemptive horizontal mergers – Theory and evidence, Working Paper, Nr. MT-DP. 2002/13, Institute of Economics, Hungarian Academy of Science, Budapest.
- Morrell, P. (1998):** Air transport liberalization in Europe – The progress so far, in: *Journal of Air Transport World Wide*, Jg. 3, Nr. 1, S. 42-61.
- Morrish, S. C./Hamilton, R. T. (2002):** Airline alliances – Who benefits?, in: *Journal of Air Transport Management*, Jg. 8, Nr. 6, S. 401-407.
- Morrison, S. A. (1996):** Airline mergers – A longer view, in: *Journal of Transport Economics and Policy*, Jg. 30, Nr. 3, S. 237-250.

- Morschett, D. (2005):** Formen von Kooperationen, Allianzen und Netzwerken, in: *Zentes, J./Swoboda, B./Morschett, D. (Hrsg.) (2005): Kooperationen, Allianzen und Netzwerke*, 2. Aufl., Wiesbaden, S. 377-403.
- Mowery, D. C./Oxley, J. E./Silverman, B. S. (1996):** Strategic alliances and interfirm knowledge transfer, in: *Strategic Management Journal*, Jg. 17, S. 77-91.
- Moxter, A. (1982):** Betriebswirtschaftliche Gewinnermittlung, Tübingen.
- Musgrave, R. A./Musgrave, P. B./Kullmer, L. (1975):** Die öffentlichen Finanzen in Theorie und Praxis, Band 1, Tübingen.
- National Air Traffic System (o.J.):** NATS history, URL: <http://www.nats.co.uk/about-us/our-history/>, Zugriff am 26.09.2013.
- NavCanada (o.J.):** History, <http://www.navcanada.ca/NavCanada.asp?Language=en&Content=ContentDefinitionFiles\AboutUs\WhoWeAre\History\default.xml>, Zugriff am 26.09.2013.
- Nemeth, A./Niemeier, H.-M. (2012):** Airline mergers in Europe – An overview on the market definition of the EU commission, in: *Journal of Air Transport Management*, Jg. 22, S. 45-52.
- Netzer, F. (1999):** Strategische Allianzen im Luftverkehr – Nachfrageorientierte Problemfelder ihrer Gestaltung, Frankfurt am Main.
- Ng, C. K./Seabright, P. (2001):** Competition, privatization and productive efficiency – Evidence from the airline industry, in: *The Economic Journal*, Jg. 111, Nr. 473, S. 591-619.
- Niskanen, W. A. (1971):** Bureaucracy and representative government, Aldine.
- North, D. C. (1993):** Institutions and credible commitment, in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Jg. 149, Nr. 1, S. 11-23.
- O’Connell, J. F. (2011):** Airlines: An inherently turbulent Industry, in: *O’Connell, J. F./Williams, G. (Hrsg.) (2011): Air transport in the 21st century – Key strategic developments*, Farnham, S. 58-96.
- Odoni, A. (2009):** The international institutional and regulatory environment, in: *Belobaba, P. P./Odoni, A./Barnhart, C. (Hrsg.) (2009): The global airline industry*, Chichester, S. 19-46.
- Oster, C. V. jr. (2006):** Reforming the Federal Aviation Administration – Lessons from Canada and the United Kingdom, in: *IBM Center for the Business of Government (Hrsg.) (2006) Transformation Series*, o.O..
- Oster, C. V. Jr./ Strong, J. S. (2007):** Managing the skies – Public policy, organization and financing of air traffic management, Aldershot.
- Österreichische Industrieholding (2008):** Austrian Airlines takes off into new future with Lufthansa Supervisory Board of ÖIAG agrees to sale in meeting today, ÖIAG Pressemitteilung vom 15.12.2008, Wien.

- Ovtchinnikov, A. V. (2013):** Merger waves following industry deregulation, in: *Journal of Corporate Finance*, Jg, 21, S. 51-76.
- Pablo, A. L. (1994):** Determinants of acquisition integration level – A decision-making perspective, in: *Academy of Management Journal*, Jg. 37, Nr. 4, S. 803-836.
- Park, K. (2003):** The metamorphosis motive for major U.S. mergers – 1993-2000, in: *Academy of Management Proceedings*, Jg. 2003, Nr. 1, S. M1-M6.
- Pearce, B. (2012):** The state of air transport markets and the airline industry after the great recession, in: *Journal of Air Transport Management*, Jg. 21, Nr. 1, S. 3-9.
- Pearce, B. (2013):** Profitability and the air transport value chain, in: *IATA (Hrsg.) (2013): Economics Briefing*, Nr. 10, o.O.
- Peistrup, M. (2010):** Legitimation und Reformpotenziale der ÖPNV-Förderung in Deutschland, *Beiträge und Studien des Instituts für Verkehrswissenschaft der Universität Münster*, Band 1, Baden-Baden.
- Peltzman, S. (1976):** Toward a more general theory of regulation, in: *Journal of Law and Economics*, Jg. 19, Nr. 2, S. 211-240.
- Penrose, E. (1959):** *The theory of the growth of the firm*, New York.
- Perfect, S. B./Wiles, K. W. (1994):** Alternative constructions of Tobin's q – An empirical comparison, in: *Journal of Empirical Finance*, Jg. 1, Nr. 3, S. 313-341.
- Pettigrew, A. (1977):** Strategy formulation as a political process, in: *Journal of International Management Studies*, Jg. 7, Nr. 2, S. 78-87.
- Piermartini, R./Rousová, L. (2008):** Liberalization of air transport services and passenger traffic, *World Trade Organization Staff Working Paper Nr. ERSD-2008-06*.
- Pilarski, A. M. (2007):** *Why can't we make money in aviation?*, Aldershot.
- Porter, M. E. (1979):** How competitive forces shape strategy, in: *Harvard Business Review*, Jg. 57, Nr. 2, S. 137-145.
- Porter, M. E. (1980):** *Competitive strategy – Techniques for analyzing industries and competitors*, New York.
- Porter, M. E. (1985):** *Competitive advantage – Creating and sustaining superior performance*, New York.
- Prahalad, C. K./Hamel, G. (1990):** The core competence of the corporation, in: *Harvard Business Review*, Jg. 68, Nr. 3, S. 79-91.
- Rappaport, A. (2000):** *Creating shareholder value – A guide for managers and investors*, New York.
- Rawls, J. (1999):** *A theory of justice*, Oxford.

- Reed, R. (1999):** The impact of airline deregulation on costs and efficiency, in: *Gaudry, M./Mayes, R.R. (Hrsg.) (1999): Taking stock of air liberalization*, Boston, S. 77-93.
- Reinhart, W. J. (1977):** The theoretical development and empirical investigation of a relative valuation concept, Chapel Hill.
- Richmond, S. B. (1971):** Regulation and competition in air transport, New York.
- Riedel, F. (2010):** Value-based Mergers & Acquisitions-Management – Die Steigerung des Shareholder Value durch M&A, Hamburg.
- Rijke, R. (2012):** Nationality requirements for EU-airlines – The Lufthansa/ Swiss/ Austrian mergers as a case study, in: *Air and Space Law*, Jg. 37, Nr. 6, S. 431-462.
- Riker, W. H./Sened, I. (1991):** A political theory of the origin of property rights – Airport slots, in: *American Journal of Political Science*, Jg. 35, Nr. 4, S. 951-969.
- Roll, R. (1986):** The hubris hypothesis of corporate takeovers, in: *Journal of Business*, Jg. 59, Nr. 2, S. 197-216.
- Rollman, D. P. (2005):** Flying low – Chapter 11's contribution to the self-destructive nature of airline industry economics, in: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, Jg. 21, S. 381-418.
- Ross, S. A./Westerfield, R. W./Jaffe, J. F. (2010):** Corporate finance, 9. Aufl., Boston.
- Rushe, D. (2013):** American and US Airways officially merge to create world's biggest airline, URL: <http://www.theguardian.com/business/2013/dec/09/american-us-airways-merge-worlds-biggest-airlines>, Zugriff am 17.01.2014.
- Schipper, Y./Rietveld, P./Nijkamp, P. (2001):** Environmental externalities in air transport markets, in: *Journal of Air Transport Management*, Jg. 7, Nr. 3, S. 169-179.
- Schmidt, E. (2000):** Handbuch Airlinemanagement, München.
- Schwalbe, U./Zimmer, D. (2011):** Kartellrecht und Ökonomie – Moderne ökonomische Ansätze in der europäischen und deutschen Zusammenschlusskontrolle, 2. Aufl., Frankfurt am Main.
- Schwierholz, A. (2007):** M und A in der Airline-Branche – Eine Konsolidierung mit Umwegen?, in: *Menz, M./Ebersbach, L./Menges, J. (Hrsg.) (2007): Mergers and Acquisitions – Von der Strategie zur Integration*, Tagungsband zum fünften DocNet Management Symposium, Bern, S. 71-84.
- Servaes, H. (1991):** Tobin's q and the gains from takeovers, in: *The Journal of Finance*, Jg. 46, Nr. 1, S. 409-419.
- Shaw, S. (2007):** Airline marketing and management, 6. Aufl., Aldershot.

- Shleifer, A./Vishny, R. W. (1989):** Management entrenchment – The case of manager-specific investments, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 25, Nr. 1, S. 123-139.
- Sieg, G. (2008):** Grandfather rights in the market for airport slots, *Economics Department Working Paper Series*, Nr. 4, Technische Universität Braunschweig.
- Simon, H. A. (1957):** *Models of man – Social and rational*, New York.
- Sirower, M. L./O’Byrne, S. F. (1998):** The measurement of post-acquisition performance – Toward a value-based benchmarking methodology, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Jg. 11, Nr. 2, S. 107-121.
- Smyth, M./Pearce, B. (2006):** Value chain profitability, in: *IATA* (Hrsg.) (2006): *Economics Briefing*, Nr. 4, o.O.
- Smyth, M./Pearce, B. (2007):** Aviation economic benefits, in: *IATA* (Hrsg.) (2007): *Economics Briefing*, Nr. 8, o.O.
- Spender, J.-C./Grant, R. M. (1996):** Knowledge and the firm- Overview, in: *Strategic Management Journal*, Jg. 17, S. 5-9.
- Stein, V. (2005):** Kooperation – Erklärungsperspektive der strategischen Managementforschung, in: *Zentes, J./Swoboda, B./Morschett, D.* (Hrsg.) (2005): *Kooperationen, Allianzen und Netzwerke*, 2. Aufl., Wiesbaden, S. 167-182.
- Sterzenbach, R./Conrady, R./Fichert, F. (2009):** *Luftverkehr - Betriebswirtschaftliches Lehr-und Handbuch*, 4. Aufl., München.
- Stigler, G. J. (1971):** The theory of economic regulation, in: *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Jg. 2, Nr. 1, S. 3-21.
- Stock-Homburg, R. (2008):** *Personalmanagement – Theorien, Konzepte, Instrumente*, Wiesbaden.
- Stolper, M. (2007):** *Market-Driving-Konzept – Modellierung und empirische Prüfung von Erfolg und Erfolgsfaktoren*, Wiesbaden.
- Stulz, R. M. (1990):** Managerial discretion and optimal financing policies, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 26, Nr. 1, S. 3-27.
- Suen, W. W. (2002):** Alliance strategy and the fall of Swissair, in: *Journal of Air Transport Management*, Jg. 8, Nr. 5, S. 355-363.
- Swan, W. M./Adler, N. (2006):** Aircraft trip cost parameters – A function of stage length and seat capacity, in: *Transportation Research Part E*, Jg. 42, Nr. 2, S. 105-115.
- Swierenga, D. (o.J.):** Private und unveröffentlichte Berechnungen, E-Mail vom 07.03.2013.
- Swiss Luftfahrtstiftung (o.J.):** Swiss Luftfahrtstiftung, URL: <http://www.luftfahrtstiftung.ch/de/index.html>, Zugriff am 11.02.2014.

- Templin, C. (2007):** Bodenabfertigungsdienste an Flughäfen in Europa – Deregulierung und ihre Konsequenzen, Köln.
- Theurl, T. (2010):** Die Kooperation von Unternehmen – Facetten der Dynamik, in: *Ahlert, D. (Hrsg.) (2010): Handbuch Franchising & Cooperation – Das Management kooperativer Unternehmensnetzwerke*, Neuwied, S. 313-343.
- The World Bank (2013):** GDP in current US\$, URL: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>, Zugriff am 06.03.2013.
- Thomas, N. (2013):** BA should have put Iberia merger on hold, Walsh admits, in: *The Telegraph*, 10.05.2013, o.O.
- Tobin, J. (1969):** A general equilibrium approach to monetary theory, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Jg. 1, Nr. 1, S. 15-29.
- Trautwein, F. (1990):** Merger motives and merger prescriptions, in: *Strategic Management Journal*, Jg. 11, Nr. 4, S. 283-295.
- Tschöke, K./Klemen, B. (2013):** M&A am Scheideweg – Erholung von niedrigem Niveau im Nachkrisenumfeld, in: *M&A Review*, Jg. 24, Nr. 5, S. 222-228.
- Tuch, C./O’Sullivan (2007):** The impact of acquisitions on firm performance – A review of the evidence, in: *International Journal of Management Reviews*, Jg. 9, Nr. 2, S. 141-170.
- Umweltbundesamt (2014):** Luftverkehr im Emissionshandel, URL: <http://www.umweltbundesamt.de/daten/klimawandel/der-europaeische-emissionshandel#textpart-3>, Zugriff am 09.03.2015.
- Urde, M. (1999):** Brand orientation – A mindset for building brands into strategic resources, in: *Journal of Marketing Management*, Jg. 15, Nr. 1-3, S. 117-133.
- U.S. Department of the Treasury (2012):** Excise taxes, Publication 510, 13. September 2012, Washington.
- U.S. Department of Transportation (2013):** RITA Transstats Air Carrier Financial – Schedule P7, URL: http://www.transtats.bts.gov/DL_SelectFields.asp?Table_ID=278&DB_Short_Name=Air%20Carrier%20Financial, Zugriff am 18.09.2013.
- U.S. Energy Information Administration (2013):** U.S. Gulf Coast Kerosene-Type Jet Fuel Spot Price FOB, URL: http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=p&s=eer_epjk_pf4_rgc_dpg&f=a, Zugriff am 22.05.2013.
- U.S. General Accounting Office (1992):** Airline competition – Impact of changing foreign investment and control limits on U.S. airlines, Report to congressional requesters, GAO/RCED-93-7, Washington D.C.
- U.S. Government Accountability Office (2012):** Air traffic control modernisations – Management challenges associated with program costs and schedules could hinder NextGen implementation, Report to congressional committees, GAO-12-223, Washington D.C.

- U.S. Transportation Security Administration (2012):** Historical fee collection data, URL: <http://www.tsa.gov/stakeholders/historical-fee-collection-data>, Zugriff am 19.09.2013.
- van Fenema, H. P. (1998):** Ownership restrictions – Consequences and steps to be taken, in: *Air and Space Law*, Jg. 23, Nr. 2, S. 63-66.
- van Fenema, H. P. (2002):** National ownership and control provisions remain major obstacles to airline mergers, in: *ICAO Journal*, Jg. 57, Nr. 9, S. 7-26.
- van Suntum, U. (1986):** *Verkehrspolitik*, München.
- Vasigh, B./Fleming, K./Tacker, T. (2008):** *Introduction to air transport economics*, Aldershot.
- Veldhuis, J. (2005):** Impacts of the Air France-KLM merger for airlines, airports and air transport users, in: *Journal of Air Transport Management*, Jg. 11, Nr. 1, S. 9-18.
- Vespermann, J./Wald, A./Gleich, R. (2008):** Aviation growth in the Middle East – Impacts on incumbent players and potential strategic reactions, in: *Journal of Transport Geography*, Jg. 16, S. 388-394.
- Weber, J. (2002):** *Einführung in das Controlling*, 9. Aufl., Stuttgart.
- Weston, J. F./Siu, J. A./Johnson, B. A. (2001):** *Takeovers, restructuring and corporate governance*, 3. Aufl., Upper Saddle River.
- Wielgoß, T./Grotepass, J./Matuska, J. (o.J.):** *Abheben durch Inspiration von außen – Wie Airlines ihre Zukunft selbst in die Hand nehmen können*, Düsseldorf.
- Williamson, O. E. (1967):** Hierarchical control and optimum firm size, in: *Journal of Political Economy*, Jg. 75, Nr. 2, S. 123-138.
- Williamson, O. E. (1968):** Economies as an antitrust defense – The welfare tradeoffs, in: *The American Economic Review*, Jg. 58, Nr. 1, S. 18-36.
- Williamson, O. E. (1979):** Transaction cost economics – The governance of contractual relations, in: *Journal of Law and Economics*, Jg. 22, S. 233-261.
- Williamson, O. E. (1985):** *The economic institutions of capitalism*, New York.
- Williamson, O. E. (2010):** Transaction cost economics – The natural progression, in: *American Economic Review*, Jg. 100, Nr. 3, S. 673-690.
- Windle, R. J. (1991):** The world's airlines – A cost and productivity comparison, in: *Journal of Transport Economics and Policy*, Jg. 25, Nr. 1, S. 31-49.
- Winter, S. G. (2000):** The satisficing principle in capability learning, in: *Strategic Management Journal*, Jg. 21, Nr. 10/11, S. 981-996.
- Wirtz, B. W. (2012):** *Mergers and acquisitions management – Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen*, 2. Aufl., Wiesbaden.

Wojahn, O. W. (2012): Why does the airline industry over-invest?, in: *Journal of Air Transport Management*, Jg. 19, S. 1-8.

Woratschek, H./Roth, S. (2005): Kooperation – Erklärungsperspektive der Neuen Institutionenökonomik, in: *Zentes, J./Swoboda, B./Morschett, D. (Hrsg.) (2005): Kooperationen, Allianzen und Netzwerke*, 2. Aufl., Wiesbaden, S. 141-165.

World Trade Organization (2007): Second Review of the Air Transport Annex Developments in the Air Transport Sector – Part H- Ownership”, Council for Trade in Services, Note by the Secretary, S.405-451.

Yan, A. (1998): Structural instability and reconfiguration of international joint ventures, in: *Journal of International Business Studies*, Jg. 29, Nr. 4, S. 773 – 796.

Young, G./Smith, K. G./Grimm, C. M. (1996): “Austrian” and industrial organization perspectives on firm-level competitive activity and performance, in: *Organization Science*, Jg. 7, Nr. 3, S. 243-254.

