

**Kasseler
Management
Forum
Band8**

Carsten Küpper

**Synergien
im internationalen
Akquisitionsmanagement**

**eine kritische Betrachtung
externer Wachstumsstrategien**

Kasseler Management Forum

Band 8

Vol. 8

Herausgegeben von

Edited by

Peter Eberl

Gerd-Michael Hellstern

Jan Marco Leimeister

Carsten Küpper

Synergien im internationalen Akquisitionsmanagement

- eine kritische Betrachtung externer Wachstumsstrategien

Die vorliegende Arbeit wurde vom Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Kassel als Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades eines Doktors der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften (Dr. rer. pol.) angenommen.

Erster Gutachter: Prof. Dr. Gerd-Michael Hellstern

Zweiter Gutachter: Prof. Dr. Rainer Stöttner

Tag der mündlichen Prüfung

22. November 2011

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Zugl.: Kassel, Univ., Diss. 2011

ISBN print: 978-3-86219-258-8

ISBN online: 978-3-86219-259-5

URN: <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:0002-32597>

© 2012, kassel university press GmbH, Kassel

www.upress.uni-kassel.de

Printed in Germany

*Für
Hilde und Kurt*

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	12
Abkürzungsverzeichnis.....	16
I. Einleitung.....	17
A. Motivation und Ziel der Arbeit.....	17
1. Potentiale der Unternehmensexpansion angesichts internationalen Wettbewerbsdrucks	17
2. Synergieeffekte durch internationale Akquisitionen?	19
3. Evaluationsmethodik zur Bewertung des Akquisitionserfolgs	24
B. Gang der Untersuchung	26
1. Potentiale von Akquisitionen	26
2. Maßstäbe des Akquisitionserfolgs.....	28
3. Entwurf eines Analysemodells für die Durchführung der empirischen Metaanalyse	31
4. Durchführung und Ergebnisse der Metaanalyse	33
II. Potentiale internationaler Akquisitionen	35
A. Akquisition und Akquisitionsmanagement	35
1. Der Begriff der Akquisition	35
2. Akquisitionsrichtung	37
3. Feindliche und freundliche Übernahme	40
4. Der Akquisitionsprozess.....	43
B. Quantitative Bedeutung internationaler Akquisitionstätigkeit	51
1. Begriff der „Internationalität“ von Unternehmen	51
2. Wirtschaftliche Bedeutung internationaler Akquisitionen	55
C. Unternehmensexterne Potentiale von Akquisitionen.....	65
1. Makroökonomische Risiken.....	65
a. Politische Risiken	66
b. Währungsrisiken	67

c.	Zinsrisiko	69
d.	Juristische Risiken	70
2.	Wettbewerbsbezogene Chancen internationaler Akquisitionen	73
a.	Unternehmensexpansion	73
b.	Transaktionsgewinnmitnahme.....	75
c.	Steigerung von Macht und Prestige	76
D.	Unternehmensbezogene Potentiale von Akquisitionen	76
1.	Synergie – Begriff und Kategorien	76
a.	Der Synergiebegriff.....	76
b.	Kategorisierung von Synergieeffekten nach der Wertschöpfungsstufe	79
c.	Kategorisierung von Synergieeffekten nach Funktionen	82
2.	Disergien – Stolpersteine der Akquisition – Begriff und Kategorien.....	84
a.	Disergien – die negativen Wirkungen der Unternehmensintegration	84
b.	Kategorisierung von Disergien nach ihren Ursachen.....	85
c.	Kategorisierung von Disergien nach der Wertschöpfungsstufe.....	86
E.	Modell zur Einordnung akquisitionsbezogener Synergiepotentiale	87
III.	Bewertung von Synergieeffekten bei Akquisitionen.....	89
A.	Quantitative Maßstäbe für den Akquisitionserfolg.....	89
1.	Die Etablierung des Shareholder Value Gedankens seit Einführung der Rechnungslegung nach IAS	90
2.	Die Berücksichtigung des Shareholder Value über den Discounted Cash Flow	93
3.	Free Cash Flow Prognose mittels Wertgeneratoren.....	95
4.	Kalkulationszinssatz WACC aus dem CAPM.....	102
5.	Berücksichtigung des Länderrisikos beim DCF Verfahren	105
6.	Grenzen quantitativer Ansätze der Unternehmensbewertung.....	107
B.	Industrieökonomik: Skalen-, Reichweiteneffekte und Risikodiversifikation.....	113
1.	Skaleneffekte.....	114
2.	Verbundeffekte.....	116

3.	Synergie durch Risikodiversifikation	120
C.	Synergien im Integrationsprozess aus Sicht der Neuen	
	Institutionenökonomik	123
1.	Neue Institutionenökonomik und Principal Agent Theorie	123
2.	Strategische Managementforschung – Akquisition als außergewöhnliches Ereignis	126
3.	Managementtheorie – Erklärung für Akquisitionen über Managementinteressen	131
D.	Finanzielle Bewertung von Synergieeffekten bei Akquisitionen	140
1.	Mathematischer Bewertungsansatz	140
2.	Grenzen etablierter Bewertungsansätze	143
3.	Zusammenführung quantitativer und qualitativer Bewertungsperspektive ..	148
IV.	Empirische Analyse von Synergieeffekten bei internationalen Unternehmensakquisitionen	155
A.	Entwurf eines Analysemodells	155
1.	Grundkonzeption eines Analysemodells für Potentiale und realisierte Synergiewirkungen bei Akquisitionen	155
2.	Berücksichtigung des Prozesses subjektiver Urteilsbildung	159
B.	Statistisches Konzept des Analysemodells	161
1.	Formulierung von Hypothesen	162
2.	Ein Maßsystem für Potentiale und Erfolgskategorien	165
3.	Hauptkomponentenanalyse der Effektstärken	168
4.	Hypothesenüberprüfung durch Korrelationsanalyse und Chi ² Test	171
C.	Vorgehen bei der Metaanalyse und Studienauswahl	173
1.	Definition Metaanalyse	173
2.	Möglichkeiten und Grenzen der Metaanalyse	176
3.	Durchführungsmodell der Metaanalyse	183
D.	Selektion und Auswertungsmethodik empirischer Studien	188
1.	Problemformulierung und Einschlusskriterien	188

2.	Methodik der Studienauswahl.....	188
3.	Anzahl selektierter Studien	190
4.	Anzahl erforderlicher Studien	192
5.	Kodierung der Studien	193
V.	Ergebnisse und Folgerungen aus der Metaanalyse.....	199
A.	Strukturierung der selektierten Studien	199
1.	Zeitliche und inhaltliche Systematik der Studien	201
2.	Akquisitionsschwerpunkte nach Nationalität, Richtung und Branche	206
B.	Ergebnisse der Hauptkomponentenanalyse	210
1.	Effektstärke der messbaren Variablen für Potentiale auf Umweltebene	210
2.	Effektstärke der messbaren Variablen für Potentiale auf Unternehmensebene.....	212
3.	Effektstärke der messbaren Variablen für finanziellen Erfolg	214
4.	Effektstärke der messbaren Variablen für Agency Kosten.....	215
C.	Korrelationsanalyse	216
1.	Korrelation zwischen makroökonomischen Risiken und finanzwirtschaftlichem Erfolg (H1).....	216
2.	Korrelation zwischen makroökonomischen Risiken und Agency Kosten (H2)	218
3.	Korrelation zwischen markt- und wettbewerbsbezogenen Potentialen und finanzwirtschaftlichem Erfolg (H3)	220
4.	Korrelation zwischen markt- und wettbewerbsbedingten Potentialen und Agency Kosten (H4)	221
5.	Korrelation zwischen unternehmensbezogenen Synergiepotentialen und finanzwirtschaftlichem Erfolg (H5)	223
6.	Korrelation zwischen unternehmensbezogenen Synergiepotentialen und Agency Kosten (H6)	224
D.	Konkretisierung des Analysemodells	226
1.	Analysemodell im Überblick	227

2. Folgerungen für die Analyse von Synergiepotentialen bei internationalen Akquisitionen	230
E. Ausblick.....	238
1. Grenzen der Betrachtung	239
2. Weiterer Forschungsbedarf	240
Anhang	242
Anhang 1: Kodierung der Studien (Excel)	242
Anhang 2: Ergebnisse der Hauptkomponentenanalyse (SPSS)	245
Anhang 3: Ergebnisse der Korrelationsanalyse (SPSS)	248
Empirische Studien	251
Literaturverzeichnis.....	257

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Überblick über Unternehmenszusammenschlüsse	18
Abbildung 2: Analyseziel der Studie: Auswirkungen von Potentialen der Akquisition auf Akquisitionserfolg	21
Abbildung 3: Vorgehen zur Entwicklung eines empirisch fundierten metaanalytischen Modells	25
Abbildung 4: Strukturierung von wahrgenommenen Rahmenbedingungen einer Unternehmensakquisition	27
Abbildung 5: Systematisierung von Maßstäben für den Akquisitionserfolg.....	30
Abbildung 6: Schema des Analysemodells für die Metaanalyse.....	32
Abbildung 7: Phasen des Akquisitionsprozesses	43
Abbildung 8: Ebenen und Ziele des Integrationsmanagements.....	49
Abbildung 9: Weltmarkt für Fusionen und Übernahmen	57
Abbildung 10: Unternehmenskäufe Deutschland 1. Halbjahr 1997-2006.....	59
Abbildung 11: Entwicklung des internationalen Transaktionsvolumens in Milliarden US\$ vom ersten Quartal 2007 bis zum vierten Quartal 2008	60
Abbildung 12: Wichtigste Zielländer deutscher Unternehmen	62
Abbildung 13: Potentielle Wertimplikationen bei der Bewertung ausländischer Akquisitionskandidaten	71

Abbildung 14: Akquisitionsziele	75
Abbildung 15: Ursachen unterschiedlicher Synergiearten in den Funktionen.....	80
Abbildung 16: Systematik von Potentialen von Unternehmensakquisitionen	88
Abbildung 17: Anwendungshäufigkeit der Bewertungsverfahren im Rahmen internationaler Akquisitionen.....	91
Abbildung 18: Bewertungsfehler quantitativer Bewertungsverfahren bei Akquisitionen.....	112
Abbildung 19: Darstellung der Relative Total Shareholder Returns in unterschiedlichen konjunkturellen Phasen.....	145
Abbildung 20: Bewertungsfehler qualitativer Bewertungsverfahren bei Akquisitionen.....	147
Abbildung 21: Potentielle Zeitpunkte für die Durchführung von Event Studies und die jeweils messbaren Effekte.....	149
Abbildung 22: Methoden der Erfolgsmessung von M&A-Aktivitäten.....	152
Abbildung 23: Maßstäbe des Akquisitionserfolgs	154
Abbildung 24: Analysemodell zum Zusammenhang zwischen Potentialen und Erfolg einer Akquisition.....	158
Abbildung 25: Brunswiksches Linsenmodell.....	160
Abbildung 26: Bewertung von Potentialen und Erfolgsgrößen	167
Abbildung 27: Scree Plott	169
Abbildung 28: Einordnung der Metaanalyse.....	175

Abbildung 29: Zusammenfassung der Bias-Problematik und mögliche Lösungen.....	182
Abbildung 30: QUOROM-Checkliste zur Sicherung der Qualität von Metaanalysen	186
Abbildung 31: Vorgehensweise der Kodierung bei der Metaanalyse	187
Abbildung 32: Flussdiagramm Metaanalyse.....	190
Abbildung 33: Umsatzwachstum der IKI-Gruppe in Mrd. Litas	195
Abbildung 34: Übersicht über die selektierten Studien	200
Abbildung 35: Erstellungsdatum der Studien	201
Abbildung 36: Untersuchungszeitraum der Studien	202
Abbildung 37: Anzahl untersuchter Unternehmen pro Studie.....	203
Abbildung 38: Betrachtete Akquisitionsphasen.....	204
Abbildung 39: Ausgangsländer der M&A Aktivitäten	207
Abbildung 40: Zielländer der M&A Aktivitäten	208
Abbildung 41: Branchen der M&A Aktivitäten	209
Abbildung 42: Untersuchungen nach Akquisitionsrichtung.....	210
Abbildung 43: Hauptkomponentenmatrix für markt- und wettbewerbsbezogene Akquisitionspotentiale	211
Abbildung 44: Hauptkomponentenmatrix für makroökonomische Risiken.....	212
Abbildung 45: Hauptkomponentenmatrix für unternehmensbezogene Potentiale	213

Abbildung 46: Hauptkomponentenmatrix für finanzielle Erfolgsgrößen	214
Abbildung 47: Hauptkomponentenmatrix der Agency Kosten bei Akquisitionen	215
Abbildung 48: Korrelationsanalyse zu Hypothese H1	217
Abbildung 49: Überprüfung von Hypothese H1	218
Abbildung 50: Korrelationsanalyse zu Hypothese H2	219
Abbildung 51: Überprüfung von Hypothese H2	219
Abbildung 52: Korrelationsanalyse zu Hypothese H3	220
Abbildung 53: Überprüfung von Hypothese H3	221
Abbildung 54: Korrelationsanalyse zu Hypothese H4	221
Abbildung 55: Überprüfung von Hypothese H4	222
Abbildung 56: Korrelationsanalyse zu Hypothese H5	223
Abbildung 57: Überprüfung von Hypothese H5	224
Abbildung 58: Korrelationsanalyse zu Hypothese H6	225
Abbildung 59: Überprüfung von Hypothese H6	225
Abbildung 60: Konkretisiertes Analysemodell	227
Abbildung 61: Balanced Scorecard Integration	235
Abbildung 62: Jansens Integrationsmodell	237

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
APT	Arbitrage Pricing Theory
BCG	Boston Consulting Group
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDS	Credit Default Swap
DAX	Deutscher Aktien Index
DCF	Discounted Cash Flow
EU	Europäische Union
FCF	Free Cash Flow
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
M&A	Mergers & Acquisitions
MBI	Management Buy-In
MDAX	Aktienindex der Deutschen Börse für mittelgroße Unternehmen
MBO	Management Buy-Out
NBO	Non-Binding-Offer
NIÖ	Neue Institutionenökonomik
OECD	Economic Co-operation and Development
QUOROM	Quality of Reporting of Metaanalyses
ROI	Return on Investment
RTSR	Relative Total Shareholder Return
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threads
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
WACC	Weighted average cost of capital

I. Einleitung

A. Motivation und Ziel der Arbeit

1. Potentiale der Unternehmensexpansion angesichts internationalen Wettbewerbsdrucks

Die Globalisierung hat das internationale wirtschaftliche Gefüge verändert. Dieser Prozess hat sich in jüngerer Vergangenheit dramatisch beschleunigt. Neue Technologien ermöglichen den weltweiten Austausch von Waren, Kapital und Informationen in einer bisher nicht bekannten Geschwindigkeit. Mit der ebenfalls gestiegenen Mobilität von Menschen und unterstützt von Politik und Unternehmen bilden sich neue globale Märkte.¹

Lösungsansätze für die sich stärker beschleunigenden Umwälzungen und Entwicklungen werden vielfach in einer unternehmensübergreifenden Integration von Technologien gesehen.² Zur Erschließung neuer Märkte und Nutzung von Innovationen und zur Deckung der steigenden Kosten für Forschung und Entwicklung, Beschaffung von Finanzierungslösungen und die Verminderung von Risiken sind Unternehmen weltweit auf der Suche nach leistungsstarken Partnern.³

Auf der einen Seite wird durch Outsourcing versucht, Verantwortlichkeiten an qualifizierte Spezialisten abzugeben. Auf der anderen Seite kann internationaler Wettbewerbsdruck durch die Erweiterung und Diversifikation eigener Fähigkeiten beantwortet werden.⁴

1 Vgl. HELLSTERN (2009), S. 14; MÜLLER-STEWENS (2010), S. 25-27.

Zur kritischen Auseinandersetzung mit einer nicht nachhaltigen ökonomischen Globalisierung vgl. HELLSTERN (2009).

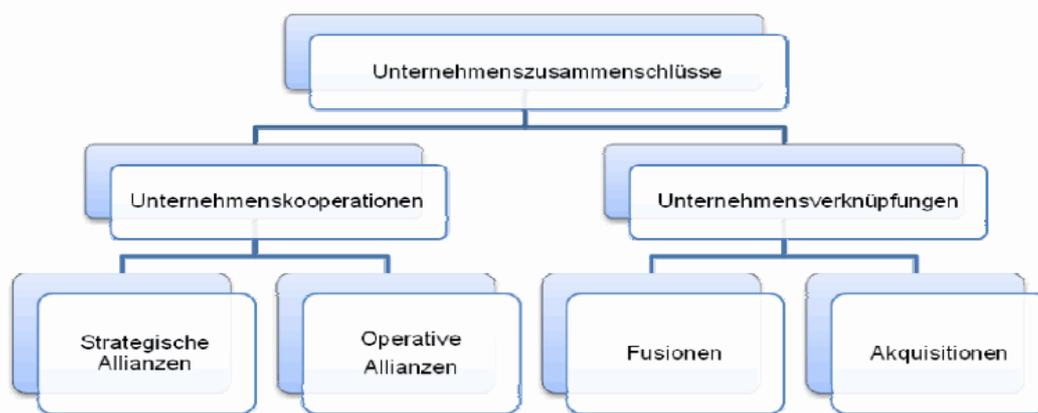
2 Vgl. PICOT/REICHWALD/WIGAND (2003), S. 2 f.

3 Vgl. HANSEN (2008), S. 85.

4 Vgl. MC IVOR (2006), S. 110-117.

Unternehmenswachstum kann zum einen durch zeitaufwendige und ressourcenintensive Unternehmens- und Produktionsentwicklungen aus dem Kernunternehmen heraus angestrebt werden. Dies bietet den Vorteil, dass das benötigte Know-how durch Weiterentwicklung im eigenen Haus maßgeschneidert erworben wird und das Management des Kernunternehmens Strukturen und Prozesse in neuen Abteilungen und Fachbereichen unmittelbar und von Grund auf gestalten kann. Andererseits sind Expansionsprozesse aus dem Kernunternehmen heraus langwierig und kostenintensiv. Know-how muss im Unternehmen durch Mitarbeiterschulung oder Rekrutierung entwickelt, Produktionsstandorte müssen geplant und finanziert werden. Neue Absatzmärkte sind ohne bestehende Partner in dem neuen Geschäftsbereich oft schwer zu erschließen.⁵

Unternehmensübergreifende Zusammenarbeit kann hilfreich sein, um Markteintrittsbarrieren zu überwinden und schnell Know-how auszutauschen. In der Analyse von Unternehmenszusammenschlüssen sind Kooperationen von Unternehmensverknüpfungen zu unterscheiden.⁶ Die folgende Abbildung gibt einen Überblick über Formen der Zusammenarbeit:



*Abbildung 1: Überblick über Unternehmenszusammenschlüsse
(Quelle: RÜHRIG, 2009, S.8)*

⁵ Vgl. KRUGMAN/OBSTFELD (2009), S. 215-218.

⁶ Vgl. MECKL/WEUSTHOFF (2008).

Die Abbildung verdeutlicht wie Unternehmenszusammenschlüsse sich nach der Abhängigkeit und Bindungsintensität unterscheiden.⁷ Unternehmensverknüpfungen sind dabei durch höhere Abhängigkeiten und klare vertragliche Bindungsverhältnisse charakterisiert.⁸

Die vorliegende Arbeit konzentriert sich auf das Teilgebiet der **Unternehmensakquisition**, da diese sehr enge und langfristige Bindungsform Käuferunternehmen und Zielunternehmen vor große Herausforderungen stellt.⁹

Eine Akquisition ist dadurch gekennzeichnet, dass „sich Unternehmen zu einem einzigen berichtenden Unternehmen zusammenschließen. Das Ergebnis fast aller Unternehmenszusammenschlüsse ist, dass ein Unternehmen, der Erwerber, die Beherrschung über ein oder mehrere andere Unternehmen übernimmt.“¹⁰

2. Synergieeffekte durch internationale Akquisitionen?

Warum werden Unternehmensakquisitionen gegenüber freieren Formen der Expansion und der interorganisationalen Zusammenarbeit häufig bevorzugt? Synergieeffekte werden oft als Hauptgrund genannt.¹¹ Die „2 + 2 = 5“-Gleichung besagt, dass sich bei einem Unternehmenszusammenschluss bedeutende Möglichkeiten ergeben, um sich diverse Wert steigernde Mechanismen nutzbar zu machen.¹² Allerdings wird die Auswertung von Synergieeffekten sehr unterschiedlich gehandhabt. Verschiedene Autoren untersuchen die Zusammenhänge zwischen der Gestaltung der Akqui-

7 Vgl. RÜHRIG (2009), S. 8-10.

8 Vgl. VOGEL (2002), S. 5.

9 Vgl. GRÜTER (1991), S. 53.

10 IFRS (2009).

11 Vgl. JANSEN (2008), S. 167; WÖGINGER (2003), S. 11.

12 Vgl. ANSOFF (1965); MANDL/RABEL (1997), S. 164. Im Einzelnen soll auf den Synergiebegriff in *Kapitel I.D* eingegangen werden.

sitionsentscheidung und dem Erfolg der Akquisition. CORDING ET AL beispielsweise schließen von der Integrationstiefe und der Integrationsgeschwindigkeit und dem Markt und Umsatz des Zielunternehmens auf den Akquisitionserfolg.¹³ VOSS/VOSS bewerten wie sich die Wettbewerbsdichte, die Vertragsbedingungen und die Lernbereitschaft von Organisation und Markt auf den Akquisitionserfolg auswirken.¹⁴ Bereits diese beiden Beispiele zeigen die hohe Bandbreite an Parametern, welche den Akquisitionsprozess und damit die realisierbaren Synergiepotentiale beeinflussen.

Bewertenden wie beteiligten Unternehmen ist vielfach nicht hinreichend klar, worin die zu erwartenden Synergiepotentiale im Einzelnen liegen und wie sie zu gewichten sind.¹⁵ Um zu bezahlende Übernahmeprämien zu rechtfertigen, besteht die Tendenz, diese mit quasi sicheren Synergiepotentialen zu begründen, ohne auf die ihnen innewohnenden Bewertungsrisiken zu achten.¹⁶ Der Synergiebegriff ist sowohl in Theorie als auch Praxis überwiegend positiv besetzt, was eine sukzessive und analytische Aufarbeitung der Synergien erschwert.¹⁷

Aus diesen Gründen werden die Erwartungen bezüglich eines Akquisitionserfolgs häufig enttäuscht.¹⁸ TOWERS PERRIN ermittelt eine Erfolgsquote für Akquisitionen von unter 50 Prozent.¹⁹ Bisläng liegen kaum Studien vor, die erläutern, warum und inwiefern Akquisitionen als gescheitert zu beurteilen sind.²⁰ Zahlreiche empirische Untersuchungen von Akquisitionen wurden durchgeführt, die allerdings zu äußerst

13 Vgl. CORDING ET AL. (2008).

14 Vgl. VOSS/VOSS (2008), S. 6.

15 Vgl. WÖGINGER (2003), S. 11 ff.

16 Vgl. RAPPAPORT (1999), S. 174; COENENBERG/SAUTTER (1988); WÖGINGER (2004), S. 235; KLOPPER (2008), S. 61 f.

17 Vgl. EHRENSBERGER (1993); JANSEN (2004), S. 263.

18 Vgl. JANSEN (2001), S. 8-10; JANSEN (2008), S. 167 und S. 336 f.

19 Vgl. hierzu TOWERS PERRIN (2002).

20 Vgl. AGARWAL/JAFFE (2000).

unterschiedlichen Ergebnissen hinsichtlich des Akquisitionserfolgs kommen.²¹ Es fehlen empirisch fundierte Konzepte, um Synergien hinreichend zu bewerten.²² Teilweise wird Akquisitionserfolg quantitativ über die Auswirkungen der Akquisition auf den Shareholder Value bestimmt.²³ Vielfach werden auch qualitative Parameter in die Beurteilung des Akquisitionserfolgs einbezogen.²⁴

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es ein auf empirischen Studien basierendes Modell zu entwickeln, um den Zusammenhang zwischen den erwarteten Potentialen von internationalen Akquisitionen und dem erzielten Erfolg der Transaktion beurteilen zu können. Dies erfordert die wesentlichen Potentiale von Akquisitionen herauszuarbeiten und mit Erfolgsmaßstäben zu verknüpfen.

Dies veranschaulicht folgende Grafik:

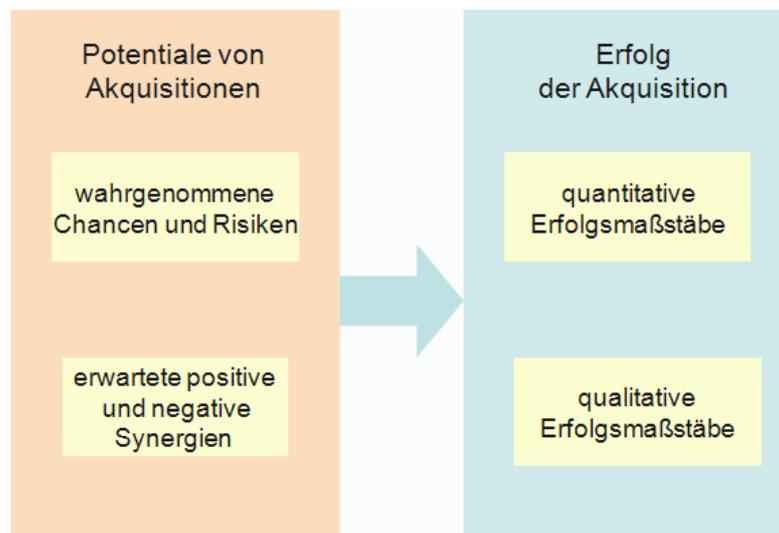


Abbildung 2: Analyseziel der Studie: Auswirkungen von Potentialen der Akquisition auf Akquisitionserfolg

21 Vgl. JENSEN/RUBACK (1983); BÜHNER (1990); GERKE/GARZ/ÖRKE (1995); SIROWER (1997); KRYSZEK/ZUR (1997); MÜLLER-STEWENS (2000); JANSEN/KÖRNER (2000).

22 Vgl. STRAUB (2006), S. 63.

23 Vgl. WÖGINGER (2004); PAUSENBERGER (1997); KLOPFER (2008); RAPPAPORT (1999), S. 174.

24 Vgl. VOSS/VOSS (2008); CORDING ET AL. (2008).

Der Akquisitionsprozess wird von umweltbezogenen und unternehmensinternen Rahmenbedingungen bestimmt, welche den Erfolg der Transaktion bestimmen. Diese Faktoren unterliegen bei der Verarbeitung der Wahrnehmung der am Transaktionsprozess Beteiligten. Deren Auffassung von internen und externen Einflussgrößen auf die Akquisition ist nicht homogen, sondern von ihren Einstellungen und Erfahrungen geprägt. Auch die Haltung des Forschers selbst gestaltet den Interpretationsprozess. Im Sinne eines kritischen Realismus ist es lediglich möglich diese Rezeptionen von internen und externen Potentialen einer Akquisition zu analysieren.²⁵ Rezeptionen stellen die subjektive Interpretation der dahinter liegenden objektiven Sachverhalte dar.²⁶

Erfolgsmaßstäbe werden von den Beteiligten und Analysierenden des Akquisitionsprozesses aufgrund etablierter Wertmaßstäbe und unter Einbeziehung ihrer Wahrnehmung der den Akquisitionsprozess bestimmenden Faktoren abgeleitet. Auch die Erfolgsmessung ist teilweise von der inhaltlichen Interpretation des Akquisitionsvorganges bestimmt. Das Modell des Akquisitionsvorganges resultiert aus der Rezeption empirischer Studien vor dem Hintergrund der Erkenntnisse theoretischer, wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsarbeit.

Das grundsätzliche Vorgehen in der vorliegenden Arbeit orientiert sich an dem oben dargestellten strukturellen Aufbau. In *Kapitel II* wird auf die (wahrgenommenen) Rahmenbedingungen des Akquisitionsprozesses eingegangen. Externe Einflussfaktoren, wie das makroökonomische und politische Umfeld sowie der markt- und wettbewerbsbezogene Rahmen von Akquisitionen werden erläutert. (2.C). In *Abschnitt 3.D* wird der Charakter unternehmensinterner Faktoren diskutiert, die den Akquisitionsvorgang bestimmen und schließlich den wahrgenommenen Transaktionserfolg

25 Vgl. HIRSCHHEIM/KLEIN (1994).

26 Vgl. PORSTMANN (2004), S. 230.

ausmachen. Interne Faktoren stellen sich als Synergien und Disergien zwischen Zielunternehmen und Käuferunternehmen dar.²⁷

Je nach Art und Umfang der Rezeption der Rahmenbedingungen werden die Beteiligten und Analysierenden des Akquisitionsprozesses Maßstäbe des Akquisitionserfolgs festlegen. Grundsätzlich sind quantitative oder qualitative Erfolgsmaße denkbar. Während quantitative Maßstäbe einen Sachverhalt in Zahlenform messen, zwischen Größen einen eindeutig definierten Abstand festlegen und eine mathematische Vergleichbarkeit gewährleisten, stellen qualitative Maßstäbe nominale oder ordinale Ausprägungen eines Vergleichsmerkmals gegenüber. Ordinale Größen enthalten zwar eine Wertung im Sinne von besser oder schlechter, sie beziehen sich aber auf keinen definierten Nullpunkt und können nicht normiert verglichen werden. Nominale Charakteristika stellen reine Eigenschaftsbeschreibungen dar, ohne damit eine eindeutige Wertung zu verbinden.²⁸

Sowohl metrische als auch ordinale oder nominale Eigenschaftsbeschreibungen sind denkbar, um den Akquisitionserfolg darzustellen.²⁹ Allerdings können quantitative und qualitative Maßstäbe bei einer Erforschung komplexer Sachverhalte nicht streng voneinander getrennt und dichotom gegenübergestellt werden, sondern greifen, je nach der interpretierenden Sichtweise des Erkundenden, ineinander.³⁰ Die Bewertung einer Unternehmensakquisition wird daher stets durch verschiedene Messgrößen bestimmt. Dem trägt *Kapitel III* Rechnung, in dem Möglichkeiten der Bewertung des Akquisitionserfolgs vor dem Hintergrund verschiedener ökonomischer Theorien dargestellt werden.

27 Vgl. LARSSON/FINKELSTEIN (1999).

28 Vgl. DULLER (2008), S. 12.

29 Vgl. HUSEMEYER (2001), S. 33-42.

30 Vgl. ROESSNER (2000).

3. Evaluationsmethodik zur Bewertung des Akquisitionserfolgs

Dieses aus theoretischen Erkenntnissen entwickelte Konzept, welches bisherige empirische Erfahrungen mit internationalen Akquisitionen erfasst und systematisch auswertet, soll anhand einer Literaturanalyse verifiziert werden. Um valide Aussagen zu erzielen, wird ein statistisches Auswertungsverfahren angewendet. Hierzu eignet sich ein metaanalytisches Vorgehen, wie es in der medizinischen Forschung verbreitet ist. Dabei werden unterschiedliche Studienergebnisse mit Hilfe statistischer Verfahren in einer systematischen Form zusammengefasst. Dieses Vorgehen ist insbesondere dann von Nutzen, wenn widersprüchliche empirische Ergebnisse vorliegen und verschiedene Schlüsse möglich sind.³¹

In dieser Arbeit wird das Konzept der Metaanalyse wie folgt angewendet: Aus theoretischer Literatur zum Thema Mergers & Acquisitions (M&A) werden wesentliche Risiken von Akquisitionen, zu erwartende Synergieeffekte sowie Kriterien, die den Synergieerfolg einer Akquisition bewerten, ermittelt. Hieraus wird ein Analysemodell abgeleitet, welches anhand empirischer Daten zu verifizieren und zu quantifizieren ist. Die erforderlichen empirischen Daten werden aus Primärstudien ermittelt, welche mit Hilfe der entwickelten Kategorien ausgewertet werden. Es wird nach dem sogenannten **deduktiv-nomologischen** Ansatz vorgegangen, welcher auf dem *Hempel-Oppenheim-Schema* beruht. Ein wissenschaftlicher Zusammenhang wird über eine allgemeine sachlogische Gesetzmäßigkeit theoretisch hergeleitet und anhand empirischer Beobachtung verifiziert.³² Folgende Grafik veranschaulicht dieses grundsätzliche Vorgehen:

31 Vgl. PETITTI (2000).

32 Vgl. HEMPEL/OPPENHEIM (1948), S. 135-149.

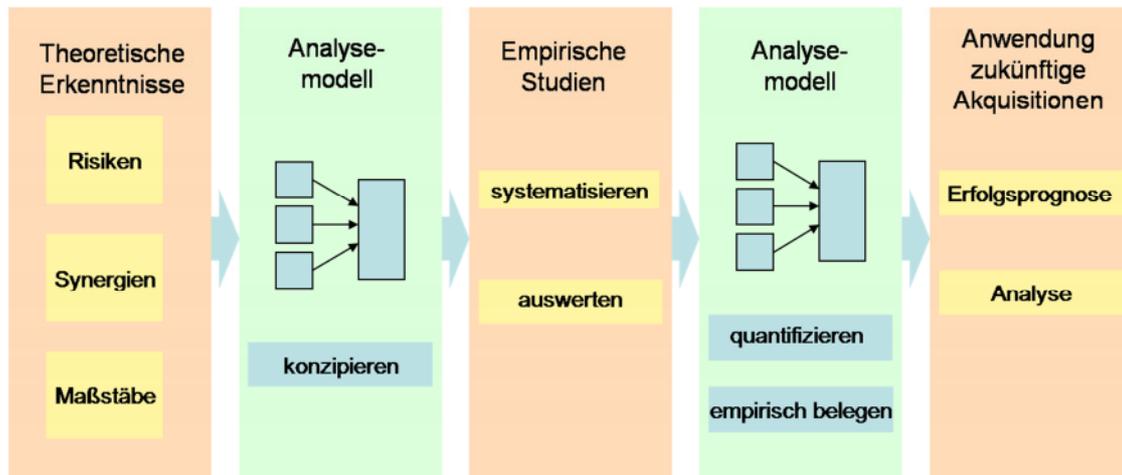


Abbildung 3: Vorgehen zur Entwicklung eines empirisch fundierten metaanalytischen Modells

Anhand einer Auswertung theoretischer Literatur zu Unternehmensakquisitionen wird zunächst ein Analysemodell erarbeitet, welches interne und externe Rahmenbedingungen einer Unternehmensakquisition mit quantitativen und qualitativen Erfolgsgrößen inhaltlich in Zusammenhang bringt. Dieses Modell erlaubt nun eine Einordnung empirischer Studien, die jeweils Rahmenbedingungen und Ergebnisse von Unternehmensakquisitionen bewerten. Mittels einer statistisch signifikanten Anzahl solcher empirischer Untersuchungen werden innerhalb des Modells Korrelationsbeziehungen zwischen den Modellparametern abgeleitet. Hierzu werden aus den Studien erfasste externe Rahmenbedingungen sowie interne Synergie- und Disergie-Erwartungen extrahiert und bewertet. In gleicher Weise werden angewandte Mess- und Bewertungskonzepte des Akquisitionserfolgs systematisiert und eingeordnet. Aufgrund der statistischen Validität des Messmodells können diese Beziehungen dazu verwendet werden, die zukünftigen Erfolgsaussichten einer Unternehmenstransaktion anhand interner und externer Potentiale und Rahmenbedingungen zu bestimmen. Es wird ein Kausalzusammenhang zwischen verursachenden Größen (unabhängigen

Variablen) - hier den internen und externen Rahmenbedingungen der Transaktion - und daraus resultierenden Erfolgswirkungen (abhängigen Variablen) abgeleitet.³³

B. Gang der Untersuchung

Im Folgenden wird auf die Strukturierung der unabhängigen und abhängigen Theoriekonzepte konzeptionell eingegangen.

1. Potentiale von Akquisitionen

In *Kapitel II* werden begriffliche Grundlagen erläutert und die wahrgenommenen Rahmenbedingungen und Erwartungen an internationale Akquisitionen systematisiert.

Akquisitionen können nach der Art der Durchdringung der Wertschöpfungskette wie nach der strategischen Zielsetzung kategorisiert werden. Die typischen Phasen des Akquisitionsprozesses werden dahingehend diskutiert, inwieweit sie für die Ermittlung von Rahmenbedingungen der Akquisition bestimmend sind und den Akquisitionserfolg determinieren.

Wie oben dargestellt resultieren Potentiale einer internationalen Unternehmensakquisition aus zwei zentralen Stellgrößen. Externe makroökonomische, markt- und wettbewerbsbedingte Aspekte sind gemeinsam mit Potentialen und Risiken durch Synergie- oder Disergie-Wirkungen auf Unternehmensebene zu betrachten. Dies veranschaulicht folgende Abbildung:

³³ Vgl. COOK/CAMPBELL (1979), S. 31.

Potentiale von Akquisitionen	Umweltebene	Unternehmensebene
Triebkräfte	makroökonomische, konjunkturelle, wettbewerbsbedingte Faktoren	positive und negative Synergiepotentiale auf Firmenebene
Hindernisse		

Abbildung 4: Strukturierung von wahrgenommenen Rahmenbedingungen einer Unternehmensakquisition

Dieses Denkmodell beruht auf theoretischen Erkenntnissen zahlreicher früherer Studien zu Einflussfaktoren auf internationale Unternehmensakquisitionen. Immer wieder wurde beobachtet, dass die Anzahl von Unternehmensexpansionen in einzelne Länder branchenübergreifend zeitliche Korrelationen aufweist. Makroökonomische Studien belegen, dass zwischen der Erfolgsquote internationaler Akquisitionen und makroökonomischen Rahmenbedingungen statistisch signifikante Zusammenhänge bestehen.³⁴ Im einzelnen werden die Zinsentwicklung, der Verlauf von Konjunkturdaten wie beispielsweise die Arbeitslosigkeit sowie markt- und wettbewerbsbedingte Aspekte, wie das Wachstum im Einzelhandel oder einzelnen Industriesparten für den finanziellen Erfolg internationaler Expansionsbestrebungen verantwortlich gemacht.³⁵

Die Strukturierung externer Potentiale und Risiken internationaler Akquisitionen in dieser Arbeit lehnt sich an diese Erkenntnisse an. Hier werden makroökonomisch Faktoren, welche sich in politische Risiken, Währungs- und Zinsrisiken sowie juristische Risiken untergliedern, von markt- und wettbewerbsbezogenen Aspekten unterschieden. Letztere berücksichtigen vor allem das branchenspezifische Transaktionsklima und die Konkurrenzsituation.

34 Vgl. HUDSON (1986); ROBSON (1996).

35 Vgl. GEROSKI/MACHIN (1993); MACHIN/VAN-REENEN (1993); GEROSKI ET AL. (1997).

In *Kapitel II* werden diese zentralen Begriffe abgegrenzt und Chancen und Risiken auf unternehmensinterner und -externer Ebene auf Basis einer Analyse theoretischer Literatur systematisiert.

2. Maßstäbe des Akquisitionserfolgs

In *Kapitel III* wird anhand theoretischer Forschungsarbeiten verschiedener ökonomischer Disziplinen diskutiert, wie Synergien und externe Wirkungen im Akquisitionsprozess umfassend - unter Berücksichtigung von qualitativen und quantitativen Aspekten - bewertet werden können. Grundsätzlich kann der Erfolg einer Akquisition aus zwei theoretischen Perspektiven beurteilt werden: der rein finanziellen Sicht der Neoklassik und der integrativen Perspektive der Industrieökonomik und Neuen Institutionenökonomik (NIÖ).³⁶

Aus Sicht der Anteilseigner des akquirierenden Unternehmens ist zunächst das Ziel der Maximierung des Marktwerts des Eigenkapitals (Shareholder Value) rational. Die Maximierung des Eigenkapitalwerts des Unternehmens wird auch in dieser Studie als Kernziel von Akquisitionen verstanden. Die im angelsächsischen Bereich entwickelten Discounted Cash Flow (DCF) Verfahren stellen ein etabliertes Werkzeug zur Beurteilung der erwarteten Wirtschaftlichkeit einer Investitionsentscheidung aus der Perspektive der Anteilseigner dar.³⁷ Die Ermittlung des Discounted Cash Flows ist daher geeignet, die Chancen von Unternehmensakquisitionen vergleichend zu beurteilen.³⁸

Stellvertretend wird hier die Free Cash Flow (FCF) Variante vorgestellt und diskutiert. Berücksichtigung findet dabei auch die kritische Betrachtung des Ansatzes

36 Vgl. PICOT/FRANCK (1993).

37 Vgl. NIESWANDT/SEIBERT (2004), S. 21 ff.

38 Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 195 f.

durch das Stakeholder-Konzept. Besonders geeignet für die Prognose von erwarteten Synergieeffekten durch Akquisitionen erscheint dabei das FCF Modell von RAPPAPORT, bei dem Wertgeneratoren explizit für die Ermittlung der Zählergröße der Ertragsströme beim Eigentümer berücksichtigt werden.³⁹

Für die Bewertung der Potentiale und des Erfolgs von Akquisitionen werden in der Praxis betriebliche Ist-Kennzahlen herangezogen und den prognostizierten Cash Flows gegenübergestellt. Damit wird die Sichtweise des individuellen Investors eingenommen.⁴⁰ Bei börsennotierten Unternehmen ist die Perspektive des Kapitalmarktes von Bedeutung. Hier wird der Erfolg in der Regel über die Entwicklung des Aktienkurses bewertet.⁴¹

Die DCF Modelle des Shareholder-Value-Ansatzes berücksichtigen nicht explizit weiche Faktoren und Synergiewirkungen, die häufig der Hintergrund für den finanziellen Erfolg oder das Scheitern sind. Die Industrieökonomik strukturiert Synergiewirkungen anhand der Wertschöpfungskette und zielt auf eine qualitative Beurteilung ab. Wesentliche Synergiewirkungen stellen economies of scale und scope⁴² sowie die Verminderung finanzieller Risiken durch Diversifikation⁴³ dar. Durch Informations-, Flexibilitäts- und Opportunitätskosten werden positive Synergien jedoch oft überkompensiert.⁴⁴

Mit der Principal Agent Theorie hat die Neue Institutionenökonomik ein Werkzeug geschaffen, um auch psychologische Faktoren, die den Akquisitionsprozess beein-

39 Vgl. RAPPAPORT (1998), S. 35.

40 Vgl. PISKE (2004), S. 16.

41 Vgl. KAY (1991), S. 90.

42 Vgl. MILLER (2006).

43 Vgl. GERTNER/SCHARFTEIN/STEIN (1994).

44 Vgl. DESARBO/DI BENEDETTO/SONG (2007).

flussen können, finanziell zu bewerten.⁴⁵ Im Sinne der strategischen Managementforschung stellt eine Unternehmensakquisition ein außergewöhnliches Ereignis dar, welches mit höheren Risiken behaftet ist als übliche operative Prozesse und erhöhte Transaktionskosten verursachen kann.⁴⁶ Die Managementtheorie geht davon aus, dass opportunistisches Verhalten der Unternehmensleitung für weitere kaum internalisierbare Kosten verantwortlich ist und viele Akquisitionen hauptsächlich aufgrund von Managementinteressen getätigt werden, welche nicht notwendigerweise im Einklang mit einer Maximierung des Eigenkapitalwertes des Unternehmens stehen.⁴⁷ Das zu entwickelnde Verfahren zur Erfolgsmessung von Akquisitionsvorhaben sollte sowohl ertragsbezogene als auch qualitative Aspekte berücksichtigen, da gerade letztere oft bestimmend für das langfristige Gelingen einer Unternehmensintegration sind. Wirtschaftswissenschaftliche Ansätze und Maßstäbe zur Bewertung des Erfolgs einer Akquisition systematisiert die folgende Übersicht:

Akquisitionserfolg	finanzwirtschaftliche Maßstäbe	qualitative Konzepte
Theorie	Finanzierungstheorie, Neoklassische Theorie	Industrieökonomik Principal Agent Theorie
Messgröße	Discounted Cash Flow Shareholder Value	Synergiewirkungen Agency Kosten

Abbildung 5: Systematisierung von Maßstäben für den Akquisitionserfolg

Wesentlich für die Interpretation des Ergebnisses ist bei beiden Bewertungsansätzen, ob die Unternehmensentwicklung im Zusammenhang mit der Entwicklung vergleichbarer Konzerne gesehen oder losgelöst davon betrachtet wird, das heißt aus der

45 Vgl. PICOT/REICHWALD/WIGAND (2003), S. 12-15.

46 Vgl. SANNIKOV (2007).

47 Vgl. ZANNER/BURSTEIN/LINGER (2008).

Sichtweise des bewertenden Subjekts.⁴⁸ Wie für die Rahmenbedingungen der Akquisition bleibt die Bewertung des Akquisitionserfolgs von der subjektiven Perspektive des Beurteilenden dominiert, was bei der Entwicklung eines Instrumentariums für die Metaanalyse in *Kapitel IV* zu berücksichtigen ist.

3. Entwurf eines Analysemodells für die Durchführung der empirischen Metaanalyse

Aus den durch eine Analyse der theoretischen Literatur zu Potentialen und Synergieeffekten sowie Erfolgsmaßstäben von Unternehmensakquisitionen gewonnenen Kategorien wird in *Kapitel IV* der Arbeit ein Instrumentarium für eine meta-analytische Erforschung der Synergiewirkungen internationaler Akquisitionen erarbeitet.

Grundlegend hierfür ist die Einsicht, dass die Sichtweise der externen und internen Rahmenbedingungen einer Akquisition und des resultierenden Erfolgs des Geschäftes stets von der Wahrnehmung des bewertenden Subjektes geprägt ist. Das Brunswiksche Linsenmodell⁴⁹ verdeutlicht diesen Zusammenhang. Bei der Auswertung empirischer Studien ist stets der Hintergrund des Urteilenden zu berücksichtigen. Das im Umweltsystem objektiv erzielte Ergebnis wird bei der Literaturanalyse durch die Darstellung des Autors interpretiert und zusätzlich durch das Raster der Sekundäranalyse beeinflusst.⁵⁰

Die Aussagekraft des zu entwickelnden Analysemodells muss daher unter Berücksichtigung dieser Aspekte relativiert werden. Kernthese der empirischen Analyse ist, dass zumindest in den Augen der Autoren der empirischen Studien ein Zusammenhang zwischen den externen und internen Rahmenbedingungen einer Akquisition

48 Vgl. KIRCHNER (1991), S. 90.

49 Vgl. CONNOLLY/ARKES/HAMMOND (2000), S. 7 ff.

50 Vgl. HIRSCHHEIM/KLEIN (1994).

und deren Erfolg besteht. Die ex post wahrgenommene Synergiewirkung der Akquisition ergibt sich aus der gewichteten Beurteilung der gemessenen Erfolgsgrößen. Die Ausprägung dieser Beziehungen soll mittels des Analysemodells untersucht werden. Dies veranschaulicht folgende schematische Darstellung:

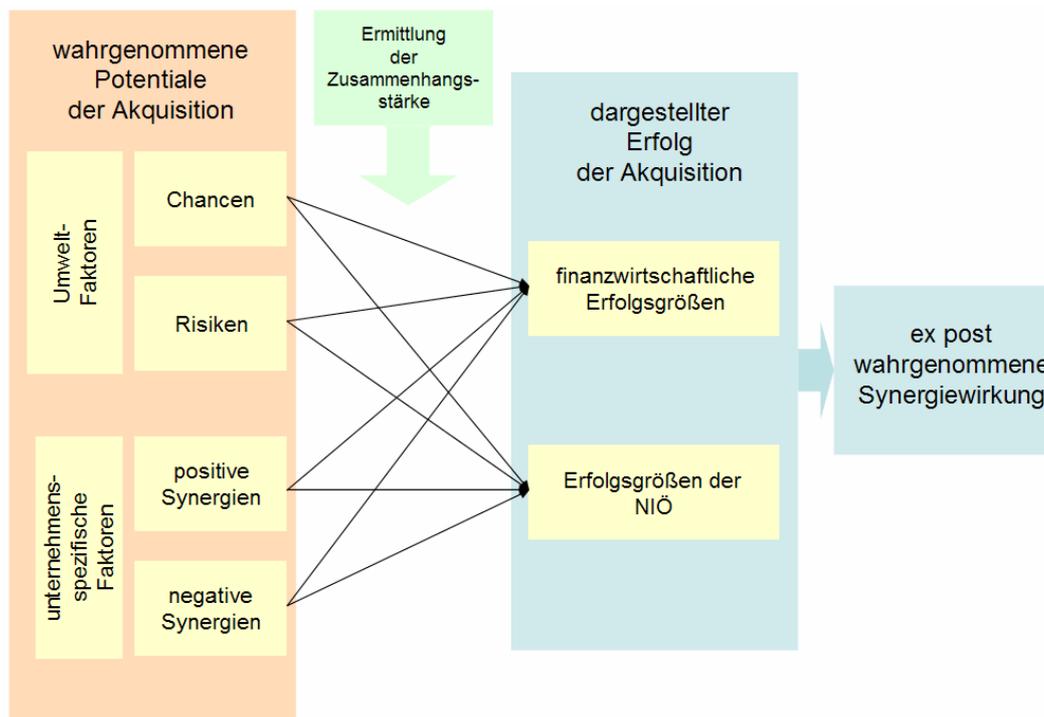


Abbildung 6: Schema des Analysemodells für die Metaanalyse

Aus den empirischen Studien sollen damit zunächst die dargestellten externen und internen Rahmenbedingungen der Akquisitionen, in Form der erläuterten makroökonomischen und wettbewerbsbezogenen Faktoren sowie der zu erwartenden Synergiewirkungen ermittelt werden. Für die normierte Ermittlung des dargestellten Akquisitionserfolgs sollen jeweils die beschriebenen finanziellen und qualitativen Erfolgsgrößen erfasst werden.

Um einen Zusammenhang zwischen Rahmenbedingungen und Akquisitionserfolg herleiten zu können, ist eine Messskala zu entwerfen, auf der die relative Ausprä-

gung der Merkmale in den einzelnen Studien bewertet werden kann. Da die angegebenen Größen in den Studien zumeist qualitativ dargestellt werden und die angegebenen Einheiten differieren, wird in Anlehnung an HOMBERG/ROST/ OSTERLOH⁵¹ eine ordinale Skala entwickelt.

4. Durchführung und Ergebnisse der Metaanalyse

In *Kapitel V* erfolgt die Auswertung empirischer Studien, die zwischen 2000 und 2010 zu internationalen Akquisitionen durchgeführt wurden, anhand des entwickelten Modells. Hierzu wird eine statistisch signifikante Anzahl von empirischen Studien zu internationalen Akquisitionen unter den oben dargestellten Kriterien untersucht.

Um Rückschlüsse auf die Repräsentanz der Erhebung ziehen zu können erfolgt in *Kapitel V.A* eine Strukturierung der Studien anhand ihres Erstellungsdatums, Untersuchungszeitraums, der Anzahl der betrachteten Unternehmen sowie der schwerpunktmäßig analysierten Akquisitionsphasen. Eine statistische Auswertung nach Ausgangs- und Zielland sowie Branche- und Diversifikationsgrad lässt Rückschlüsse auf die Entwicklung internationaler Akquisitionstätigkeit in den letzten zehn Jahren zu.

In *Kapitel V.B* und *C* wird eine Hauptkomponentenanalyse der Einflussgrößen sowie eine Korrelationsanalyse zwischen den ex ante wahrgenommenen Akquisitionspotentialen und den entwickelten Erfolgsgrößen durchgeführt. Die statistische Relevanz des resultierenden Zusammenhanges wird mittels eines Chi² Tests überprüft.⁵² Dadurch kann bestimmt werden, welche wahrgenommenen externen und internen Potentiale den finanziellen und qualitativen Akquisitionserfolg beeinflussen.⁵³ Auf-

51 Vgl. HOMBERG/ROST/OSTERLOH (2009).

52 Vgl. DULLER (2007), S. 246 f.

53 Vgl. ALBRECHT/MAURER (2008), S. 116 ff.

grund der statistischen Signifikanz der Erhebung gelingt es den subjektiven interpretatorischen Aspekt der Ergebnisse weitgehend zu eliminieren, da verschiedenste Sichtweisen in die Analyse eingehen.

Ergebnis der Arbeit ist ein quantitatives Verständnis des Einflusses verschiedener Rahmenbedingungen auf den finanziellen und qualitativen Erfolg von Unternehmensakquisitionen und damit auf die ex post messbaren Synergieeffekte.

Diese Erkenntnisse können herangezogen werden, um die Erfolgchancen einer avisierten Akquisition zu beurteilen und zu analysieren, welche Rahmenbedingungen verändert werden sollten, um die Erfolgsaussichten zu erhöhen. Durch die Systematisierung und Quantifizierung wissenschaftlicher Erkenntnisse leistet die Arbeit einen Beitrag zur unternehmerischen Praxis.

II. Potentiale internationaler Akquisitionen

In diesem Kapitel wird der Begriff der Akquisition erläutert und der Akquisitionsprozess beleuchtet. Vor diesem Hintergrund werden externe und interne Einflussfaktoren auf den Akquisitionsprozess analysiert und strukturiert. Ergebnis ist ein Modell zur Systematisierung von Rahmenbedingungen von Akquisitionen.

A. Akquisition und Akquisitionsmanagement

1. Der Begriff der Akquisition

Die Begriffe im Akquisitionsmanagement werden in der Literatur nicht einheitlich verwendet, so dass es erforderlich ist, die verschiedenen Begriffsverwendungen voneinander abzugrenzen.

Unter einer Akquisition wird der Kauf von Kapital- oder wesentlichen Vermögensanteilen verstanden, mit dem eine wirtschaftliche Beherrschung des (akquirierten) Unternehmens möglich ist.⁵⁴ Hinsichtlich des Erwerbsvorgangs unterscheidet man zwischen *Share Deals* und *Asset Deals*: Während ersterer einen Kapitalerwerb bei Akquisitionobjekten mit eigener Rechtspersönlichkeit darstellt, bedeutet letzterer einen Vermögenserwerb beim Kauf von Einzelunternehmen oder rechtlich unselbständiger Einheiten.⁵⁵ In Anlehnung an die Begriffe im deutschen Aktiengesetz kann zudem eine konzernrechtliche Sichtweise angelegt werden. Der Kauf von Anteilsrechten an einem Unternehmen führt demnach dazu, dass zwischen dem erworbenen und dem erwerbenden Unternehmen ein Abhängigkeitsverhältnis entsteht.⁵⁶ Jedoch bedeutet ein solcher Erwerb von Anteilsrechten nicht, dass das erworbene Unternehmen nun einer zwingenden Einflussnahme des Erwerbers untersteht. Viel-

54 Vgl. MÜLLER-STEWENS/SPICKERS (1993), S. 663; WIRTZ (2003), S. 16.

55 Vgl. ALBRECHT (1994), S. 48 f.

56 Vgl. PAUSENBERGER (1989), Sp. 18; VOGEL (2002), S. 10.

mehr hat sich der Käufer damit lediglich die Möglichkeit der Einflussnahme geschaffen.⁵⁷

Die Anteilshöhe, ab der man von einer Akquisition sprechen kann, ist umstritten, so dass als Hauptkriterium dienen soll, inwieweit die erwerbende Gesellschaft durch die Transaktion die Möglichkeit erhält, mit dem erworbenen Unternehmen ihre strategischen Ziele umzusetzen.⁵⁸ Bei einem Teilerwerb etwa unterliegt die Integrationsgestaltung zahlreichen Beschränkungen, was sich erschwerend auf die Analyse und Realisierung von Synergien auswirkt. In den folgenden theoretischen Ausführungen wird von einem mehrheitlichen Unternehmenserwerb ausgegangen, so dass dem Erwerber die maßgeblichen Entscheidungen über den Integrationsvorgang und die Integrationsintensität zufallen.

Die Akquisition eines Unternehmens kann aus unterschiedlichen Blickwinkeln betrachtet werden: als das Ergebnis des juristischen Eigentumsübergangs, aus dynamischer Sicht als Prozess oder als statischer Zustand.⁵⁹ Unterteilen lässt sich der Akquisitionsprozess in unterschiedliche Phasen wie zu Beginn die Strategieentwicklung mit geeigneter Kandidatensuche und die Kontaktaufnahme mit sich anschließender Verhandlung. Als abschließende Phasen sind die Finanzierung, der Vertragsabschluss und die letztendliche Integration zu nennen. Im folgenden Kapitel werden die einzelnen Phasen des Akquisitionsprozesses ausführlich dargestellt.

Darüber hinaus kann der Begriff der Akquisition in Abhängigkeit vom Rechtsstatus des erworbenen Unternehmens unterschiedlich definiert werden. Sofern eine rechtswissenschaftliche Begriffsabgrenzung angelegt wird, bezeichnet man nur solche Vorgänge als Akquisition, bei denen das Akquisitionsobjekt seine rechtliche

57 Vgl. SCHEITER (1989), S. 6.

58 Vgl. SIEBEN/SIELAFF (1989), S. 17.

59 Vgl. PAUSENBERGER (1989a), S. 621.

Selbständigkeit beibehält. Denn der Kauf eines Unternehmens kann aus steuerlichen Gründen auch im Wege einer Fusion erfolgen. Da in der vorliegenden Arbeit jedoch die wirtschaftlichen Aspekte der Akquisition per se im Vordergrund stehen, soll diese juristische Abgrenzung nicht weiter betrachtet werden.⁶⁰

Auch hinsichtlich des Erwerbers sollen einige Einschränkungen erfolgen, so dass eine vereinfachte Entscheidungssituation betrachtet werden kann. Zunächst wird nur der Erwerb durch ein anderes Unternehmen betrachtet. Insbesondere der Erwerb durch das bisherige Management, der so genannte Management Buy-Out (MBO) wird ausgeschlossen, weil hier durch die Zusammenführung von Kontrolle und Eigentum eine andere Ausgangslage entsteht.⁶¹ Darüber hinaus beziehen sich die Darstellungen einzig auf den dauerhaft angelegten Erwerb, bei dem mindestens eine teilweise Integration erfolgen soll. Denn nur in diesem Fall kann der Erfolg der Akquisitionen über die Auswertung von Wiederverkaufszahlen gemessen werden. Ausgeschlossen ist damit der Zwischenerwerb durch Investmentbanken. Allerdings sind Akquisitionen mit einer späteren Weiterveräußerung nicht ausgeschlossen, solange diese Weiterveräußerung nicht von Beginn an beabsichtigt ist. Die Analyse von Wiederverkaufsraten bietet eine oft genutzte Möglichkeit zur Beurteilung des Akquisitionserfolgs.

2. Akquisitionsrichtung

Zu differenzieren ist nach dem Kriterium der Akquisitionsrichtung zwischen horizontalen, vertikalen und konglomeraten Akquisitionen.⁶²

- Um *horizontale Akquisitionen* handelt es sich, wenn Unternehmen derselben Branche und gleicher Produktions- oder Handelsstufe betroffen sind, die die-

60 VOGEL (2002), S. 3 f.

61 Vgl. GERPOTT (1993), S. 23 f.

62 Vgl. NEUMANN (1994), S. 71; WIRTZ (2003), S. 19.

selben oder vergleichbare Produkte herstellen und dieselbe Kundengruppe ansprechen und direkte Wettbewerber darstellen.⁶³ Horizontale Akquisitionen führen zu einer Konzentration auf dem Absatzmarkt, die zu einer Einschränkung des Wettbewerbs führen kann. Horizontale Akquisitionen sind definitionsgemäß in ihrer Produktionstiefe konstant. Die Definition der Produktionsbreite wie etwa das Sortiment kann unterschiedlich erfolgen, so dass die Bedingungen für das Vorliegen einer horizontalen Akquisition in der Literatur unterschiedlich weit gefasst werden. Dabei wird nur eine mengenmäßige, nicht aber eine artmäßige Veränderung des Produktprogramms akzeptiert.⁶⁴ Die weiter gefasste Definition bezieht eine Verbreiterung des Produktprogramms mit ein, wobei zu beachten ist, dass eine gewisse Ähnlichkeit mit der bisherigen Produktpalette bestehen muss. Gemäß dieser Begriffsverwendung kann zwischen horizontalen Akquisitionen sowohl mit als auch ohne Produktausweitung unterschieden werden. Dabei sind bei horizontalen Akquisitionen mit Produktausweitung die beteiligten Unternehmen in den gleichen Geschäftsfeldern tätig, die Produkte haben aber nur einen ähnlichen Charakter. Sofern eine Strategie der Diversifikation verfolgt wird, kommen zu den schon bestehenden Produkten noch verwandte Produkte hinzu und benachbarte Märkte der Branche können erschlossen werden.⁶⁵ Im anderen Fall, der Akquisition ohne Produktausweitung, bleibt das Produktsortiment konstant. Hierbei wird das Ziel der Expansion verfolgt, wobei der entscheidende Beweggrund darin zu sehen ist, dass sich Unternehmen bei der horizontalen Integration mit denselben oder verwandten Geschäftstätigkeiten zusammenschließen. Allerdings sind auch hier die Einschränkungen „verwandt“ und „ähnlich“ weit auslegbar und schwer zu greifen. Sie beziehen sich auf die Materialien im Produktionsbereich wie auf die Kundenbeziehungen im Absatzbereich, abhängig davon, welchem Bereich eine größere Rolle bei der Ge-

63 Vgl. PAPROTTKA (1996), S. 11.

64 Vgl. PAUSENBERGER (1989a), S. 622.

65 Vgl. WIRTZ (2003), S. 19.

schäftstätigkeit des Unternehmens zukommt.⁶⁶ Bei einer Akquisition mit Beteiligung einer Bank und einer Versicherung würde es sich demnach um eine Absatzverwandtschaft handeln. Aus der Sicht einer Bank kann ein Zusammenschluss zweier Geschäftsbanken, die einen gleichen Kundenkreis mit ähnlichen Produkten haben, als eine horizontale Akquisition bezeichnet werden. Als Ziele solcher Transaktionen spielen die Realisierung von Kostensenkungspotenzialen und Marktmachteffekten eine herausragende Rolle.

- Um eine *vertikale Akquisition* handelt es sich bei Verbindungen von Unternehmen aufeinander folgender Wertschöpfungsstufen. Dies kann erreicht werden durch den Zusammenschluss mit einem Zulieferer oder Abnehmer. Es hängt davon ab, ob ein vorgelagerter oder ein nachgelagerter Abschnitt in der Produktion gekauft werden soll. COLLINS definiert die vertikale Akquisition als „the creation of a single firm from two firms, one of which was a supplier or customer of the other“⁶⁷. Zwar reicht die Verbindung von zwei Unternehmen aus, durch die sich mehrere aufeinander folgende Unternehmensstufen zusammenschließen. Es ist jedoch möglich, dass sich durch Akquisitionen *alle* Unternehmen einer Produktionskette verbinden mit der Folge, dass schließlich eine durchgezogene Linie der Beschaffungs-, Produktions- und der Absatzwege vorliegt.⁶⁸ In einem solchen Fall besteht ein Trade-off zwischen den sinkenden Transaktionskosten auf der einen Seite und den steigenden Organisationskosten im Unternehmen auf der anderen Seite.⁶⁹
- Als *konglomerate Akquisitionen* werden solche Transaktionen bezeichnet, bei denen die verbundenen Unternehmen keinerlei leistungswirtschaftliche Beziehung aufweisen. Im Gegensatz zu den vertikalen und horizontalen Akquisitionen, über deren Begriffsverwendung weitgehende Übereinstimmung herrscht, existieren für die konglomeraten Akquisitionen auch die Bezeich-

66 Vgl. LUCKS/MECKL (2002), S. 25 ff.

67 COLLINS/LOFTIS (1988), S. 14.

68 Vgl. NEUMANN (1994), S. 68; WIRTZ (2003), S. 17 ff.

69 Vgl. BUBIK (2005), S. 11.

nungen heterogene, diagonale und diversifizierte Akquisitionen. Die konglomeraten Akquisitionen bezeichnen all diejenigen Transaktionen, welche sich nicht unter die beiden oben genannten Kategorien subsumieren lassen. Hauptmerkmal der konglomeraten Akquisitionen ist, dass die betreffenden bisherigen und die neuen Produktfelder keine Verwandtschaft oder im Hinblick auf den Absatzmarkt keine Ähnlichkeiten aufweisen.⁷⁰ Konglomerate Akquisitionen können auch negativ abgegrenzt werden, als Transaktionen vormals selbstständiger Unternehmen, die weder auf dem gleichen Markt tätig sind (horizontal), noch in einem Käufer-Verkäufer-Verhältnis zu dem erwerbenden Unternehmen stehen.⁷¹ Als Beweggründe für solche Transaktionen werden in der Literatur und Praxis hauptsächlich Risikovorteile durch die Diversifikation des Produktportfolios genannt. Im Finanzsektor könnte die Akquisition eines Versicherungsunternehmens durch eine Bank genannt werden oder vice versa.⁷²

3. Feindliche und freundliche Übernahme

Eine weitere Unterscheidung orientiert sich an der Haltung des Managements des Zielunternehmens.⁷³ Hierbei kennzeichnet die feindliche Übernahme eine Transaktion, bei der der Erwerb der (Mehrheits-)Anteile gegen den Willen des Managements erfolgt.⁷⁴ Im Gegensatz dazu rät bei einer freundlichen Übernahme das Management des Zielunternehmens seinen Aktionären zu einer zustimmenden Haltung bezüglich der Transaktion.

70 Vgl. NEUMANN (1994), S. 72; VOGEL (2002), S. 27 f.

71 Vgl. SCHMIDT (2005), S. 143.

72 Vgl. SEIDEL (1995), S. 9.

73 Vgl. HIRT/BLOCK (2003), S. 274.

74 Vgl. PICOT (2008), S. 298.

Für die vorliegende Arbeit ergibt sich die folgende Definition: **Unter einer Akquisition wird der langfristig angelegte Erwerb von Eigentumsrechten an einem Unternehmen oder wesentlichen Teilen davon durch ein anderes Unternehmen unter Zuhilfenahme eines zumindest mehrheitlichen Erwerbs von Vermögensgegenständen oder Kapitalanteilen mit der Konsequenz einer beherrschenden Einflussnahme verstanden.**⁷⁵ Aus ökonomischer Sicht stellt eine Akquisition den Erwerb von Verfügungsrechten über bestehende Faktorkombinationen⁷⁶ und über die zukünftigen Erfolgspotentiale des übernommenen Unternehmens dar. Dies ist genau die Voraussetzung für die Realisierung von Synergiepotentialen durch den Erwerber. Zwar kann auch mit einer Minderheitsbeteiligung ein maßgeblicher Einfluss ausgeübt werden, der die Realisierung von Synergiepotentialen erlaubt. Allerdings stellen diese Konstellationen Spezialfälle dar, die nur unter Betrachtung der spezifischen Beteiligungsverhältnisse beurteilt werden können.

Per Definition ist der Begriff der Akquisition beziehungsweise der Unternehmensübernahme von dem übergeordneten Begriff des Unternehmenszusammenschlusses abzugrenzen. Der Oberbegriff Unternehmenszusammenschlüsse⁷⁷ schließt sowohl Unternehmensvereinigungen als auch Kooperationen in der Form operativer und strategischer Allianzen mit ein. Den beteiligten Unternehmen bleibt die Möglichkeit, ihre wirtschaftliche Selbständigkeit zu erhalten, ganz im Gegensatz zu Akquisitionen und Fusionen.

Abzugrenzen ist der Begriff der Akquisition vom Begriff „Mergers & Acquisitions“, der im angloamerikanischen Raum geprägt wurde und auch hierzulande oftmals Verwendung findet. Für dieses Begriffspaar existiert - auch wenn man es mit „Un-

75 Vgl. insbesondere GERPOTT (1993), S. 22 f.; VOGEL (2002), S. 9 f.

76 Vgl. PAUSENBERGER (1993), Sp. 4436 f.; WIRTZ (2006), S. 5.

77 Vgl. PAUSENBERGER (1989a), S. 625.

ternehmenszusammenschlüsse und Unternehmensübertragungen“ oder mit „Fusionen und Übernahmen“ übersetzen kann - kein direktes deutschsprachiges Pendant.

Der Begriff umfasst nicht nur Akquisitionen und Fusionen, sondern in einer gebräuchlichen weit gefassten Form auch Allianzen, Kooperationen und Joint Ventures, Unternehmenssicherungen und Unternehmensnachfolgen, MBOs und MBIs sowie Umwandlungsmaßnahmen und Restrukturierungen.⁷⁸ Diese Begriffe können, bedingt durch ihre mit der eigentlichen Definition von Mergers & Acquisitions nur entfernt verwandten Natur, auch ohne Vorbehalt als strategische Alternativen zu M&A-Transaktionen eingeordnet werden. COPELAND/WESTON sehen zum Beispiel, dass „the traditional subject of M&As has been expanded to include takeovers and related issues of corporate restructuring, corporate control, and changes in the ownership structure of firms“⁷⁹. Hierbei werden M&As in vier Teilbereiche („Expansion, Sell-offs, Corporate Control sowie Changes in Ownership Structure“) aufgegliedert. Wie dieser Annäherung zu entnehmen ist, wird hier primär die Unternehmensperspektive (hinsichtlich der Restrukturierung, Sanierung und Unternehmenskontrolle beziehungsweise -steuerung) in Betracht gezogen.

Trotz der Unsicherheit in der Begriffsverwendung können Akquisitionen zumeist als Takeovers oder Acquisitions übersetzt werden, wohingegen Fusionen, bei denen höchstens eines der beiden Unternehmen als eigene Rechtspersönlichkeit weiter besteht, Merger genannt werden. Kommt es bei der Fusion zu einer Neugründung, bei der beide Unternehmen ihre Rechtspersönlichkeit verlieren, spricht man von Consolidations.⁸⁰ Im Folgenden soll der Begriff der Akquisition Anwendung finden.

78 Vgl. HAARMANN/WILDBERGER (2006), S. 200.

79 COPELAND/WESTON (1988), S. 676.

80 Vgl. KNOP (1992), S. 9.

4. Der Akquisitionsprozess

Aufgrund diverser Ausführungen in der Literatur und auf der Grundlage verschiedener praktischer Abläufe soll zunächst der generelle Ablauf eines Akquisitionsprozesses dargestellt werden (*Abbildung 7*).⁸¹

Analysephase	Analyse der Ausgangssituation, Erkennen des Handlungsbedarfes, strategische Planung
Suchphase	Identifizierung möglicher und geeigneter Kandidaten zur Stärkung wachstumsbedürftiger Geschäftsbereiche, Vorauswahl
Beurteilungs-/Detailphase	Analyse und Bewertung der Akquisitionskandidaten in der engeren Wahl (Due Diligence, Audits, Vorverträge)
Entscheidungsphase	Verhandlungen, Festlegung auf das letztendliche Zielunternehmen, Vertragsvorbereitung, Akquisitionsplan
Realisationsphase	Vertragsschluss, evtl. Genehmigungsverfahren vor den Kartellbehörden, Integrationsplan
Integrationsphase	Implementierung des Integrationsmanagements

Abbildung 7: Phasen des Akquisitionsprozesses

Analysephase

Die Bestimmung des Akquisitionsziels beinhaltet eine **Festlegung auf eine grundlegende, langfristige Entwicklungsrichtung**. Daraus ergibt sich, welche Geschäftsfelder die umsatzbestimmenden, stärksten sind und wo sich Lücken ergeben. Wesentliche Modelle hierzu sind die SWOT-Analyse, Marktpositionierungsansätze von ANSOFF, PORTER und MCKINSEY sowie der Wertkettenansatz von PORTER. Zahlrei-

⁸¹ Vgl. zum Beispiel HASE (2002), S. 22; KOGELER (1992), S. 44.

che Interessensgruppen sind bei dieser grundlegenden strategischen Ausrichtung zu berücksichtigen.⁸² Dies sind beispielsweise Lieferanten, leitende Angestellte, Gläubiger, Kunden, Staat und die Belegschaft auch mit ihrer Interessenvertretung.

KOGELER⁸³ schlägt den Vergleich der Unternehmensleistungen, der Produkt- und Marktstrukturen und der Organisationen zum Prüfen der Kompatibilität vor. Geeignet sind Kennzahlen wie zum Beispiel Umsatz und Ergebnis, ein Kostenstrukturvergleich und die Investitionen sowie der freie Cash Flow. Es gilt eine Akquisitionsentscheidung unter Berücksichtigung geeigneter Synergien hinsichtlich Produkt- und Marktstrukturen zu treffen.⁸⁴

Die Kompatibilität der Organisationsstrukturen sollte anhand von aufbau- und ablauforganisatorischen Prinzipien erfolgen.⁸⁵ Das Wertschöpfungskonzept PORTERS eignet sich, um **Akquisitionsmotive** zu systematisieren.⁸⁶

- **Portfoliomanagement:** Im Rahmen der festgelegten Kernbereiche der Unternehmung akquiriert man Erfolg versprechende, die Strategie stützende Unternehmungen oder Teile derselben, um zu einem ausgewogenen Portfolio zu gelangen. Das Portfoliomanagement berücksichtigt in erster Linie den Risikoausgleich. Sich ergänzende und getrennt voneinander geführte Wertketten summieren sich zu einem geringeren Gesamtrisiko, als es beide völlig voneinander losgelöst repräsentierten. Kernabsicht ist die Diversifikation. Die Wahrung größtmöglicher Autonomie der erworbenen Unternehmung geht damit einher.

82 Vgl. GERPOTT (1993), S. 62.

83 Vgl. KOGELER (1992), S. 44-48.

84 Vgl. KOGELER (1992), S. 135.

85 Vgl. HASE (2002), S. 23.

86 Vgl. hierzu PORTER (2000), S. 63 ff.

- **Restrukturierung:** Das Management entscheidet sich hier für den Kauf eines zwar sanierungsbedürftigen Bereiches, in dem aber, neben einem grundsätzlichen Zusammenpassen mit der Unternehmensstrategie, ein Erfolgspotential gesehen wird, das es noch zu entwickeln und zu realisieren gilt. Dies ist durch Kaufpreisabschläge zu berücksichtigen.
- **Know-how-Transfer:** Der wohldosierte Transfer von erfolgsentscheidendem Wissen und erfolgskritischer Fähigkeiten ist hierunter zu verstehen. Eine signifikante Verbesserung zur vorher bestehenden Situation macht den neuen Bereich zu einer echten Bereicherung. Die Strategie des Know-how-Transfers bedeutet die generelle Übertragung von Fähigkeiten, Wissen und Ressourcen aller Arten von Managementaktivitäten.
- **Aufgabenzentralisierung:** Von der eigenen Wertschöpfungskette ausgehend werden Unternehmen gesucht, die vergleichbare Wertketten mit der Möglichkeit gemeinsamer Nutzung bieten. Ziel ist es, Kostenvorteile zu realisieren, höhere Kapazitätsauslastung zu verfolgen, Overheadkosten einzusparen und Differenzierungsvorteile zu implementieren.

Suchphase

Die Suchphase stellt einen Selektionsprozess mit dem Ziel dar, mögliche Akquisitionsalternativen auf geeignete Unternehmen zu reduzieren, aus denen im weiteren Verlauf des Akquisitionsprozesses ein geeignetes Objekt auszuwählen ist.⁸⁷

Es gibt die Suchalternativen der aktiven und der reaktiven Suche. Ein aktiver Suchprozess ist ein von der suchenden Unternehmung, dem späteren Akquisitionssubjekt, ausgehende Aktivität, bei der in analytischer Weise geeignete Akquisitionskandidaten selektiert werden. Träger dieser Aktivität ist entweder das interne Management selbst oder externe Investmentbanken, Wirtschaftsberater, Unternehmensberater oder

⁸⁷ Vgl. BAIER (2008), S. 106.

Makler. Für das passive oder reaktive Suchverhalten ist kennzeichnend, dass die Auseinandersetzung mit den Akquisitionsmöglichkeiten eines Angebots auf dem Unternehmensmarkt erfolgt und nicht selbst initiiert wird.⁸⁸

Wichtiger Bestandteil der Suchphase ist die Zusammenstellung eines Akquisitionsteams, dessen Aufgabe es sein wird, die Akquisition zu begleiten. Das Team wird in der Regel als Projektteam formiert, d.h. speziell für diesen Zweck abgestellt, Vollzeit beschäftigt mit dem Akquisitionsprojekt, mit einer eigenen Projektstruktur versehen, mit eigenen Fach- und Disziplinarregelungen und eigener Verantwortlichkeit bezüglich Zielerreichung und Budget.⁸⁹

Beurteilungs- und Detailphase

Die getroffene Auswahl an Kandidaten gilt es nun zu bewerten und zwar mit der Zielsetzung, den optimalen Kandidaten zu selektieren. Bewertbar sind Kennzahlen, Strukturen und Marktgegebenheiten, die im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes über das Discounted Cash Flow Verfahren abgebildet werden.⁹⁰ Diese Informationen lassen sich nicht aus den Geschäftsberichten allein entnehmen, da diese weniger detailliert sind und nicht immer die volle Realität widerspiegeln. Eine Due Diligence Prüfung sollte die ökonomische Entscheidungsfindung unterstützen.⁹¹ Audits sorgen für die Vervollständigung eines realistischen Bildes.⁹²

Eine Non-Binding-Offer (NBO), welches noch keine abschließende Kaufzusage und auch noch kein Verhandlungsergebnis darstellt, schließt die Analysephase ab.⁹³

88 Vgl. JEMISON/SITKIN (1986).

89 Vgl. ZELLER (2002).

90 Vgl. PITTS/HOPKINS (1982).

91 Vgl. BERENS/BRAUNER (1999), S. 361-391.

92 Vgl. JANSEN (2004), S. 269-273.

93 Vgl. THUM (2004), S. 220 f.

Entscheidungsphase

Die Entscheidungsphase bringt die Festlegung auf einen Kandidaten mit sich, der im Laufe der Untersuchungen als der Adäquateste ermittelt wurde. Die Binding-Offer schließt die Verhandlungen ab, das akquirierende Unternehmen erklärt verbindliche Modalitäten (wie zum Beispiel den Kaufpreis), die dem veräußernden Unternehmen als Basis der weiteren Verhandlungen dienen.⁹⁴

Da der Partner nun feststeht und ein genaues Bild vorliegt, kann daran gegangen werden, einen Akquisitionsplan zu erstellen, der neben der schon existierenden Vorstellung der Vorteile noch spezifische Synergieerwartungen enthält, die sich auf den konkreten Partner beziehen. Ein solcher Plan enthält die einzuleitenden Schritte, Planzielwerte für die Integration (meist Kennziffern), die nach einem bestimmten Zeitablauf jeweils erreicht werden sollen, erste Regelungen über den weiteren Fortgang der Mitarbeiter. Ein fester Vertrag wird nun ausgestaltet, der alle Modalitäten des Kaufes festlegt, Zusatzvereinbarungen enthält (zum Beispiel Zusagen bestimmten Interessengruppen gegenüber) und die Transaktionsstruktur (Barzahlung, Aktien, Zahlungsfristen). Die Zahlungsmöglichkeiten werden an dieser Stelle geklärt, d.h. wie und mit wessen Hilfe finanziert wird.⁹⁵

Realisationsphase

Die anschließende Realisationsphase schließt die Zusammenarbeit mit den externen Partnern ab. Der Vertragsabschluß steht in dieser Phase an und sorgt für den angestrebten Eigentümerwechsel. In dieser Phase laufen auch die Genehmigungsverfahren mit den Behörden, was vor allem im internationalen Bereich zeitaufwendig sein kann. Nach erzielter Zustimmung kann daran gegangen werden, einen Integrationsplan zu entwerfen. Dieser umfasst in der Regel die Integration von Funktionen, Or-

94 Vgl. HAWRANEK (2004), S. 77.

95 MAEHRLE/FRIEDRICH (2007), S. 10.

ganisationen, Produktkapazitäten, Ressourcen, EDV-Systemen und dergleichen mehr.⁹⁶

Integrationsphase

Die Zusammenführung der beiden Unternehmen ist im Hinblick auf die mit der Akquisition angestrebten Ziele zu gestalten. Um diese strategischen und operativen Ziele in der Integrationsphase zu verwirklichen, bedarf es der erfolgreichen Handhabung des Verknüpfungsprozesses durch ein sorgfältig durchdachtes Integrationsmanagement.⁹⁷

Durch die Integration werden die Unternehmen zur Ausschöpfung der Synergiepotentiale restrukturiert. Diese Phase wird in der Praxis auch als Quelle der Wertschöpfung bezeichnet. Die Integrationsphase ist die wohl schwierigste und langwierigste Phase im Akquisitionsprozess, die aber über Erfolg oder Misserfolg einer Akquisition entscheidet.⁹⁸ Der Integrationsprozess erfordert im Durchschnitt rund 2.000 Veränderungen in einem Unternehmen und bedarf ca. 10.000 Entscheidungen.⁹⁹ Das Integrationsmanagement unterscheidet die operative und strategische Ebene. Die folgende *Abbildung 8* veranschaulicht die Ziele in der Integrationsphase.¹⁰⁰

96 Vgl. KEUPER ET AL. (2006), S. 44-50.

97 Vgl. DABUI (1998), S. 22 f.

98 Vgl. WIESELHUBER (2003), S. 82.

99 Vgl. GERDS/SCHWE (2009), S. 136.

100 Vgl. HAGEMANN (1996), S. 108.

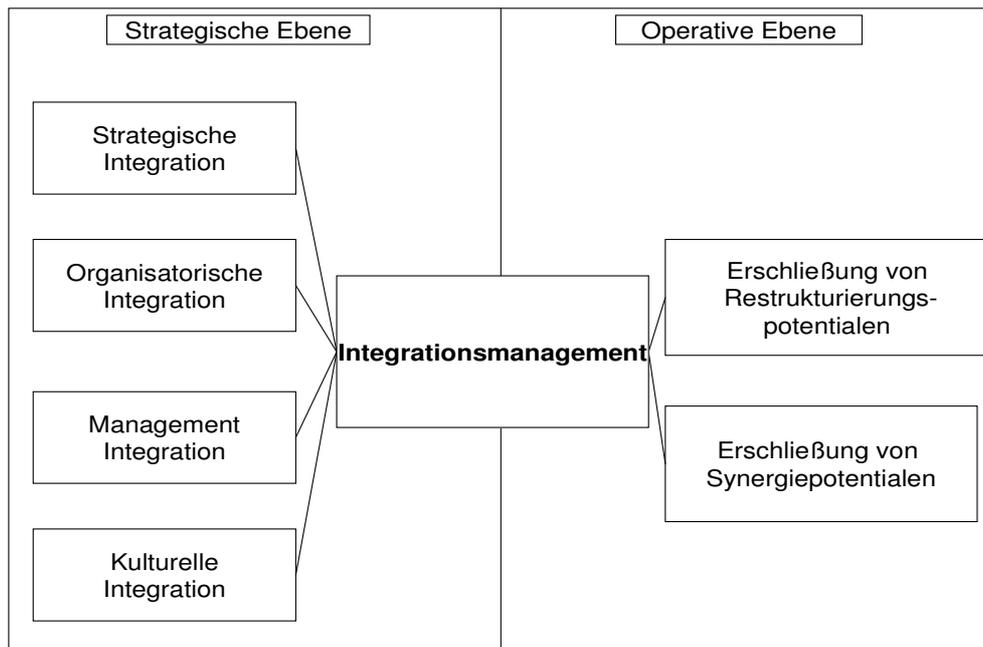


Abbildung 8: Ebenen und Ziele des Integrationsmanagements

(Quelle: HAGEMANN, 1996, S. 108)

Um die **strategischen Ziele** zu verwirklichen, muss das Integrationsmanagement die Organisation, das Management und die Kultur des erworbenen Unternehmens integrieren. Auf der operativen Ebene erfolgt die Erschließung der Restrukturierungs- und Synergiepotentiale. Es gilt eine langfristige gemeinsame Entwicklungslinie auf allen Ebenen der Wertschöpfungskette zu finden.¹⁰¹

Bei der **organisatorischen Integration** stellt sich die Herausforderung, eine passende Organisationsform zu finden, mittels derer die Synergiepotentiale umgesetzt werden können. Bei der organisatorischen Integration kann es zunächst zu negativen Synergien kommen. Dieses Phänomen zeigt sich vor allem bei Unternehmen, die sehr akquisitionsfreudig sind und das Problem haben, einen optimalen Wachstumsrhythmus zu finden. Denn auf der einen Seite müssen die bestehenden Geschäftsaktivitäten konkurrenzfähig bleiben und auf der anderen Seite muss den neu erschlos-

¹⁰¹ Vgl. BAUCH (2004), S. 49.

senen Geschäftsbereichen überproportional viel Beachtung geschenkt werden. Wenn es aber gelingt, die neuen Geschäftsbereiche organisatorisch erfolgreich zu integrieren, können Disergien vermieden und Synergiepotentiale realisiert werden.¹⁰²

Bei der **Integration des Managements** ist die Aufgabe zu bewältigen, Führungsverantwortlichkeiten zuzuweisen, Anreizsysteme zu schaffen und Managementkapazitäten strategisch einzusetzen.¹⁰³ Die **kulturelle Integration** geht mit der personellen Integration einher. Es ist wichtig durch behutsames aber zielstrebiges Vorgehen eine Angleichung der Unternehmenskulturen zu schaffen, um gleichzeitig einen „Kulturchock“ zu vermeiden.¹⁰⁴ Werden hier Fehler begangen, kommt es schnell zu Widerständen von Leistungsträgern, hervorgerufen durch Unsicherheit und Angst vor Veränderungen.¹⁰⁵

Auf der operativen Ebene stellt sich die Herausforderung für das Management einer schnellen Erschließung von Restrukturierungspotentialen, um eine Wertsteigerung zu erzielen.¹⁰⁶ So können durch das Einstellen von unprofitablen Produkten Kosten gesenkt und durch neue Preismodelle Umsätze erhöht werden. Die so gesteigerte Profitabilität führt u. a. zu einer Verbesserung der Bilanzstruktur, die mit dem Verkauf nicht betriebsnotwendiger Aktiva und der Auflösung überhöhter Rückstellungen und der Aufdeckung stiller Reserven weiter verbessert werden kann. Finanzwirtschaftliche Synergien können durch Verlustvorträge oder durch die Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen steuerlich günstig für das neue Unternehmen wirken.¹⁰⁷ All diese strategischen und operativen Aufgaben sind in Form eines Integrationsplans oder eines so genannten Masterplans zu erfassen.

102 Vgl. LEONTIADES (1987), S. 109.

103 Vgl. GERDS/SCHWE (2009), S. 100 f. und S. 116 f.

104 Vgl. GLOGER (1999), S. 28.

105 Vgl. SCHEITER (1989), S. 133.

106 Vgl. GOMEZ/WEBER (1989), S. 72 f.

107 Vgl. COENEBERG/SAUTTER (1988), S. 699.

Der Integrationsansatz und der Stellenwert der Integration im Akquisitionsprozess hängt davon ab, welche Personen, Fähigkeiten und Ressourcen zwischen den Fusionspartnern übertragen werden sollen. Den ursprünglichen Integrationsansatz den Gegebenheiten anpassen zu können, hat insofern eine hohe Bedeutung, da Integrationsprobleme nur teilweise im Voraus erkennbar und nicht vollständig durch eine detaillierte Planung vermeidbar sind. Da auch unerwartete Integrationsprobleme in der Integrationsphase auftreten, bedarf es an Interaktionen des Integrationsmanagements und besonders der Integrationsteams, deren Aufgaben an späterer Stelle erläutert werden.¹⁰⁸

B. Quantitative Bedeutung internationaler Akquisitionstätigkeit

Abschnitt B grenzt den Begriff „internationaler Akquisitionen“ ab und beleuchtet deren zunehmende Bedeutung anhand statistischer Daten.

1. Begriff der „Internationalität“ von Unternehmen

Die internationalen Akquisitionen sind im Verlauf der vergangenen Jahre immer mehr in den Blickpunkt des öffentlichen Interesses gerückt. Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund der Globalisierung und den damit einhergehenden wettbewerbsbedingten, technologischen und politischen Veränderungen zu sehen, die dieser strategischen Option eine besondere Bedeutung haben zukommen lassen.¹⁰⁹ Die Option der Expansion durch externes Wachstum ist mittlerweile, um den Herausforderungen der globalisierten Welt gerecht zu werden, als fester Bestandteil in die Strategien der Konzerne integriert worden. Die Begriffe „Weltkonzern“ oder auch „Global Player“ scheinen dies zu verdeutlichen.¹¹⁰

108 Vgl. JANSEN/PICOT/SCHIERECK (2001), S. 82 f.

109 Vgl. hierzu allgemein MADL (2001).

110 Vgl. SCHIKORA/LUFT (2004), S. 21 ff.

Was kennzeichnet ein internationales Unternehmen? Wann wird von „internationalen“ Unternehmen gesprochen? In der Literatur finden sich unterschiedliche Charakterisierungen der internationalen Unternehmen.¹¹¹ Allen Begriffsbildungen ist gemeinsam, dass ein Unternehmen als international gelten kann, wenn es Aktivitäten im Ausland durchführt. Diese Betrachtung ist nicht an bestimmte Funktionsbereiche der Unternehmung gebunden. Die Klassifikation der internationalen Unternehmung erfolgt hier unabhängig von der Art der Auslandsaktivität.

Ein nationales Unternehmen betreibt Stützpunkte ausschließlich innerhalb eines Landes.¹¹² BORRMANN spricht von „nationalen Unternehmungen“, wenn die Funktionen der Beschaffung, Leistungserstellung und -verwertung sowie die Anlageninvestition hauptsächlich auf eine bestimmte Volkswirtschaft ausgerichtet sind.¹¹³ Hierbei spielt es keine Rolle, ob mögliche Import- und Exportbeziehungen mit anderen Ländern bestehen soweit diese nur den Umsatzprozess, nicht aber die Unternehmensstruktur beeinflussen. Von einem „internationalen“ Unternehmen kann man seiner Meinung nach erst sprechen, wenn auch die Unternehmensstruktur verändert wird, weil die Unternehmung sich „in einer dauerhaften, mit privaten Direktinvestitionen verbundenen Weise in den Wirtschaftsprozess verschiedener Volkswirtschaften integriert“.¹¹⁴

SIEBER fasst den Begriff der nationalen Unternehmung noch weiter. Er spricht auch dann noch von einer nationalen Unternehmung, „wenn diese zwar im Ausland einige Niederlassungen oder Tochtergesellschaften unterhält, dieses im Ausland betriebene Geschäft jedoch im Rahmen des Gesamtumfanges der Unternehmung nicht ernsthaft ins Gewicht fällt“¹¹⁵. SIEBER spricht erst dann von einer „multinationalen Unternehmung“, wenn das im Ausland abgewickelte Geschäft einen so hohen Anteil am Ge-

111 Vgl. PAUSENBERGER (1982); FAYERWEATHER (1989); DÜLFER/JÖSTINGMEIER (2008), S. 5 ff.

112 Vgl. SCHIERENBECK/WÖHLE (2008), S. 52.

113 Vgl. BORRMANN (1970), S. 19 f.

114 BORRMANN (1970), S. 14.

115 SIEBER (1966), S. 54.

samtumsatz ausmacht, „dass die Unternehmung sich in den Grundfragen ihrer Geschäftspolitik und im Entwurf ihrer Organisation darauf einrichten muss“¹¹⁶. Als quantitative Kriterien können genannt werden:¹¹⁷

- Anzahl der Länder in denen Niederlassungen bestehen,
- Anzahl der ausländischen Niederlassungen,
- Anteil der Eigenleistung der ausländischen Niederlassungen am Gesamtgewinn,
- Marktanteile im Ausland,
- Anteil der Ausländer im „Top-Management“.

Da es viele unterschiedliche Messkonzepte zur Beurteilung des Internationalisierungsgrades gibt, ist eine ausschließliche quantitative Festlegung problematisch. Die Ansätze zur Bestimmung des Internationalisierungsgrades reichen vom Anteil des Auslandsumsatzes am Gesamtumsatz über die Anzahl der Beschäftigten im Ausland bis hin zur Höhe der Direktinvestitionen beziehungsweise der Anzahl der Tochterunternehmen im Ausland. Eine über die quantitative Abgrenzung hinausgehende Klassifizierung wird durch eine qualitative Orientierung an den Unternehmenszielen möglich. Zu den qualitativen Kriterien gehören unter anderem:¹¹⁸

- Ausrichtung der Unternehmenspolitik auf die internationale Geschäftstätigkeit,
- Ausrichtung der Organisationsstruktur auf die internationale Geschäftstätigkeit,

116 SIEBER (1966), S. 54.

117 Vgl. BORRMANN (1970), S. 24.

118 Vgl. DÜLFER/JÖSTINGMEIER (2008), S. 6.

- Ausrichtung der Qualifikation der Mitarbeiter auf die internationale Geschäftstätigkeit.

Hiernach kann von einer internationalen Unternehmung gesprochen werden, wenn die Auslandsaktivitäten zur Erreichung und Sicherstellung der Unternehmensziele von wesentlicher Bedeutung sind.¹¹⁹ DÜLFER/JÖSTINGMEIER sprechen von internationalen Unternehmungen, „wenn das Operationsgebiet der Unternehmung [...] über die Grenze des eigenen Staatsgebietes, das hier als Stammland bezeichnet wird, hinausreicht“.¹²⁰ SCHIERENBECK/WÖHLE verstehen unter Internationalisierung „die geographische Dezentralisierung der Unternehmenstätigkeit auf internationalen Märkten“.¹²¹

Versteht man unter Management nicht nur den Einsatz sachlicher Ressourcen, sondern auch die Koordination menschlicher Aktivitäten, kann man eine internationale Unternehmung als „zielbezogene Kommunikation mit ausländischen Interaktionspartnern“¹²² beschreiben. Von einer internationalen Unternehmung wird gesprochen, wenn Interaktionsbeziehungen geknüpft werden, die über die eigene Staatsgrenze hinausreichen und die eigene Unternehmenstätigkeit grenzüberschreitend erfolgt. In einem weiteren Schritt können internationale Akquisitionen als Akquisitionen definiert werden, bei denen ein internationales Unternehmen entsteht oder dessen Grad an Internationalität durch die Transaktion erhöht wird.

119 Weitere Unterscheidungsmöglichkeiten zwischen globalen, internationalen, multinationalen und transnationalen Unternehmen bieten zum Beispiel BARTLETT/GOSHAL (1990). Eine Differenzierung zwischen multinationalen, internationalen, globalen und Mischstrategien bietet MEFFERT (1990) und eine Abgrenzung nach ethnozentrischen Strategien, globalen Integrationsstrategien, Strategien der nationalen Anpassung und multilokalen Strategien gibt CARL (1989), S. 27 f.

120 DÜLFER/JÖSTINGMEIER (2008), S. 4.

121 SCHIERENBECK/WÖHLE (2008), S. 52.

122 Vgl. DÜLFER/JÖSTINGMEIER (2008), S. 4.

2. Wirtschaftliche Bedeutung internationaler Akquisitionen

Im Rahmen der Globalisierung wurden bereits 1999 720 Milliarden US-Dollar grenzüberschreitende Transaktionen getätigt. Die Liberalisierung des transnationalen Warenverkehrs erfolgte gleichzeitig auf nationaler, regionaler sowie internationaler Ebene. Die Deregulierung der Märkte ermöglichte wirtschaftliches Handeln mit weniger staatlichen Beschränkungen, was zu geringeren Kosten und Ressourceneinsparungen für die Unternehmen führte.¹²³

Die Wirtschaft reagiert damit „auf die völlig neuen Herausforderungen, vor denen sie auf dem Weg in das 21. Jahrhundert steht.“¹²⁴ Der Wandel zu transkontinentalen und globalen Unternehmens- und Wettbewerbssystemen bedingt sich durch die Öffnung neuer Märkte in Osteuropa und Fernost sowie durch die rasante technologische Entwicklung und die damit einhergehende weltweite Vernetzung mit der Möglichkeit grenzenloser Information und Kommunikation.¹²⁵ Ferner führen der Druck des globalen Wettbewerbs und neue Managementphilosophien zu einer tief greifenden Veränderung der Unternehmens- beziehungsweise Konzernstrukturen. Dieser Wandel stellt höchste Anforderungen an die unternehmerische Flexibilität und verlangt die nachhaltige Bereitschaft der Unternehmen zu Restrukturierungen und vor allem auch zu internationalen Akquisitionen.¹²⁶

Im Verlauf der letzten Jahre war des Öfteren zu beobachten, dass nur die so genannten „Elefantenhochzeiten“ oder „Mega Deals“, d.h. die größten und spektakulärsten Transaktionen Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit fanden. Hierzu zählen beispielsweise die „Fusion“ von Daimler Benz (Deutschland) und Chrysler (USA) zur Daimler-Chrysler AG im Jahre 1998 mit einem Volumen von 40,5 Milliarden US-Dollar, die Übernahme von Mannesmann (Deutschland) durch Vodafone Airtouch (Großbritannien) im Jahre 1999 mit einem bis heute unübertroffenen Transaktions-

123 Vgl. BUBIK (2005), S. 23 f.

124 PICOT (2004), S. 17.

125 Vgl. PICOT (2004), S. 17.

126 Vgl. PICOT (2004), S. 18.

volumen von 195 Milliarden US-Dollar¹²⁷ und die Übernahme von Time Warner (USA) durch AOL (USA) im Jahre 2000 für rund 181 Milliarden US-Dollar, um nur einige der größten Transaktionen zu nennen.¹²⁸ Ernüchternd muss in der Rückschau festgestellt werden, dass die hier genannten Transaktionen Misserfolge waren. TSCHÖKE spricht, mit Blick auf Wert- beziehungsweise Aktienkursverluste von über 80 Prozent, von fulminanten Misserfolgen.¹²⁹

Derzeit beschäftigen eher innerdeutsche Akquisitionsbestrebungen die Medien, zum Beispiel Porsches Engagement bei VW. Unter Ausnutzung der extremen Volatilität der VW Aktie angesichts geschickt gesteuerter Optionsgeschäfte durch Porsches Finanzvorstand Härter, versucht Porsche seine Beteiligung am Großkonzern VW auf über 75 Prozent auszubauen, was angesichts des in der EU umstrittenen VW Gesetzes nur mit der Zustimmung des Landes Niedersachsens möglich ist. Während die EU Kommission immer noch zögert diese Regelung abzuschaffen, gerät Porsche immer mehr unter den Druck der Fremdkapitalgeber, welche die Übernahme finanziert haben. Konsequenz ist ein Gegenangebot von VW Porsche zu übernehmen.¹³⁰ Dieses Beispiel und die Folgenden zeigt, dass Unternehmensakquisitionen durch die Rahmenbedingungen des Kapitalmarktes beeinflusst werden.

127 Vgl. MÜLLER-STEWENS (2010a), S. 82.

128 Vgl. JANSEN (2001), S. 33 ff.

129 Vgl. TSCHÖKE (2010), S. 129.

130 Vgl. SÜDDEUTSCHE ZEITUNG, (22. April 2009).

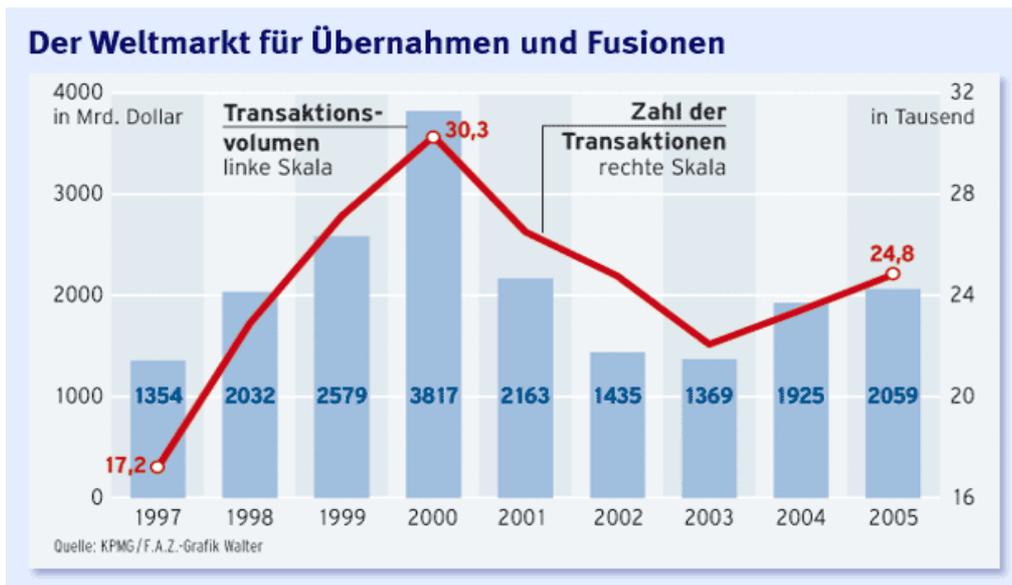


Abbildung 9: Weltmarkt für Fusionen und Übernahmen
(Quelle: KPMG IN FAZ.NET)¹³¹

Ab den neunziger Jahren war weltweit eine steigende Tendenz der Transaktionszahlen zu verzeichnen, die im Jahre 2000 einen vorläufigen Höhepunkt mit rund 36.700 Unternehmenszusammenschlüssen erreichte.¹³² In Deutschland war seit dem Höchststand im Jahre 1997 ein Rückgang zu beobachten, wobei die Transaktionen mit deutscher Beteiligung eine durchaus signifikante Rolle auf dem internationalen M&A-Markt eingenommen haben.¹³³ Dieser Rückgang des Transaktionsvolumens ist mit einer konjunkturellen Abschwächung als Folge der Überhitzung der weltweiten Aktienmärkte, einem als Folge der hohen Transaktionsaktivität gestiegenen Konsolidierungsgrades, aber auch mit den Terroranschlägen vom 11. September 2001 und den nachfolgenden Veränderungen in wirtschaftlicher und psychologischer Hinsicht zu erklären.

131 Quelle: <http://www.fazfinance.net/media/Aktuell/Finanzen/Fressen-oder-gefressen-werden-2815.html?imageId=046b4170-7648-4d9d-89ef-0cfbd8f7fb1a>

132 Der Gesamtwert der Transaktionen betrug im Jahre 2000 insgesamt 3,49 Billionen US-Dollar. Hierbei stieg weltweit der Anteil der grenzüberschreitenden Transaktionen von 25 Prozent (1997) auf 40 Prozent (2000). Vgl. JANSEN/PICOT/SCHIERECK (2001), S. 6 ff.

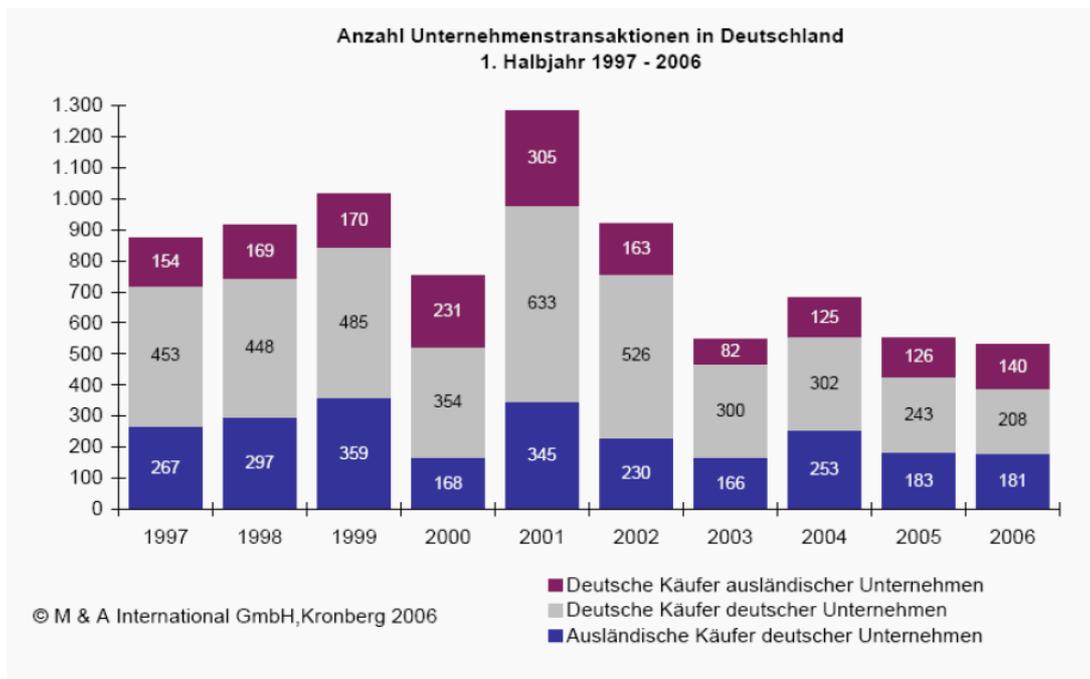
133 Vgl. JANSEN (2001), S. 16 ff.

Zwischen 2003 und 2005 stieg die weltweite Transaktionszahl wiederum auf 24.800 an, wobei ein Volumen von 2.059 Milliarden US Dollar erreicht wurde. Es bleibt abzuwarten, wie sich die Liquiditätsknappheit angesichts der gegenwärtigen Finanzmarktkrise auf die Transaktionszahlen auswirken wird.¹³⁴ Denn bislang waren nach Angaben der Fachzeitschrift M&A REVIEW Branchenumstrukturierungen, insbesondere in den Bereichen Banken/Finanzen, Energie und Chemie sowie die Desinvestitionen einiger Großkonzerne zur Fokussierung und Entlastung der eigenen Bilanz treibende Kräfte am Transaktionsmarkt.

M&A International GmbH registrierte im 1. Halbjahr 2006 529 Akquisitionen mit deutscher Beteiligung. Damit sogar weniger als im schwächsten Jahr 2003. Allerdings stieg das Transaktionsvolumen um mehr als 67 Prozent von 64,4 Milliarden € im ersten Halbjahr 2005 auf ca. 107,8 Milliarden € in 2006 an. 45,3 Milliarden € entfielen auf eine einzige Transaktion: den Erwerb des spanischen Versorgungsunternehmens Endesa durch Eon. Zugleich beobachtete die Beratungsgesellschaft einen zunehmenden Wettbewerb um attraktive Unternehmen. Während rein investive Akquisitionen weiter abnahmen, war der Interessensschwerpunkt der Erwerber vorwiegend strategischer Natur.¹³⁵

134 Vgl. SPIEGEL (26.12.2008).

135 Vgl. M&A INTERNATIONAL GMBH (2006).



*Abbildung 10: Unternehmenskäufe Deutschland 1. Halbjahr 1997-2006
(Quelle: M&A INTERNATIONAL GMBH)*

Die globale Wirtschaftskrise 2008/09 hat zu einer veränderten Sicht internationaler M&As geführt. Zum einen haben sich die Risiken globaler Verflechtungen gezeigt.¹³⁶ Weitgehend Fremdkapital finanzierte Akquisitionen scheiterten häufig an einer restriktiveren Kreditpolitik der Banken. Internationale Risiken wurden nach den negativen Erfahrungen mit CDS Geschäften negativer bewertet.¹³⁷ Die Nutzung globaler Beschaffungs- und Absatzmärkte, welche vielfach als Wettbewerbsvorteil für internationale Kooperationen gesehen wird¹³⁸, wurde in der Krise zum Stolperstein. Die durch Zusammenschlüsse entstandenen schwerfälligeren Unternehmen sind auf das Funktionieren globaler Märkte angewiesen, was in der Krise vielfach nicht mehr gewährleistet war.¹³⁹ So hat sich das internationale Transaktionsvolumen

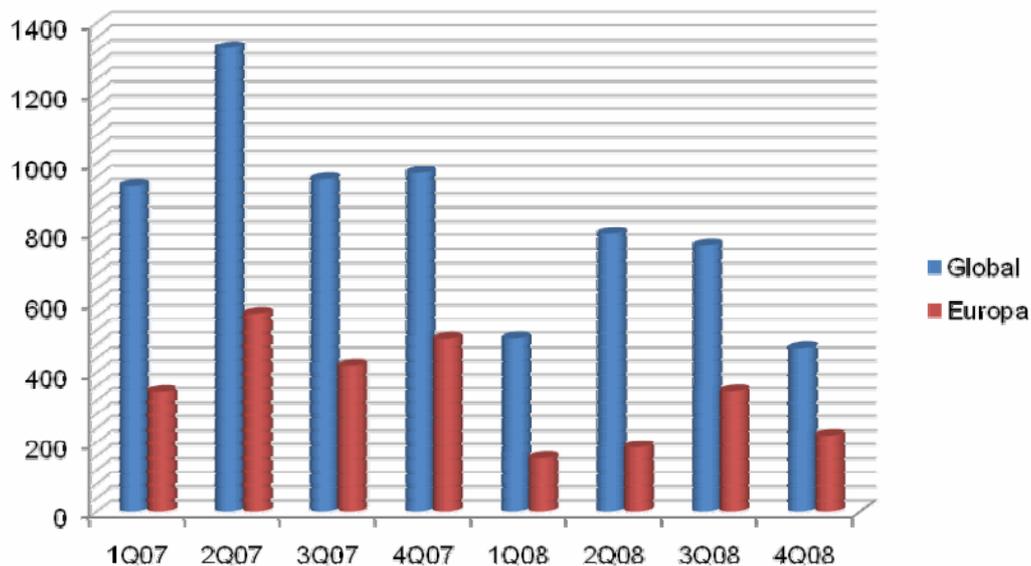
¹³⁶ Vgl. SPIEGEL (26.12.2008).

¹³⁷ Vgl. IVASHINA/SCHARFSTEIN (2008).

¹³⁸ Vgl. DENG/ELYSIANI (2008).

¹³⁹ Vgl. RÜHRIG (2009), S. 23.

im Zuge der Wirtschaftskrise zwischen 2007 und 2008 insgesamt stark rückläufig entwickelt, wie folgende Abbildung zeigt:



*Abbildung 11: Entwicklung des internationalen Transaktionsvolumens in Milliarden US\$ vom ersten Quartal 2007 bis zum vierten Quartal 2008
(Quelle: TSCHÖKE/KLEMEN, 2009, S. 178)*

Während sich der europäische Markt im 3. Quartal 2008 bereits wieder erholte, dauerte der globale Rückgang im 4. Quartal 2008 noch an. Wie der derzeitige Stand des ZEW Zephyr M&A Index, welcher das internationale Transaktionsvolumen bewertet, zeigt, hat sich die Lage stabilisiert. Er erreichte einen Wert von 110 im März 2010 gegenüber dem Basiswert von 100 im Boom-Jahr 2000. (ZEW, 2010)¹⁴⁰

Trotz oder gerade angesichts makroökonomischer Ungewissheiten bieten internationale Kooperationen die Chance globale Probleme gemeinsam zu überwinden.¹⁴¹ Das Streben nach Größe und globaler Präsenz wird vielfach als strategische Antwort auf

¹⁴⁰ Vgl. ZEW (2010).

¹⁴¹ Vgl. GOVINDARAJAN/GUPTA (2002), S. 15.

den gestiegenen Wettbewerbsdruck angesehen, der gerade mit der Errichtung des europäischen Binnenmarktes und dem Wirtschaftswachstum in den osteuropäischen Staaten in den vergangenen Jahren extrem zugenommen hat.¹⁴² Internationale Expansion bietet Unternehmen die Chance globale Rohstoff,- Güter- und Wissensressourcen zu nutzen.¹⁴³ Dadurch wird eine Diversifikation in neue Produktbereiche und Absatzmärkte ermöglicht.¹⁴⁴ Aufgrund des Globalisierungsstrebens internationaler Wettbewerber wird eine Expansion in neue Märkte vielfach als unverzichtbar betrachtet.¹⁴⁵ Trotz der ökonomischen Probleme der Jahre 2008/09 sind interorganisationale, Nationen übergreifende Unternehmensakquisitionen das Ergebnis eines zunehmend integrierten Wettbewerbsumfeldes¹⁴⁶ und erscheinen vielfach als das einzige Mittel, den Shareholder Value zu sichern und langfristig zu erhöhen.

Für eine Fortdauer eines langfristig steigenden Akquisitionsvolumens spricht die stetig fortschreitende Globalisierung und Liberalisierung von bislang abgeschotteten und regulierten Märkten.¹⁴⁷ Für die nahe Zukunft wird vielfach ein **weiter steigendes Transaktionsvolumen** erwartet. Eine Studie der Unternehmensberatung TOWERS PERRIN konstatiert, dass besonders europäische und asiatische Unternehmen mit deutlicher Mehrheit von einer Zunahme der Transaktionsaktivität in ihrer Branche ausgehen. Exemplarisch seien hier die deutschen Unternehmen mit 86 Prozent und die britischen Unternehmen mit 79 Prozent genannt.¹⁴⁸

Zu den wichtigsten ausländischen Käufern für deutsche Unternehmen zählen seit Jahren US-amerikanische und westeuropäische Konzerne, wobei für potentielle Ziel-

142 Vgl. ZSCHIEDRICH (2002), S. 19.

143 Vgl. GOVINDARAJAN/GUPTA (2002), S. 3.

144 Vgl. MARIN/LORENTOWICZ/RAUBOLD (2003).

145 Vgl. HINTERHUBER/VALDANI (1998), S. 4 ff.

146 Vgl. HENCKEL v. DONNERSMARCK/SCHATZ (2000); SYDOW (2005).

147 Vgl. HERDEN (2003), S. 15.

148 Vgl. TOWERS PERRIN (2002), S. 9.; TSCHÖKE (2010), S. 130.; MÜLLER-STEWENS (2010), S. 33.

Unternehmen der osteuropäische und vor allem der asiatische Raum immer mehr in den Vordergrund rücken. Viele deutsche Konzerne wollen sich neben dem amerikanischen Markt **auch in den neuen EU Staaten** (Polen) durch eine weitgreifende Expansionsstrategie etablieren, um die Potentiale dieses neuen Marktes ausschöpfen zu können.

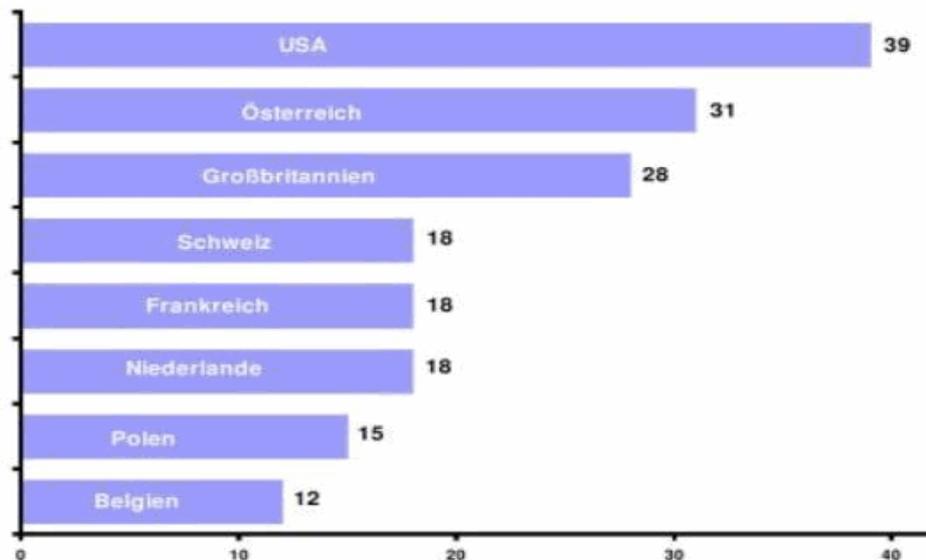


Abbildung 12: Wichtigste Zielländer deutscher Unternehmen

(Quelle: M&A INTERNATIONAL GMBH)

Charakteristisch ist die **steigende Bedeutung der grenzüberschreitenden Akquisitionen**. Gründe hierfür sind die weiter voranschreitende Globalisierung und eine weitere Auflockerung des Wettbewerbsumfeldes. Die fortschreitende Verknüpfung der weltweiten Märkte und eine in der Folge ansteigende internationale Konsolidierung werden, auch auf strategischer Ebene, zu einem relevanten Transaktionspotential führen. Die Erreichung der übernahmekritischen Unternehmensgröße ist hier als Stichwort zu nennen.

Desweiteren ist relevant, dass durch Akquisitionen Skaleneffekte schneller erreicht werden können als durch internes, organisches Wachstum. Generell ist ein Anstieg des Akquisitionsinteresses von Seiten der Finanzinvestoren zu erwarten. Besonders

im deutschen Markt ist ein zusätzliches Angebot von Zielunternehmen durch die Nachfolgeproblematik zahlreicher, vor allem dem mittelständischen Sektor zuzuordnenden Unternehmen wahrscheinlich.¹⁴⁹

Mit Blick auf die Akquisitionswährung ist festzustellen, dass der Anteil der durch Aktien finanzierten Transaktionen zugunsten von Cash Transaktionen in der jüngeren Vergangenheit abgenommen hat. Letztere verzeichneten eine weltweite Erhöhung von 49 Prozent auf 74 Prozent. In diesem Kontext ist auch das sich verfestigende Engagement von Finanzinvestoren zu erwähnen, welches besonders in Deutschland in der Vergangenheit als unterdurchschnittlich relativ zu den angelsächsisch geprägten Wirtschaftsräumen einzustufen war.¹⁵⁰

Innerhalb der durchgeführten Transaktionen lässt sich eine **zunehmende Tendenz von Großtransaktionen** beobachten. Gerade der deutsche Mittelstand hat in zunehmendem Umfang Schwierigkeiten im Kampf internationaler Giganten um die besten Chancen Schritt zu halten.¹⁵¹ In einem Umfeld, welches durch rückläufige Transaktionszahlen und eine Hinwendung zu Großtransaktionen gekennzeichnet ist, ist der vorausschauende Blick auf die zukünftige Entwicklung von besonderem Interesse. Insgesamt zeichnet sich im Zuge der Wirtschaftskrise eine zunehmende Akquisitionsaktivität im internationalen Bereich ab. Transaktionen laufen in zunehmendem Umfang auf privaten Märkten und immer weniger auf dem öffentlich zugänglichen und überschaubaren Kapitalmarkt ab.

Für diesen Markt ist festzustellen, dass er deutliche Unterschiede zu dem in der Wirtschaftswissenschaft üblichen neoklassischen Märkten aufweist. Während für börsennotierte Unternehmen durch die Börse ein weiterer Markt zu Verfügung steht, gibt es

149 Vgl. HERDEN (2003), S. 6 ff.

150 Vgl. NICK (2003), S. 7.

151 Vgl. M&A INTERNATIONAL GMBH (2006).

für nicht börsennotierte Unternehmen eine Einschränkung. Für Letztere ist der Markt für Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen der einzige, an dem M&A Transaktionen abgewickelt beziehungsweise realisiert werden können. Es handelt sich bei diesem Markt um einen ordnungspolitisch geregelten Markt, bei dem die Marktbegrenzungen durch die wettbewerbspolitischen Regelungen erfolgen.¹⁵² Wie JANSEN feststellt, fehlen dem Markt neben der offensichtlichen Inhomogenität der Güter weitere konstitutive Elemente, wie die Organisation eines Marktes, die Transparenz über Angebot und Nachfrage von Unternehmen (aufgrund von Wettbewerbsfolgen, Diskretionsanforderungen und der Verteuerung des Objektes für den Käufer), eine weitgehende Liquidität des Marktes (eine geringe Anzahl von Marktakteuren ist auf diesem Markt aktiv) oder die Preisstellung (der Preis für spezifische Unternehmen ergibt sich nur relational und damit ex post aus den Vorstellungen des Käufers und Verkäufers). Er geht davon aus, dass diese spezifische Marktstruktur Konsequenzen für die Marktakteure hat.¹⁵³ Diese sind allgemein formuliert Verkäufer (auch Zielobjekte oder Übernahmekandidaten), Käufer (Erwerber beziehungsweise akquirierende Unternehmen) von Unternehmen sowie unterschiedliche intermediäre Dienstleister.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der Markt für internationale Transaktionen seit der Wirtschaftskrise 2008/09 konsolidiert hat, langfristig aber eine steigende Bedeutung vor allem größerer Transaktionen erwartet wird. Aufgrund der hohen damit verbundenen Kapitalrisiken ist ein fundiertes Analyseinstrumentarium für Chancen und Risiken von Unternehmensakquisitionen bedeutender den je.

152 Vgl. JANSEN (2001), S. 16.; JANSEN (2008), S. 46 ff.

153 Vgl. JANSEN (2008), S. 46 ff.

C. Unternehmensexterne Potentiale von Akquisitionen

1. Makroökonomische Risiken

Die erfolgreiche Abwicklung von länderübergreifenden Akquisitionen erfordert höhere Anstrengungen als noch vor wenigen Jahren. Das Zusammenwachsen unterschiedlichster Wirtschaftsräume mündet in eine stetig ansteigende Zahl von grenzüberschreitenden Akquisitionen. An die Bewertung von internationalen Akquisitionen sind in der Folge höhere Anforderungen zu stellen, da eine Internationalisierung von Unternehmen zahlreiche Risikofaktoren beinhaltet, die einen direkten Einfluss auf den tatsächlichen Wertzuwachs haben können.¹⁵⁴

Diese Faktoren sind im Bereich der Politik sowie in der Finanzwirtschaft einzuordnen. Als Beispiel sei hier die negative Auswirkung politischer Instabilität eines Landes auf den Return on Investment genannt.¹⁵⁵ So gab bei einer Befragung ein Fünftel der einbezogenen Unternehmen im Hinblick auf die Bedeutung genereller Risiken bei grenzüberschreitenden Akquisitionen diejenigen durch Wechselkursänderungen ausgelöst an. Ein Zehntel führte das Auftreten von Zinsänderungsrisiken an und weitere neun Prozent der Unternehmen nannten politische Probleme bei grenzüberschreitenden Akquisitionen.¹⁵⁶

Überdies existiert das so genannte Länderrisiko, dessen Relevanz nicht zu unterschätzen ist. Als Länderrisiko wird das Risiko definiert, das sich aus den in den meisten Fällen interdependenten volkswirtschaftlichen, sozialen und politischen Gegebenheiten eines Landes ergibt, in dem das jeweilige Unternehmen Akquisitionen tätigt.¹⁵⁷

154 Vgl. hierzu das Stufenmodell von ENGELHARD/ECKERT (1993), S. 172 ff.

155 Vgl. BREUER/GÜRTLER (2003), S. 212.

156 Vgl. KREKE (1994), S. 78 f.

157 Vgl. CLUSE (1999), S. 231 f.

a. Politische Risiken

Als politische Risiken sind solche Ereignisse einzuordnen, die einen Eintritt von grundlegenden politischen Veränderungen im Gastland bewirken können. Sie verändern die Entscheidungsfreiheit des Käufers hinsichtlich der Nutzung des erworbenen Unternehmens im Ausland und dessen Gewinnpotentials. Sie besitzen damit nachhaltige Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Als Beispiel lassen sich anführen:¹⁵⁸

- der Verlust der Kontrolle über das Akquisitionsobjekt mittels vollständiger oder teilweiser Enteignung,
- drohender Krieg oder politische Unruhen,
- Exportauflagen,
- die Erhebung von restriktiven Steuern,
- die Einführung von Währungskontrollen,
- die Einführung von hohen Schutzzöllen,
- die Beschränkungen des freizügigen Kapitalverkehrs,
- Eingriffe in die Preisbildung,
- die Nationalisierung der Fertigung durch strenge Local Content Richtlinien.

Somit stellen politische Risiken für den Käufer zu einem großen Teil wirtschaftliche Risiken dar, die auf politische Ursachen zurückführbar sind.

Durch Indizes und Veröffentlichungen können die erwähnten politischen Risiken bemessen und entsprechend ausgewertet werden. So lässt sich die Stabilität des lokalen politischen Regimes mit Hilfe von soziopolitischen Kennzahlen oder volk-

¹⁵⁸ Vgl. SIEBEN/SIELAFF (1989), S. 104 f.

swirtschaftlichen Faktoren bestimmen. Aus den ermittelten Werten kann analysiert werden, wie lange das aktuelle Regime noch an der Macht verbleiben wird und inwiefern dieses Regime die Einhaltung der Gesetze garantiert.¹⁵⁹ Welche Faktoren zur Bestimmung des politischen Risikos eingesetzt werden können, wird exemplarisch dargestellt:¹⁶⁰

- Stabilität und Qualität des politischen Systems (einer Verfassung), des gesellschaftlichen und des Rechtssystems,
- Aktivität, Ziele und Widerhall offener oder verdeckter oppositioneller Gruppen (zum Beispiel Terroristen, Untergrund),
- Beziehung zum Ausland, etwa zu Blöcken und Nachbarstaaten,
- politische Bewertung der Faktoren Arbeit, Kapital und Umwelt,
- Qualität der Verwaltung (unter anderem Problem der Korruption, Bürokratie),
- Strömungen und Überlebenschancen der regierenden Partei.

b. Währungsrisiken

Bei Währungsrisiken¹⁶¹ ergeben sich Gefahren einer Unterschreitung des angestrebten beziehungsweise erwarteten Zieles durch das real erzielte Resultat einer Transaktion. Diese verlangt den Wechsel von einer Währung in eine andere, auch wenn neben dem Währungsrisiko noch andere Einflussfaktoren existieren, die die Wahl der Zahlungsmethode beeinflussen.¹⁶² Ein Wechselkursrisiko existiert dann, wenn Ungewissheit im Hinblick auf den Umfang des zukünftigen Austauschverhältnisses

159 Vgl. KREKE (1994), S. 80 f.

160 Vgl. SIEBEN/SIELAFF (1989), S. 105 f.

161 Unter Währung werden die Verfassung des Geldwesens eines Landes und die Ordnung des gesamten Geldwesens hinsichtlich der Regelung des inländischen Geld- und Zahlungsverkehrs sowie der Wertbeziehungen und des Zahlungsverkehrs mit fremden Ländern verstanden.

162 Vgl. FACCIO/MASULIS (2005), S. 1345 f.

zwischen Inlandswährung und der Währung des ausländischen Akquisitionsobjektes vorliegt. Dies schließt unkalkulierbare Schwankungen des Wechselkurses zwischen den Währungen des Gastlandes und einer anderen Währung ein. Aus diesen Schwankungen können sich Abweichungen von Zielgrößen eines Unternehmens, wie des Cash Flows oder des ausgewiesenen Gewinns ergeben. Wird das Wechselkursrisiko nicht bei der allgemeinen Betrachtung mit einbezogen, kann dies bei einer grenzüberschreitenden Akquisition ihren Erfolg nachhaltig negativ beeinflussen. In der Folge kann das erwartete Ertragspotential des Unternehmens durch eine Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit und der finanziellen Position sinken. Zudem ist es möglich, dass Veränderungen des Wechselkurses zwischen den einzelnen Währungen dafür verantwortlich sind, dass operative Probleme der erworbenen Unternehmung vom Management des Erwerbers nicht frühzeitig bemerkt werden, wenn Cash Flows nur in der Währung des Stammlandes analysiert werden.¹⁶³ Hierbei ist zu beachten, dass das Wechselkursrisiko für das international akquirierende Unternehmen bereits vor einer Vertragsunterzeichnung und nicht erst im Zuge der Integration eine entscheidende Rolle spielt. Dies ist jener Zeitpunkt, zu dem ein bindendes Kaufangebot für das Zielunternehmen abgegeben wurde.¹⁶⁴

Trotz Zuhilfenahme komplexer Prognosemodelle lässt sich das Wechselkursrisiko, zumindest für kurzfristige Zeithorizonte, nicht eindeutig vorhersagen. Hierin liegt seine eigentliche Problematik begründet. Denn das Wechselkursrisiko zeichnet sich durch seine Risiko-Chance-Kombination aus, die ganz im Gegensatz zum politischen Risiko steht, dessen Eintreten meist mit einer Einschränkung der Geschäftsfähigkeit verbunden ist. Daher sind die vergleichende Bewertung des Devisenkursgewinn- beziehungsweise Devisenkursverlustpotentials sowie dessen mögliche Auswirkung auf die zukünftige Ertragskraft überaus wichtig.¹⁶⁵

163 Vgl. KREKE (1994), S. 88 f., S. 97.

164 Vgl. BREUER/GÜRTLER (2003), S. 454.

165 Vgl. ÖSTERLE (2003), S. 490.

Diese Risiken begründen sich in behördlichen Eingriffen in den internationalen Devisenverkehr und in dessen Behinderungen. Hierbei wird von einem so genannten Transferrisiko gesprochen, wenn die Regierung des Gastlandes „kein grundsätzliches Konvertierungsverbot erlassen hat, sondern entweder bestimmten Schuldern bei ihrer Bank bereits geleistete Zahlungen in inländischer Währung nicht in ausländische Währung tauschen bzw. die inländische Währung nicht ins Ausland überweisen lassen will oder vorübergehend aus wirtschaftspolitischen Gründen einen Geldexport nicht wünscht“¹⁶⁶. Durch die Tatsache, dass hiervon der Kapital- und Gewinntransfer betroffen sein können, werden beim Transferrisiko Grundsatzfragen einer Auslandsakquisition und deren Finanzierung angesprochen.¹⁶⁷ Hierbei existiert ein Konvertierungsrisiko, wenn der Staat den Umtausch seiner Währung in eine andere verbietet. Die Erfüllung von Auslandsverträgen lässt er dabei in den meisten Fällen zu, jedoch erfolgt dieser zum großen Teil mittels einer gegenseitigen Verrechnung.¹⁶⁸

c. Zinsrisiko

Um den wirtschaftlichen Erfolg von Akquisitionen abzusichern, muss neben dem Währungsrisiko auch das Zinsänderungsrisiko Berücksichtigung finden. Denn Zinskosten stellen bei allen durch die Fremdkapitalaufnahme gekennzeichneten Akquisitionen beziehungsweise auch bei Übernahme der Unternehmensverschuldung des zu akquirierenden Unternehmens einen maßgeblichen Bestandteil des allgemeinen Gesamtaufwandes dar. Daher führen Veränderungen des Zinsniveaus zu unmittelbaren Veränderungen der Gewinne und Cash Flows. Dies ist insbesondere bei variabel verzinsten Kreditaufnahme der Fall. Bei Kreditaufnahmen in Zeiten erhöhter Zinsvolatilität kann dies zu einem Anstieg der Finanzierungskosten und zu einer Reduzierung der erwarteten Rendite führen.¹⁶⁹

166 JAHRMANN (2007), S. 296.

167 Vgl. SIEBEN/SIELAFF (1989), S. 67.

168 Vgl. JAHRMANN (2007), S. 296.

169 Vgl. KREKE (1994), S. 108 und S. 114.

Es gilt, je kürzer die Zinsbindung desto sensibler reagiert die fremdfinanzierte Akquisition auf Veränderungen des Zinsniveaus. Fällt das Zinsniveau nach der Akquisition wird eine Anschlussfinanzierung günstiger, die Zinskosten der Akquisition sinken. Zum Risiko wird eine kurze Zinsbindung bei steigenden Zinsen. Im ungünstigen Fall können so hohe Zinskosten entstehen, dass die gesamte Akquisition unprofitabel wird.¹⁷⁰ Zur Vermeidung der oben erläuterten Risiken bei der Finanzierung von grenzüberschreitenden Akquisitionen sollten verschiedene Finanzierungsquellen ausgeschöpft werden, die über die Aufnahme von Fremdkapital hinausgehen. Wie im Falle der Prognose von zukünftigen Wechselkursen, muss auch eine zuverlässige Vorhersage von Zinsänderungen als schwer oder sogar unmöglich angesehen werden.¹⁷¹

d. Juristische Risiken

Im Zuge jeder internationalen Akquisition ist es anzuraten, neben der oben erläuterten finanztechnischen Problematik auch der Gestaltung des rechtlichen Systems des Gastlandes besondere Aufmerksamkeit zu widmen. Es ist sinnvoll, im Vorfeld einer Akquisition die nachfolgenden Punkte zu überprüfen und zu berücksichtigen:¹⁷²

- Existenz besonderer Handels- und Zollbestimmungen,
- Kosten der Rechtsprechung und Rechtsicherheit,
- Verfügbarkeit von Arbeitsbewilligungen für Ausländer, um bei Bedarf den Einsatz von Management und/oder technischem Personal aus dem Stammland zu ermöglichen,
- Möglichkeit des Erwerbs und Schutzes von Eigentum sowie der Ausfuhr von Kapital,

170 Vgl. KREKE (1994), S. 115.

171 Vgl. DUWENDAG/HILDENBRAND/HILDENBRAND (1997), S. 206.

172 Vgl. STRIETZEL (2005), S. 24.

- Besteuerung von erwirtschafteten Gewinnen beziehungsweise die Existenz von Doppelbesteuerungsabkommen zwischen Stamm- und Gastland.

HOORMANN/STICHTENOTH gehen in ihrer empirischen Untersuchung von 1997 der Frage nach den Besonderheiten bei der Bewertung ausländischer Akquisitionskandidaten nach. Im Laufe dieser Untersuchung konnten 39 Unternehmen anhand ihrer Aussagen einbezogen werden (*Abbildung 13*).¹⁷³

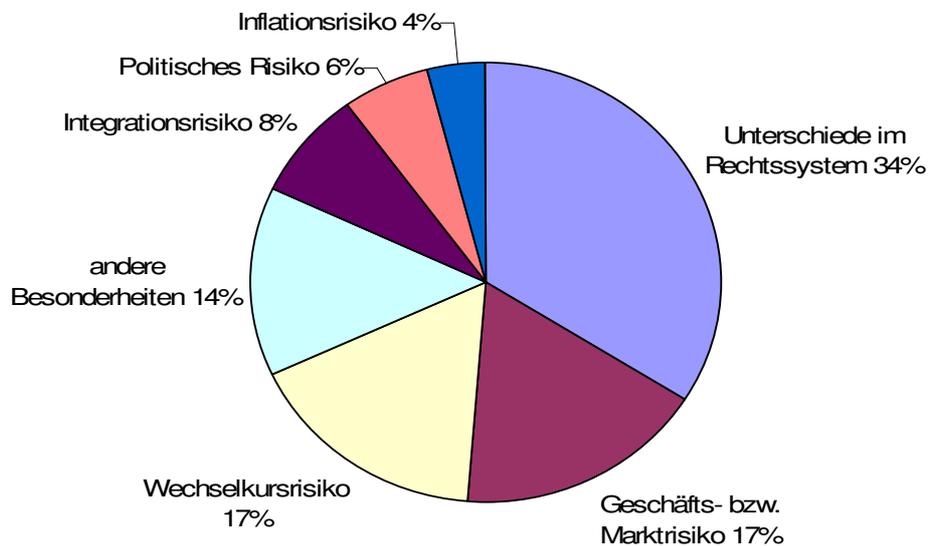


Abbildung 13: Potentielle Wertimplikationen bei der Bewertung ausländischer Akquisitionskandidaten

(Quelle: HOORMANN/STICHTENOTH, 1997, S. 32)

Nach dieser Studie treten in der Praxis bei der Bewertung von Zielunternehmen insbesondere dann Probleme auf, wenn unterschiedliche Rechtssysteme beachtet wer-

¹⁷³ Vgl. HOORMANN/STICHTENOTH (1997), S. 32.

den müssen. Vor diesem Hintergrund wird im Vergleich zur Literatur deutlich, dass diese Unterschiede von größerer Relevanz sind als diejenigen, die in der Theorie vornehmlich diskutiert werden. Die unterschiedlichen Rechtssysteme wirken sich besonders in den folgenden Bereichen aus:

- Steuerrecht,
- Rechnungslegungsvorschriften,
- Gewinnausschüttungsvorschriften,
- Kapitaltransferbeschränkungen.

Genauso bedeutend wie diese Aspekte sind Wechselkurse sowie Markt-beziehungsweise Geschäftsrisiken. Im Gegensatz dazu kommt dem Integrationsrisiko ein geringerer Stellenwert zu, was allerdings auch mit der Problematik der Quantifizierung zusammenhängen kann.

Länderrisiken können nicht separat analysiert werden, sondern sind in ihrer landesspezifischen Komplexität als Ganzes zu betrachten. Gegenüber inländischen Akquisitionen erfordert die Expansion durch Unternehmenszukauf ins Ausland besondere Vorsicht und Sachkunde. So liegen zum Beispiel für die baltischen Länder in Deutschland noch relativ wenige Erfahrungen vor. Dennoch entscheiden sich, wie in *Abschnitt B* dargestellt, immer mehr deutsche Unternehmen für eine Akquisition im Ausland. Wie in der *Einleitung A* dargestellt, liegt dem meist die Hoffnung zu Grunde Synergieeffekte nutzen zu können. Im Folgenden wird diskutiert, welche Wirkungen hierunter verstanden werden.

2. Wettbewerbsbezogene Chancen internationaler Akquisitionen

a. Unternehmensexpansion

Grundlage jeder betriebswirtschaftlichen Entscheidung im Rahmen der strategischen Planung ist das Streben nach einer Unternehmenswertsteigerung.¹⁷⁴ So erfolgen auch Akquisitionen unter diesem Aspekt.

Wirtschaftliche Veränderungen zwingen Unternehmen sich zusammenzuschließen, um weiterhin im (globalen) Wettbewerb bestehen zu können. Die Schnellebigkeit der Produkte, die Verschiebung vom Verkäufer- zum Käufermarkt und weitere Markterschließungen sind nur ein paar Beispiele, die zeigen, warum Unternehmen Akquisitionen als eine Perspektive in der strategischen Unternehmensentwicklung sehen.¹⁷⁵ Aber auch die Einführung des Euro beeinflusste die Entwicklung und Attraktivität der europäischen Märkte und führte so zu Veränderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Mit der Realisierung von Synergien kann die Wettbewerbsposition verbessert und das Unternehmenswachstum forciert werden.¹⁷⁶ Das Bestreben nach Expansion innerhalb des bestehenden Marktes oder die Akquisition neuer Märkte kann ein Ziel für Akquisitionen sein, ebenso können kontraktive Tendenzen ausschlaggebend sein.¹⁷⁷

Als schwierig erweist es sich, einen Hauptgrund für Akquisitionen herauszufiltern, denn oft sind es mehrere zusammenhängende Ziele, die zu einer Entscheidung führen. Natürlich streben Unternehmen oft mit solch einer Entscheidung eine Verbesserung der Wettbewerbsposition an, doch auch interne Anreize wie Prestigezuwachs und Steigerung der Marktmacht gehören zu den Motiven. Ein Unternehmen wird so

174 Vgl. PAPROTTKA (1996), S. 15 f.

175 Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 11 ff.

176 Vgl. BUBIK (2005), S. 12.

177 Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1991), S. 52 ff.

vielleicht versuchen, Effizienzgewinne zu erreichen und durch die daraus resultierende Marktmacht Preisspielräume zu generieren.

In der Literatur werden zahlreiche unternehmensintern und -extern begründete Motive für eine Akquisition genannt.¹⁷⁸ Zunächst sollen die Ziele der Eigentümer der beiden betroffenen Unternehmen betrachtet werden, da diese Gruppen über das Zustandekommen einer Akquisition entscheiden. Einen Überblick liefert die folgende Tabelle:

1. Sicherung bzw. Erhöhung des Unternehmenswertes
2. Kostensenkungen bzw. Umsatzsteigerungen durch Größenvorteile („economies of scale“)
3. Kostensenkungen bzw. Umsatzsteigerungen durch Verbundvorteile („economies of scope“)
4. Sicherung bzw. Erhöhung des Unternehmenswachstums
5. Vervollständigung von Produktlinien
6. Vergrößerung von Marktanteilen
7. Erschließung neuer Absatzgebiete bzw. Kundengruppen
8. Verringerung von Abhängigkeiten bzw. Unsicherheiten im Hinblick auf vor- oder nachgelagerte Wertschöpfungsstufen (Lieferanten, Kunden)
9. Verringerung von Bedrohungen aufgrund von Verminderungen im Wettbewerbsumfeld
10. Zugang zu neuen Technologien bzw. F&E-Know-how

¹⁷⁸ Vgl. die Auflistungen von Akquisitionszielen bei CLEVER (1993), S. 16 ff.; FLORESCU (1991), S. 27; REISSNER (1992), S. 92 ff.; PETRI (1992), S. 26 ff.; SIEBEN/SIELAFF (1989), S. 5 ff.; SÜVERKRÜP (1992), S. 25 ff.; für Auslandsakquisitionen besonders REINEKE (1989), S. 7 f.

11. Erwerb eines Markennamens bzw. Markenimages
12. Verbesserung der im Unternehmen verfügbaren Managementressourcen
13. Anlage liquider Mittel
14. Vergrößerung der Macht bzw. des Ansehens der Unternehmensleitung

Abbildung 14: Akquisitionsziele
(in Anlehnung an GERPOTT, 1993, S. 63)

Diese genannten Ziele stehen in unterschiedlichen Relationen zueinander, teilweise sind sie identisch, komplementär, unabhängig oder konfliktär. Teilweise handelt es sich um markt-, teilweise um unternehmensbezogene Kategorien. Eine Systematisierung im Rahmen dieser Arbeit müsste nach anderen Kategorien erfolgen.

b. Transaktionsgewinnmitnahme

Verschiedene Autoren versuchen die genannten Ziele innerhalb von Diversifikations- beziehungsweise Akquisitions-Theorien zu systematisieren. Eine Akquisition soll einen Beitrag zur Sicherung der langfristigen Überlebensfähigkeit des Erwerbers leisten. Auf der Seite des Managements des erwerbenden Unternehmens kann die Steigerung der Unternehmenswerte von Käufer- und Zielunternehmen als Oberziel genannt werden.¹⁷⁹ Eine wichtige Unterscheidung richtet sich nach dem Kontext der Wertschöpfung. Kurzfristig-finanzielle Akquisitionsmotive bezwecken primär eine Wertmitnahme (Value Capture), die sich als einmaliges Ergebnis größtenteils aus der Akquisition selbst ergibt, während langfristig-strategische Akquisitionsziele eine Wertschaffung (Value Creation) anstreben.¹⁸⁰ Dabei ist es unerheblich, wie sich derartige Wertveränderungen auf die einzelnen Unternehmen aufteilen.¹⁸¹ Bei

179 Vgl. GOMEZ/WEBER (1989), S. 14 f.

180 Vgl. HASPELAGH (1989), S. 68 f.

181 Vgl. GERPOTT (1993), S. 68.

spekulativen Akquisitionen hofft der Erwerber, ein unterbewertetes Unternehmen nach Aufdeckung eines „Hidden Value“ gewinnbringend weiterveräußern zu können. Im Gegensatz hierzu strebt der Erwerber bei marktorientierten Übernahmen eine Erhöhung und verbesserte Nutzung der nun verknüpften Erfolgspotentiale an.¹⁸²

c. Steigerung von Macht und Prestige

Daneben existieren nach außen kaum in Erscheinung tretende politische und persönliche Ziele, wie die Vergrößerung von Macht, Status, Einkommen und Prestige oder die Verringerung des Entlassungsrisikos der Manager, worin ein Konfliktpotential zur Wertsteigerungsabsicht begründet sein kann, aber nicht zwangsläufig sein muss.¹⁸³ Die politischen und persönlichen Ziele sollten über das Schaffen von Anreizen so gelenkt werden, dass sie die Wertsteigerungsabsicht nicht unterlaufen sondern diese sogar unterstützen.

D. Unternehmensbezogene Potentiale von Akquisitionen

1. Synergie – Begriff und Kategorien

a. Der Synergiebegriff

Zunächst hielt 1965 die Synergie als feststehender Begriff durch HARRY IGOR ANSOFF im Kontext der Betrachtung verschiedener Strategietypen in der Betriebswirtschaftslehre Einzug.¹⁸⁴ Die sich durch eine Akquisition ergebende Möglichkeit von Synergien (Synergiepotentiale) kann den Unternehmenswert des zusammenge-

182 Vgl. REISSNER (1992), S. 28.

183 Vgl. FRANK (1993), S. 137.

184 Vgl. STEIDL (1999), S. 19 f.; Zur Anwendung kam das Konzept der Synergie in der Unternehmenspraxis bereits viele Jahre zuvor. MÜLLER-STEVENS/BRAUER verweisen auf den Unterhaltungskonzern Walt Disney, bei dem seit Gründung einzelne Unternehmensteile vernetzt wurden, mit dem Ziel eines höheren Gesamterfolgs im Unternehmen. Vgl. MÜLLER-STEVENS/BRAUER (2009), S. 350 f.

schlossenen Unternehmens erhöhen.¹⁸⁵ Beispielsweise kann die Realisierung von Synergien dazu führen, dass die Wettbewerbsposition verbessert und das Unternehmenswachstum gesteigert wird. Zu beobachten ist, dass die Ursachen von Synergien vielschichtig sind und unterschiedlich definiert werden können.¹⁸⁶

Nach Etablierung des klassischen Synergiebegriffs wurde er in der neueren Strategieforschung wieder von PORTER angewendet.¹⁸⁷ Bis heute existiert aber kein konsistentes Verständnis, welche Abläufe unter dem Begriff Synergie(-effekt) zu verstehen sind. Und dies in einer Zeit, in der dieser Begriff vor dem Hintergrund gehäufte Akquisitionen ‚in aller Munde‘ ist.¹⁸⁸ Aufgrund des inkonsistenten Verständnisses hinsichtlich der Definition von Synergie werden unter diesem Begriff fast alle Mechanismen, die im Rahmen von Akquisitionen eine Werterhöhung bedingen, vereint. Übereinstimmung besteht in der Literatur, dass als Grunderfordernis für die Entstehung von Synergiepotentialen ein bestimmtes Maß an Gleichartigkeit beziehungsweise Komplementarität zwischen den betreffenden Unternehmen eines Akquisitionsvorhabens bestehen muss.¹⁸⁹

Der Umfang der Synergiepotentiale hängt nicht zuletzt mit der Unterscheidung der Transaktion in eine horizontale, vertikale oder konglomerate Akquisition zusammen. Bei einer starken Übereinstimmung der angebotenen Produkte auf gleichen Märkten kann davon ausgegangen werden, dass nach dem Kriterium der Gleichartigkeit von Tätigkeiten durch mögliche Größen- und Rationalisierungseffekte hohe Synergiepotentiale in vielen Bereichen des Unternehmens realisiert werden können.¹⁹⁰ HOMBERG ET AL. bestätigen in ihrer Metaanalyse aus 67 M&A Studien die Existenz von

185 Vgl. SEIDEL (1995), S. 28 f.

186 Vgl. WIESELHUBER (2003), S. 12.

187 Vgl. PORTER (1985), S. 317 f.

188 Vgl. allgemein ROPELLA (1989).

189 Vgl. PAPROTTKA (1996), S. 69.

190 Vgl. CHATTERJEE (1986), S. 120.

positiven Synergien für strategische Investoren aus Akquisitionen mit „business relatedness“ beziehungsweise Gleichartigkeit von Tätigkeiten. Ihre Studie zeigt aber auch, dass bei einer weiteren Begriffsfassung der „Relatedness“, unter Einbeziehung von gleichartiger Unternehmenskultur, Technologiebasis und Unternehmensgröße, Wert steigernde Effekte von Akquisitionen in der Summe nicht mehr nachzuweisen waren. Die Gleichartigkeit von Unternehmen allgemein sei vielmehr ungeeignet, die hohe Akquisitionstätigkeit der letzten Jahrzehnte zu erklären.¹⁹¹ Worauf ist diese in der Literatur vermehrt behandelte Kontroverse zurückzuführen?

Nicht zuletzt vernachlässigen Teile der Literatur die Frage, ob negative Synergien entstehen können und wie sie zu messen sind,¹⁹² wobei davon ausgegangen wird, dass durchaus negative Synergien auftreten können. Hierbei ist zu beachten, dass unter negativen Synergien keineswegs die Aufwendungen für eine Erreichung der Synergieeffekte, sondern die Unternehmenswert senkenden Effekte verstanden werden. Diese nicht erwünschten Nebeneffekte sind zum Beispiel auf unverhältnismäßig gestiegene Personalkosten oder auch Reibungsverluste zurückzuführen.¹⁹³ Zur Durchführung einer Abschätzung von Synergieeffekten bei einer geplanten Akquisition muss eine exakte Definition der einzelnen zu verwendenden Termini und ihrer Zusammenhänge untereinander durchgeführt werden. Im Sinne eines einheitlichen Verständnisses werden folgende Arbeitsdefinitionen zugrunde gelegt:¹⁹⁴

- *Synergie*: Zusammenwirken von mindestens zwei selbstständig arbeitenden Elementen oder Einheiten, durch deren Verbindung eine supra-additive Wirkung entstehen kann. Durch diese positiven Verbundwirkungen kann ein höherer Unternehmenserfolg als bei einer getrennten Vorgehensweise eintreten.

191 Vgl. HOMBERG ET AL. (2009), S. 96 ff. und S. 102 f.

192 Vgl. PAPROTTKA (1996), S. 44 f.

193 Vgl. ROCKHOLTZ (1999), S. 132.

194 Vgl. ROCKHOLTZ (1999), S. 132 f.; RODERMANN (1999), S. 37 f.; PAPROTTKA (1996), S. 42.

- *Synergiepotential*: Vorhandensein der Möglichkeit, dass aufgrund des Zusammenwirkens Synergien entstehen können.

Eine Hilfestellung zur Gliederung von Synergien und Synergiepotentialen kann dabei die wissenschaftliche Literatur bieten, die zahlreiche Ansätze entwickelt hat, den diffusen Synergiebegriff greifbar zu machen.¹⁹⁵ Durch eine entsprechende Strukturierung können alle zur Realisierung der potentiellen Synergieeffekte möglichen Ansatzpunkte gut verdeutlicht werden.

b. Kategorisierung von Synergieeffekten nach der Wertschöpfungsstufe

In den einzelnen unternehmensspezifischen Funktionen können folgende Synergiepotentiale entstehen:

- Synergien im Bereich Einkauf/Beschaffung,
- Synergien im Produktionsbereich,
- Absatzmarktbezogene Synergien,
- Synergien in Forschung und Entwicklung.

Die Ursachen für die genannten Synergiearten in den einzelnen Funktionen werden in der folgenden Tabelle zusammengestellt:

¹⁹⁵ Vgl. ZIEGLER (1997), S. 25.

Ursache	Synergieart	Wirkung
gemeinsame Vertriebskanäle gemeinsame Verkaufsverwaltung gemeinsame Lagerhaltung	Verkaufs-Synergie	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Erträge • geringere Produktionskosten • Niedrigere Investitionsaufwendungen • Beschleunigung der Veränderung innerhalb der obigen Variablen
bessere Ausnutzung aller Produktionsmittel Bessere Verteilung der Kosten gemeinsame Lerneffekte Mengeneinkäufe	Produktions-Synergie	
gemeinsame Verwendung von Fabrikationsstätten gemeinsame Verwendung von Rohmaterialbeständen gemeinsame Verwendung von Werkzeugen gemeinsame Verwendung von Maschinen Übertragung bereits vorliegender Forschungs- und Entwicklungsergebnisse auf andere Produkte	Investitions-Synergie	
Übertragung bereits vorhandener Managementkenntnisse auf neues Produkt	Management-Synergie	

Abbildung 15: Ursachen unterschiedlicher Synergiearten in den Funktionen

(Quelle: GROTE, 1990, S. 71)

In Bezug auf das Gesamtunternehmen können finanzwirtschaftliche Synergiepotentiale entstehen, zum Beispiel durch:

- Diversifikation von Risiken,
- Reduktion der Kapitalkosten,
- Steuerliche Synergien.

An letzter Stelle sind die Synergiepotentiale zu nennen, die sich im Management ergeben können:

- Synergien durch Know-how-Transfer,
- Infrastrukturbezogene Synergien.

Die finanzwirtschaftlichen und managementspezifischen Synergien sind anders als die funktionsspezifischen Synergien nicht auf einzelne Teilbereiche eines Unternehmens bezogen, sondern können überall entstehen.

Der Gedanke der Kapitalkostenreduktion im Bereich der finanzwirtschaftlichen Synergien bedeutet, dass nicht nur auf der Beschaffungsseite Synergien entstehen können. Vielmehr kann die größere Kapitalbasis auch in der Finanzierung zu günstigeren Konditionen führen. Hierdurch steigt die Marktstellung an den Finanzmärkten, was einen positiven Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen mit Eigen- und Fremdkapital hat.

Die managementbezogenen Synergiepotentiale beruhen auf der gemeinsamen Nutzung der Ressourcen und Fähigkeiten der betreffenden Unternehmen. In den vergangenen Jahren hat sich gezeigt, dass große Unternehmen von Lerneffekten profitierten, die durch das unterschiedliche Know-how der Unternehmen bedingt sind. Bei-

spielsweise können Patente, Arbeitstechniken (best practice) sowie Erfahrungen in bestimmten Bereichen als eine wichtige Ursache von managementbezogenen Synergien ausgemacht werden.¹⁹⁶ Wenn aus der Zusammenlegung der Funktionsbereiche, Know-how-Zuwächse und Transfers entstehen, dient dies zur Steigerung der Effizienz, d.h. niedrigeren Kosten und einer Verbesserung der Wettbewerbsposition. Rationalisierungspotentiale entstehen, wenn bei zuvor nicht ausgelasteten Kapazitäten nach der Transaktion Leerkosten beseitigt werden können. Oftmals entstehen durch Akquisitionen Doppelaktivitäten in dem neuen Unternehmen etwa in den Bereichen Marketing, Personal und Verwaltung. In diesem Fall sind für das erwerbende Unternehmen Synergien realisierbar, wenn diese Doppelaktivitäten bereinigt werden.¹⁹⁷ Insbesondere bei Unternehmen mit einem Filialnetz spielen die veränderten Filialstrukturen, Personalverringerungen und die Zusammenlegung von Stabsabteilungen eine wichtige Rolle bei der Reduktion der Betriebskosten.¹⁹⁸

c. Kategorisierung von Synergieeffekten nach Funktionen

Funktionenspezifische Synergiepotentiale können insbesondere bei horizontalen Akquisitionen realisiert werden, bei denen beide Unternehmen im gleichen Marktsegment tätig sind. Beispielsweise können sich derartige Synergien beim Zusammenschluss von zwei Kreditinstituten ergeben, wenn bestehende Überkapazitäten abgebaut werden, zum Beispiel durch die Schließung redundanter Filialen und dem Abbau von Personal. Bei horizontalen Akquisitionen können Synergieeffekte aus Marktmacht und Markterweiterungseffekten in unterschiedlichen Bereichen entstehen. Auf der Beschaffungs- und Absatzseite lassen sich Synergien durch Bündelung des Kapitalvolumens realisieren.¹⁹⁹ Dies verbindet die funktionsspezifischen Marktsynergien mit den Synergien im finanzwirtschaftlichen Bereich.

¹⁹⁶ Vgl. BUBIK (2005), S. 33.

¹⁹⁷ Vgl. PAPROTTKA (1996), S. 49 f.

¹⁹⁸ Vgl. KÜRBLE/REICHLING (2004), S. 69.

¹⁹⁹ Vgl. WIESELHUBER (2003), S. 15.

Bei horizontalen Zusammenschlüssen lässt sich eine stärkere Marktpenetration realisieren, wenn sich der bestehende Vertriebsweg von den zusammenschließenden Unternehmen gemeinsam nutzen und ergänzen lässt. Die Möglichkeit, die Produkte zusammen als System zu vertreiben, stellt für die Unternehmen ein erhebliches Synergiepotential dar. Der daraus resultierende leichtere Marktzugang durch sogenanntes „cross selling“ ist für viele Unternehmen der Grund für eine Akquisition.²⁰⁰ Beispielsweise sind Akquisitionen im Finanzwesen damit begründet worden, dass ein Unternehmen auf die Kundendaten des erworbenen Unternehmens zurückgreifen kann, um die eigenen Dienstleistungen vertreiben zu können. Fondsprodukte können zum Beispiel über das Filialnetz des erworbenen Unternehmens vertrieben werden, dass für das Käuferunternehmen einen neuen Vertriebskanal darstellt.

Bei internationalen, horizontalen Akquisitionen führt der grenzüberschreitende Zusammenschluss in diesem Bereich zu besonderen Chancen, da ausländische Unternehmen darin einen erleichterten Zugang zum betreffenden nationalen Markt sehen. Grenzüberschreitende Akquisitionen ermöglichen ein entsprechendes Umsatzwachstum unter der Voraussetzung, dass die bestehenden Absatzkanäle gemeinsam genutzt werden können und die Kosten sich dabei unterproportional entwickeln.²⁰¹

Generell kann gesagt werden, dass es im Rahmen eines ganzheitlichen Synergiemanagements gilt, nicht nur einzelne Synergien zu verwirklichen, sondern auch die Verbindungen zwischen ihnen sowie den zeitlichen Horizont des Eintrittes der Effekte zu beachten. Um den Fokus auf die wirklich relevanten in Zukunft möglichen Geschäftsfelder zu richten, ist es unabdingbar die Unternehmensstrategie darauf abzustimmen, wie, wann und wo gehandelt wird, um die gewünschten Wert steigernden Synergieeffekte umzusetzen.

200 Vgl. WIESELHUBER (2003), S. 15.

201 Vgl. WIESELHUBER (2003), S. 15.

2. Disergien – Stolpersteine der Akquisition – Begriff und Kategorien

a. Disergien – die negativen Wirkungen der Unternehmensintegration

Inwieweit Synergien sich positiv auf den Unternehmenswert auswirken, hängt davon ab, in welchem Maße Synergiepotentiale bestehen und in welchem Umfang sie ausgeschöpft werden. Zur effizienten Synergierrealisierung müssen die potentiellen Synergien erst gefunden und erkannt werden. In einem zweiten Schritt können sie bewertet werden, wobei darauf zu achten ist, dass die positiven die negativen Synergiepotentiale übersteigen, weil ansonsten eine Transaktion von vorn herein nicht vorteilhaft sein kann. Dies setzt eine disziplinierte und ergebnisoffene Bewertung der Synergiepotentiale voraus.²⁰² Erst an letzter Stelle erfolgt die eigentliche Synergierrealisierung.

Der in der Praxis vorausgesetzte Zusammenhang, dass mit dem Erkennen und Bewerten der Potentiale schon alles geschehen sei, um von einer Realisierung auszugehen, ist fehlleitend. Hierzu bedarf es zunächst entsprechender Maßnahmen zur Hebung der Synergien durch das agierende Management. Beispielsweise müssen bei Überlappungen im Produktions- oder Personalbereich Kapazitäten abgebaut oder Personal freigesetzt werden. Eine solche Kostensenkung ist nicht mit sofortiger Wirkung möglich. Kapazitäten können nur langfristig abgebaut werden, sofern sie nicht durch Lohnherstellung oder Outsourcing sofort anderweitig Verwendung finden.

Bei Personalfreisetzen sind negative Effekte zu berücksichtigen, da Kündigungsfristen zu beachten sind, Sozialpläne erstellt und verhandelt werden müssen und Abfindungen zu zahlen sind. Aus diesem Grund gibt es für die Nutzung von Synergie-

²⁰² KLOPFER kritisiert, dass nicht selten im Vorfeld einer Akquisition verstärkt Gründe gesucht werden, die die Höhe der erwarteten Synergiepotentiale stützen, um über eine (zu) hohe Übernahmeprämie Wettbewerber zu überbieten. Dies führe in der Integrationsphase, nach Zahlung einer irrational hohen Übernahmeprämie, zu Wertverlusten beim akquirierenden Unternehmen. Vgl. KLOPFER (2008), S. 61 f.; JANSEN stellt, bezogen auf die Höhe der bezahlten Übernahmeprämie, beim Käuferunternehmen nicht selten eine Gutgläubigkeit fest. Vgl. JANSEN (2008), S. 66.

potentialen keinen festgelegten Maßnahmenkatalog zur Realisierung von Synergien. Wie letztendlich die genannten Punkte im Rahmen einer Akquisition für ein möglichst optimales Ergebnis zu vollziehen sind, muss individuell entschieden werden, so dass man sich von der herrschenden Meinung bezüglich der automatischen Realisierung von Synergiepotentialen verabschieden muss.²⁰³

Synergien besitzen ein diffuses Wesen und verschiedenste Ausprägungsformen und sind zu differenzieren, um sie im Akquisitionsprozess erfassen und bewerten zu können. Positive Synergien entstehen, wenn das Zusammenwirken zu einer Wertsteigerung führt beziehungsweise die zusammengeführten Faktoren im Ergebnis einen höheren Wert aufweisen als isoliert.²⁰⁴ Für das akquirierende Unternehmen lässt sich ein größerer ökonomischer Vorteil mit entsprechend positiven Auswirkungen durch die sinnvolle Kombination von Ressourcen und Fähigkeiten der ‘Akquisitionspartner’ erreichen. Zu beachten ist aber, dass die auf diese Weise ermittelte Form der Synergiepotentiale implizit davon ausgeht, dass die Kosten der Realisierung der positiven Synergiepotentiale kleiner sind als die Vorteile der Synergierrealisierung. Dies wird ab und an außer Acht gelassen.²⁰⁵

b. Kategorisierung von Disergien nach ihren Ursachen

Negative Synergieeffekte können dadurch entstehen, dass die positiven Synergiepotentiale nicht zum geplanten Zeitpunkt realisiert wurden.²⁰⁶ Oder positive Synergien - aus welchen Gründen auch immer - nicht realisiert wurden oder entsprechend hohe negative Synergien, die vorher hätten erkannt werden können, nicht berücksichtigt wurden.²⁰⁷ Darüber hinaus existieren negative Synergiepotentiale, die überhaupt

203 Vgl. HABECK/KRÖGER/TRÄM (2002), S. 32 f.

204 Vgl. SANDLER (1991), S. 163 f.

205 Vgl. SANDLER (1991), S. 163 f.

206 Vgl. FUNK/SIGLE (1993), S. 147.

207 Vgl. KLOPFER (2008), S. 61.

nicht erkannt werden konnten beziehungsweise erst bei der Integration sichtbar geworden sind. Zu den negativen Synergien gehören nach dieser Auffassung auch die Synergiepotentiale, die später realisiert werden konnten als ursprünglich geplant. So ist es möglich, dass einzig aufgrund von zeitlichen Verzögerungen Synergiepotentiale nur in einem geringeren Ausmaß realisiert werden können.

c. Kategorisierung von Disergien nach der Wertschöpfungsstufe

Im Grunde kann konstatiert werden, dass negative Synergien ebenso wahrscheinlich sind wie positive Synergien. Lediglich der unsachgemäße Gebrauch des Begriffs der Synergie hat dazu geführt, dass diese Tatsache nicht genügend berücksichtigt wird.²⁰⁸ Schon in den Anfangsphasen der Entwicklung des Konzepts der Synergieeffekte im strategischen Management wurde darauf hingewiesen, dass neben positiven auch negative Synergien möglich sind. Allerdings wurde in diesem Zuge unterlassen, die angenommene Neutralität von Synergieeffekten dahingehend auszuweiten, den Begriff der negativen Synergien mit Leben zu füllen. Bislang wurde diese Einseitigkeit der Synergiediskussion selbst bis in die heutige Zeit beibehalten. Und obwohl sich einige Beiträge in der Literatur den negativen Synergieeffekten widmen, zeichnet sich in der einschlägigen Literatur bis heute nur der ansatzweise Versuch ab, eine Strukturierung vorzunehmen, die der Vorgehensweise bei den positiven Synergien ebenbürtig ist.²⁰⁹ Eine solche ebenbürtige Vorgehensweise findet sich zum Beispiel in der neueren Literatur bei KLOPFER. Er ermittelt und berücksichtigt analog zu den positiven Synergien die negativen Synergien einer Akquisition.²¹⁰

Nimmt man die Existenz positiver und negativer Vorzeichen eines Synergiebetrages als gegeben an, was vor dem Hintergrund der Erfahrungen in der Praxis nicht ver-

208 Vgl. SANDLER (1991), S. 163 f.

209 Vgl. EHRENSBERGER (1993), S. 6.

210 Vgl. KLOPFER (2008), S. 15 f. und S. 53.

neint werden kann, so besteht die Notwendigkeit, im Rahmen der Bewertung von Synergiepotentialen die positiven und negativen Beträge zusammenzufassen.²¹¹

E. Modell zur Einordnung akquisitionsbezogener Synergiepotentiale

Ausgehend von *Abbildung 5* lässt sich aus den geschilderten Systematisierungen von Potentialen von Unternehmensakquisitionen folgendes Schema entwickeln:

Grundsätzlich können Synergiepotentiale von Akquisitionen unternehmensexternen oder unternehmensinternen Faktoren zugeschrieben werden. Wie in *C.1* erläutert ergeben sich auf der unternehmensexternen Ebene vor allem makroökonomische Risiken aufgrund widriger politischer Bedingungen, schwankender Wechselkurse und Zinsen und rechtlicher Differenzen. Dem stehen gegenüber die markt- und wettbewerbsbezogenen Chancen einer internationalen Akquisition. Diese betreffen, um auf GERPOTT (1993) zurückzugreifen, vor allem die Unternehmensexpansion d.h. den Gewinn von Marktanteilen und die gleichzeitige Schwächung der Konkurrenz. Hinzu kommen mögliche Transaktionsgewinne, die vor allem bei einer kurzfristigen Weiterveräußerung realisiert werden können. Auch subjektive Faktoren wie Macht- und Prestigegewinn können bedeutende Triebkräfte für eine Akquisition sein.

Auf unternehmensinterner Ebene sind vor allem Erwartungen zu Synergiepotentialen ausschlaggebend für die Akquisitionsentscheidung. In Anlehnung an GROTE (1990) wird hier die Systematisierung von Synergien und korrespondierenden Disergien nach Wertschöpfungsstufen übernommen. Es kann in Verkaufs-, Produktions-, Investitions-, und Managementsynergien beziehungsweise Disergien unterschieden werden.

211 Vgl. SANDLER (1991), S. 164; Bei KLOPFER geschied dies im sogenannten "Synergiequader-modell". Vgl. KLOPFER (2008), S. 53 f.

Die entwickelte Systematik von positiven und negativen unternehmensinternen und externen Potentialen von Akquisitionen ist in folgender Grafik zusammengefasst:

Potentiale von Akquisitionen	unternehmensexterne Ebene	unternehmensinterne Ebene
Triebkräfte	Unternehmensexpansion Transaktionsgewinne Macht und Prestigegewinn	Verkaufssynergie Produktionssynergie Investitionssynergie Managementsynergie
Hindernisse	Politische Risiken Währungsrisiken Zinsrisiken Rechtliche Risiken	Verkaufsdiserie Produktionsdiserie Investitionsdiserie Managementdiserie

Abbildung 16: Systematik von Potentialen von Unternehmensakquisitionen

III. Bewertung von Synergieeffekten bei Akquisitionen

Angesichts der Vielschichtigkeit der Einflussgrößen stellt sich nun die Frage, wie der Erfolg einer Akquisition bewertet werden kann. Zunächst bieten sich konventionelle finanzwirtschaftliche Kapitalwertberechnungen an. Es zeigt sich, dass rein monetäre Bewertungsversuche angesichts der Vielschichtigkeit der Akquisitionsmotive für internationale Strategien zu einseitig sind, da gerade Synergieeffekte nur sehr schwer unmittelbar finanziell bewertet werden können. Eine Analyse des Akquisitionsprozesses zeigt die Herausforderungen und Potentiale auf, die neben finanziellen Kennzahlen zu beachten sind. Denkansätze der Neuen Institutionenökonomik können hilfreich sein, Synergiepotentiale zu erkennen und zu nutzen. Eine Bewertung des Erfolgs der Akquisition sollte sowohl auf finanzielle Kenngrößen als auch auf weiche Faktoren zurückgreifen.

A. Quantitative Maßstäbe für den Akquisitionserfolg

Aus Sicht des von der neoklassischen Theorie geprägten Shareholder-Value-Ansatzes herrscht darüber Einigkeit, dass es die fundamentale Zielsetzung eines Unternehmens ist, den Wert des investierten Kapitals der Eigentümer zu erhöhen. Die Bewertung der Erfolgchancen einer Akquisition verlangt damit zunächst eine Analyse der Rechnungslegung des Zielunternehmens.

Die Wirtschaftlichkeit eines Unternehmenserwerbs wird anhand der zukünftigen erwarteten Cash Flows beim Eigentümer bewertet, welche mittels eines Diskontierungszinssatzes auf den Kalkulationszeitpunkt abgezinst werden (Kapitalwertmethode).²¹² Aufgrund divergierender Rechnungslegungsvorschriften und der Zugrundelegung verschieden ermittelter Kalkulationszinssätze ergeben sich je nach ge-

212 Vgl. HERING (2004), S. 510.

wähltem Bewertungsverfahren unterschiedliche Ergebnisse, welche zu einer erheblichen Bewertungsunsicherheit beim Erwerber führen.²¹³

1. Die Etablierung des Shareholder Value Gedankens seit Einführung der Rechnungslegung nach IAS

Während Unternehmen in Deutschland bis in die 1990er Jahre hinein überwiegend nach den Rechnungslegungsvorschriften des Handelsgesetzbuch (HGB) nach dem Ertragswertverfahren bewertet wurden, hat sich seit Beginn des neuen Jahrtausends in zunehmendem Umfang die Rechnungslegung nach den International Accounting Standards (IAS) durchgesetzt, welche meist auf die Discounted Cash Flow-Methode zurückgreift.

PEEMÖLLER/KUNOWSKI/HILLERS haben die Anwendungshäufigkeit der unterschiedlichen Bewertungsverfahren im Rahmen internationaler Unternehmenskäufe in ihrer Studie mit erhoben (*Abbildung 17*). Die hier beschriebene Studie aus dem Jahre 1999 schließt insgesamt 695 Fragebögen mit einer Rücklaufquote von 57 Prozent ein.

²¹³ Vgl. BALLWIESER (2009), S. 481.

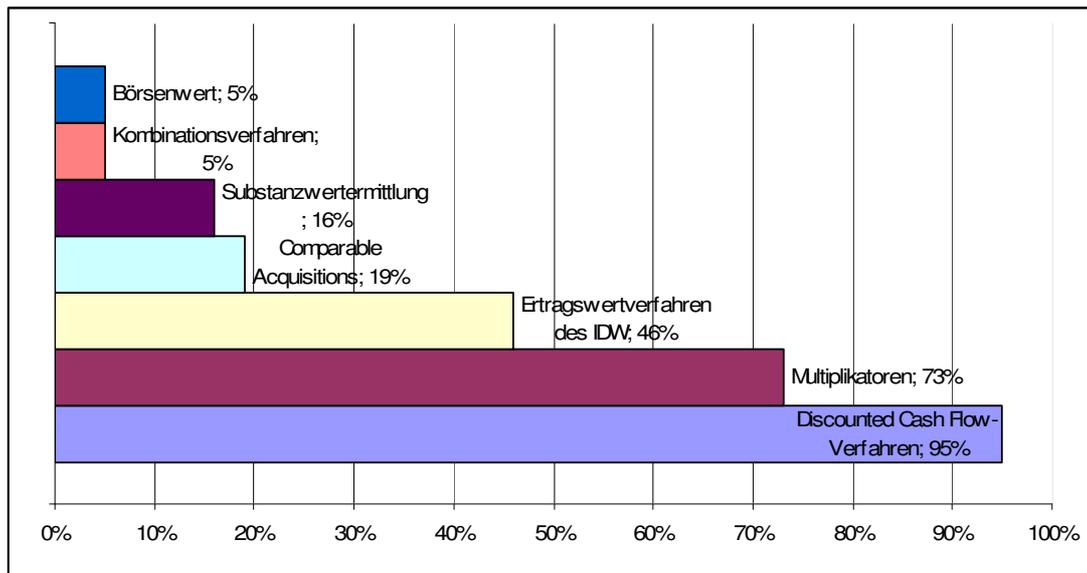


Abbildung 17: Anwendungshäufigkeit der Bewertungsverfahren im Rahmen internationaler Akquisitionen

(Quelle: PEEMÖLLER/KUNOWSKI/HILLERS, 1999, S. 622)

Gemäß der Studie kommt dem Discounted Cash Flow-Verfahren mit einer Anwendungsrate von 95 Prozent bei internationalen Akquisitionen eine überragende Bedeutung zu. Neben dem Discounted Cash Flow-Verfahren wird die Multiplikatorenmethode von 73 Prozent der befragten Unternehmen angewendet, wobei berücksichtigt werden muss, dass die Multiplikatorenmethode bei ausreichenden Datenbeständen einfach anwendbar ist, so dass die vergleichsweise hohe Anwendungshäufigkeit zu erwarten war.²¹⁴

Ausschlaggebend für diese Entwicklung war zunächst die zunehmende Internationalisierung der Kapitalmärkte, welche eine internationale Vergleichbarkeit der Rechnungslegung, der Börse und Bankenlandschaft erforderlich machte. Aufgrund der zahlreichen Ansatzwahlrechte und den großzügigen Möglichkeiten stille Reserven zu bilden genießt die Rechnungslegung nach dem HGB international geringe Anerken-

214 Vgl. PEEMÖLLER/KUNOWSKI/HILLERS (1999), S. 626.

nung. So gingen auch deutsche Unternehmen zunehmend dazu über nach den IAS und US-GAAP (US amerikanische Rechnungslegungsvorschriften) zu publizieren. Die internationale Rechnungslegung nach IAS/IFRS oder US-GAAP ist eher am Marktwert orientiert, wohingegen das HGB durch das Vorsichtsprinzip und den Ansatz zu Buchwerten geprägt ist.

Im deutschen Recht fanden die internationalen Rechnungslegungsvorschriften seit 1998 durch das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG) und den damals eingeführten § 292a HGB Berücksichtigung, wodurch der IAS/IFRS Abschluss für größere Kapitalgesellschaften grundsätzlich als gleichwertig anerkannt wurde. Spätestens mit der EU Verordnung von 2002 zu den IAS 2005 wurde es für europäische Unternehmen, die an einem organisierten Kapitalmarkt gehandelt werden, Pflicht (auch) nach den IAS zu publizieren.²¹⁵

Die Zahlen aus dem (externen) Rechnungswesen erfüllen die Aufgabe einen potentiellen Unternehmenserwerber zu informieren nur unzureichend. Das Aktionärsvermögen ist keinesfalls mit dem in der Bilanz ausgewiesenen Vermögen gleichzusetzen, da dieses nur die Buchwerte darstellt und nicht auf Zahlungsströmen basiert. Der buchhalterisch ermittelte Gewinn gibt daher auch keine Auskunft über die Veränderung des Aktionärsvermögens, da er ebenso wenig auf Zahlungsströmen basiert.

Darüber hinaus ist der Gewinn durch alternative Bewertungsverfahren des Rechnungswesens beeinflussbar. D.h. Ansatz- und Bewertungswahlrechte führen zu teilweise erheblichen Abweichungen zwischen Gewinn und Cash Flow. Als Beispiel für Bewertungswahlrechte seien unterschiedliche Abschreibungsmethoden und Fiktionen über Verbrauchsfolgen im Vorratsvermögen genannt (Fifo, Hifo, Lifo, Lof).²¹⁶ Differenzen zwischen Gewinn und Cash Flow entstehen auch in Wachstumsphasen,

215 Vgl. LEIBFRIED/WEBER (2003), S. 13 ff.

216 Fifo: First in first out; Hifo: Highest in first out; Lifo: Last in first out; Lof: Lowest in first out.

beispielsweise durch Investitionen, die erst in späteren Perioden zu einem Aufwand führen.

Zudem erfolgt in der Aufwands- und Ertragsrechnung keine Berücksichtigung des Risikos. Somit bleibt eine entscheidende Einflussgröße bei der Bewertung eines Vermögensgegenstandes unberücksichtigt. Ferner wird der Zeitwert des Geldes vernachlässigt, d.h. es wird vernachlässigt, dass für den Aktionär ein ihm früher zufließender Geldbetrag mehr Wert hat.²¹⁷ Die mangelnde Aussagekraft des im Rechnungswesen ermittelten Gewinns trifft wegen der Verwendung des Gewinns in Kennzahlen auch auf diese zu. Zu nennen sind beispielsweise Gewinnwachstum, Eigenkapitalrentabilität und ROI.²¹⁸

Alleine aufgrund der Ansatzwahlrechte und der differierenden Bewertungsstandards nach HGB und IAS können sich beim Ansatz der Zählergröße der zu erwartenden Cash Flows Bewertungsunterschiede ergeben, je nachdem, welche Bilanzierungsabsicht verfolgt wurde. Auch die Nennergröße bietet bei der Kapitalwertermittlung über den Kalkulationszinssatz Interpretationsspielraum.

2. Die Berücksichtigung des Shareholder Value über den Discounted Cash Flow

Während bei der Unternehmensbewertung nach dem HGB traditionell das Ertragswertverfahren angewendet wurde, wird im angelsächsischen Bereich der Discounted Cash Flow Ansatz verwendet. Die Ermittlung der Kalkulationszinssätze als Nennergröße erfolgt bei beiden Verfahren nach unterschiedlichen Grundsätzen.

217 Vgl. RAPPAPORT (1998), S. 13 ff.

218 Vgl. RAPPAPORT (1998), S. 21 f.

Beim Ertragswertverfahren wird der Kalkulationszinssatz auf der Grundlage der Rendite von Vergleichsinvestitionen bestimmt.²¹⁹ Dies bedeutet, dass der Investor im Idealfall, im Rahmen eines Investitionsprogrammvergleichs, die Verzinsungen der renditestärksten alternativen Geldanlage mit der Investition in das avisierte Unternehmen vergleicht. Das Entscheidungsproblem wird mittels tabellarischer Bewertung und in komplexeren Fällen mittels linearer Optimierung gelöst. Die interne Verzinsung der Alternativprogramme und der geplanten Unternehmensakquisition werden zunächst gleichgesetzt, indem der Kaufpreis des Unternehmens als Anfangsinvestition entsprechend angepasst wird.²²⁰ Durch dieses Verfahren wird das Problem der Ermittlung des Grenzpreises und des Diskontierungszinssatzes simultan und iterativ gelöst.²²¹

Beim angelsächsischen Discounted Cash Flow Verfahren wird der Kalkulationszinssatz über den Kapitalmarkt, in der Regel nach dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), ermittelt. Es soll im Folgenden näher vorgestellt werden, da es aufgrund der oben dargestellten Internationalisierung der Rechnungslegung zunehmende Verbreitung findet.

Die zunehmende Einführung der Discounted Cash Flow Methode steht für die Entstehung des Shareholder-Value-Gedanken und markiert eine Wende im strategischen Denken, da hier die herkömmlichen Bewertungsgrößen in Frage gestellt wurden. Denn von entscheidender Bedeutung ist nun die langfristige Ausrichtung eines Unternehmens.²²² Der Shareholder-Value-Ansatz ermöglicht in diesem Sinne die Ab-

219 Vgl. PEEMÖLLER/KUNOWSKI (2009), S. 306.

220 Vgl. SIEBEN/SCHILDBACH (1994), S. 167 ff.

221 Zur Anwendung der linearen Programmierung, vgl. HERING (1999), S. 27 ff.

222 Vgl. PÜMPIN (1986), S. 29.

kehr vom Denken der kurzfristigen Gewinnmaximierung hin zur langfristigen Ausrichtung der Unternehmensstrategie auf die Steigerung des Unternehmenswertes.²²³

Der Shareholder Value stellt den Wert eines Unternehmens für seine Eigentümer dar. Man spricht auch vom Marktwert des Eigenkapitals, da es der Wert ist, den die Investoren am Kapitalmarkt einem Unternehmen beimessen. Die Wertsteigerung für die Eigentümer, der Shareholder Value Added, gilt in diesem Sinne als Entscheidungskriterium für strategische Überlegungen.²²⁴ Im Rahmen des Shareholder-Value-Ansatzes werden alle Investitionen anhand dieser Wertsteigerung auf ihre Vorteilhaftigkeit untersucht. Dabei können Investitionen sowohl Aktien eines Unternehmens, Strategien, Zusammenschlüsse und Akquisitionen sowie Investitionen im gebräuchlichen Sinne sein.

3. Free Cash Flow Prognose mittels Wertgeneratoren

An dieser Stelle soll auf das Discounted Cash Flow Verfahren des Shareholder-Value-Ansatzes nach RAPPAPORT eingegangen werden.²²⁵ Danach bestimmt sich der Wert einer Investition durch die zukünftig erwarteten und mittels eines Kalkulationszinssatzes abdiskontierten Cash Flows. Somit entspricht der Marktwert des Eigenkapitals eines Unternehmens dem Barwert der freien Cash Flows, unter Berücksichtigung eines Endwertes abzüglich des Barwertes des Fremdkapitals. Das Fremdkapital umfasst neben den börsengehandelten Anleihen auch noch alle anderen Schuldposten, Verbindlichkeiten und Rückstellungen. Ferner ist noch das nicht betriebsnotwendige Vermögen zu berücksichtigen, indem der Marktwert, der bei einer Veräußerung zu erzielen wäre, hinzugerechnet wird. Es umfasst die Vermögensgegenstände,

223 Die langfristige Ausrichtung des Shareholder-Value-Ansatzes wird neben der Berücksichtigung der sonstigen Interessengruppen von Kritikern immer wieder in Frage gestellt. Diese Kritik ist jedoch unbegründet. Vgl. COLBE (1997), S. 289 f.

224 Vgl. RAPPAPORT (1998), S. 49.

225 RAPPAPORT benutzt dabei den so genannten Entity-Ansatz. Für einen vertiefenden Einblick in die verschiedenen DCF-Methoden. Vgl. BALLWIESER (1998), S. 80 ff.

die nicht im Rahmen des Geschäftsbetriebes genutzt werden wie beispielsweise Immobilien und Beteiligungen.²²⁶

Über die Abzinsung der Free Cash Flows und des Restwerts unter Berücksichtigung eines etwaigen Verkaufs nicht betriebsnotwendiger Vermögensgegenstände lässt sich der Shareholder Value ermitteln:

$$V_{EK} = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+k)^t} + \frac{R_T}{(1+k)^T} + LQ - V_{FK}$$

wobei:

V_{EK} = Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value)

FCF_t = Free Cash Flows der jeweiligen Jahre im Planungszeitraum

k = Kalkulationszinssatz

T = Planungszeitraum

R_T = Restwert

LQ = Liquidationswerte der nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände

V_{FK} = Marktwert des Fremdkapitals

Zu beachten ist demnach, dass die Dividenden und andere, den Aktionären zukommende Cash Flows nicht direkt abgezinst werden.²²⁷ Das Modell führt jedoch, unter der Voraussetzung eines Diskontierungszinssatzes, der das Risiko der jeweiligen Cash Flows angemessen widerspiegelt, zu denselben Eigenkapitalwerten wie die direkte Abzinsung der an die Anteilseigner ausgeschütteten Cash Flows. Im Anschluss an die Wertsteigerungsanalyse werden die einzelnen Komponenten zur Bestimmung

226 Vgl. RAPPAPORT (1998), S. 32 f.

227 Dies ist zwar scheinbar das einfachste Bewertungsverfahren, jedoch zeigt es nicht die Quellen der Wertsteigerung auf und führt leicht zu Verfälschungen des Unternehmenswertes bei bestimmten Veränderungen beispielsweise der Finanzierung. Vgl. COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 195 f.

des Shareholder Values, der als Basis für die Wertsteigerung dient, ermittelt. Im Einzelnen sind das die freien Cash Flows, der Kalkulationszinssatz sowie der Endwert.²²⁸

Auf Basis des Shareholder-Value-Ansatzes wird die finanzielle Unternehmensbewertung im Rahmen der Wertsteigerungsanalyse dargestellt. Die Shareholder Value Analyse beruht auf der Discounted Cash Flow Methode und vermeidet die ebenfalls oben dargestellten Schwächen der gängigen Leistungsmaßstäbe. In der Literatur wird es deswegen häufig als das theoretisch einzig korrekte Verfahren dargestellt. Einige Vorteile der Wertsteigerungsanalyse seien kurz angeführt.²²⁹

- Grundlage für die Bewertung ist der freie Cash Flow, der alle relevanten Geldflüsse beachtet und somit Verzerrungen im Rahmen der Rechnungslegung vermeidet.
- Das Verfahren ist zukunftsgerichtet und berücksichtigt den Zeitwert des Geldes durch Diskontierung der künftigen Erträge.
- Kapitalstruktur, Finanzierungskosten und Risiko sind im Kalkulationszinssatz einbezogen.
- Das Verfahren schafft einen objektiven Maßstab, um die Auswirkung alternativer Pläne, Maßnahmen oder Szenarios auf den Unternehmenswert zu messen.
- Schließlich ermöglicht die Wertsteigerungsanalyse, die Faktoren zu ermitteln, die maßgeblichen Einfluss auf den Unternehmenswert haben.

228 Auf das nicht betriebsnotwendige Vermögen und das Fremdkapital wird aufgrund der relativ einfachen Ermittlung nicht näher eingegangen.

229 Vgl. GOMEZ/WEBER (1989), S. 29 f.

Die Wertsteigerungsanalyse dient zwar vordergründig der finanziellen Unternehmensbewertung, indem sie die Strategien eines Unternehmens bewertet, jedoch soll sie darüber hinaus noch deutlich machen, wo die Strategien ansetzen sollen. Deswegen ist bei der Berechnung des freien Cash Flows²³⁰ besonders auf die Transparenz der Ermittlung zu achten, d.h. es muss gezeigt werden, aus welchen Komponenten sich der freie Cash Flow zusammensetzt. RAPPAPORT kommt dieser Forderung nach, indem er den freien Cash Flow in fünf Wertgeneratoren aufspaltet. Sie lauten Umsatzwachstumsrate, betriebliche Gewinnmarge, Gewinnsteuersatz, Investitionen ins Umlaufvermögen sowie Investitionen ins Anlagevermögen. Zur Bestimmung des Unternehmenswertes sind noch die Wertgeneratoren Wachstumsdauer und Kapitalkosten zu berücksichtigen.²³¹

Durch diese Wertgeneratoren wird es möglich, einen Bezug zwischen strategischer Planung und Unternehmenswert herzustellen, da die Auswirkung geplanter Maßnahmen auf den Unternehmenswert festgestellt werden kann. War es bisher möglich, den Einfluss geplanter Aktivitäten auf Größen wie Umsatz, Kosten oder Investitionen abzuschätzen, so kann mit Hilfe der Wertgeneratoren zudem noch der Einfluss dieser Aktivitäten auf den Unternehmenswert prognostiziert werden.

Zur Berechnung des freien Cash Flows verknüpft RAPPAPORT formal die Wertgeneratoren mit dem Unternehmenswert. Diese Berechnung beruht auf einer indirekten Cash Flow Ermittlung und dem Umsatzkostenverfahren. Die Alternative der direkten Ermittlung würde qualitativ hochwertigere Ergebnisse ergeben, jedoch ließen sich dann die Wertgeneratoren nicht mehr auf Basis der Planbilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnung ableiten. Des Weiteren ist zu beachten, dass die unterschiedlichen Rechnungslegungssysteme und die damit verbundene unterschiedliche Ver-

230 Unter freiem Cash Flow wird im Folgenden der Betrag verstanden, der zur Abgeltung der Zahlungsansprüche aller Kapitalgeber verwendet werden kann.

231 Vgl. RAPPAPORT (1998), S. 32.

wendung von Begriffen eine Anpassung an deutsche Verhältnisse erfordern, um den Cash Flow mit Hilfe dieser Formel zu ermitteln.²³²

$$\begin{aligned} \text{freier Cash-flow} = & [\text{Umsatz des Vorjahres} \cdot (1 + \text{Wachstumsrate des Umsatzes}) \\ & \cdot \text{betriebliche Gewinnmarge} \cdot (1 - \text{Cash-Gewinnsteuersatz})] \\ & - \text{Zusatzinvestitionen ins Anlagevermögen und ins Umlaufvermögen} \end{aligned}$$

Unter der betrieblichen Gewinnmarge (Umsatzrentabilität) versteht RAPPAPORT das Verhältnis zwischen dem Betriebsgewinn vor Zinsen und Steuern und dem Umsatz, wobei bei der Ermittlung des Betriebsgewinns auch nicht auszahlungswirksame Aufwendungen für Abschreibungen berücksichtigt werden.²³³ Durch Multiplikation dieser Umsatzrentabilität mit dem Vorjahresumsatz lässt sich, unter Berücksichtigung des Umsatzwachstums, das Betriebsergebnis für die betrachtete Periode prognostizieren. Unter Cash-Gewinnsteuer versteht man die auf den Betriebsgewinn eines Steuerjahres *gezahlten* Steuern. Aufgrund von Steuerrückstellungen unterscheidet man zwischen Cash-Gewinnsteuer und der im Jahresabschluss ausgewiesenen Steuer, die normalerweise höher ist.²³⁴ Ferner wird dieser niedrigere Steuersatz in die Berechnung einbezogen, um dem „Tax shield“ des Fremdkapitals gerecht zu werden. Unter „Tax shield“ versteht man den Vorteil des Fremdkapitals gegenüber dem Eigenkapital, da Fremdkapitalzinsen als Betriebsausgabe Gewinn mindernd wirken. Im Ansatz RAPPAPORTS hat ein Unternehmen aber keine Möglichkeit, Fremdkapitalzinsen als Betriebsausgabe anzusetzen, da fiktiv von einem rein eigenfinanzierten Unternehmen ausgegangen wird. Bei einem verschuldeten Unternehmen werden somit zu hohe Steuern berechnet. RAPPAPORT verrechnet deswegen einen niedrigeren Steuersatz bei der Cash Flow-Berechnung.²³⁵ Alternativ können die zu hohen Steuern

232 Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 199.

233 Vgl. RAPPAPORT (1998), S. 35.

234 Vgl. HACHMEISTER (1999), S. 97.

235 Zum so genannten Entity-Ansatz mit Erfassung des „Tax shields“ bei den Cash Flows im Zähler, vgl. BALLWIESER (2007), S. 116.

auch durch Korrigieren der Fremdkapitalzinsen im Kapitalkostensatz berücksichtigt werden.²³⁶

Der Wertgenerator „Zusatzinvestitionen ins Anlagevermögen“ ist definiert als diejenigen Anlageinvestitionen, die den Abschreibungsaufwand übersteigen. Dadurch kommt es zu einer Berücksichtigung der Abschreibungen, weshalb sie an anderer Stelle nicht mehr berücksichtigt werden. Diese Nettoanlageinvestitionen errechnen sich als Differenz von Bruttoanlageinvestitionen und Abschreibungen. Falls, wie bei Akquisitionen, keine Langfristplanung der Anlageinvestitionen vorliegt, empfiehlt RAPPAPORT eine Schätzung der Investitionen in Prozent der Umsatzsteigerung.

Die Zusatzinvestitionen ins Nettoumlaufvermögen beziehungsweise Nettoinvestitionen ins Umlaufvermögen beschreiben die Veränderung des Nettoumlaufvermögens, die zur Stützung des Umsatzwachstums erforderlich sind. In die Berechnung gehen neben der Position Umlaufvermögen beispielsweise noch Lieferantenverbindlichkeiten, kurzfristige Rückstellungen und Rechnungsabgrenzungsposten ein. Aufgrund der meist parallelen Entwicklung zur Umsatzentwicklung lässt sich die Prognose dieser Größe gut als Prozentsatz des zusätzlichen Umsatzes ausdrücken. Die Veränderungen bei den langfristigen Rückstellungen sowie beim Sonderposten mit Rücklagenanteil sind Größen mit besonderer Bedeutung in Deutschland. Sie tauchen deshalb in RAPPAPORTS Formel nicht auf, müssen aber bei einer Anwendung in Deutschland berücksichtigt werden. Pensionsrückstellungen sind neben den Abschreibungen die wichtigsten nicht auszahlungswirksamen Aufwendungen, und eine Erhöhung muss deshalb durch Hinzurechnen zum freien Cash Flow wieder ausgeglichen werden. Der Vereinfachung halber wird der Sonderposten mit Rücklagenanteil

236 Zum so genannten Entity-Ansatz mit Erfassung des „tax shields“ bei den gewogenen Kapitalkosten im Nenner, vgl. BALLWIESER (2007), S. 116 f.; DRUKARCZYK (1997), S. 219.

zusammen mit den Pensionsrückstellungen unter „andere nicht auszahlungswirksame Aufwendungen“ zusammengefasst.²³⁷

Diese Komplexitätsreduktion auf fünf Wertgeneratoren vereinfacht zwar die Berechnung, jedoch stößt sie bei der Beurteilung und Analyse von Strategien schnell an ihre Grenzen.²³⁸ In der Chemiebranche beispielsweise sind Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen ein entscheidender Faktor; die Wertgeneratoren von RAPPAPORT treffen darüber jedoch keine Aussage. Desweiteren besteht ein Problem in der Verwendung von externen Bilanzen, da nicht sämtliche bilanzpolitischen Möglichkeiten ausgeschaltet werden können. Zudem wird hierzulande eine stärkere Trennung zwischen internem und externem Rechnungswesen durchgeführt als in den USA. Es wird daher empfohlen auf Zahlen aus dem internen Rechnungswesen zurückzugreifen, um die Ermittlung des freien Cash Flows vorzunehmen:

$$\begin{aligned} \text{freier Cash - flow} &= \text{Betriebsergebnis} \\ &\quad - \text{Nettoinvestitionen in das Anlagevermögen} \\ &\quad - \text{Nettoinvestitionen in das Umlaufvermögen} \\ &\quad + / - \text{Veränderungen bei den Pensionsrückstellungen} \\ &\quad + \text{kalkulatorische Zinsen} \\ &\quad + \text{sonstige Zusatzkosten} \\ &\quad - \text{Gewerbsteuer} \end{aligned}$$

Obwohl diese freie Cash Flow-Berechnung auf deutsche Verhältnisse sehr gut angepasst und durch die Berücksichtigung der internen Zahlen auch korrekter ist, sei darauf hingewiesen, dass bei einer Akquisition höchst wahrscheinlich keine internen Zahlen des Zielunternehmens vorliegen. Deswegen wird von einer weiteren Darstel-

237 Vgl. zum Einfluss des Personalbereichs HOLTBRÜGGE (1995), S. 26.

238 Ferner impliziert das Modell von RAPPAPORT einige Annahmen, die nicht ohne weitere Diskussion angenommen werden können. Kritisch hierzu DRUKARCZYK (1997), S. 217 f.

lung dieser Berechnungsform abgesehen. Desweiteren entspricht die von COPELAND/KOLLER/MURRIN vorgeschlagene Berechnung des freien Cash Flows im Prinzip der Formel RAPPAPORTS.²³⁹ Jedoch verwenden COPELAND/KOLLER/MURRIN andere Wert bestimmende Faktoren, weshalb sich die Berechnung anders darstellt. Aufgrund des Fehlens der Wertgeneratoren von RAPPAPORT wird dessen Berechnungsformel als Grundlage für die Ermittlung des freien Cash Flows beibehalten.

4. Kalkulationszinssatz WACC aus dem CAPM

Nachdem die freien Cash Flows für die einzelnen Jahre des Prognosezeitraums geschätzt wurden, müssen sie noch auf die Gegenwart abgezinst werden. Der geeignete Satz zur Diskontierung dieser Cash Flow Ströme ist das gewichtete Mittel der Kosten von Fremd- und Eigenkapital (weighted average cost of capital, WACC), da die freien Cash Flows sowohl den Eigenkapital- als auch den Fremdkapitalgebern zustehen.

Der Kapitalkostensatz ermittelt sich daher als gewogenes arithmetisches Mittel der Fremdkapitalkosten (i) und der Eigenkapitalkosten (e) gewichtet mit den jeweiligen Fremd- und Eigenkapitalanteilen zu Marktwerten.²⁴⁰ Der somit zu berechnende Gesamtkapitalkostensatz (c) beziehungsweise gewogene Kapitalkostensatz wird ebenso als Weighted Average Costs of Capital (oder auch WACC) bezeichnet. Er ergibt sich ohne eine Berücksichtigung von Steuern:²⁴¹

239 Vgl. COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 210.

240 Vgl. COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 250.

241 Vgl. BALLWIESER (1993), S. 165. Vgl. auch die Darstellung des CAPM in FRANKE/HAX (2009), S. 354-361.

$$WACC = \frac{V_{EK}}{V} \cdot e + \frac{V_{FK}}{V} \cdot i$$

wobei:

$$V = V_{EK} + V_{FK}$$

Dieser Kapitalkostensatz stellt die Mindestrendite für neue Investitionsvorhaben dar, denn für die Eigentümer wird nur Wert geschaffen, falls eine Rendite über den Kapitalkosten erzielt wird.²⁴² Entscheidend ist dabei die Gewichtung des Fremd- und Eigenkapitals anhand der langfristig angestrebten Kapitalstruktur (Zielkapitalstruktur) vorzunehmen, wobei Marktwerte für die Gewichtung zugrunde gelegt werden müssen.²⁴³ Eine Orientierung an der Kapitalstruktur der Vergangenheit sowie Buchwerten wird dem zukunftsgerichteten Charakter der Wertsteigerungsanalyse nicht gerecht, da die ökonomische Vorteilhaftigkeit einer neuen Investition von den zukünftigen Kosten abhängt.²⁴⁴ Ebenso ist zu beachten, dass eine Korrektur der Kapitalkosten aufgrund der zu hoch angesetzten Steuern nicht mehr notwendig ist, da diese schon bei der Cash Flow-Schätzung berücksichtigt wurden.²⁴⁵

Die Bestimmung der Fremdkapitalkosten gestaltet sich im Gegensatz zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten relativ einfach, da sie vertraglich festgelegt sind. Falls kein Einblick in die konkrete Finanzierungsgestaltung eines Unternehmens gegeben ist,

242 Vgl. HOMMEL/DEHMEL (2010), S. 225 ff.

243 Zu beachten ist dabei aber das Zirkularitätsproblem bei der Bestimmung des Marktwertes des Eigenkapitals und den WACC. Deswegen muss eine Zielkapitalstruktur geplant und auch eingehalten werden. Dazu ist es erforderlich, eine konstante Ausschüttungs- und Verschuldungspolitik zu betreiben. Vgl. BALLWIESER (1998), S. 85. Kritisch hierzu DRUKARCZYK (1997), S. 222.

244 Vgl. RAPPAPORT (1998), S. 37 f.

245 Vgl. BALLWIESER (2007), S. 116.

sollte darauf geachtet werden, dass die langfristige, „risikolose“ Rendite, die derzeit am Kapitalmarkt gefordert wird, als Basis genommen wird.²⁴⁶

Die Bestimmung der Eigenkapitalkosten ist wesentlich anspruchsvoller, da eine Verzinsung vertraglich nicht vereinbart wird. Jedoch muss die Rendite hoch genug sein, um den Aktionären einen Risikoausgleich zu bieten. Im Rahmen der Wertsteigerungsanalyse haben sich Konzepte auf Basis der Kapitalmarkttheorie, etwa das Capital Asset Pricing Model (CAPM) oder die Arbitrage Pricing Theory (APT), durchgesetzt, wobei nur das CAPM weiter vertieft wird.

Die risikoangepasste Renditeforderung der Eigentümer ergibt sich nach dem CAPM aus einem Basiszins und einem Risikozuschlag. Der Basiszins entspricht dem Zinssatz einer risikolosen Anlage, wofür in Deutschland eine langfristige Bundesanleihe herangezogen werden kann. Es ist jedoch darauf zu achten, dass deren Laufzeit mit der langfristigen Prognoseperiode der Cash Flows übereinstimmt. Der Zinssatz einer langfristigen Bundesanleihe eignet sich sehr gut als Schätzgröße für einen risikolosen Zins, da dieser die erwartete Inflation impliziert. Der Risikozuschlag entspricht einer unternehmensspezifischen Anpassung an die von den Aktionären erwartete Risikoprämie für das Eigenkapital. Diese Marktrisikoprämie berechnet sich aus der Differenz zwischen der erwarteten Rendite des so genannten Marktportfolios an Aktien und dem Zinssatz einer risikolosen Anlage.²⁴⁷ Die Marktrisikoprämie stellt somit die Überrendite für Anlagen in riskante statt in risikolose Wertpapieren dar. Der Beta-Koeffizient, der die Volatilität der Aktienkurse eines Unternehmens korreliert mit dem Gesamtmarkt darstellt, passt die Marktrisikoprämie an das betrachtete Unternehmen an. Das historische Beta wird mit Hilfe einer Renditeregression des betrachteten Unternehmens auf den durch einen Index, beispielsweise DAX oder

246 Vgl. BAETGE/NIEMEYER/KÜMMEL/SCHULZ (2009), S. 361 ff. In der Literatur wie in der Praxis wird zur Ermittlung der „risikolosen“ Rendite die Rendite von Staatsanleihen (mit zur Investition vergleichbarer Laufzeit und Währung) herangezogen. Vgl. EBENDA.

247 Vgl. COLBE (1997), S. 278 f.

MDAX, angenäherten Markt berechnet.²⁴⁸ Dabei ist darauf zu achten, dass der Index auch den Markt des betrachteten Unternehmens repräsentiert.²⁴⁹

Die risikoangepasste Renditeforderung der Eigentümer e als Diskontierungsfaktor setzt sich aus einem risikolosen Zins r_f und einem Risikozuschlag zusammen:²⁵⁰

$$e = r_f + (\mu_M - r_f) \cdot \beta$$

wobei:

r_f = Kalkulationszinssatz für risikolose Anleihen

β = systematisches Risiko des Unternehmens relativ zum Markt

μ_M = Rendite des Marktportfolios

5. Berücksichtigung des Länderrisikos beim DCF Verfahren

In einigen Studien wird versucht, die Shareholder Value basierte Unternehmensbewertung speziell für internationale Akquisitionen anwendbar zu machen, indem Vorschläge zur Berücksichtigung der Länderrisiken im Zähler oder Nenner gemacht werden.

BRÜHL integriert die genannten Wechselkurs- und Marktrisiken sowie die politischen Risiken in die Discounted Cash Flow-Methode.²⁵¹ Hierbei kann das Wechselkursrisiko anhand der Adjustierung der Kapitalkosten beziehungsweise anhand der Ad-

248 Vgl. BALLWIESER (2007), S. 94 f.

249 Diese Vorgehensweise kommt nur bei börsennotierten Aktiengesellschaften in Betracht.

250 Vgl. SPREMANN (1991), S. 471.

251 Vgl. BRÜHL (2000), S. 63 ff.

justierung des Free Cash Flows Berücksichtigung finden. Die politischen Risiken wiederum können mittels einer zusätzlichen Risikoprämie in die Kapitalkosten mit eingerechnet werden. BRÜHL betont im Falle der Marktrisiken, den Beta-Faktor entsprechend anzupassen, der ermittelt wird durch das spezifische Geschäftsrisiko und den Verschuldungsgrad des Unternehmens. Der Beta-Faktor, bezogen auf eine Aktie, entspricht somit dem relativen Beitrag des systematischen Risikos der Aktie zum Risiko des jeweiligen Marktportfolios.

Zu einer abweichenden Lehrmeinung bezüglich der politischen Länderrisiken sowie zu den unternehmensspezifischen Risiken bei grenzüberschreitenden Akquisitionen kommen PEEMÖLLER/KUNOWSKI/HILLERS. Es fände hierbei eine unterschiedliche Bewertung der Risiken statt: „Bei hinreichend effizienten und international integrierten Kapitalmärkten kann davon ausgegangen werden, dass sich die allgemeinen politischen Risiken des jeweiligen Landes [...] in den nationalen Kapitalmarktpreisen niederschlagen. Insofern stellt das allgemeine politische Länderrisiko einen systematischen Risikofaktor dar, der bereits implizit in den Kapitalkosten berücksichtigt ist.“²⁵² Nach PEEMÖLLER/KUNOWSKI/HILLERS sind somit diese Risiken über eine Modifizierung des Kalkulationszinsfußes zu berücksichtigen. Dem Kalkulationszinsfuß käme hiermit bei internationalen Unternehmenskäufen eine besondere Bedeutung zu.²⁵³

Insgesamt kann festgestellt werden, dass die Bewertungsverfahren internationaler Akquisitionen beinahe überwiegend so aufgebaut sind, den Erwerb eines Unternehmens in *einem* anderen Land zu bewerten. Meistens sind Akquisitionen allerdings so angelegt, dass ein internationales Unternehmen ein anderes international tätiges Unternehmen erwirbt. Solchermaßen mehrfach internationale Akquisitionen werfen besondere Probleme auf, insbesondere bei der Ermittlung der Risikozu- und -abschläge

252 PEEMÖLLER/KUNOWSKI/HILLERS (1999), S. 626.

253 Vgl. hierzu SUCKUT (1992); SCHINDLER (1997), S. 119 f.

bei Wechselkursrisiken, politischen Risiken und Marktrisiken. Eine ähnliche Schwierigkeit besteht bei der Bestimmung des zugrunde liegenden Kalkulationszinsfußes. Auch die unterschiedliche Verfügbarkeit von relevanten Informationen in einzelnen Ländern aufgrund der zum Teil geringen Anzahl börsennotierter Unternehmen lässt eine Anwendung oftmals fragwürdig erscheinen.

6. Grenzen quantitativer Ansätze der Unternehmensbewertung

Die Verwendung des CAPM im Rahmen der Unternehmensbewertung ist nicht nur im Rahmen internationaler Akquisitionen häufig kritisiert worden. Kritik gibt es auch an dem Modell an sich, da beispielsweise mit einem auf Vergangenheitsdaten ermittelten Kalkulationszinssatz die zukunftsgerichtete Unternehmensbewertung durchgeführt wird.²⁵⁴ Ferner gibt es für ein Unternehmen verschiedene, nicht konstant bleibende Betas, da Marktdaten mehrdeutig und nicht stabil sind.²⁵⁵

Die Schätzung der Cash Flows sollte nur über einen bestimmten, gut überschaubaren Zeitraum erfolgen, da eine zuverlässige Schätzung über einen längeren Zeitraum kaum möglich ist. Die Prognoseperiode für die freien Cash Flows sollte so gewählt werden, dass die Zahlungsströme mit hoher Wahrscheinlichkeit bestimmt werden können.²⁵⁶ Cash Flows, die nach der Prognoseperiode zufließen, können aber einen erheblichen Teil des Unternehmenswertes ausmachen. Als Beispiel seien Strategien genannt, die auf den Aufbau von Wettbewerbsvorteilen während des Prognosezeitraums abzielen. Obwohl mit diesen Strategien Wert geschaffen wird, falls die Investitionsrendite über den Kapitalkosten liegt, spiegelt sich dies meist nicht in den Cash Flows der nachfolgenden Jahre wider, sondern lässt sich erst nach Ablauf der Prognoseperiode feststellen.²⁵⁷ Zum Beispiel in (jungen) Unternehmen mit starkem

254 Als Beispiel sei hier das historische Beta angeführt.

255 Vgl. hierzu BALLWIESER (2007), S. 98.

256 RAPPAPORT nennt einen Zeitraum von fünf bis zehn Jahren. Vgl. RAPPAPORT (1998), S. 40.

257 Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S. 589 ff.

Wachstum muss der erwirtschaftete Cash Flow häufig zur Finanzierung des Wachstums reinvestieren werden. Erst bei Verlangsamung des Wachstums entsteht ein freier Cash Flow.

Der Endwert stellt nun den Wert dar, der nach dem Prognosezeitraum geschaffen wird. Dieser Endwert lässt sich durch den Liquidationswert oder als Fortführungswert bestimmen.²⁵⁸ Zur Berechnung des Fortführungswertes wird unterstellt, dass nach Ablauf der Prognoseperiode mit neuen Investitionen lediglich die Kapitalkosten erwirtschaftet werden, d.h. der durchschnittliche Kapitalwert aller Investitionen nach dem Ende des Prognosezeitraums null beträgt.²⁵⁹ Bei Berechnung des Endwertes kann deswegen von einem konstanten, unendlichen Cash Flow ausgegangen werden, da Schwankungen der Cash Flows aufgrund der Verzinsung mit den Kapitalkosten keinen Einfluss auf den Endwert haben. Mit Hilfe der Methode der ewigen Rente lässt sich dieser Endwert darstellen.²⁶⁰

Dabei wird nicht von der Annahme ausgegangen, dass es nach Ende der Prognoseperiode zu keinem Wachstum mehr kommen wird, also alle künftigen Cash Flows gleich sein werden. Künftige Investitionen beeinflussen lediglich den Endwert nicht mehr, da sie annahmegemäß nur zu den Kapitalkosten rentieren. Kritisch ist hier anzumerken, dass die Methode nur anzuwenden ist, falls die Planung Inflation ignoriert. Ansonsten muss auch ein inflationsbedingtes künftiges Wachstum des freien Cash Flows berücksichtigt werden. Mit dieser Erweiterung lässt sich ein inflationsbedingtes Wachstum berücksichtigen und die Investitionen müssen sich nach der Prognoseperiode nicht unbedingt mit den Kapitalkosten verzinsen, d.h. es sind auch Abweichungen nach oben oder unten möglich. Mit der Möglichkeit des Wachstums impliziert diese Formel die Annahme, dass der Wettbewerbsvorteil ewig fortbesteht.

258 Im Folgenden wird nur noch die Bestimmung des Fortführungswertes betrachtet.

259 Zur genauen Erläuterung dieses Sachverhaltes vgl. RAPPAPORT (1998), S. 41 f.

260 Vgl. COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 330 ff.

RAPPAPORT weist darauf hin, dass beide Methoden zur Schätzung des Endwertes geeignet sind, die jeweilige Anwendung aber von den getroffenen Annahmen abhängig gemacht werden sollte.²⁶¹

Mit Hilfe der dargestellten Berechnungen lässt sich sowohl der Gesamtunternehmenswert als auch der Unternehmenswert für die Eigentümer, d.h. der Shareholder Value, ermitteln. Die Bewertung eines Unternehmens dient immer als Grundlage für Entscheidungen der Unternehmensführung, egal ob es sich dabei um die Beurteilung einer Akquisition oder um eine andere strategische Alternative handelt. Die konkrete Vorteilhaftigkeit einer solchen Investition ist anschließend durch die Schätzung der Wertsteigerung zu ermitteln.²⁶²

Eine neue Strategie lässt sich beispielsweise beurteilen, indem die Auswirkungen dieser Strategie auf die Wertgeneratoren ermittelt werden. Durch einen Vergleich des dadurch berechenbaren Shareholder Values mit dem Vorstrategie-Shareholder-Value beziehungsweise dem Shareholder Value anderer Strategien, kann die Wertsteigerung ermittelt werden. Einen Akquisitionskandidaten gilt es zuerst unter der Annahme der unabhängigen Fortführung, d.h. auf Stand alone-Basis, mit Hilfe des dargestellten Verfahrens zu bewerten. Die Wertsteigerung durch eine Akquisition lässt sich durch den Vergleich mit dem Unternehmenswert unter Berücksichtigung der Synergieeffekte ermitteln.²⁶³ Jedoch ist zu beachten, dass ein vom gegenwärtigen Marktwert abweichender Kaufpreis in die Überlegungen einbezogen werden muss, da sich die Kapitalmarktakteure nicht immer rational verhalten.²⁶⁴

Im Rahmen der Wertsteigerungsanalyse ist unbedingt immer darauf zu achten, dass die Ergebnisse auf ihre Plausibilität überprüft werden, denn schon kleine Fehler bei

261 Vgl. RAPPAPORT (1998), S. 46.

262 Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 93.

263 Vgl. GOMEZ/WEBER (1989), S. 35.

264 Vgl. ROSEN (2006).

der Prognose haben unter Umständen große Auswirkungen auf das Ergebnis.²⁶⁵ Darüber hinaus gilt es, die Robustheit der Ergebnisse anhand von Szenarioanalysen zu überprüfen. Die Betrachtung verschiedener Szenarien erlaubt es, Unsicherheit und Risiko in die Überlegungen mit einzubeziehen, da diese die meisten geschäftspolitischen Entscheidungen prägen. Dabei sollte darauf geachtet werden, dass für sämtliche Wertgeneratoren die Wahrscheinlichkeit und Auswirkung von Änderungen analysiert wird. Ferner ist es erforderlich, die zentralen Wertgeneratoren, die das jeweilige Szenario entscheidend bestimmen, zu ermitteln und ihre kritischen Werte zu berechnen.

Die hier dargestellte Methode der Wertsteigerungsanalyse mit Hilfe der Wertgeneratoren gibt aufgrund ihrer Komplexitätsreduzierung einigen Anlass zur Kritik, da diese zwangsläufig zu Fehlern bei der Berechnung führt. Diese Fehler können allerdings zugunsten der Überschaubarkeit des Verfahrens vernachlässigt werden. Eine Anpassung der auf amerikanische Verhältnisse zugeschnittenen „Shareholder-Value Analysis“ auf die lokalen Besonderheiten ist jedoch eine notwendige Voraussetzung für die Anwendung.

Ferner ist zu beachten, dass mit Hilfe der Wertsteigerungsanalyse zwar die Strategie identifiziert werden kann, die zur höchsten Wertsteigerung führt, es kann jedoch nicht festgestellt werden, welche Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital erzielt wird. RAPPAPORT nennt mit der „Threshold Margin“ zwar eine Größe, die angibt, ab wann es zu einer Wertsteigerung kommt, es lässt sich aber nicht die Verzinsung einer Investition ermitteln. Die Wertsteigerungsanalyse ist nur eine Methode zur Berechnung des Unternehmenswertes und kann somit die strategische Planung nicht ersetzen. Entscheidend für die Wertsteigerung ist die dazugehörige Strategie.

Immer wieder wurde die traditionell als vorrangiges Unternehmensziel unterstellte Gewinnmaximierung sowohl durch theoretische als auch durch empirische Untersuchungen grundsätzlich in Frage gestellt. Letztere ergaben, dass zwischen den im

²⁶⁵ Vgl. THUM (2004), S. 220 f.

Rechnungswesen ermittelten Gewinnen und dem Vermögen der Eigentümer des Unternehmens kein Zusammenhang besteht.²⁶⁶ Demnach dürfte der Gewinn eines Unternehmens und die mit ihm verbundenen Kennzahlen, wie der Return on Investment (ROI), nicht als Entscheidungsgröße für die Steigerung des Unternehmenswertes herangezogen werden.

In der folgenden Tabelle werden die herausgearbeiteten Probleme quantitativer Bewertungsverfahren nochmals zusammenfassend dargestellt:

²⁶⁶ Vgl. COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 112 ff.

Finanzielle Bewertung aus Shareholder Value Perspektive
<u>Fehlerhafte Schätzung der Zählergröße</u>
Die Cash Flow Schätzung ist nicht plausibel und berücksichtigt positive und negative Synergieeffekte nicht im Detail.
Die Bewertung der Akquisition am Kapitalmarkt wird falsch eingeschätzt. Daraus resultieren falsche kalkulatorische Cash Flows.
Börsennotierte Unternehmen oder vergleichbare Unternehmen liefern falsche Wertindikatoren.
Notwendige bewertungstechnische Anpassungen im Integrationsprozess werden versäumt.
Die zu Grunde gelegten Zahlen des Jahresabschluss beruhen auf subjektiv manipulierten Angaben des Verkäufers.
Eine Veränderung der politischen Situation im Land des Zielunternehmens führt zu einer schlechteren Wertentwicklung als prognostiziert.
<u>Fehlerhafte Schätzung der Nennergröße</u>
Das angesetzte Abzinsungsmodell entspricht nicht der Realität (z.B. keine ewige Fortführung, falscher Planungshorizont).
Es wird ein unrealistischer Kalkulationszinssatz angenommen, da z. B. Betafaktoren zu niedrig geschätzt werden oder der risikofreie Zinssatz unrealistisch ist.
Die Berechnung der gewichteten Kapitalkosten ist fehlerhaft, da z.B. der Fremdkapitalanteil variabel ist oder der Fremdkapitalzinssatz in der Praxis nicht festgeschrieben werden kann.
Die Behandlung der Steuern steht im Widerspruch zu den Bewertungsgrundsätzen.
Das Länderrisiko (Zins- und Währung) wird nicht berücksichtigt oder falsch eingeschätzt.

Abbildung 18: Bewertungsfehler quantitativer Bewertungsverfahren bei Akquisitionen

Zusammenfassend betrachtet resultieren die Schwächen des Discounted Cash Flow Verfahrens - wie die des Ertragswertverfahrens - daraus, dass individuelle und subjektive Aspekte bezüglich zukünftiger Erwartungen zu wenig explizit berücksichtigt werden können. Es fällt oft schwer Erwartungen, die aus dem Faktor Mensch resultieren, finanziell zu bewerten. Alle Kapitalwertmethoden, die eigentlich für ein Modell sicherer Erwartungen entworfen wurden, leiden unter dem Vergangenheitsbezug und der Fokussierung auf rein finanzielle Größen.

B. Industrieökonomik: Skalen-, Reichweiteneffekte und Risikodiversifikation

Die Ansätze der **Industrieökonomik und der Neuen Institutionenökonomik** hingegen versuchen den Einfluss von Institutionen auf das menschliche Verhalten zu analysieren und monetär zu bewerten. Hierzu ist ein Bewusstsein für die Vorgänge in den einzelnen Phasen des Akquisitionsprozesses erforderlich.

Während Managementtheorien Akquisitionen vorrangig auf Managementinteressen zurückführen, stellt die **Effizienztheorie das Ziel der Ausschöpfung von Synergiepotentialen** in den Mittelpunkt der Betrachtung. Die Effizienztheorie basiert auf der Annahme, dass eine Akquisition es ermöglicht, die unternehmerischen Produktionsfaktoren nach Abschluss der Transaktion auf effizientere Weise nutzbar zu machen. Die Realisierung dieser abstrakten Möglichkeit wird mit dem Begriff Synergie bezeichnet.²⁶⁷

PORTER veranschaulicht den Zusammenhang anhand des Konzeptes der Value Chain. Demnach können Synergieeffekte durch Zusammenwirken einzelner Aktivitäten der Wertschöpfungskette entstehen.²⁶⁸ In diesem Zusammenhang wird betont,

267 Vgl. ROCK/ROCK/SIKORA (1994), S. 65.

268 Für eine nähere Beschreibung des Value Chain siehe PORTER (2000), S. 80 ff.

dass Synergieeffekte nicht von alleine auftreten, sondern dass eine **aktive und systematische Schaffung und Nutzung der Synergiepotentiale** unerlässlich ist.²⁶⁹ Es können im Rahmen von Akquisitionen positive Synergieeffekte wie Economies of Scale, Economies of Scope und Effekte der Risikodiversifikation²⁷⁰ auftreten.

1. Skaleneffekte

Economies of Scale bezeichnen den Zusammenhang, dass bei größerer Ausbringungsmenge die Produktionskosten mit jeder erzeugten Einheit sinken.²⁷¹ Somit wird der Degressionseffekt von Unternehmen häufig als einer der wichtigsten Synergieeffekte der Effizienztheorie bezeichnet. Denn meist handelt es sich dabei um das Basismotiv eines horizontalen Zusammenschlusses.

Der Economies of Scale-Effekt zielt nämlich auf die Beziehung zwischen Größenordnung der Produktion und Wirtschaftlichkeit ab.²⁷² Kosten werden hier als Stückkosten gesehen. Bei wachsender Unternehmensgröße besteht die Möglichkeit der Kostendegression. Beim Auftreten von Economies of Scale fallen langfristig die Durchschnittskosten bei Steigerung der Produktionsmenge, was durch die sogenannte Fixkostendegression bedingt ist. Der Fixkostenanteil verteilt sich in diesem Fall auf eine größere Stückzahl. Besonders in den Bereichen Beschaffung, Absatz und Verwaltung können dann Economies of Scale auftreten.

269 Vgl. PORTER (2000), S. 148 ff.; PORTER (1996).

270 Die Effizienz kann beispielsweise dadurch gesteigert werden, dass mit steigender Erfahrung die Bedienung der Produktionsanlagen optimiert wird. Die Erfahrung wächst gemäß Annahme nicht im Zeitablauf, sondern in Abhängigkeit vom Produktionsvolumen, beziehungsweise der Produktionsmenge.

271 Vgl. HILL (1985), S. 828.

272 Vgl. JANSEN (2008), S. 135.

So können Rohstoffe für die Herstellung von Gütern (möglicherweise) günstiger erworben werden, wenn größere Mengen abgenommen werden.²⁷³ Wissensressourcen oder organisatorische Rahmenbedingungen können gemeinsam mit dem Zielunternehmen besser genutzt werden, was zu Wettbewerbsvorteilen führt.²⁷⁴ Die neu entstehenden Zentralbereiche in den Betriebsstätten können so die zu verteilenden Gemeinkosten verringern. Die Abhängigkeiten von einzelnen Kunden können reduziert werden, wenn zusätzlich der vom Zielunternehmen bediente Absatzmarkt für die eigenen Produkte erschlossen werden kann.²⁷⁵

Allerdings bedarf es einer kritischen Betrachtung, ob der gesamte Verlauf der Durchschnittskosten fallend ist oder aufgrund organisatorischer Probleme steigende Fixkosten die Folge sind. Denn ein oft genannter Vorteil einer Akquisition sind die rationelleren Organisationsstrukturen und die daraus resultierenden sinkenden Verwaltungskosten. So sollten zum Beispiel im Informatikbereich eigentlich Kosten gesenkt werden. Doch wegen der Inkompatibilität vieler Systeme ist eine Kostensenkung gar nicht oder erst nach mehreren Jahren realisierbar.²⁷⁶

Kosteneinsparziele durch Skaleneffekte können vielfach nur unter Inkaufnahme eines hohen Personalabbaus erreicht werden. Dabei besteht die Gefahr, dass zusätzlich unternehmerisches Know-how verloren geht. Auch ist ein Personalabbau meist mit hohen Abfindungs- und Restrukturierungskosten verbunden, die den erzielten Synergieeffekten gegenübergestellt werden müssen. Betrachtet man Akquisitionen ex post, so können oftmals zwar die Kostensparziele weitgehend erreicht werden, doch die realisierten Fehleinschätzungen seitens negativer Synergien vereiteln oder verringern den Transaktionserfolg.²⁷⁷

273 Vgl. HORZELLA (2009), S. 54.

274 Vgl. DE SARBO/BENEDETTO/SONG (2007), S. 103 f.

275 Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1991), S. 52-55.

276 Vgl. NEUMANN (1994), S. 78.

277 Vgl. PAUSENBERGER (1993), Sp. 4442.

2. Verbundeffekte

Ein weiteres Synergiepotential der Effizienztheorie ist der Verbundeffekt zwischen den Geschäftsfeldern eines Unternehmens. Bei diesen **Economies of Scope** tritt ein ähnlicher Effekt wie bei den Economies of Scale auf. Der positive Kosteneffekt beziehungsweise die Kostenreduktion (im Sinne von Produktionskosten) wird hier durch die gemeinsame Nutzung von Inputfaktoren für die Produktion verschiedener Produkte hervorgerufen.²⁷⁸

„In addition to economies deriving from the size or scale of a firm's operations ..., there is also the possibility that cost savings may result from simultaneous production of several different outputs in a single enterprise, as contrasted with their production in isolation, each by its own specialized firm. That is, there may exist economies resulting from the *scope* of the firm's operations.“²⁷⁹

Bei gemeinsamer Produktion oder dem gemeinsamen Vertrieb verschiedener Güter oder Dienstleistungen können Economies of Scope entstehen. In der Produktion werden derartige Vorteile beispielsweise durch die gemeinsame Nutzung von Ressourcen, wie Mitarbeiter, generiert. Auch im Vertrieb können durch Bündelung von Gütern und/oder Dienstleistungen höherwertige und breitere Marktangebote erstellt werden. Besonders im Marketing werden unter dem Begriff des „cross selling“ weitere Absatzvorteile angestrebt, wobei unterschiedliche Produkte als komplementäre Dienstleistungen gestaltet und präsentiert werden, welche sich für den Kunden als sinnvoll ergänzend erweisen sollen.²⁸⁰

278 Vgl. SMITH/STULZ (1985).

279 BAUMOL/PANZAR/WILLIG (1988), S. 71.

280 Vgl. GERDS/SCHWEWE (2009), S. 139.

Die Diversifikation des Unternehmensangebotes ist durch die Realisierung von Economies of Scope dann motiviert, wenn Potential und Reputation eines Produktes oder einer Marke breiter genutzt werden sollen. Sind innerhalb eines Unternehmens keine Economies of Scope mehr zu realisieren, werden oft Unternehmenszusammenschlüsse angestrebt, wenn die Marktangebote der Unternehmen sich sinnvoll ergänzen.²⁸¹

Allerdings kann es bei der Anwendung von Ressourcen und Produktionsfaktoren für die Herstellung neuartiger Dienstleistungen zu Schwierigkeiten kommen, da die Sichtweise auf den Produktionsfaktor angepasst werden muss.²⁸² Auch ist es nicht immer möglich alternative Ressourcen in einem neuen Marktumfeld anzubieten.²⁸³ Die Etablierung von Skaleneffekten bedingt Erfahrung und Fachwissen.²⁸⁴

Die Bewertung von potentiellen Skalen- und Reichweiteneffekten durch Akquisitionen stößt in der Praxis auf Schwierigkeiten, da ex post schwer zu sagen ist, ob gleichwertige Effekte nicht auch durch eine schwächere Integrationsform, etwa die Kooperation auf dem betroffenen Markt hätten erreicht werden können.²⁸⁵ Die abschließende Bewertung von Synergien durch Akquisition hat stets auch die Disergien zu berücksichtigen, die durch die Integration bewirkt wurden.²⁸⁶

Neben den Vorteilen beziehungsweise positiven Effekten existieren gleichzeitig die unvermeidbaren **negativen Synergien**, die im Rahmen der Untersuchung miteinbe-

281 Vgl. NEUMANN (1994), S. 77 f.

282 Vgl. PENROSE (1959), S. 69.

283 Vgl. NELSON/WINTER (1982).

284 Vgl. TEECE (1980); TEECE (1982).

285 Vgl. BUBIK (2005), S. 34.

286 Vgl. REISSNER (1992), S. 107.

zogen werden sollten. Wie PORTER²⁸⁷ aufzeigt, können **Koordinierungskosten** anfallen, die durch die gemeinsame Nutzung von Aktivitäten zur Abstimmung der einbezogenen Geschäftsfelder der Unternehmen (etwa in Form von Arbeitszeit oder zusätzlich benötigten Ressourcen) entstehen.

Weiterhin können **Kompromisskosten** auftreten, da aufgrund der gemeinsamen Nutzung der Ressourcen eine Standardisierung unerlässlich wird. Dementsprechend müssen gemeinsam genutzte Vorprodukte so entwickelt beziehungsweise entworfen werden, dass diese in beiden Geschäftsfeldern verwendet werden können. Außendienstmitarbeiter, die nur auf ein Geschäftsfeld spezialisiert sind, können aufgrund der fehlenden Kenntnis über die neuen (gemeinsamen) Produkte und Dienstleistungen ihr bisheriges Effizienzniveau nicht mehr halten.²⁸⁸

Ein weiterer negativer Synergieeffekt ist der der **Inflexibilitätskosten**. Diese können entstehen, wenn man auf die Änderungen des Wettbewerbsumfeldes nicht mehr vollkommen flexibel reagieren kann, da beispielsweise nur für ein Geschäftsfeld eine Anpassung erforderlich ist. Wenn aufgrund einer gestiegenen Wettbewerbsintensität eine höhere Qualität für ein Vorprodukt verlangt wird, das aber wiederum im anderen Geschäftsbereich eingesetzt wird, dann muss zwangsweise eine Anpassung an die neue Qualitätsstufe stattfinden, die sich allerdings verschiedenartig auf beide Geschäftsbereiche auswirkt. Wenn das andere Geschäftsfeld unter einem intensiven Wettbewerbsdruck steht, kann eine Verteuerung des Vorprodukts (durch die Qualitätserhöhung) sich negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit auswirken. Zur endgültigen Bewertung von Synergiepotentialen sind damit neben positiven auch die negativen Synergieeffekte zu berücksichtigen, um anhand eines Saldos eine Entscheidung darüber zu treffen, ob diese Option wahrgenommen werden sollte.²⁸⁹

287 Vgl. PORTER (2000), S. 426 ff.

288 Vgl. PORTER (1985), S. 332 ff.

289 Vgl. REINECKE (1989), S. 7 f.

Synergieeffekte als solche stellen keine ausreichende Begründung für Akquisitionen dar. Denn wie TEECE zeigt, sind sie **auch durch eine Marktlösung** zu realisieren, indem zum Beispiel Lizenzen²⁹⁰ vergeben oder bei Existenz von Economies of Scale die freien Kapazitäten am Markt verkauft werden können.²⁹¹ So würden hohe Produktionsmengen erreichen, die gemäß der Annahme der Economies of Scale eine Senkung der Stückkosten bewirken. Grundsätzlich sollten die Marktlösung und das interne Wachstum²⁹² als gleichwertige Alternativen dargestellt und nicht etwa nur die Akquisition in den Vordergrund der Betrachtungen gestellt werden.

Desweiteren hängt die Vorteilhaftigkeit einer Akquisition unter der Annahme, dass diese die optimale Alternative ist, von der so genannten **Spezifität der erwarteten Synergieeffekte** ab. Man kann die Auffassung vertreten, dass relativ unspezifische Synergiepotentiale, die von mehreren (oder gar allen) Unternehmen genutzt werden können, sich im Kaufpreis des Zielunternehmens niederschlagen werden. Für das akquirierende Unternehmen könnte sich dann ein Nachteil ergeben, wenn die eben angesprochenen Synergiepotentiale, die annahmegemäß ex ante zu dem Kaufpreis hinzugerechnet werden können, durch den höheren Kaufpreis gewissermaßen bezahlt werden.

Selbst wenn die potentiellen (positiven) Synergieeffekte realisiert werden können, würde man dadurch keine Wertsteigerung erreichen, da diese (positiven) Effekte ja bereits vorausbezahlt wurden. Die Realisierung wird eher zwingend notwendig sein, um die ex ante gezahlte Prämie zu erwirtschaften und damit eine drohende Marktwertminderung (des akquirierten Unternehmens) zu vermeiden. Nach der Auffassung

290 Wenn das Unternehmen in Besitz von herausragenden Technologien ist, würde sich auch die Lizenzvergabe als eine vorteilhafte Alternative anbieten, da es darüber entscheiden kann, an welche Unternehmen eine Lizenz vergeben wird. Dadurch kann sie beeinflussen, ob die Technologie von Konkurrenten verwendet werden darf.

291 Vgl. TEECE (1980), S. 225.

292 Denn neben den genannten Alternativen können Synergieeffekte auch durch internes Wachstum realisiert werden.

von SIROWER stellt die geleistete (sichere) Prämie eine Verpflichtung für das Käuferunternehmen dar. Um hingegen einen positiven Kapitalwert zu erzielen, sei es notwendig die Synergien in mindestens gleicher Höhe zu realisieren.²⁹³

3. Synergie durch Risikodiversifikation

Vielfach wird argumentiert, dass, selbst wenn unmittelbare Synergieeffekte im Bereich der materiellen Wertschöpfungskette fehlen, Akquisitionen dazu beitragen können durch **Diversifikation des finanziellen Engagements** Finanzierungs- und Kapitalmarktrisiken abzusichern.²⁹⁴

Akquisitionen können somit auch die **Varianz der Cash Flows des Unternehmens reduzieren**, wenn die Kovarianz der Cash Flows beider Unternehmen kleiner als eins ist. Wenn die Gültigkeit des CAPM²⁹⁵ unterstellt wird, ist eine Diversifikation durch eine Akquisition ceteris paribus für den Anteilseigner irrelevant, da zum einen auf dem Kapitalmarkt die Aktien aller Unternehmen bereits gemäß ihrem Risikobeitrag zum Marktrisiko (sog. systematisches Risiko²⁹⁶) bewertet werden und zum anderen durch die Akquisition diese Risikobeiträge zum **Marktrisiko** beider Unternehmen nicht beeinflussbar sind. Durch die Akquisition ist es annahmegemäß nur möglich, das unsystematische Risiko²⁹⁷ zu reduzieren, was aber keine Bedeutung für die Bewertung der Aktie hat.²⁹⁸

293 Vgl. für eine ausführliche Darstellung dieses Gedankens SIROWER (1997).

294 Vgl. LEWELLEN (1971), S. 523 f.

295 Vgl. SAUTTER (1989), S. 184 ff.

296 Das systematische Risiko (auch als Marktrisiko oder market risk bezeichnet) kann nicht diversifiziert werden, da es von Komponenten wie Streiks, neue Wettbewerber, Innovationen und Managementfehler hervorgerufen beziehungsweise ausgelöst werden kann.

297 Bei dem unsystematischen Risiko (unique risk) ist eine Risikoreduzierung durch Diversifikation zu erreichen.

298 Vgl. SHARPE (1964), S. 427 f.; HIRSHLEIFER/RILEY (1992), S. 2 f. differenzieren in gleicher Bedeutung "market and event related risk".

Ein Argument für Diversifikation auf Unternehmensebene geht vom Management als Träger des sogenannten **employment risk** aus. Hierbei wird angenommen, dass die Manager bei (Arbeits-)Einkommen, Reputation sowie (im Falle einer Insolvenz) auf mögliche persönliche Haftungsfolgen, vom Gesamtausfallrisiko des Unternehmens abhängig sind. Da Humankapital nicht auf Märkten gehandelt werden kann, kann ein Manager das employment risk nicht diversifizieren. Wenn es einem risikoaversen Manager gelingt, durch Einflussnahme auf die Investitionsprojekte des Unternehmens die Gewinnschwankungen zu stabilisieren, kann er so die negativen Folgen aus Krisensituationen oder den Konkurs des Unternehmens (auch in eigenem Interesse) vermeiden.²⁹⁹

Auch aufgrund von Economies of Scale können diversifizierte Unternehmen über **Transaktionskostenvorteile auf dem Kapitalmarkt** verfügen. Dies bedeutet beispielsweise, dass das Käuferunternehmen die Aktien des Zielunternehmens zu einem geringeren Kurs kaufen könnte als die einzelnen Anteilseigner. In diesem Fall wäre ceteris paribus die Diversifikation auf Unternehmensebene aufgrund der entstehenden Transaktionskostenvorteile vorteilhaft.³⁰⁰

ALCHIAN/ALLEN nehmen an, dass das Management eines diversifizierten Unternehmens **Investoren besser zu kontrollieren** vermag, da seine Kapitalanlagen weiter gestreut sind.³⁰¹

Vor allem konglomerate oder diversifizierende Akquisitionen werden als Instrumente zur Senkung des **Gesamtrisikos** angesehen, da sich durch Kombination meh-

299 Vgl. DELINGAT (1996), S. 67.

300 Vgl. GERTNER/SCHARFSTEIN/STEIN (1994), S. 1212-1219.

301 Vgl. ALCHIAN/ALLEN (1969), S. 322.

rerer Investitionsprojekte, deren Cash Flows nicht vollständig positiv miteinander korreliert sind, das Gesamtrisiko eines Unternehmens reduzieren lässt.³⁰²

Andererseits haben empirische Untersuchungen nachgewiesen, dass die **Diversifikation auf Aktionärsenebene** durch Portfoliobildung **effizienter** gestaltet werden kann, da auf Unternehmensebene Transaktionskosten und administrative Kosten für die Einbindung des akquirierten Unternehmens entstehen, während diese auf Aktionärsenebene nicht anfallen.³⁰³ Nach KIRCHNER „realisiere der Konzern allenfalls eine gleichwertige, aber keine vorteilhaftere Rendite-Risiko-Position als bei individueller Portfoliogestaltung der Anteilseigner“.³⁰⁴

Da Anleger bereits über ein diversifiziertes Portfolio verfügen, können sie das unsystematische Risiko selbstständig vermindern. Für ein bereits diversifiziertes Unternehmen würde man demnach keine gesonderte Prämie zahlen, da dies aus der Sicht der Anleger eine Redundanz darstellen würde. Aufgrund dessen würde eine Diversifikation auf Unternehmensebene unnötig.³⁰⁵

Zudem kann es zu einem Konflikt zwischen den Synergie- und Diversifikationseffekten kommen: Geschäftsfelder, deren Zahlungsströme eine geringe Kovarianz mit denen des Unternehmens aufweisen, bringen aufgrund der geringen Gemeinsamkeiten keine oder nur marginale Synergiepotentiale mit sich. Die durch die Diversifikation realisierbaren Vorteile werden durch den (beinahe) Verzicht auf die Synergiepotentiale zum Teil (oder auch vollständig) aufgezehrt.³⁰⁶ Stets sind die Potentiale

302 Vgl. BLACK/SCHOLES (1958).

303 Vgl. GERTNER/SCHARFSTEIN/STEIN (1994), S. 1212-1219.

304 KIRCHNER (1991), S. 143.

305 Vgl. HUEMER (1991), S. 32 f.

306 Vgl. HUEMER (1991), S. 191 f.

internen Wachstums einer freien Marktlösung, zum Beispiel einer Kooperation, gegenüberzustellen.

Dennoch werden immer wieder internationale Akquisitionen realisiert, obwohl Synergieeffekte im Sinne der Industrieökonomik nur in geringem Umfang bestehen und auch andere Formen der Zusammenarbeit denkbar gewesen wären. Die Neue Institutionenökonomik ergänzt die Industrieökonomik und die Finanzierungstheorie mit einigen Konzepten, welche über die rein rationale Begründung von Unternehmensakquisitionen hinausweisen.³⁰⁷

C. Synergien im Integrationsprozess aus Sicht der Neuen Institutionenökonomik

1. Neue Institutionenökonomik und Principal Agent Theorie

Die Neue Institutionenökonomik umfasst eine Reihe von Erklärungsansätzen für sozioökonomische Zusammenhänge im Bereich der Betriebswirtschaft.³⁰⁸ Institutionen werden als ein Normensystem verstanden, welches das Ziel hat, menschliches Verhalten in eine bestimmte Richtung zu lenken.³⁰⁹ Die NIÖ differenziert sich vom neoklassischen Ansatz, welcher versucht alle Wirtschaftsprozesse als quasi automatisiertes Marktgeschehen zu betrachten, in dem die Bedeutung des Faktors Mensch in den Vordergrund der Analyse gerückt wird.³¹⁰

Neben der Property Rights- und der Transaktionskostentheorie hat vor allem die Principal Agent Theorie hohe Bedeutung für die Interpretation von Beziehungen

307 Vgl. PICOT/REICHWALD/WIGAND (2003), S. 44 f.

308 Vgl. COASE (1998).

309 Vgl. KAAS (1992), S. 3.

310 Vgl. NORTH (1994), S. 359-368.

zwischen den Verhandlungspartnern beim Unternehmenskauf sowie der strategischen Interaktion zwischen Eigentümern und Management.³¹¹

Die **Principal Agent Theorie** geht davon aus, dass die Trennung von Eigentum und Kontrolle zu Anreizproblemen führt, da das Management nicht gleichzeitig Eigentümer des Unternehmens ist und sich nicht unbedingt im Sinne der Anteilseigner verhalten muss (Interessendivergenz).³¹² Fehlende Anreize können dazu führen, dass das Management versucht seinen Arbeitseinsatz zu minimieren beziehungsweise durch Verschwendung von Ressourcen einen privaten Nutzen zu erzielen. Ein solches Verhalten ist für das Management unproblematisch, da die dadurch entstehenden Kosten nicht von ihm selbst, sondern von den Anteilseignern getragen werden müssen.³¹³

Die bestehenden Anreizprobleme lassen so genannte Agency Kosten entstehen, die zu einer Verminderung des Shareholder Value des betreffenden Unternehmens führen. Diese **Agency Kosten** setzen sich aus Monitoring Expenditures, d.h. Überwachungskosten des Verhaltens des Agenten, Bonding Expenditures, d.h. Kosten der Agenten, um das Vertrauen des Prinzipals zu gewinnen, und residualen Verlusten zusammen.³¹⁴ Letztere ergeben sich über die durch die entstehenden Monitoring- und Bonding Costs gegebenen Divergenzen hinaus, weil trotz intensiven Bemühens beider Parteien aufgrund verbleibender Informationsasymmetrie keine Agency Kostenfreie Lösung erreicht werden kann.³¹⁵

311 Vgl. BLUM (2005), S. 471.

312 Vgl. RICHTER/FURUBOTN (2003), S. 41.

313 Vgl. RUDOLPH (2006), S. 135.

314 Vgl. HUEMER (1991), S. 35 f.

315 Vgl. YOUNG ET AL. (2008), S. 199-201.

Unternehmen, deren Marktbewertung bedingt durch Agency Kosten unterhalb des potentiellen Shareholder Values liegt, erscheinen als vorteilhafte Übernahmekandidaten.³¹⁶ Denn durch eine Beseitigung der Anreizprobleme und der damit verbundenen Agency Costs kann eine Wertsteigerung und mithin eine Steigerung des Shareholder Values erreicht werden. Es besteht die Möglichkeit, nach der Akquisition das ineffiziente Management durch ein effizienteres zu ersetzen, oder aber ein funktionsfähiges Anreizsystem zu schaffen, um den Marktwert des Unternehmens zu steigern.³¹⁷

Aus der Principal Agent Theorie haben sich mehrere Hypothesen und Konzepte entwickelt, die Erklärungen zum Akquisitionsprozess liefern können. Hier sollen zwei Teilbereiche diskutiert werden.

a. Ansätze der **strategischen Managementforschung**

Der Akquisitionsvorgang wird hier als außergewöhnliches strategisches Ereignis verstanden, welches mit höherer Unsicherheit und höherem Risiko behaftet ist als Routineentscheidungen und zudem unter Zeitdruck erfolgt. Hierdurch können hohe Misserfolgsquoten und bürokratische Regularien und Hemmnisse sowie außergewöhnliche Akquisitionskosten erklärt werden.³¹⁸

b. Erklärungsversuche der **Managementtheorie**

Die Managementtheorie umfasst jene theoretischen Ansätze, die bei der Erklärung von Akquisitionen auf die Managementebene zurückgreifen. Akquisitionen sind demnach zum einen über das Management getrieben, welches seine persönlichen Ziele, nicht notwendigerweise Unternehmensziele, verwirklichen will. Anreiz- und Kontrollsysteme sind nur begrenzt in der Lage den resultierenden Interessenskonflikt zwischen Principal (Eigentümer) und

316 Vgl. JANSEN (2008), S. 139 ff. und S. 258 f.

317 Vgl. SANNIKOV (2007), S. 2; WANG (2006).

318 Vgl. LYLES/SALK (2006).

Agent (Management) zu beheben.³¹⁹ Hierdurch entstehen nicht internalisierbare Kosten wodurch Synergien nur eingeschränkt wirksam werden können. Zum anderen können Akquisitionen in Teilen durch die höhere Effizienz des Managements im Käuferunternehmen gegenüber dem Zielunternehmen erklärt werden sowie durch die Entstehung von Synergieeffekten im Management.³²⁰

Im Folgenden werden diese Forschungsrichtungen detailliert diskutiert. Anwendungsmöglichkeiten und -grenzen werden erläutert.

2. Strategische Managementforschung – Akquisition als außergewöhnliches Ereignis

Akquisitionen unterscheiden sich in strategischer Hinsicht grundsätzlich von den Vorgehensweisen im operativen Geschäft. Maßnahmen im Rahmen des Akquisitionsmanagements kommt dabei in der Regel **strategische Tragweite** zu: Sie üben einen großen Einfluss auf den Entscheidungsspielraum zukünftiger Entscheidungen aus, indem sie beispielsweise Ressourcen binden und die Positionierung des Unternehmens innerhalb des Wettbewerbs festlegen. Zwar können auch andere strategische Maßnahmen als Akquisitionen entsprechende strategische Festlegungen beinhalten. Akquisitionen zeichnen sich jedoch dadurch aus, dass sie nicht in sehr großem Ausmaße eine entsprechende **Umgestaltung des Unternehmens** bewirken, da hier sofort in großem Ausmaß **strategisch gebundene Ressourcen** erworben werden.³²¹

319 Vgl. AGARWAL ET AL. (2009), S. 3.

320 Vgl. LARSSON/FINKELSTEIN (1999).

321 Vgl. CASSIMAN/VEUGELERS (2002), S. 2-4.

In diesem Zusammenhang spielt die in *Kapitel II* getroffene Unterscheidung zwischen **horizontalen, vertikalen und konglomeraten Transaktionen** eine besondere Rolle.³²² Dementsprechend wird durch die Durchführung einer horizontalen, vertikalen oder **konglomeraten Akquisition** eine entsprechende Marktpositionierung angestrebt. Dasselbe Argument gilt auch umgekehrt, wenn durch einen Verkauf eines Betriebsteils in strategischen Randbereichen oder durch Zukauf von Unternehmen in strategischen Kernbereichen eine Refokussierung angestrebt wird.³²³ Zu unterscheiden ist die konglomerate Akquisition, die das Element der strategischen Positionierung beinhaltet, von der rein aus finanzwirtschaftlichen Gründen angestrebten **Diversifikation**, bei der eine Diversifizierung der systematischen Risiken angestrebt wird, ohne dass die Unternehmensfelder eine irgendwie geartete strategische Verbindung aufweisen.³²⁴

Eine andere strategische Festlegung erfolgt durch eine **vertikale Akquisition**, bei der durch den Erwerb des Zielunternehmens die eigene Wertschöpfungskette verlängert wird.³²⁵ Bei der konglomeraten Akquisition erfolgt hingegen eine Festlegung dergestalt, dass die bisherigen Märkte und Produkte, mit denen das Unternehmen im Wettbewerb agierte, verlassen beziehungsweise ausgebaut werden sollten.

Jegliche Form von Akquisition ist mit einer **höheren Ungewissheit** und einem **höheren Misserfolgsrisiko** behaftet als „normale“ strategische Maßnahmen wie etwa Investitionsentscheidungen im Rahmen des internen Wachstums. KAPLAN beleuchtet diese Herausforderungen aus Sicht der Principal Agent Theorie und stellt dar, dass aufgrund der bestehenden Unsicherheit im Akquisitionsprozess bestehende Machtstrukturen ins Wanken geraten können und sich Potentiale für schöpferische Zerstö-

322 Vgl. WELGE/AL-LAHAM (2008), S. 594.

323 Vgl. KIESER/WALGENBACH (2010), S. 218-224.

324 Vgl. SCHÜLE (1992), S. 8.

325 Vgl. PITTS/HOPKINS (1982), S. 620 f.

rung und Neugestaltung aufzun.³²⁶ HASPELAGH/JEMISON erläutern, dass Akquisitionentscheidungen viel **seltener** auftreten als traditionelle Investitionsentscheidungen. Sie sind daher mit einer viel **größeren Unsicherheit** behaftet und zudem dadurch gekennzeichnet, dass das Käuferunternehmen in **neue Bereiche** vorstößt.³²⁷ Dabei besteht die Gefahr, dass die Erfahrungen aus den wenigen Akquisitionen, die das Unternehmen bereits durchgeführt hat, extrapoliert und auf völlig ungeeignete Sachverhalte übertragen werden oder andererseits Gemeinsamkeiten zwischen zwei Transaktionen übersehen werden.³²⁸

Zudem spielt bei Akquisitionen die **unternehmerische Routine kaum eine Rolle**. Die meisten Akquisitionentscheidungen sind aufgrund des Zielunternehmens oder der Umfeldbedingungen nicht vergleichbar. Allerdings kann sich im Bereich des Akquisitionsprozessmanagements und Akquisitionscontrollings spezifisches Management-Know-how ausbilden, wenn regelmäßig Akquisitionen durchgeführt werden. Die Innovativität von M&A Prozessen führt, wie ZANNER/BURSTEIN/LINGER ausführen, zu einer erhöhten Gefahr des Scheiterns des Gesamtvorhabens oder zu einer Behinderung des Integrationserfolgs. Aufgrund der Einzigartigkeit der Transaktionsentscheidung sind Wissensressourcen vielfach im Unternehmen verteilt und somit schwer ad hoc abrufbar oder auch gar nicht verfügbar.³²⁹

Akquisitionen können dadurch bedingt einen **opportunistischen Charakter** aufweisen, was dazu führt, dass Entscheidungen nicht unter idealen Umständen getroffen werden, sondern Fürsprecher und Widersacher der Transaktion jeweils eigene Interessen mit dieser verbinden. KANG fand anhand einer empirischen Erhebung heraus, dass die Effizienz der Überwachungssysteme zur Verhinderung von Opportunismus

326 Vgl. KAPLAN (2008).

327 Vgl. HASPELAGH/JEMISON (1991), S. 70.

328 Zur Neuartigkeit und den resultierenden Herausforderungen bei Unternehmensakquisitionen: vgl. ABECASSIS-MOEDAS/ETLIE (2009).

329 Vgl. ZANNER/BURSTEIN/LINGER (2008).

in Akquisitionssituationen an Bedeutung gewinnt und den Transaktionserfolg entscheidend mitbestimmt.³³⁰

Akquisitionen sind in der Regel durch einen **hohen Zeitdruck** geprägt, unter dem die Transaktionsentscheidung getroffen werden muss. In der Regel stehen andere Bieter auf dem Plan oder es sind Widerstände der Stakeholder zu erwarten. Bei feindlichen Übernahmen spielt der Zeitvorteil für das Gelingen der Transaktion eine große Rolle. ASHENFELTER/HOSKEN/WEINBERG³³¹ stellen dar, dass der frühzeitige Aufbau einer Informationsbasis, auf die in der Verhandlungsphase zurückgegriffen werden kann, essentiell ist, um unter Zeitdruck effiziente Entscheidungen zu treffen. Vielen und vor allem mittelständischen Unternehmen fehlt jedoch gerade im internationalen Kontext eine derartige Erfahrungsgrundlage, so dass Zeitdruck häufig zu Fehlentscheidungen und Fehlbewertung führt.³³²

Die vorhandene Informationsbasis ist dabei meist umso geringer, je größer die strategische Bedeutung ist, die der Akquisition beigemessen wird.³³³ Zudem hat die Tatsache, dass **nur wenige Mitarbeiter in den Entscheidungsprozess involviert** sind zur Folge, dass auch nur eine geringe Informationsbasis zur Verfügung steht. Oft sind fast alle Mitarbeiter von der Akquisitionsentscheidung ausgeschlossen, die im operativen Bereich tätig sind. Diese Mitarbeiter verfügen jedoch vielfach über eine höhere Erfahrung bei diesen Fragestellungen.

Die hier angestellten Überlegungen zeigen, dass mit Akquisitionen **hohe Risiken** verbunden sind. Gestützt wird diese Aussage durch die empirisch ermittelten hohen **Misserfolgsquoten** von Transaktionen. Das Unterschätzen und Eintreten von Risi-

330 Vgl. KANG (2006).

331 Vgl. ASHFELTER/HOSKEN/WEINBERG (2009), S. 4-6.

332 Vgl. LESTER/TRAN (2008).

333 Vgl. ZANNER/BURTEIN/LINGER (2008), S. 4.

ken führt dazu, dass eine Akquisition aus der Sicht des übernehmenden Unternehmens ihr ökonomisches Ziel verfehlt. CARTWRIGHT zeigt, dass die Fehlerquote über fast 30 Jahre Akquisitionsforschung hinweg bei 40 bis 60 Prozent verblieben ist. Eine Ursache hierfür ist ihrer Meinung nach die Vernachlässigung akademischer Forschungsergebnisse auf diesem Gebiet.³³⁴

Im Akquisitionsmanagement haben diese negativen Erfahrungen dazu geführt, dass zusätzliche **Anforderungen, höhere Hindernisse oder bürokratische Hürden** für Akquisitionsentscheidungen geschaffen werden, die eine Zielerreichung sicherstellen sollen. Akquisitionsvorhaben, die vom mittleren Management angestoßen werden, unterliegen häufig restriktiveren Auflagen als Akquisitionsentscheidungen, die auf der Ebene der Unternehmensspitze getroffen werden. Dies dürfte auf die höhere Autorität der Führungsetage zurückzuführen sein.³³⁵

Um Akquisitionsentscheidungen zu rechtfertigen werden externe Institute wie Investmentbanken und Unternehmensberater mit aufwendigen Gutachten beauftragt.³³⁶ Dieses Verfahren könnte Ausdruck eines Risikobewusstseins für Akquisitionen beim Management sein. Aufgrund opportunistischer Überlegungen des Managements werden **strategische Kriterien und Unternehmensbelange bei der Akquisitionsentscheidung oft vernachlässigt**.

Da strategische Überlegungen einen hohen Zeitaufwand erfordern, wird die Arbeit der im Rahmen einer Transaktion beteiligten Mitarbeiter **meist nur über finanzielle Kennzahlen koordiniert**. Eine fehlende Standardisierung hat zur Folge, dass strategische Argumente nicht schnell und effektiv weitergegeben werden können.³³⁷ Damit

334 Vgl. CARTWRIGHT (2006), S. 10.

335 Vgl. HASPELAGH/JEMISON (1992), S. 73 f.

336 Vgl. ASHENFELTER/HOSKEN/WEINBERG (2009).

337 Vgl. CARTWRIGHT/SCHOENBERG (2006), S. 5.

werden fast nur finanzielle Bewertungsverfahren angewendet, während strategische Überlegungen meist nur einem kleinen Kreis vorbehalten sind. Dieser Effekt wird dadurch verstärkt, dass auch der Kapitalmarkt von dem Käuferunternehmen weniger eine strategische als vielmehr eine finanzielle Bewertung des Akquisitionsvorhabens erwartet. NIEUWERBURGH/VELDKAMP zeigen empirisch, dass stark ansteigende Gewinne und die Hoffnung auf eine strategisch günstige Positionierung bei Akquisitionen die wesentliche Entscheidungsgrundlage sind, verstärkt in ein Unternehmen zu investieren.³³⁸

Insgesamt betrachtet versucht die strategische Managementforschung Effekte, die sich durch opportunistisches Handeln des Managements bei Transaktionsprozessen ergeben, zu bewerten. Zentrale Erfolgsgrößen sind

- der erhöhte bürokratische und zeitliche Aufwand, der sich durch die fundierte Prüfung der Akquisitionsentscheidung ergibt,
- das erhöhte Risiko durch den Informationsverlust aufgrund unzureichender Bewertung.³³⁹

Die aus diesen Faktoren resultierenden Transaktionskosten sind allerdings vielfach schwer zu quantifizieren, da konkrete Vergleichsgrößen fehlen.³⁴⁰

3. Managementtheorie – Erklärung für Akquisitionen über Managementinteressen

Bei einer Akquisition gehen mit dem Eigentum auch Mitverwaltungsrechte des akquirierten Unternehmens an den Käufer über, die in der unternehmerischen Praxis

338 Vgl. NIEUWERBURGH/VELDKAMP (2005).

339 Vgl. PICOT/HUTZSCHENREUTER (2008), S. 216 f.

340 Vgl. WRONA (2000), S. 672.

durch dessen Management ausgeübt werden. Die Managementtheorie widmet sich den Kosten opportunistischen Handelns des Managements.³⁴¹

Der Markt für Unternehmen wird zum Markt für Unternehmenskontrolle, auf dem verschiedene Managementteams um das Recht konkurrieren, Unternehmensressourcen zu disponieren. Den Zuschlag erhält das Team, welches den Shareholder Value des Unternehmens maximiert. In einem effizienten Markt dient dieser Mechanismus als externe Anreiz- und Kontrolleinrichtung, um zu gewährleisten, dass das Management im Interesse der Anteilseigner agiert.³⁴²

Hoher Zeitdruck und begrenzte Verfügbarkeit von Informationen geben dem Management Raum die Durchsetzung eigener Interessen über die Unternehmensziele zu stellen. Ein hierauf basierender Ansatz zur Erklärung von Akquisitionen ist die **Corporate Control-Hypothese**. Diese Hypothese setzt voraus, dass mit dem Auftreten von Motivationsproblemen innerhalb des Unternehmens zu rechnen ist, die nicht durch unternehmensinterne Anreizsysteme aufgelöst werden können. In diesem Fall kann der Market for Corporate Control als Kontrollmöglichkeit gegenüber den Managern fungieren.³⁴³ Nach JENSEN wirkt der Markt für Unternehmenskontrolle über folgende Korrekturmechanismen:³⁴⁴

- Organisatorische Veränderungen,
- Anreize für effiziente Ressourcennutzung,
- Schutz der Anteilseigner über die internen Kontrollmechanismen hinaus.

341 Vgl. FOLGER/SALVADOR (2008), S. 1127-1129.

342 Vgl. KIRCHNER (1991), S. 37 f.

343 Vgl. allgemein MANNE (1965).

344 JENSEN (1986), S. 10.

Die als **Managerialism** bezeichnete Forschungsrichtung beschäftigt sich speziell mit dem Begriff des Konsums am Arbeitsplatz, d.h. der Zweckentfremdung von Ressourcen des Unternehmens für die Ziele des Managements. Der Konsum am Arbeitsplatz wird differenziert in: die direkte Nutzung von Ressourcen für private Konsumzwecke auf der einen Seite und dem sogenannten „staff expense“ auf der anderen Seite.³⁴⁵ Letzterer bezeichnet die auf Prestige und Status bezogene Bedürfnisbefriedigung durch eine möglichst große Zahl von nachgeordneten Mitarbeitern.³⁴⁶ Akquisitionen sind für solche Zwecke die besten Instrumente, da sich hierdurch Prestige und Status des Managements schneller „steigern“ lassen als durch langfristiges organisches Wachstum.

Wenn eine Unternehmensakquisition durch Managementinteressen erklärbar ist, so kann auch die unterschiedliche Effizienz der Leitungsinstanzen von Käufer- und Zielunternehmen ausschlaggebend dafür sein, dass das schwächere Management sozusagen verdrängt wird. Dies erklärt die **Differential Managerial Efficiency-Hypotheses**.³⁴⁷

Zunächst wird angenommen, ein Unternehmen (als Unternehmen 1 bezeichnet) verfüge über ein übereffizientes Management. Die überschüssigen Management-Kapazitäten können annahmegemäß aufgrund von Unteilbarkeiten oder Economies of Scale nicht abgebaut beziehungsweise verwendet werden.³⁴⁸ Es ist nach einer optimalen Verwendungsmöglichkeit zu suchen. Wenn nun der Fall vorliegt, dass beispielsweise ein Neueintritt in ein anderes Marktsegment aufgrund von fehlender Kompetenz (etwa technologisch) nicht möglich ist oder wegen der Sättigung des Kernmarktes für das Unternehmen 1 keine vorteilhaften Investitionen in Betracht kommen, scheint die Option der Akquisition eines anderen Unternehmens 2 mit ei-

345 Vgl. MONTGOMERY (1995), S. 188.

346 Vgl. DELINGAT (1996), S. 25.

347 Vgl. PENG (2006).

348 Vgl. WESTON/CHUNG/HOAG (1990), S. 191 f.

nem unterdurchschnittlich effizienten Management vorteilhaft zu sein, da durch eine Steigerung der Managementeffizienz ein Mehrwert erzielt werden kann.

Das Management ist beispielsweise ineffizient, weil die verfolgten Unternehmens- und Wettbewerbsstrategien nicht zu einer Marktwertsteigerung des Eigenkapitals führen, beziehungsweise die Kapitalkosten nicht erwirtschaftet werden. Es ist möglich, dass das bestehende Entwicklungspotenzial des Unternehmens nicht vollständig genutzt wird oder der Anpassungsprozess an geänderte Umweltbedingungen nicht hinreichend effizient geleistet wird.³⁴⁹ Grundsätzlich wäre bei einer Akquisition auch eine Neueinstellung von Managern für das akquirierte Unternehmen 2 denkbar. Nicht sichergestellt ist aber, ob das neue Management effizient agieren wird, so dass diese Option ein gewisses Restrisiko birgt.

Die Akquisition des anderen Unternehmens stellt aber nicht die einzige Möglichkeit dar, die Unterschiede in der Managementeffizienz sinnvoll zu verwenden. Als Alternative würde sich eine Vertragslösung anbieten. Schließlich ist im Sinne der Effizienzsteigerung denkbar, dass das Unternehmen 1 die verfügbaren Management-Kapazitäten dem Unternehmen 2 gegen Entgelt zur Verfügung stellt. Welche dieser (im Sinne des Ansatzes gleichwertigen) Alternativen gewählt beziehungsweise warum die Akquisition der Vertragslösung vorgezogen wird, kann mit Hilfe des **Transaktionskostenansatzes** geklärt werden.³⁵⁰

Ausgangspunkt hierbei ist die Vertragslösung, bei der das Unternehmen 1 dem Unternehmen 2 die freien Managementkapazitäten zur Verfügung stellt. Dies würde bedeuten, dass die Manager in unternehmensspezifisches Wissen investieren. Da diese Investitionen beziehungsweise dieses Wissen sich auf das Unternehmen 2 bezieht, können es die Manager für Unternehmen 1 nicht verwenden, was dem Unternehmen

349 Vgl. HUEMER (1991), S. 27.

350 Vgl. OEHLRICH (2001), S. 13 f.

2 eine bessere Verhandlungsposition ermöglicht. Um dieser Situation vorzubeugen würde Unternehmen 1 ex ante eine Prämie fordern, um diesen Nachteil, der aus seiner Sicht entsteht, zu kompensieren. Dieser Wertverlust, der eine Marktineffizienz darstellt, könnte durch den vollständigen Erwerb des Unternehmens ausgeräumt werden.

In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass die **Differential Managerial Efficiency-Hypothese eine gewisse Inkonsequenz aufweist**. Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass der Ansatz, der eigentlich als eigenständiger Erklärungsansatz präsentiert wird, in der Frage der Auswahl einer Handlungsalternative etwa, auf den Transaktionskostenansatz angewiesen ist, da ansonsten beide Alternativen gleichwertig sind. Die Integration zeigt somit eine gewisse Einschränkung des Ansatzes auf, Gründe für eine Akquisition zu erläutern. Die Differential Managerial Efficiency-Hypothese sagt lediglich aus, dass durch eine gemeinsame Nutzung der so genannten Managementkapazitäten ein zusätzlicher Wert geschaffen wird.³⁵¹

Dieser Wert wird letztendlich (ob durch Akquisition oder durch eine Vertragslösung) unter den Anteilseignern aufgeteilt werden. Weiterhin ist die Annahme des ineffizienten Managements kritisch zu betrachten, da diese vereinfachend davon ausgeht, dass ein ineffizientes Management besteht. Diese Vereinfachung ist zwar im Hinblick auf die Argumentation sinnvoll, schränkt jedoch die praktische Anwendbarkeit des Ansatzes weiter ein. Das ineffiziente Management kann in der Praxis durch die eigenen Aktionäre unter Ausübung der Stimmrechte abberufen werden. Ersetzt werden kann es dann durch ein Management, das ihre Interessen besser vertreten und eine entsprechende Geschäftspolitik verfolgen kann, bevor es zu einer Akquisition durch ein effizienteres Unternehmen kommt.³⁵² Durch diese Option ist zwar die Aus-

351 Vgl. PENG (2006).

352 Vgl. HUEMER (1991), S. 28.

sicht auf Erfolg nicht sichergestellt, sie stellt aber eine alternative Handlungsmöglichkeit dar, die in diesem Ansatz gar nicht berücksichtigt wird.³⁵³

In der Realität hingegen ist ein gegenteiliges Bild zu beobachten. Hier sind nicht, wie in diesem Ansatz dargestellt, Unternehmen mit einem schwachen Management Übernahmekandidaten, sondern Unternehmen mit einem starken beziehungsweise effizienten Management, da diese eher ein Wertpotential beziehungsweise Synergiepotential schaffen als ineffiziente Managementteams. Die dargestellte Tendenz, strittige Fragen erst einmal auszuklammern, kann auf die Interessenlage der leitenden Manager zurückgeführt werden. Beispielsweise kann vermutet werden, dass das Management des erwerbenden Unternehmens einen Anreiz hat, zu Lasten des Unternehmens und seiner Anteilseigner seinen eigenen Nutzen zu steigern.³⁵⁴

Diese Prämisse eines opportunistischen Verhaltens hat in der Literatur zu einem eigenen Forschungsweig geführt, aus dem sich die so genannte **Hybris Hypothese** von RICHARD ROLL³⁵⁵ oder die **Free-Cash-Flow These** von MICHAEL JENSEN³⁵⁶ heraus entwickelt haben. Nicht nur das beteiligte Management, sondern auch die externen Berater können ein Eigeninteresse an der Transaktion haben. Beispielsweise werden die Investmentbanken einen Anreiz haben, zur Durchführung der Transaktion zu raten, weil sie durch einen Vertragsabschluss ihr Honorar steigern können.³⁵⁷

Die Existenz eines Marktes für Manager, auch „Market for Corporate Control“ benannt, begrenzt die resultierenden Opportunitätskosten. Die um das Recht der Unternehmensführung konkurrierenden Managementteams haben ein gewisses Eigeninter-

353 Vgl. OEHLRICH (1999), S. 14.

354 Vgl. hierzu JENSEN/MECKLING (1976).

355 Vgl. ROLL (1986); ergänzend WESTON/CHUNG/HOAG (1990), S. 203.

356 Vgl. hierzu JENSEN (1986).

357 Dieser Hinweis gewinnt dadurch an Bedeutung, dass die Investmentbanken versuchen das Management kontinuierlich auf mögliche Akquisitionskandidaten aufmerksam zu machen (vgl. ECCLES/CRANE, 1988).

esse an der erfolgreichen Abwicklung von Transaktionen, um ihr eigenes Renommee zu steigern. Das einzige Kriterium, womit sich Managementteams auf diesem Markt auszeichnen können, stellt der Shareholder Value dar.³⁵⁸

Grundlage für diese Argumentation ist die Annahme einer hinreichenden Informationseffizienz auf dem Kapitalmarkt. Problematisch ist bei der Argumentation JENSENS, dass innerhalb des Unternehmens und im Kontext zu seinen Anteilseignern Informationsasymmetrien existieren, die auf dem Market for Corporate Control nicht vorherrschen.³⁵⁹

Es besteht die Möglichkeit, dass ein akquisitionsfreudiges Management nicht nur Aktionen durchführt die den Shareholder Value steigern.³⁶⁰ Wenn das Einkommen des Managements positiv mit der Unternehmensgröße korreliert oder die Unternehmensgröße sich positiv auf das Prestige des Managements auswirkt, werden durch das Management Investitionen getätigt, die unterhalb der Kapitalkosten rentieren.³⁶¹ Darunter fallen vielfach auch Investitionen in fremde Marktsegmente, die sich aufgrund der fehlenden Kenntnis über das Segment nicht entsprechend Unternehmenswert steigernd auswirken.³⁶²

Die Unternehmensakquisition ist in diesem Ansatz die wichtigste Möglichkeit zur Unterstützung des **Macht- und Prestigegedankens des Managements**, da hier beispielsweise Umsatz und Mitarbeiteranzahl sehr schnell und einfach gesteigert werden können. Die Durchführung von Investitionen mit einem negativen Kapitalwert würde aber den Aktionären beziehungsweise den Anteilseignern einen erheblichen

358 Vgl. JENSEN/RUBACK (1983).

359 Vgl. PICOT/DIETL/Franck (2008), S. 72 ff.

360 Vgl. MUELLER (1969).

361 Vgl. WESTON/CHUNG/HOAG (1990), S. 203.

362 Vgl. JANSEN (2008), S. 139.

Schaden zufügen. Denn eine Verringerung des Marktwertes, der durch die unrentablen Investitionen unter Druck gerät, entspricht einer Senkung des Aktienkurses und führt letztendlich zu einer Verringerung des Aktionärsvermögens. BLOOM/VAN REENEN zeigen im Rahmen einer empirischen Studie, dass die Ertragskraft europäischer mittelständischer Unternehmen von der Effizienz des Managements abhängig ist. Wird der natürliche Ausleseprozess der Selektion des Managements beispielsweise durch eine innerfamiliäre Nachfolgeregelung gestört, hat dies signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg.³⁶³

Zusätzlich zu den bisher aufgezeigten Anreizproblemen und Wertsteigerungen durch potentielle Effizienzgewinne können Unternehmensakquisitionen nach ROLL auch durch die **Hybris (Selbstüberschätzung) des Managements** erfolgen.³⁶⁴ Diese Selbstüberschätzung führt dazu, dass die Manager des akquirierenden Unternehmens einer fehlerhaften Einschätzung ihrer eigenen Fähigkeiten unterliegen. Hinsichtlich der Führung, der Problemlösung und der Integrationskompetenz vermuten beziehungsweise überschätzen sie Erfolgspotentiale, die nach dem Erwerb des Zielobjektes Wert steigernd realisiert werden könnten.³⁶⁵ Dies führt zu einer Bereitschaft des Managements, Preise zu zahlen, die oberhalb des Marktwertes liegen. Die erwartete Wertsteigerung kann dann aufgrund des überhöhten Kaufpreises und der nicht vorhandenen Synergiepotentiale nicht erreicht werden. Vielmehr kommt es durch die Hybris des Managements zu einer Schädigung der Aktionäre.

Die negativen Auswirkungen einer Selbstüberschätzung des Managements zeigen sich an einer Studie von KRISHNAN/HITT/PARK. Die Autoren führten Untersuchungen in 174 Unternehmen durch, welche zwischen 1992 und 1998 von einer Übernahme betroffen waren. Es zeigt sich, dass hohe Managementprämien, welche im

363 Vgl. BLOOM/VAN REENEN (2006), S. 34.

364 Vgl. ROLL (1986).

365 Vgl. JANSEN (2008), S. 138 f.

Zuge der Übernahme bezahlt werden, signifikant positiv mit einem Arbeitsplatzabbau in der Folge der Akquisition korreliert sind. Die Autoren führen dies unter anderem darauf zurück, dass das Management, verführt durch die Erwartung hoher Prämienzahlungen, Handlungen, die dem Unternehmensinteresse entgegenstehen in Kauf nimmt und die wahre Situation des Unternehmens nicht zuverlässig beurteilt.³⁶⁶

Von **Kritikern der Hybris –Theorie** wird hingegen angeführt, dass ROLLS Theorie wenig fundierte theoretische Annahmen trifft: Zum einen wird eine strenge Form der Kapitalmarkteffizienz unterstellt, wohingegen die Einbeziehung einer Kapitalmarktineffizienz einen interessanteren Einblick ermöglicht hätte und der realen Marktsituation näher kommen würde. Weiterhin sei die zu optimistische Haltung des Managements bei einer Akquisitionsentscheidung in Bezug auf die praktische Anwendbarkeit abzulehnen. Hinzu kommt, dass nicht jede Entscheidung des Managements, die auf einer Selbstüberschätzung beruht, als eine Fehlentscheidung angesehen werden kann.³⁶⁷ Die Möglichkeit unternehmerischer Fehlentscheidungen ist zwar allgegenwärtig, jedoch in Bezug auf Akquisitionsentscheidungen scheint ein derartig starker und fehlerhafter Optimismus eher unwahrscheinlich.³⁶⁸

366 Vgl. KRISHNAN/HITT/PARK (2007).

367 Vgl. WESTON/CHUNG/HOAG (1990), S. 204.

368 Vgl. BAKER/RUBACK/WURGLER (2004), S. 33 f.

Zusammenfassend versucht die Managementtheorie folgende aufgrund der Anreizproblematik des Managements entstehende Kosten zu bewerten:

- Kosten durch die Auswahl eines suboptimalen Managements,
- Kosten durch die Selbstüberschätzung des Managements,
- Kosten aufgrund mangelnder Kontrollmöglichkeiten der Eigentümer (Shareholder) gegenüber dem Management,
- Kosten die entstehen, weil das Management persönliche Macht- und Prestigeinteressen über Unternehmensinteressen stellt,
- Informations- und Anreizkosten, um das Management zu motivieren.

D. Finanzielle Bewertung von Synergieeffekten bei Akquisitionen

Wie die obige Darstellung von Effekten, die durch Akquisitionen in beabsichtigter Weise ausgelöst werden sollen und die sich ungewollt ergeben können, zeigt, ist es schwierig, alle Wirkungen und Wechselwirkungen mathematisch abzubilden. Zum einen treten die Effekte nicht alle simultan auf, sondern zeigen sich erst sukzessive im Integrationsprozess und zum anderen können nicht alle Sachverhalte unmittelbar in Geldeinheiten bewertet werden.

1. Mathematischer Bewertungsansatz

JANSEN versucht dennoch eine grundsätzliche mathematische Darstellung des Nettoeffektes von Synergien und Disergien im Akquisitionsprozess anhand einer mathematischen Modellbildung. Dabei sind positive und negative Synergieeffekte zu saldieren. Außerdem sind Integrationskosten und Kosten für die Implementierung von

Synergien auf der Sollseite zur berücksichtigen. Dies lässt sich mathematisch wie folgt darstellen:³⁶⁹

$$GP_{M\&A} = W(U) + W(S_+) - W(S_-) - W(KS) - W(KI)$$

wobei:

$GP_{M\&A}$ = Preis des Merger beziehungsweise der Akquisition

$W(U)$ = Wert des Zielunternehmens als Stand-alone Unternehmen

$W(S_+)$ = Wert positiver Synergien

$W(S_-)$ = Wert negativer Synergien

$W(KS)$ = Kosten für Wirksammachung der Synergien

$W(KI)$ = Kosten der Unternehmensintegration

Unter Integrationskosten werden dabei alle Aufwendungen verstanden, die für die Suche eines geeigneten Partners, die Vertragsanbahnung, die Verhandlung, die Prüfung der Rahmenbedingungen einer Akquisition und den rechtlichen Übergang anfallen. Kosten für die Umsetzung von (positiven) Synergieeffekten umfassen zum Beispiel Aufwendungen für Umstrukturierungen, die es ermöglichen, gemeinsame Potentiale zu nutzen, Investitionen in die Erzielung von Skaleneffekten, Aufwand für die Kommunikation des Zusammenschlusses gegenüber Kunden und Lieferanten etc.³⁷⁰

Von besonderer Schwierigkeit ist es dabei, die Erwartungswerte positiver und negativer Synergieeffekte richtig zu bestimmen, da Synergien auf allen Ebenen der Wert-

³⁶⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an JANSEN (2004), S. 267.

³⁷⁰ Vgl. CHATTERJEE (1986), S. 119 ff.

schöpfungskette auftreten³⁷¹ (Vgl. hierzu Kapitel II.D.1). In der Literatur werden verschiedene Möglichkeiten aufgezeigt, Synergieeffekte zu lokalisieren und zu strukturieren. Im Rahmen der strategischen Planung lassen sich die Phasen der Synergieidentifizierung, Qualifizierung und Quantifizierung unterscheiden.³⁷²

Als Informationsquelle bei der Synergieidentifizierung kann zunächst die Due Dilligence dienen. Synergieeffekte können gemäß den Analysen von BERENS/BRAUNER³⁷³ auf Ebene des Unternehmensumfeldes, des Finanz- und Steuerbereichs, der strategischen Planung, des Marketings, der Human Resources, der rechtlichen Struktur, der Organisation, der EDV, der Technik und des ökologischen Standings ausgemacht werden. Alternativ können Synergieeffekte analog zu PORTER'S Wertschöpfungskette nach verschiedenen betrieblichen Funktionsbereichen gegliedert werden³⁷⁴ (Synergiequalifizierung).

Dem folgt auch KLOPFER mit seinem Synergiequadermodell.³⁷⁵ Zur Ermittlung der Gesamtnettosynergie einer Akquisition betrachtet er die neu geschaffenen Funktionsbereiche nach der Akquisition und ermittelt die positiven und negativen Synergien in jedem Bereich. Der Saldo aus positiven und negativen Synergien bildet die Nettosynergie des Bereiches. Die Gesamtnettosynergie der Akquisition errechnet sich dann aus der Summe der Nettosynergien der Bereiche. Graphisch dargestellt erhält KLOPFER den sogenannten Synergiequader³⁷⁶ aus dem sich die Gesamtnettosynergie und ihre Entstehung ablesen lässt.

371 Vgl. PORTER (2000), S. 422.

372 Vgl. WÖGINGER (2004), S. 260.

373 Vgl. BERENS/BRAUNER (1999), S. 361 ff.

374 Vgl. WÖGINGER (2004), S. 252 ff.

375 Vgl. KLOPFER (2008), S. 53 f.

376 Der Synergiequader besteht aus einem dreidimensionalen Koordinatensystem. Je Funktionsbereich werden an der x-Achse die positiven Synergien und an der y-Achse die negativen Synergien abgetragen. An der z-Achse wird die Nettosynergie je Funktionsbereich abgetragen. Vgl. KLOPFER (2008), S. 54.

Ein weiterer Ansatz ist eine Strukturierung erwarteter Synergieeffekte aus Erfahrungswerten aus dem Post-Merger Management abzuleiten. Hier lassen sich direkte und indirekte (positive und negative) Synergieeffekte unterscheiden. Direkte Wirkungen zeigen sich unmittelbar als Folge der Fusion beziehungsweise Akquisition. Indirekte Kosten können erst nach Jahren in verschiedenen Unternehmensbereichen auftreten und zum Beispiel im Rahmen eines Post-Merger Audits vergangener Transaktionen aufgedeckt werden. Dabei fällt es häufig schwer die Kosten exakt zu quantifizieren und auf neue Akquisitionsgeschäfte zu übertragen.³⁷⁷

2. Grenzen etablierter Bewertungsansätze

Bereits bei der Quantifizierung der Synergieeffekte ergeben sich die folgenden Systematisierungsprobleme:

- Synergien, die sich auf mehreren Ebenen der Wertschöpfungskette entfalten, können doppelt gezählt werden.
- Nicht erkannt wird häufig, dass Effekte, die in einem Systembereich positiv zu werten sind, in anderen Bereichen zu Kosten führen.
- Kosten oder Vorteile können häufig nicht unmittelbar in Zahlen bewertet werden.
- Ergebnisse der Synergiebewertung sind häufig schwer überprüfbar, da sie nicht unmittelbar im Anschluss an den Transaktionsprozess auftreten.³⁷⁸
- Das Wirksamwerden von Synergien hängt wesentlich von einem effektiven Integrationsmanagement in der Phase nach dem Vertragsabschluss ab (Realisierungsrisiko).³⁷⁹

377 Vgl. JANSEN (2004), S. 269 ff.

378 Vgl. EBERT (1998).

379 Vgl. HASPELAGH/JEMISON (1992), S. 25 f.

Es besteht daher die Gefahr einer Mystifizierung und systematischen Überbewertung von erwarteten (positiven) Synergieeffekten und eines Übersehens von negativen Wirkungen, was teils auf Positivismus und auch auf opportunistische Erwägungen der Befürworter einer Transaktion zurückzuführen ist.

In der Praxis wird die Erfolgsmessung von Akquisitionen weiter dadurch erschwert, dass das gesamtwirtschaftliche und konjunkturelle Umfeld maßgeblichen Einfluss auf den Erfolg hat. Hierzu haben zahlreiche Unternehmensberatungen wie beispielsweise MCKINSEY & COMPANY oder THE BOSTON CONSULTING GROUP (BCG) empirische Erhebungen durchgeführt. Selbst bei vorsichtigen Schätzungen der Akquisitionsaktivitäten wird dabei von einer Misserfolgsquote von 55 Prozent ausgegangen, während in anderen Analysen sogar Misserfolgsquoten zwischen 64 und 77 Prozent ermittelt wurden.³⁸⁰

Auswertungsergebnisse der BCG aus dem Jahr 2003 zeigen in schwachen Konjunkturphasen höhere Erfolgchancen für eine positive Aktienkursentwicklung. Gemessen am Relative Total Shareholder Return (RTSR) sind **Akquisitionen in negativen Konjunkturphasen mit Kursgewinnen korreliert, während die der positiven Konjunkturphasen mit Kursverlusten** in Zusammenhang gebracht werden können (*Abbildung 19*).³⁸¹

380 Vgl. hierzu BCG (2003); CHRISTOFFERSON/MCNISH/SIAS (2004), S. 96.

381 Vgl. hierzu und zum Folgenden BCG (2003).

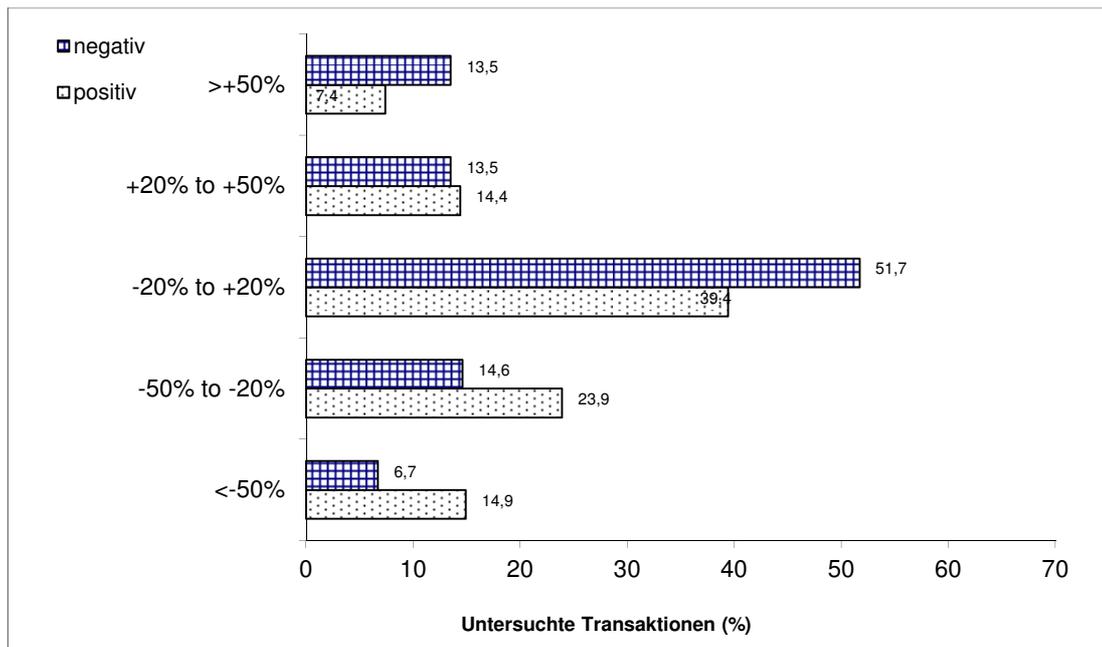


Abbildung 19: Darstellung der Relative Total Shareholder Returns in unterschiedlichen konjunkturellen Phasen (Quelle: BCG, 2003)

Die Ankündigung von Akquisitionen auf dem Kapitalmarkt wird in negativen Konjunktursituationen eher über, in Boomphasen eher unterbewertet. Allerdings hat die finanzielle Situation des Zielunternehmens einen Einfluss auf die Marktbewertung. Weist das Zielunternehmen einen hohen Verschuldungsgrad auf, wird eine Erwerbserkündigung eher negativ aufgenommen. Langfristig zeigte sich bei erfolgreichen Transaktionen, dass sich über die Verbesserung der eigentlichen Bewertungsgrundlage des Shareholder Values auch andere Finanzkennzahlen wie zum Beispiel das sogenannte Interest Rate Coverage Ratio verbesserten. Dies galt insbesondere in schwachen Marktsituationen: Während hier das Interest Rate Coverage Ratio um 16 Prozent anstieg, lag der Anstieg in Boomphasen nur bei rund zehn Prozent. Das lässt vermuten, dass sich **Übernahmen auch in Zeiten unterdurchschnittlichen wirtschaftlichen Wachstums lohnen, solange die Zielunternehmen über eine ausreichende finanzielle Ausstattung verfügen.**³⁸²

382 Vgl. BCG (2003).

Die Bewertung von Synergieeffekten und Managementinteressen im Rahmen einer Akquisition kann nicht losgelöst von Markt- und Wettbewerbsaspekten erfolgen. Die wesentlichen Herausforderungen bei der Bewertung des Akquisitionserfolgs mittels industrieökonomischer und institutionenökonomischer Modelle sind im Folgenden nochmals tabellarisch dargestellt:

<u>Fehlerhafte Einschätzung der strategischen Herausforderung</u>
Übertragung von Erfahrungen früherer Akquisitionen auf neue Akquisition, obwohl keine ausreichenden Parallelen bestehen.
Bestehende Erfahrungsressourcen werden nicht erkannt, gleiche Fehler werden erneut begangen.
Vernachlässigung von Informationen aus Gründen des Zeitdrucks und durch Opportunismus.
Festlegung zu hoher bürokratischer Hemmnisse aus Furcht vor Fehlentscheidungen, dadurch hohe Transaktionskosten.
Hohe Transaktionskosten für Informationsbeschaffung und Bewertung überkompensieren Synergievorteile.
Schlechte Mitarbeiterintegration durch hohen bürokratischen Aufwand und Umstrukturierung.
<u>Fehlerhafte Einschätzung des Verhaltens des Managements</u>
Management wird durch Transaktion überfordert und ineffizient.
Kosten der Akquisition übersteigen Kosten der Marktlösung.
Management handelt opportunistisch, um eigene Macht und Ansehen zu fördern und vernachlässigt solide Kalkulation von Synergieeffekten.

<u>Fehlerhafte Einschätzung der Synergieeffekte</u>
Skaleneffekte können nicht genutzt werden, da zum Beispiel kein ausreichend großer Markt für homogenere Produkte vorhanden ist.
Produktthomogenität wird ex ante überschätzt oder vom Markt nicht honoriert.
Mitarbeiter verweigern Kooperation, weshalb Skalen- und Verbundeffekte gehemmt oder nicht wirksam werden.
Organisatorische Trägheit überkompensiert Einsparungen im Verwaltungsbereich.
Prozessuale- und Managementflexibilität sinken im Gesamtkonzern gegenüber Einzelunternehmen.
Kosten durch fehlende Synergien auf operativer Ebene können durch Diversifikation des Risikos nicht kompensiert werden.
Unternehmensinterne Risikodiversifikation wird vom Kapitalmarkt nicht honoriert.
Kompromiss-, Koordinations-, Inflexibilitäts-, und Informationsbeschaffungskosten übersteigen positive Synergien.
Synergieeffekte können nicht zeitnah oder nicht im geplanten Zeitrahmen realisiert werden.

Abbildung 20: Bewertungsfehler qualitativer Bewertungsverfahren bei Akquisitionen

Wie obige Ausführungen zeigen, beleuchten Kapitalmarkttheorie, Industrieökonomik und Neue Institutionenökonomik jeweils nur einen Ausschnitt des durch eine Akquisition erzielten Wertgewinns oder -verlustes. Verschiedene Autoren haben versucht beide Perspektiven zusammenzuführen.

3. Zusammenführung quantitativer und qualitativer Bewertungsperspektive

Stark finanzwirtschaftlich orientierte Methoden zur Messung des Akquisitionserfolgs stellen Jahresabschlussanalysen, Kapitalmarktstudien oder Event Studies dar:

Bei **Jahresabschlussanalysen** erfolgt die Messung anhand der Daten des betrieblichen Rechnungswesens, wobei die Beurteilung nach den Datenänderungen entweder bei den Stand-alone-Gesellschaften wie auch des zusammengeschlossenen Unternehmens vorgenommen wird. Die Erfolgsmessung geschieht durch einen Vergleich der absoluten Größen wie etwa Umsatz oder Jahresüberschuss, aber auch durch den Vergleich von relativen Größen wie etwa die Eigenkapital- und Gesamtkapitalrentabilität.³⁸³ Die Erfolgsmessung erfolgt dabei entweder als objektbezogener Periodenvergleich für ein Unternehmen oder es werden übergreifende Vergleiche merkmalsähnlicher Unternehmen, Branchendurchschnittswerte oder gesamtwirtschaftliche Durchschnittswerte zugrunde gelegt. KIRSCH weist jedoch darauf hin, dass sich aufgrund der bilanziellen Ansatzwahlrechte hier seitens des Managements des Zielunternehmens ein hoher Bewertungsspielraum ergibt.³⁸⁴ Subjektive Interessen haben somit einen erheblichen Einfluss auf die Ergebnisse. Eine solide Einschätzung von zu erwartenden Synergieeffekten allein auf dieser Grundlage erscheint daher schwierig.³⁸⁵

Kapitalmarktbasierete Studien gehen von der Annahme aus, dass sich das erwerbende Unternehmen die Zielsetzung der Maximierung des Shareholder Values vorgenommen hat. Messgröße für den Shareholder Value ist bei börsennotierten Unternehmen der an der Börse bewertete Marktwert. Eine Messung des Akquisitionserfolgs ist unter diesen Voraussetzungen über so genannte **Event Studies** (Ereignisstu-

383 Vgl. KIRCHNER (1991), S. 92.

384 Vgl. KIRSCH (2004), S. 5-32.

385 Vgl. KIRSCH (2004), S. 206.

dien) möglich, die die Reaktion des Kapitalmarktes auf bestimmte Ereignisse messen (Abbildung 21).³⁸⁶

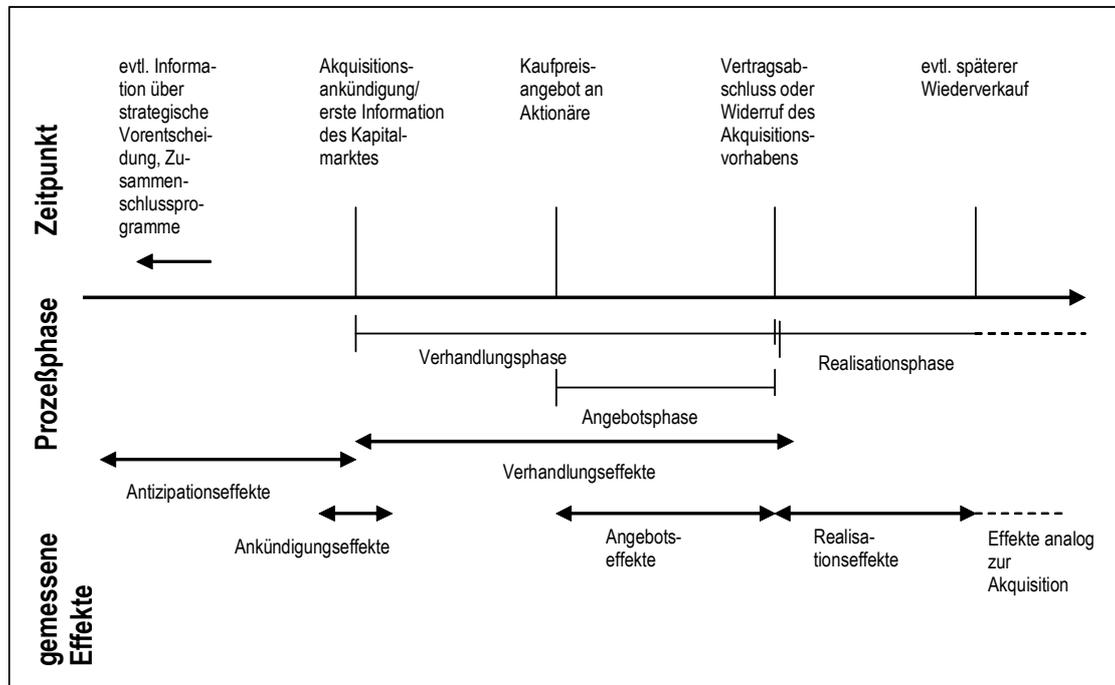


Abbildung 21: Potentielle Zeitpunkte für die Durchführung von Event Studies und die jeweils messbaren Effekte (Quelle: BCG, 2003)

Event Studies werden so durchgeführt, dass die real beobachtete Rendite mit einer mittels Schätzverfahren prognostizierten Rendite, die die Erwartungen der Marktteilnehmer widerspiegelt, verglichen wird. Die anschließende Interpretation erfolgt anhand der sogenannten abnormalen Rendite, die sich als Differenz zwischen der beobachteten und der erwarteten Rendite ergibt.³⁸⁷ Diese Vorgehensweise spiegelt die implizite Forderung wider, dass eine Akquisition immer dann als Erfolg angesehen wird, wenn die Anteilseigner des erwerbenden Unternehmens eine über der erwarteten Rendite liegende Rendite erzielen.

386 Vgl. etwa zum Merger Momentum ROSEN (2006).

387 Vgl. KIRCHNER (1991), S. 94; GLAUM (2007), S. 17.

CHATTERJEE führt solche abnormalen Renditen auf die Realisierung von Synergieeffekten zurück: „Most of recent work on acquisition has been done in the area of finance using capital market data aggregated over a large number of merging firms. These studies demonstrate that on average a wealth gain accrues to the stockholder of the merging firms as measured by the cumulative abnormal returns (CAR) of the firm’s stock prices during the merger announcement. The wealth gain is attributed to the utilisation of resources resulting in different types of synergies.“³⁸⁸

Allerdings ist diese Sichtweise nicht unumstritten, da nicht geklärt ist, inwieweit andere Effekte wie etwa irrationales Handeln der Marktteilnehmer für die abnormalen Renditen ursächlich sind. Da sich Synergien nur in der Zeit, d.h. in einem Zeitablauf, realisieren lassen entsteht für die Beobachtung ein Problem von sich überlagernden Effekten. Je länger man den Beobachtungszeitraum für eine Ereignisstudie wählt, desto größer wird „das Problem der Ergebnisverzerrung durch zusätzliche außergewöhnliche Einflüsse“.³⁸⁹

LEASE/MASULIS/PAGE zeigen anhand einer empirischen Untersuchung von periodischen Aktienaussgaben an der New York Stock Exchange, dass diese hauptsächlich zu signifikanten Marktpreisabschlägen führen.³⁹⁰ Dies beweist, dass eine Bewertung von Synergiepotentialen anhand von Event Studies alleine möglicherweise wenig aussagekräftige Ergebnisse liefert.

Subjektive Befragungen ermitteln eine Korrelation zwischen wirtschaftlichem Erfolg und den Erwartungen an Synergieeffekte eher auf der qualitativen Ebene. Dabei wird den beteiligten Managern ein strukturierter Fragebogen vorgelegt, der auf die individuell festgelegten Ziele Bezug nimmt. Diese Methode ist mit dem Mangel be-

388 CHATTERJEE (1986), S. 120.

389 KIRCHNER (1991), S. 97.

390 Vgl. LEASE/MASULIS/PAGE (1991).

haftet, dass sie durch bewusste oder unbewusste Angaben verzerrt sein können, um eigene Fehlentscheidungen zu überdecken oder fremde Entscheidungen als Fehlentscheidungen erscheinen zu lassen.³⁹¹ Da die für eine Akquisition verantwortlichen Manager befragt werden, ist davon auszugehen, dass der Erfolg der betrachteten Transaktionen systematisch überzeichnet wird. Ein weiteres Problem für die Erfolgsmessung ergibt sich aus der Abhängigkeit der Ergebnisse vom Zeitpunkt der Befragungen. Dieses Ergebnis korreliert mit den Ergebnissen von LEASE/MASULIS/PAGE: Außergewöhnliche Nachrichten werden auch im Rahmen von Befragungen nicht positiv aufgenommen. Beispielsweise werden frühere Erfolge durch besondere Entwicklungen relativiert oder es geschieht, dass frühere Fehlentscheidungen im Lichte anderer Misserfolge zu Erfolgen umgedeutet werden.³⁹² Solche Befragungen zur Messung des Akquisitionserfolgs bieten jedoch die Möglichkeit, ergänzend zu den rein datenorientierten Erhebungen, andere Faktoren des Erfolgs abzubilden, die sich in den Daten noch nicht oder nicht im entsprechenden Ausmaß niedergeschlagen haben.

Auch durch die Analyse der **Zeit bis zum Wiederverkauf und dem Wiederverkaufspreis** kann auf den Akquisitionserfolg geschlossen werden. Auch wenn die Überlegung, dass ein kaufendes Unternehmen diejenigen Zielunternehmen langfristig im Portfolio behalten wird, die sich als erfolgreich herausgestellt haben und hingegen nicht erfolgreiche Akquisitionskandidaten wieder abstoßen wird, so ist dieser Erfolgsmaßstab hinsichtlich der Beurteilung von Synergien als problematisch anzusehen. Es geht nämlich bei Wiederverkäufen nur in den seltensten Fällen darum, negative Synergien zu eliminieren. Vielmehr wird sich ein solcher Verkauf darauf zurückführen lassen, dass sich die Unternehmensstrategie und/ oder wichtige Umfeldbedingungen gravierend geändert haben. Eine mathematisch fundierte Messung von Synergieeffekten ist durch diese Vorgehensweise nicht möglich.

391 Vgl. PAUSENBERGER (1997), S. 371.

392 Vgl. LEASE/MASULIS/PAGE (1991).

Die folgende Tabelle liefert einen Überblick über diese Wertansätze:

	Vorgehensweise bei der Erfolgsmessung	Empirische Studien	Schlussfolgerungen
1.	Subjective opinions of company personnel	Hunt et al. (1987)	Around half are successful
2.	Whether acquired business is retained in the long term	Ravenscraft and Scherer (1987)	More are divested than retained
3.	Comparison of overall profitability before and after merger	Meeks (1977); Mueller et al. (1980); Ravenscraft and Cosh et al. (1990); Scherer (1987)	Nil to negative effect
4.	Effect on stock market valuation	Franks and Harris (1986); Franks, Harris, and Mayer (1988)	Positive initial impact

Abbildung 22: Methoden der Erfolgsmessung von M&A-Aktivitäten

(Quelle: KAY, 1993, S. 148)

Für die geplante systematische Analyse empirischer Studien zu internationalen Akquisitionen ist daher der **Entwurf eines integrativen Modells** erforderlich, in das erwartete Synergieeffekte sowie gemessene Erfolgskategorien für Akquisitionen eingeordnet werden können. Wie dargestellt, können grundsätzlich rein quantitative, finanzwirtschaftliche Kategorien von Erfolgsgrößen, die von der Neuen Institutionenökonomik und der Industrieökonomik sowie Corporate Finance beeinflusst sind, unterschieden werden.

Die wesentlichen Erfolgskategorien der finanzwirtschaftlichen Theorie sind der Shareholder Value, welcher sich durch den Wert der Aktie oder der Unternehmensanteile zeigt, sowie der Discounted Cash Flow (DCF), welcher auf der Grundlage

von Bilanzdaten den heutigen Wert erwarteter zukünftiger Zahlungsströme ermittelt. Das der Investition innewohnende Risiko wird finanzwirtschaftlich über die Standardabweichung der Cash Flows dargestellt.

Die anderen Disziplinen liefern weitere Wertkategorien, welche vielfach nicht unmittelbar messbar sind und lediglich qualitativ beschrieben werden können. Dies sind beispielsweise:

- Kosten durch Auswahl eines ungeeigneten oder begrenzt geeigneten Zielunternehmens (adverse selection),
- Kosten durch mangelnde Kooperation im Zielunternehmen,
- Kosten durch moral hazard, Macht- und Prestigedenken,
- Kontrollkosten für das Management und Mitarbeiter des Zielunternehmens,
- Anreiz- und Motivationskosten zur Reduktion von moral hazard,
- Aufwand für Abstimmung und Integration des Zielunternehmens,
- Kosten für die Entwicklung von Synergien in der Wertschöpfungskette (economies of scale and scope),
- Kosten durch verbleibendes Informationsdefizit innerhalb des Konzerns.

Die folgende Darstellung fasst die wesentlichen ermittelten Größen zur Analyse des Akquisitionserfolgs zusammen:

Akquisitions- erfolg	Beitrag der finanzwirtschaftlichen Analyse	Beitrag der Industrieökonomik	Beitrag der Institutionenökonomik
Erfolgskriterien	Steigerung des Börsenwerts Erhöhung des DCF Steigerung des Ertragswerts Verringerung des Risikos	Skaleneffekte Reichweiteneffekte Diversifikation finanzieller Risiken	Verminderung v. Unsicherheit verbesserte Überwachung höhere Bindung Reduktion von Transaktionskosten
Kostenkriterien	Sinken des Börsenwerts Absinken des DCF Senkung des Ertragswerts Steigerung des Risikos	Kosten für Implementierung von Synergiewirkungen mangelnde Effizienz von finanzieller Diversifikation	Opportunismus Selbstüberschätzung Kontrollkosten Motivationskosten Integrationskosten

Abbildung 23: Maßstäbe des Akquisitionserfolgs

IV. Empirische Analyse von Synergieeffekten bei internationalen Unternehmensakquisitionen

A. Entwurf eines Analysemodells

1. Grundkonzeption eines Analysemodells für Potentiale und realisierte Synergiewirkungen bei Akquisitionen

Die Ausführungen in *Kapitel II* haben gezeigt, dass die Entscheidung für die Akquisition eines Unternehmens zunächst von gewissen Erwartungen und Wahrscheinlichkeiten, welche hier als Potentiale bezeichnet wurden, begleitet wird. Aufgrund einer Analyse theoretischer Literatur wurden Hindernisse und Triebkräfte auf Umwelt und Unternehmensebene abgeleitet. Potentiale auf Umweltebene entsprechen den Chancen und Risiken, die sich durch Marktumfeld und makroökonomische Faktoren ergeben. Potentiale auf Unternehmensebene korrespondieren mit den erhofften Synergien oder möglichen Disergien der Akquisition. Diese wurden entlang der Wertschöpfungskette gegliedert. Diese Synergie- oder Disergiepotentiale dürfen keinesfalls mit den später tatsächlich realisierten Synergieeffekten gleichgesetzt werden, da sie stark von der Einstellung des entscheidenden Subjekts abhängen.

In *Kapitel III* wurden Ansätze zur Bewertung des Akquisitionserfolgs systematisiert. Über die rein finanzwirtschaftliche Perspektive hinaus wurden mit der Industrieökonomik und der Neuen Institutionenökonomik auch Ansätze, die unmittelbar Synergiewirkungen berücksichtigen, dargestellt. Aus **finanzwirtschaftlicher Sicht** lässt sich der Akquisitionserfolg anhand der Erhöhung des Börsenwertes, der Steigerung des Discounted Cash Flows beziehungsweise Ertragswertes oder der Verringerung des Risikos messen. Die umgekehrte Entwicklung nach der Akquisition würde auf einen Misserfolg der Akquisition hindeuten.

Jedoch sind vor dem Hintergrund der Erkenntnisse der Industrieökonomik und der Neuen Institutionenökonomik **weitere Kosten- und Erfolgsgrößen** zu berücksichtigen, die sich nicht unmittelbar auf den Unternehmenswert oder den Cash Flow aus-

wirken und damit finanzwirtschaftlich schwer verifizierbar sind, jedoch den langfristigen Unternehmenserfolg beeinflussen.

Erfolgsgrößen ergeben sich als Synergien resultierend aus Skalen- und Reichweiteeffekten sowie einer Risikodiversifikation. Auch die Möglichkeit der Einsparung von Transaktions- und Agency Kosten kann sich effizienzsteigernd auswirken. Eine Akquisitionslösung kann durch die langfristige Bindung der Vertragspartner Unsicherheit reduzieren und die Kontrollmöglichkeiten über das Zielunternehmen verbessern.

Kosten resultieren aus negativen Synergieeffekten und strategischen Unsicherheiten wie adverse selection, der hold up Problematik und des moral hazard. Es werden Aufwendungen für den Abbau der Informationsasymmetrie durch Informationsbeschaffung und Kontrolle sowie für Motivation und Integration notwendig.

Der tatsächliche Synergieerfolg der Akquisition zeigt sich damit durch die Realisierung der beschriebenen finanzwirtschaftlichen und weitreichenderen qualitativen Erfolgskriterien.

Kernidee des zu entwickelnden Modells ist es, dass es **zwischen den erwarteten Potentialen einer Akquisition und dem Akquisitionserfolg eine mehr als zufällige Beziehung** gibt. So ist zu erwarten, dass makroökonomische und marktinhärente Risiken den finanzwirtschaftlichen Akquisitionserfolg negativ beeinflussen. Andererseits können sich im Vorfeld der Akquisition erkennbare Synergiepotentiale Agency Kosten senkend auswirken und es ermöglichen Synergiewirkungen einfacher zu realisieren.

Dieser Zusammenhang wird hier statistisch in einem **Analysemodell** abgebildet. Das Analysemodell stellt ein Werkzeug dar, mit dem auf der Grundlage einer Korrelationsanalyse zwischen messbaren Größen eine kausale Beziehung zwischen zwei latenten Größen abgeleitet werden kann, die durch diese messbaren Größen bestimmt

werden.³⁹³ Angewendet auf obige Kernidee bedeutet dies, dass von der wahrgenommenen Ausprägung des Akquisitionspotentials auf den Akquisitionserfolg geschlossen werden kann. Dazu werden sowohl Akquisitionspotential als auch Erfolg auf messbare Parameter, wie zum Beispiel Ausprägung der erwarteten Synergieeffekte oder Veränderung des Discounted Cash Flow durch die Akquisition, zurückgeführt. Die Korrelationskoeffizienten zwischen den Ausprägungen der Parameter beschreiben die Stärke des Zusammenhangs zwischen den Variablen.

Bei statistischer Signifikanz der Anzahl der für die Aufstellung der Beziehungsgleichung verwendeten Inputdaten kann das Modell verwendet werden, um auch für **zukünftige Fälle den Zusammenhang zwischen den latenten Parametern vorherzusagen**.³⁹⁴ In diesem Fall ist es möglich, von den wahrgenommenen Potentialen einer Akquisition auf den zu erwartenden Akquisitionserfolg zu schließen.

Die für das Modell **benötigten quantitativen Inputdaten** können zum einen aus historischen messbaren Ergebnissen abgeleitet werden, zum anderen können sie aus eigenen experimentellen Überlegungen entwickelt und mittels des Analysemodells überprüft werden.³⁹⁵ Empirische Eingangsdaten können entweder aus einer speziell zu diesem Zweck entwickelten Umfrage oder aus einer Literaturanalyse gewonnen werden. Mittels des Analysemodells ist es in diesem Kontext möglich empirische Berichte über Akquisitionen derart auszuwerten, dass beschriebene Potentiale der Akquisition und finanzielle und institutionenökonomische Erfolgsgrößen gleichermaßen ermittelt und statistisch in Beziehung gebracht werden. Es kann eine Zusammenhangstärke zwischen den umwelt- und unternehmensbezogenen Rahmenbedingungen einer Akquisition und dem tatsächlich realisierten Synergieeffekt bestimmt werden.

393 Vgl. BLUNCH (2008), S. 5.

394 Vgl. WEIBER/MÜHLHAUS (2010), S. 6.

395 Vgl. BLUNCH (2008), S. 11.

Es handelt sich um ein Analysemodell das eine eindeutige kausale Richtung aufweist, das heißt von den wahrgenommenen Potentialen einer Akquisition kann auf den Akquisitionserfolg geschlossen werden und nicht umgekehrt, da die Potentialwahrnehmung zeitlich eindeutig vor der Erfolgsmessung liegt.³⁹⁶ (Würde eine wechselseitige Beziehung zwischen den latenten Variablen bestehen wäre eine iterative Lösung erforderlich.)

Folgende Grafik veranschaulicht das Grundmodell der beschriebenen Analyse:

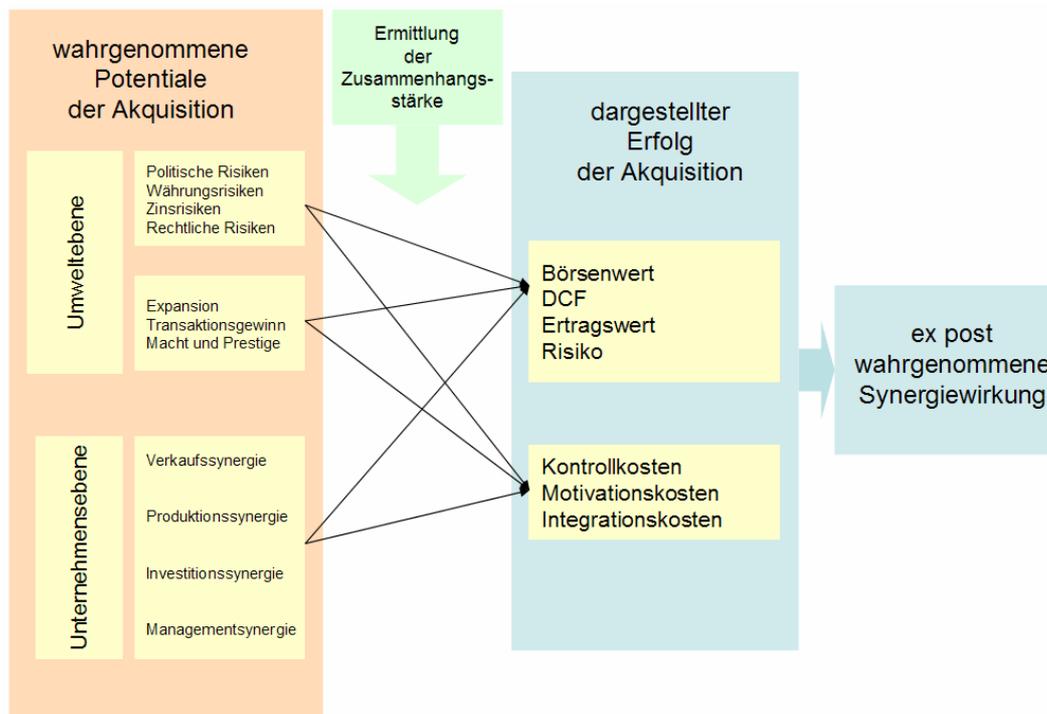


Abbildung 24: Analysemodell zum Zusammenhang zwischen Potentialen und Erfolg einer Akquisition

396 Vgl. BLUNCH (2008), S. 15; WEIBER/MÜHLHAUS (2010), S. 7-13.

2. Berücksichtigung des Prozesses subjektiver Urteilsbildung

Um dieses Modell zu verifizieren und zu quantifizieren soll eine metaanalytische **Auswertung empirischer Studien zu Unternehmensakquisitionen** vorgenommen werden. Dabei ist zu beachten, dass die subjektive Urteilsbildung der berichtenden Instanz(en) von entscheidender Bedeutung für die aus der Metaanalyse generierten Informationen ist. Dies wird mittels des **Brunswikschen Linsenmodells**³⁹⁷ veranschaulicht.

Der individuellen Entscheidung für oder gegen eine Unternehmensinvestition geht eine subjektiv gesteuerte Reizaufnahme und Informationsverarbeitung voraus, welche durch zahlreiche Reduktions- und Interpretationsprozesse gekennzeichnet ist. Der Erkenntnisprozess basiert nicht nur auf unmittelbar wahrgenommenen Informationen, sondern auch auf in der Vergangenheit abgespeichertem und organisiertem Vorwissen.³⁹⁸ Dieses ist teils hierarchisch, teils assoziativ in sogenannten „cognitive maps“ abgespeichert und vernetzt.³⁹⁹

397 Vgl. CONNOLLY/ARKES/HAMMOND (2000), S. 7.

398 Vgl. KAHLE (2000), S. 536.

399 Vgl. FIEDLER/BLESS (2002), S. 134 f.

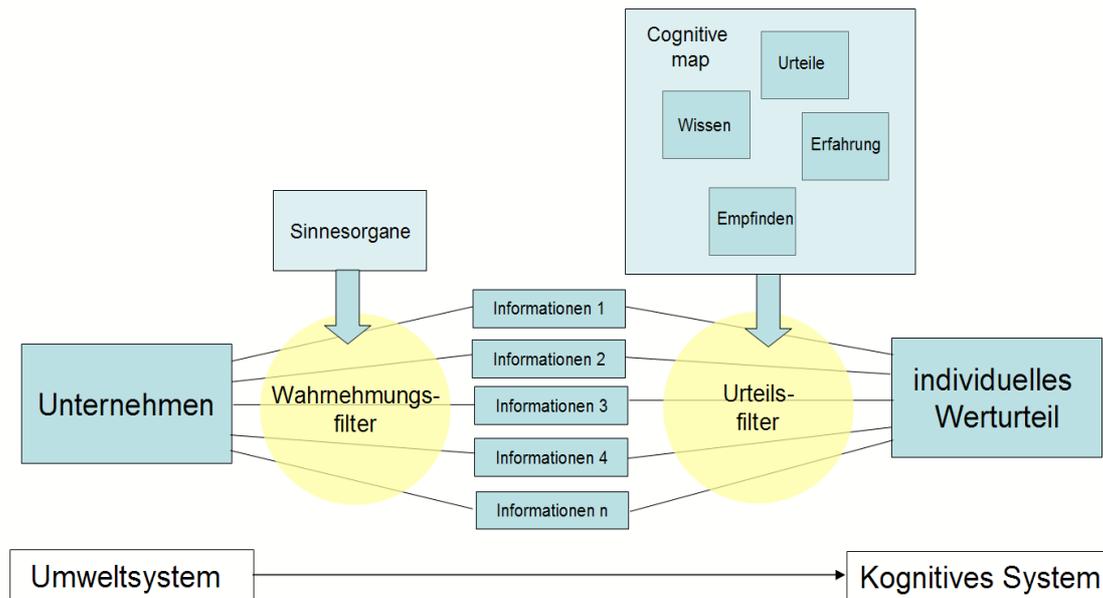


Abbildung 25: Brunswik'sches Linsenmodell

(in Anlehnung an: CONNOLLY/ARKES/HAMMOND, 2000, S. 7)

Dies bedeutet, die von der Umwelt zur Verfügung gestellten Informationen über ein Unternehmen werden zunächst durch die physische Wahrnehmung selektiert. Die gewonnenen Daten werden mittels vergangener Erfahrungen und Wissen interpretiert. Auch der Umgang mit dem Phänomen der Ungewissheit wird durch diese Erfahrungen determiniert. Somit entsteht ein individuelles Werturteil, welches von dem anderer Individuen grundlegend differieren mag. Die gewonnenen Werturteile werden in der cognitive map abgespeichert und für spätere Beurteilungsprozesse weiter verwertet.

Übertragen auf die Darstellung eines Akquisitionsprozesses im Rahmen einer empirischen Studie bedeutet dies, dass **die Schilderung der Potentiale der Akquisition zunächst dem Erlebnishorizont der an der Akquisition Beteiligten und schlussendlich des Autors der Studie entspricht**. Dasselbe gilt für den dargestellten Erfolg der Akquisition.

Der (wahrgenommene) Akquisitionserfolg kann nun nicht nur durch die tatsächlich vorhandenen Rahmenbedingungen, sondern zusätzlich durch deren Reflexion durch die Beteiligten beeinflusst worden sein. Ein starkes Bewusstsein für makroökonomische Risiken könnte zu vorsichtigem Vorgehen motivieren und den Akquisitionserfolg unterstützen. Gerade eine intensive Darstellung von Risiken könnte mit hohem Investitionserfolg korreliert sein. Allerdings könnte auch der umgekehrte Fall eintreten: Eine Akquisition, welche tatsächlich zum Erfolg führt könnte nur gewagt worden sein, weil tatsächlich vorhandene erhebliche makroökonomische Risiken vernachlässigt wurden.

Dies zeigt, dass die Interpretation einer einzelnen Studie nach dem vorgeschlagenen Verfahren nicht zielführend wäre, um ein objektiviertes Ergebnis über den Akquisitionserfolg zu erhalten. Wertet man jedoch eine **statistisch signifikante Zahl empirischer Studien** aus, dürfte es gelingen, den Effekt der Subjektivität der Autoren und Beteiligten zu eliminieren, da sich ein Mittelwert der Sichtweisen einstellt.⁴⁰⁰ Wie bei allen wissenschaftlichen Texten bleibt allerdings der subjektive Einfluss des Autors der Metaanalyse bestehen.

B. Statistisches Konzept des Analysemodells

Im Bewusstsein der Beeinflussung der Auswertungsergebnisse durch subjektive Urteilsbildung soll im Folgenden ein statistisches Rechenverfahren entwickelt werden mit dessen Hilfe:

- a. die Gültigkeit des oben dargestellten Analysemodells verifiziert und
- b. die Zusammenhangstärke zwischen Potentialen und Erfolgsparametern einer Unternehmensakquisition errechnet werden kann.

400 Vgl. WEIBER/MÜHLHAUS (2010), S. 3.

Zu diesem Zweck werden zunächst Arbeitshypothesen formuliert. Es wird ein Maßsystem zur Bewertung der Parameter entwickelt und eine Auswertungsmethodik erarbeitet.

1. Formulierung von Hypothesen

Bei der Formulierung von Hypothesen zum Zusammenhang zwischen den wahrgenommenen Akquisitionspotentialen und dem gemessenen Akquisitionserfolg kann auf die theoretischen Erkenntnisse in *Kapitel II* und *III* der Arbeit Bezug genommen werden.

Internationale Transaktionen sind aufgrund politischer Ungewissheit, Wechselkurs- und Zinsschwankungen sowie länderspezifischer rechtlicher Differenzen besonderen Risiken ausgesetzt.⁴⁰¹ Unternehmensbefragungen haben gezeigt, dass zwischen transnationalen Risiken und dem finanziellen Akquisitionserfolg ein negativer Zusammenhang besteht. Daher wird folgende Arbeitshypothese formuliert:

H1: Wenn hohe makroökonomische Risiken bestehen dann senkt dies signifikant die finanzwirtschaftliche Erfolgsaussicht internationaler Akquisitionen.

Auch hat sich gezeigt, dass interkulturelle Barrieren und makroökonomische Hemmnisse in der Regel zu einer Erhöhung der Agency Kosten beitragen. SIEBEN/SIELAFF beispielsweise weisen auf die Problematik einer möglichen Erhöhung des bürokratischen und verwaltungstechnischen Aufwandes durch politische und kulturelle Differenzen hin.⁴⁰² HORMANN/STICHTENOTH haben empirisch nachgewiesen, dass die

401 Vgl. ENGELHARD/ECKERT (1993), S. 172 ff.

402 Vgl. SIEBEN/SIELAFF (1989), S. 105 f.

Internationalität einer Transaktion den Integrationsaufwand erhöht⁴⁰³. Daraus resultiert Hypothese H2:

H2: Wenn hohe makroökonomische Risiken bestehen dann steigen die Agency Kosten einer internationalen Akquisition.

Dann ist der Zusammenhang zwischen den wettbewerbsbezogenen Rahmenbedingungen und dem Akquisitionserfolg herzustellen. Hierauf wurde bereits in *Kapitel II.C.2* ausführlich eingegangen. Es finden sich Belege dafür, dass kontraktive Tendenzen in einer Branche zu internationalen Akquisitionen ermutigen, um die Nachteile eines sich verengenden heimischen Marktes durch internationale Expansion zu überwinden.⁴⁰⁴ Diese Strategie ist bisweilen nicht von Erfolg gekrönt, da aufgrund der alleinigen Fokussierung auf den Gewinn neuer Märkte oft übersehen wird, dass Synergiepotentiale auf Firmenebene fehlen.⁴⁰⁵ Auch die Spekulation auf kurzfristige Transaktionsgewinne wirkt oft nicht positiv auf den finanziellen Wert beider Unternehmen. Zum einen können fehlende Synergieeffekte den gemeinsamen Erfolg während der Zeit des Zusammenschlusses zu Nichte machen. Zum anderen werden auf dem Kapitalmarkt kurzfristige Veräußerungsgeschäfte meist nicht langfristig positiv beurteilt. Oft profitiert nur die Bewertung eines Unternehmens von der Transaktion, während bei der anderen Gesellschaft Gewinnmitnahmen realisiert werden.⁴⁰⁶

Wird eine Akquisitionsentscheidung vor allem getroffen, um Macht und Prestige des Unternehmens beziehungsweise der Unternehmensführung zu erhöhen resultiert hieraus die Gefahr, dass fehlende Synergien oder gar bestehende Disergien auf Unternehmensebene nicht beachtet werden. Die Wertentwicklung des verbundenen

403 Vgl. HOORMANN/STICHTENOTH (1997), S. 32.

404 Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1991), S. 52 ff.

405 Vgl. GRÜNERT (2007), S. 158.

406 Vgl. BCG (2003).

Unternehmens wird potentiell nicht profitieren, wenn eine Kooperation nur aus Macht- und Prestige Gründen erfolgt.⁴⁰⁷ Diese Beobachtungen führen zur Formulierung von Hypothese 3 und 4:

H3: Wahrgenommene markt- und wettbewerbsbedingte Akquisitionspotentiale haben auf den finanziellen Erfolgszuwachs des Verbundunternehmens keine signifikante Auswirkung.

H4: Wahrgenommene markt- und wettbewerbsbedingte Akquisitionspotentiale haben auf die Agency Kosten im Verbundunternehmen keine signifikante Auswirkung.

Auf der anderen Seite wurde in der Literatur immer wieder bestätigt, dass die Wahrnehmung und Realisierung von Synergiepotentialen für den Akquisitionserfolg wesentlich ist.⁴⁰⁸ Allein die Existenz von Synergien reicht nicht aus, um den Akquisitionserfolg zu erhöhen. Er kann aber durch gezielte Wahrnehmung und Förderung von Synergiepotentialen gesteigert werden.⁴⁰⁹ Zudem können Synergiepotentiale dazu beitragen, Risiken zu diversifizieren und so Schwankungen des Unternehmenswertes oder des Cash Flows vermindern.⁴¹⁰ Hypothese 5 ist daher wie folgt zu formulieren:

H5: Wenn zwischen den Unternehmen hohe Synergiepotentiale wahrgenommen werden dann führt dies zu einer signifikanten Erhöhung des finanziellen Erfolgs internationaler Akquisitionen, umgekehrt senken Disergien den finanziellen Erfolg signifikant.

407 Vgl. FRANK (1993), S. 137.

408 Vgl. SEIDEL (1995), S. 28 f.; PAPROTTKA (1996), S. 69.

409 Vgl. HOMBERG ET AL. (2009), S. 96 ff. und S. 102 f.

410 Bei dem unsystematischen Risiko (unique risk) ist eine Risikoreduzierung durch eine Diversifikation zu erreichen.

Wahrgenommene Synergiepotentiale können, wenn man die Erkenntnisse der Effizienztheorie berücksichtigt, zur Senkung von Agency Kosten beitragen. So werden die Mitarbeiter von Käuferunternehmen und Zielunternehmen bereitwilliger kooperieren, wenn auf gemeinsame Wissensressourcen zurückgegriffen werden kann. Dadurch sinken Kontroll- und Motivationskosten sowie der Aufwand für die Integration der Unternehmenskulturen.⁴¹¹ Für Hypothese 6 ergibt sich daher:

H6: Wenn zwischen den Unternehmen hohe Synergiepotentiale wahrgenommen werden dann führt dies zu einer signifikanten Senkung der Agency Kosten der Akquisition, umgekehrt führen Disergien zu einer signifikanten Steigerung der Agency Kosten.

2. Ein Maßsystem für Potentiale und Erfolgskategorien

Um diese sechs Hypothesen zur Verknüpfung zwischen wahrgenommenen Akquisitionspotentialen und der Synergiewirkung - ausgedrückt durch den Erfolg von Akquisitionen - zu überprüfen, ist die Entwicklung einer Maßskala für die zu bewertenden Größen erforderlich, da nur so eine unmittelbare Vergleichbarkeit der Datensätze erzielt wird.

Nur die finanzwirtschaftlichen Kenngrößen lassen eine quantitative Bewertung zu, wenn diese in den Studien angegeben ist. Absolute Größen können für eine vergleichende statistische Auswertung nicht herangezogen werden, da zunächst eine relative Gewichtung erfolgen muss, um Einflüsse zum Beispiel aus „Firmengröße“ und „Markt“ heraus zu rechnen. So ist eine Verminderung der Standardabweichung der Erträge von drei Prozentpunkten in einem hochvolatilen Markt (wie der Internetindustrie) als gering zu werten. In einer Branche geringerer Volatilität (wie dem Maschinenbau) wäre dies beachtlich. Die Verschiedenartigkeit der Angaben in den Stu-

411 Vgl. NEUMANN (1994), S. 77 f.

dien macht es unmöglich eine einheitliche quantitative Vergleichsbasis zu entwickeln.

Die anderen auszuwertenden Größen werden in den Studien meist qualitativ beschrieben. So wird von „erheblichen Zinsrisiken“ oder „hohen Entwicklungschancen“ gesprochen, ohne eine Bezugsgröße zu nennen. Eine Auswertung der genannten Potentiale und Erfolgsgrößen kann sinnvoll nur qualitativ erfolgen. Damit folgt der hier verwendete Ansatz der Studie von HOMBERG/ROST/OSTERLOH, wo die meisten Synergieparameter qualitativ bewertet werden.⁴¹²

Die beschriebenen Potentiale und Erfolgsgrößen wurden daher auf einer einheitlichen kardinalen drei- beziehungsweise fünfgliedrigen LIKERT - Skala⁴¹³ bewertet:

412 Vgl. HOMBERG/ROST/OSTERLOH (2009).

413 Vgl. LIKERT (1932).

Maßeinheit		1	2	3	4	5
Potentiale						
Umweltebene						
Expansion	Var1	starker Marktverlust	geringer Marktverlust	konstante Entwicklung	geringe Expansion	starke Expansion
Transaktionsgewinn	Var2	starker TA-Verlust	schwacher TA-Verlust	konstante Entwicklung	geringer TA Gewinn	starker TA Gewinn
Macht/Prestige	Var3	starker Verlust	geringer Verlust	konstante Entwicklung	geringer Gewinn	starker Gewinn
Unternehmensebene						
Politische Risiken	Var4	geringes Risiko	mittleres Risiko	hohes Risiko		
Währungsrisiken	Var5	geringes Risiko	mittleres Risiko	hohes Risiko		
Zinsrisiken	Var6	geringes Risiko	mittleres Risiko	hohes Risiko		
Rechtliche Risiken	Var7	geringes Risiko	mittleres Risiko	hohes Risiko		
Verkaufssynergie	Var8	hohe Disergie	geringe Disergie	neutral	geringe Synergie	hohe Synergie
Produktionssynergie	Var9	hohe Disergie	geringe Disergie	neutral	geringe Synergie	hohe Synergie
Investitionssynergie	Var10	hohe Disergie	geringe Disergie	neutral	geringe Synergie	hohe Synergie
Managementsynergie	Var11	hohe Disergie	geringe Disergie	neutral	geringe Synergie	hohe Synergie
Erfolg						
finanzieller Erfolg						
Börsenwert	Var12	starker Verlust	geringer Verlust	konstante Entwicklung	geringer Gewinn	hoher Gewinn
DCF/Ertragswert	Var13	starker Verlust	geringer Verlust	konstante Entwicklung	geringer Gewinn	hoher Gewinn
Risiko	Var14	starke Erhöhung	geringe Erhöhung	konstante Entwicklung	geringe Reduktion	starke Reduktion
Agency Kosten						
Kontrollkosten	Var15	keine Kosten	geringe Kosten	hohe Kosten		
Motivationskosten	Var16	keine Kosten	geringe Kosten	hohe Kosten		
Integrationskosten	Var17	keine Kosten	geringe Kosten	hohe Kosten		

Abbildung 26: Bewertung von Potentialen und Erfolgsgrößen

Die Wahl einer Skaleneinteilung, welche bei eins beginnt und eine ungerade Anzahl an Niveaus aufweist, bietet den Vorteil einer einfachen statistischen Auswertbarkeit, da stets ein in der Mitte liegender Wert vorhanden ist. Für die kodierende Person bleibt eine drei- beziehungsweise fünffache Unterteilung überschaubar, wodurch Bewertungsfehler vermieden werden. Aufgrund der meist tendenziellen Aussagen in den Texten ist eine feinere Unterteilung anfällig für Fehler und Subjektivität des Kodierenden. Dieses Konzept multipler Items ist insbesondere für die reflektive

Konstruktmessung im wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Zusammenhang weit verbreitet.⁴¹⁴

Einschränkend muss angemerkt werden, dass die quantitative Aussage der Meta-Studie aufgrund der groben Skalierung gering bleibt. Aufgrund des geringen quantitativen Informationsgehaltes und der geringen Vergleichbarkeit der Studien ist jedoch eine exaktere Aussage nicht realistisch.⁴¹⁵

3. Hauptkomponentenanalyse der Effektstärken

Aufgrund der Literaturanalyse im Theorieteil ist davon auszugehen, dass die wesentlichen Einflussgrößen auf das wahrgenommene Akquisitionspotential und den resultierenden Akquisitionserfolg aufgefunden wurden. Jedoch wurde noch nicht auf die Bedeutung des Einflusses der einzelnen Faktoren auf den Akquisitionserfolg eingegangen. Der Einfluss der einzelnen Faktoren kann mittels der erkundenden Hauptkomponentenanalyse ermittelt werden.⁴¹⁶

Die Stärke des Einflusses der manifesten Faktoren auf das wahrgenommene Potential der Akquisition hängt von der Standardabweichung der Faktorausprägungen und von der Korrelation der Faktoren untereinander ab. Je höher die Standardabweichung eines Faktors, umso weniger ist er in der Lage, die latente Potentialvariable zu erklären. Je stärker die Korrelationen der einzelnen Faktoren untereinander, umso weniger Faktoren müssen betrachtet werden, um die Ausprägung des wahrgenommenen Akquisitionspotentials zu bestimmen.

414 Vgl. DIEKMANN (2010), S. 240.

415 Vgl. ROSSITER (2002), S. 323.

416 Vgl. BLUNCH (2008), S. 47.

Mittels des Scree Diagramms kann ermittelt werden, welche und wie viele Faktoren herangezogen werden müssen, um ein aussagekräftiges Ergebnis zu erhalten. Das Scree Diagramm zeigt auf der Abszisse die Komponenten in der Reihenfolge ihrer Relevanz und auf der Ordinate den Eigenwert, oder Anteil an der Varianz der latenten Variable an, der durch sie erklärt werden kann. Faktoren werden bis zu dem Punkt in das Diagramm aufgenommen, an dem ein Knick in der durch die Datenpunkte gezogenen Kurve auftaucht. Aufgenommen werden alle Hauptkomponenten bis zur Bruchstelle inklusive der ersten Komponente im flacheren Teil der Kurve⁴¹⁷. Ein typisches Scree Diagramm zeigt folgende Abbildung. Hier würden die Variablen 1 bis 3 in die Analyse aufgenommen werden:

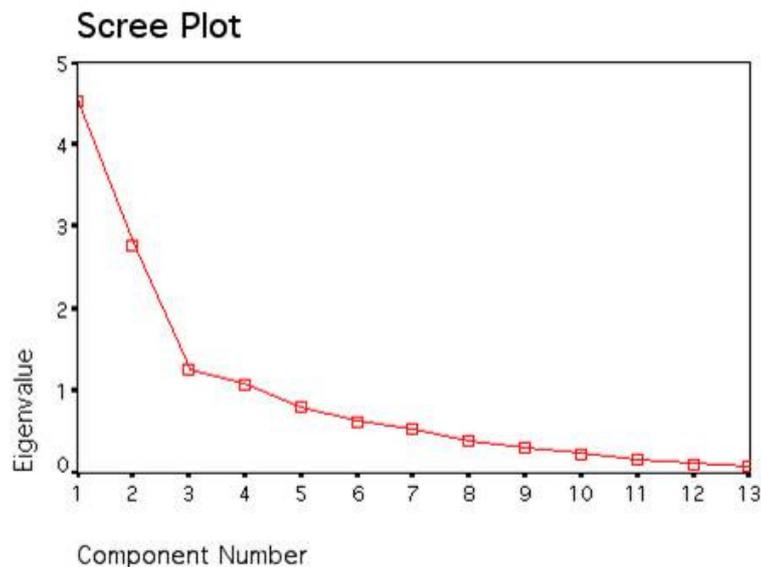


Abbildung 27: Scree Plott⁴¹⁸

Die Hauptkomponentenanalyse ermöglicht eine Analyse der Effektstärke der Komponenten, die für die Ausprägung einer latenten Variablen maßgebend sind. Die Auswertung der Faktoren wird mit dem Statistikprogramm SPSS vorgenommen. Mathematisch liegt folgendes Modell zugrunde:

417 Vgl. KRUSCHE (1999), S.14.

418 Quelle: http://www2.hu-berlin.de/psychologie/ingpsycscw/MethWiki/uploads/Scree_Plot.jpg

Die Hauptkomponenten Y sind lineare Funktionen der messbaren Parameter X_i welche mit a_i zu gewichten sind:

$$Y_i = \sum_{j=1}^p a_{ij} X_j \text{ für alle } i = 1, 2, \dots, p$$

Da dies eine exakte und eindeutige mathematische Abbildung darstellt folgt:

$$X_j = \sum_{i=1}^p b_{ij} Y_i \text{ für alle } j = 1, 2, \dots, p$$

Die maßgebenden Y Variablen werden nun mit F bezeichnet, die nicht maßgebenden Faktoren werden als stochastische Unsicherheit im Störterm ε erfasst. Damit gilt:

$$X_j = \sum_{i=1}^p \lambda_{ij} F_i + \varepsilon_j \text{ für alle } j = 1, 2, \dots, p$$

wobei

$$E(\varepsilon_j) = 0$$

$$\text{Cov}(\varepsilon_j, \varepsilon_i) = 0 \text{ für } j \neq i$$

$$\text{Cov}(\varepsilon_j, F_i) = 0 \text{ für alle } i \text{ und } j$$

Formel 1: Faktormodell⁴¹⁹

Die Gewichtung der messbaren Parameter der Potentiale der Akquisition wird mittels Hauptkomponentenanalyse bestimmt. Hier wird eine rotierende Hauptkomponentenanalyse nach dem **Varimax Verfahren** durchgeführt.⁴²⁰ Es handelt sich um die am häufigsten verwendete, orthogonale Rotationsmethode. Maximiert wird die Varianz der Ladungen innerhalb der Faktoren. Dies führt im Idealfall dazu, dass die Anzahl der Variablen mit hohen Ladungen für jeden Faktor minimiert wird.⁴²¹

419 BLUNCH (2008), S. 67 f.

420 Vgl. VU (2007).

421 Vgl. BLUNCH (2008), S. 54.

4. Hypothesenüberprüfung durch Korrelationsanalyse und Chi² Test

Um die Beziehung zwischen den wahrgenommenen Akquisitionspotentialen und dem Akquisitionserfolg mathematisch zu bestimmen wird eine Korrelationsanalyse zwischen den maßgebenden Parametern durchgeführt und die Signifikanz des Korrelationskoeffizienten mittels des Chi² Tests überprüft.

Der Pearsonsche Korrelationskoeffizient beschreibt die Entwicklung eines Referenzwertes im Vergleich zu einem Basiswert und wird verwendet, um die statistische Abhängigkeit zweier Wertereihen zu quantifizieren und zu normieren.⁴²² Er wird von der Kovarianz abgeleitet, indem diese über das Produkt der Varianzen normiert wird. Während die Kovarianz als zweidimensionales Variabilitätsmaß Werte zwischen minus und plus unendlich annehmen kann, schwankt der Pearsonsche Korrelationskoeffizient zwischen minus eins und plus eins.⁴²³ Ein Wert von eins beschreibt einen vollständig gleichsinnigen Zusammenhang, während minus eins einen vollständig inversen Zusammenhang bezeichnet.

Der Pearsonsche Korrelationskoeffizient wird nach folgender Formel berechnet:

$$\text{Kor}_c(X, Y) := \rho_e(X, Y) := r_{xy} := \frac{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \cdot \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}$$

Formel 2: Korrelationskoeffizient nach Pearson⁴²⁴

wobei:

422 Vgl. ALBRECHT/MAURER (2008), S. 112 f.

423 Vgl. WEIBER/MÜHLHAUS (2010), S. 10-12.

424 Vgl. DULLER (2007), S. 135.

$$\bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i \text{ und } \bar{y} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n y_i$$

Der Chi² Test bestätigt die Ergebnisse der Korrelationsanalyse. Er wird von SPSS automatisch durchgeführt und berechnet die Wahrscheinlichkeit, dass eine Korrelation zwischen zwei Wertereihen angenommen wird, obwohl keine besteht.

Chi² = χ^2 bezeichnet das so genannte Assoziationsmaß. Es beschreibt die Korrelation zwischen zwei nominalen Merkmalen und wird wie folgt berechnet:

$$\chi^2 = \sum_i \sum_j \frac{(h^0_{ij} - h^e_{ij})^2}{h^e_{ij}}$$

Formel 3: Assoziationsmaß⁴²⁵

wobei:

h^0_{ij} = beobachtete absolute Häufigkeit der Kombination der Merkmale X = i und Y = j.

h^e_{ij} = absolute Häufigkeit der Merkmalskombination X = i und Y = j, die im Falle statistischer Unabhängigkeit erwartet wird.

Für $\chi^2 = 0$ besteht keine Korrelation, für $\chi^2 > 0$ besteht eine Korrelation.

Der Chi² Test beruht auf folgender Entscheidungsregel:⁴²⁶ Er geht von zwei Hypothesen aus:

H0: $\chi = 0$ es besteht keine Korrelation zwischen den Wertereihen.

H1: $\chi \geq 0$ es besteht eine Korrelation zwischen den Wertereihen.

425 Vgl. DULLER (2007), S. 127.

426 Vgl. REINECKE (2005), S. 116.

Die Entscheidungsregel lautet nun:

$$\chi_{0,95}^2 < \chi_{error}^2 = \sum_i \sum_j \frac{(h_{ij}^0 - h_{ij}^e)^2}{h_{ij}^e}$$

Formel 4: Chi² Test⁴²⁷

Wenn dies zutrifft muss die Nullhypothese abgelehnt werden.

Dabei stellt 0,95 den inversen Wert des Signifikanzniveaus von fünf Prozent dar. Der Chi² Test zeigt hier an, dass die Wahrscheinlichkeit einen Fehler zu machen und eine Korrelation anzunehmen, obwohl keine existiert, bei fünf Prozent liegt. Je höher der absolute Wert des Korrelationskoeffizienten desto höher ist seine relative Signifikanz.⁴²⁸

Die in *Abschnitt 1* dieses Kapitels formulierten Hypothesen können mittels des Chi² Tests der Korrelationsanalyse überprüft werden.

C. Vorgehen bei der Metaanalyse und Studienaushwahl

Im Folgenden werden das grundsätzliche Vorgehen und die Herausforderungen der Studienaushwahl bei einer Metaanalyse erläutert und Kriterien für die Studienaushwahl für diese Untersuchung festgelegt.

1. Definition Metaanalyse

Die Metaanalyse stellt ein Instrumentarium bereit unterschiedliche empirische Studien zur gleichen Forschungsfrage zusammenzufassen.

427 Vgl. DULLER (2007), S. 148.

428 Vgl. DULLER (2007), S. 135.

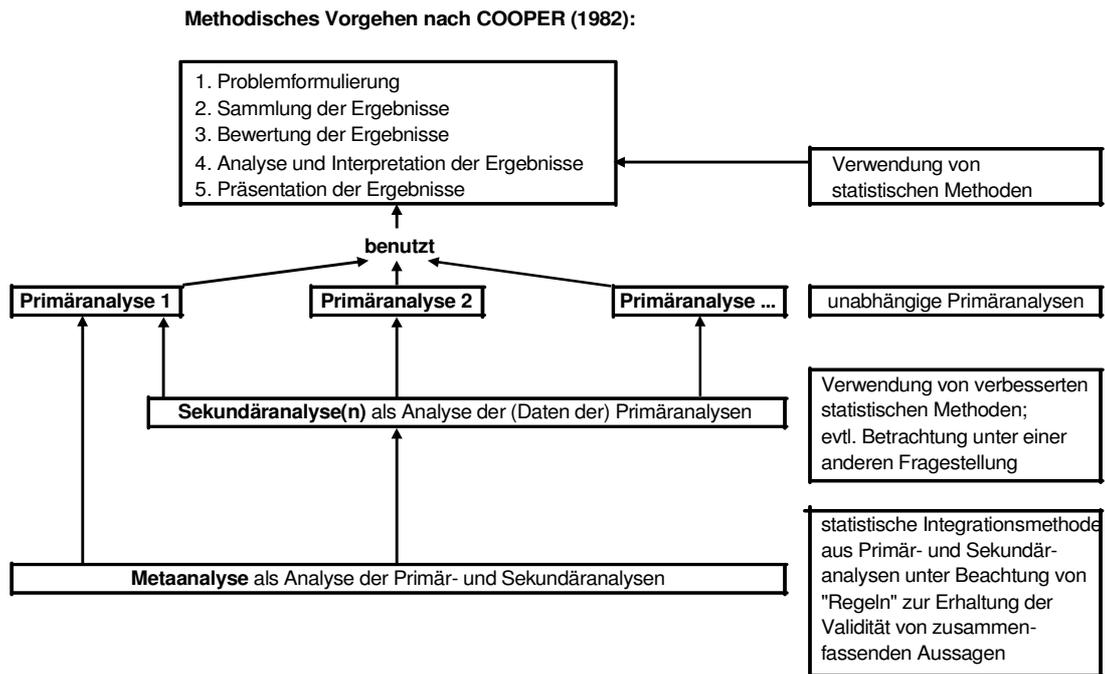
Der Begriff der **Metaanalyse geht auf GLASS zurück**, der diesen Begriff in Abgrenzung von der Primäranalyse und der Sekundäranalyse wie folgt definierte: „Primary analysis is the original analysis of data in a research study. (...) Secondary analysis is the reanalysis of data for the purpose of answering the original research question with better statistical techniques, or answering new question with old data. (...) Meta-analysis refers to the analysis of the analysis. I use it to refer to the statistical analysis of a large collection of analysis results from individual studies for the purpose of interpreting the findings.“⁴²⁹

In anderen Definitionen wird stärker auf die quantitativen Aspekte Bezug genommen.⁴³⁰ Andere Autoren hingegen schreiben der Metaanalyse außer dem quantitativen auch einen qualitativen Aspekt zu. Sie stellen dabei darauf ab, dass nicht nur eine reine quantitative Zusammenfassung erfolgt, sondern die Primär- und Sekundärstudien über die systematische Vorgehensweise *qualifiziert* zusammengeführt werden.⁴³¹ Diesen Gedanken hat COOPER grafisch verdeutlicht (*Abbildung 28*):

429 GLASS (1976), S. 3.

430 Vgl. etwa BANGERT-DROWNS (1986), S. 388.

431 Vgl. DRINKMANN (1990), S. 12.



*Abbildung 28: Einordnung der Metaanalyse
(in Anlehnung an COOPER, 1986, S. 32)*

Der vorliegenden Arbeit wird die folgende **Definition der Metaanalyse von PETITTI** zugrunde gelegt: „The overall goal of meta-analysis is to combine the results of previous studies to arrive at summary conclusions about a body of research. It is used to calculate a summary estimate of effect size, to explore the reasons for differences in effects between and among studies, and to identify heterogeneity in the effects of the interventions (or differences in the risk) in different subgroups.”⁴³² Metaanalysen greifen wichtige Kriterien aus den unterschiedlichen Studien heraus, führen die so gewonnenen Rohdaten zusammen (Datenpooling) und kommen schließlich unter Zuhilfenahme statistischer Prozeduren zu einer Datensynthese.

Abgegrenzt werden muss die Metaanalyse von einem sogenannten **Review**, bei dem die Zusammenstellung des aktuellen Forschungsstands auf Basis der Literatur im

432 PETITTI (2000), S. 13.

Vordergrund steht. Anders als die Metaanalyse basiert ein Review auf einer umfangreichen Literatursammlung. Diese wird anschließend ausgewertet indem zunächst minderwertige Studien ausgeschlossen werden und danach die Aussagen der verbleibenden Studien zusammengefasst werden. Das Review hat daher eine relativ breite Ausrichtung und trägt den Makel, dass immer der Vorwurf einer subjektiven Auswahl und Auswertung der Studien im Raum steht.

2. Möglichkeiten und Grenzen der Metaanalyse

Da die Metaanalyse die Integration der auszuwertenden Studien auf Basis statistischer Methoden vornimmt, hat sie diesbezüglich einen entscheidenden Vorteil. Bei einer Metaanalyse werden die Effektgrößen aus den einzelnen Studien zugrunde gelegt, um daraus den Populationseffekt schätzen zu können. Eine Metaanalyse ist so besser geeignet, um exakte und nachvollziehbare Schlussfolgerungen zu ziehen als Primärstudien oder nichtquantitative Reviews.⁴³³

In der Literatur werden weitere Vorteile der Metaanalyse herausgearbeitet:⁴³⁴

- Sie stellt eine strukturierte, systematische und nachvollziehbare Analysetechnik zur Zusammenfassung von Forschungsergebnissen dar.
- Sie ist ein Instrument, das eine differenziertere Analyse von Forschungsergebnissen erlaubt als das einfache Review.
- Durch die exakte Analyse können Effekte und Beziehungen bei den Studien mit einer Metaanalyse besser erfasst werden als mit qualitativen, zusammenfassenden Reviews.⁴³⁵

433 Vgl. ROSENTHAL/DIMATTEO (2001), S. 61.

434 Vgl. LIPSEY/WILSON (2006), S. 5 ff.; COOPER/ROSENTHAL (1980); KIESLER (1985).

435 Vgl. SHRIER ET AL. (2006).

- Sie ermöglicht einen strukturierten Überblick und ist sowohl bei einer großen Anzahl von Studien als auch bei einer geringen Anzahl von Studien anwendbar.⁴³⁶
- Sie kann auch dann angewendet werden, wenn sich die Ergebnisse der Primäranalysen widersprechen. Die Ergebnisse der Metaanalyse sind valide, da sie durch statistische Verfahren gesichert sind.⁴³⁷

Gerade die Varianz der Primärergebnisse stellt eine metaanalytische Zielgröße dar. „Ihre Feststellung und Analyse bedingen zwei entscheidende Vorteile der metaanalytischen Methodik, nämlich zum einen die Beurteilung von Variabilität in Stichproben von Primärergebnissen und zum anderen die prinzipielle Möglichkeit der Erklärung dieser Variabilität, und zwar durch Rückführung auf korrelierende Einflussgrößen.“⁴³⁸

Zahlreiche Autoren haben auf die möglichen Schwachstellen der Metaanalyse hingewiesen, die unter den folgenden Punkten zusammengefasst werden können:⁴³⁹

- Es wird nicht berücksichtigt, dass die einzelnen Primärstudien jeweils unterschiedliche Zielsetzungen und Zielkriterien aufweisen und dabei unterschiedliche Messinstrumente Verwendung finden.⁴⁴⁰
- Es wird vernachlässigt, dass die einzelnen Primärstudien jeweils eine andere Qualität aufweisen.⁴⁴¹

436 Vgl. IOANNIDIS (2005).

437 Vgl. DRINKMANN (1990), S. 21.

438 DRINKMANN (1990), S. 21.

439 Vgl. zum Beispiel GLASS (1978), S. 355 ff.; GLASS (1982), S. 102 ff.; GLASS/MCGAW/SMITH (1981), S. 217 ff.; SMITH/GLASS/MILLER (1980), S. 46 ff.; GLASS/KLIEGEL (1983); WITTMANN/MATT (1986).

440 Vgl. OXMAN (2001), S. 460-469.

441 Vgl. HERNAN/HERNANDEZ-DIAZ/ROBINS (2004), S. 617.

- In einer Metaanalyse werden die abhängigen Variablen kumuliert und somit wie unabhängige Variablen behandelt.
- Zuletzt wird darauf hingewiesen, dass der verfügbare Pool publizierter Primärstudien nicht unbedingt den State of the Art widerspiegelt, da insbesondere solche Forschungsergebnisse, bei denen eine aufgestellte Hypothese abgelehnt wurde, meist nicht veröffentlicht werden.⁴⁴²

Die Metaanalyse ist abhängig von den Primärstudien. Qualitativ kann sie nur so gut sein wie die Primärstudien. So besteht die Gefahr, dass die oben genannten Vorteile diesen Zusammenhang verdecken. „Der Metaanalyse wird gelegentlich vorgehalten, ihre Ergebnisse seien wenig valide, weil unkritisch jede thematisch einschlägige Studie unabhängig von ihrer methodischen Qualität berücksichtigt wird.“⁴⁴³ Es sollte daher unbedingt vermieden werden, dass neben den methodisch hochwertigen auch schwache Primärstudien eingehen, was eine Verzerrung der Ergebnisse und eine Verminderung der Qualität der Metaanalyse zur Folge haben wird.⁴⁴⁴

Eine Möglichkeit eine solche Verzerrung zu verhindern besteht im Ausschluss methodisch minderwertiger Primärstudien, indem im Vorfeld entsprechende Kriterien für die Aufnahme von Studien in die Metaanalyse definiert werden. Sofern beispielsweise die noch zu beschreibenden Kriterien des QUOROM-Statements befolgt werden kann ein präziseres Endergebnis erwartet werden. Allerdings führt die Definition strenger Ausschlusskriterien gleichzeitig zu einer Verminderung der Grundgesamtheit an Primärstudien, so dass mithin die Gefahr besteht, dass die Ausschlusskriterien zu eng oder zu oberflächlich festgelegt werden.

442 Vgl. GREENLAND/MORGENSTERN (2001), S. 201.

443 BORTZ/DÖRING (2006), S. 674.

444 Vgl. hierzu allgemein COOK/CAMPBELL (1979).

Neben der Problematik der Studienauswahl wird häufig das „Uniformitätsproblem“ (auch „Inkommensurabilität“ genannt) angeführt: In der Metaanalyse werden Primärstudien zur selben Fragestellung zusammengefasst, die unterschiedliche Studiendesigns aufweisen.⁴⁴⁵ Die Analyse einer undifferenzierten Sammlung von Primärstudien kann die Konsequenz haben, dass hinsichtlich der betrachteten Fragestellung die resultierenden mittleren Effektgrößen nicht interpretiert werden können.⁴⁴⁶ Dieses Problem kann gelöst werden, indem anhand bestimmter unabhängiger Variablen und durch Festlegung von Selektionskriterien Subgruppen gebildet werden. Darüber hinaus kann versucht werden, die Fragestellung und das Forschungsdesign möglichst genau zu definieren, so dass bereits im Vorhinein eine übergreifende Fragestellung gewählt wird, um eine Vergleichsmöglichkeit und eine entsprechende Interpretation sicherzustellen.

Weiterhin besteht bei Metaanalysen die Gefahr, dass die Primärergebnisse der in der Metaanalyse berücksichtigten Studien voneinander abhängig sind.⁴⁴⁷ Wenn dies dazu führt, dass eine einzelne Primärstudie einen relativ großen Beitrag an Effektgrößen leistet, kann dies zu einer Verzerrung des Ergebnisses der Metaanalyse führen.⁴⁴⁸ Es bietet sich an, parallele Ergebnisse zu gewichten oder etwa von verschiedenen aufbauenden nur das schlechteste Ergebnis einzubeziehen.⁴⁴⁹ Auf der anderen Seite soll es Abhilfe schaffen, wenn die verschiedenen Ergebnisse zuvor integriert werden.⁴⁵⁰

Das Verfahren der Metaanalyse unterliegt verschiedenen Formen des Bias, einer systematischen Messabweichung, die sich durch die Verfügbarkeit von Primärdaten

445 Vgl. EYSENCK (1978).

446 Vgl. FRICKE/TREINIES (1985), S. 170.

447 Vgl. DRINKMANN (1990), S. 28.

448 Vgl. BANGERT-DROWNS (1986), S. 392; SEDLMEIER (1996), S. 58.

449 Vgl. DRINKMANN (1990), S. 28.

450 Vgl. ROSENTHAL (1984), S. 31 ff.

und Studien ergibt.⁴⁵¹ Im Vergleich zum Bias als systematischen Fehler sind Stichprobenfehler oder Auswahlfehler als zufällige Fehler dadurch charakterisiert, dass sie sich bei einer unendlichen Anzahl von Messungen gegenseitig aufheben. Demgegenüber addieren sich die systematischen Fehler, so dass damit die interne Validität der Metaanalyse gestört wird. Für diese Arbeit wesentliche Bias werden im folgenden erläutert:

Der *Publication Bias* beruht darauf, dass möglicherweise relevante Studien nicht veröffentlicht wurden oder verfügbar sind und somit nicht Bestandteil der Metaanalyse werden können. Beispielsweise ist beobachtet worden, dass deutsche Autoren solche Studien, die eine hohe Signifikanz aufweisen tendenziell in englischsprachigen Fachzeitschriften veröffentlichen, während die Studien mit geringerer Signifikanz vornehmlich in deutschen Fachzeitschriften publiziert werden.⁴⁵² Es wird vorgeschlagen, die negativen Effekte folgendermaßen zu minimieren: Zunächst ist eine umfassende Literaturrecherche zu erarbeiten. Im zweiten Schritt sollten statistische Verfahren eingesetzt werden, die es erlauben, die festgestellten Zusammenhänge abzusichern.⁴⁵³

Der *Selection Bias* beruht darauf, dass die einzelnen Subpopulationen unterschiedlichen Ausgangssituationen unterliegen. Denn bevor eine Studie begonnen werden kann, müssen die einzelnen einzuschließenden Beobachtungen ausgewählt werden. Zudem müssen sie den einzelnen Subpopulationen zugeteilt werden. Wenn diese Zuteilung nicht rein zufällig erfolgt, sondern durch bestimmte Eigenschaften der Teilnehmer beeinflusst wird, liegt ein Selection Bias vor.⁴⁵⁴ Um negative Effekte auf die Aussagekräftigkeit der Studie ausschließen zu können, müssen durch eine so ge-

451 Vgl. MURPHY (1976).

452 Vgl. EGGER ET AL. (1997).

453 Vgl. ROSENTHAL (1979).

454 Vgl. ROTHMAN/GREENLAND (1998), S. 119.

nannte Randomisierung die einzelnen einzuschließenden Beobachtungen zufällig ausgewählt werden.

Die negativen Auswirkungen des *Detection Bias* können darauf zurückgeführt werden, dass die Messergebnisse systematisch unterschiedlich ausgewertet werden, was insbesondere der Fall ist, wenn die Auswertung der zu beurteilenden Indikatoren subjektiv abläuft. Oftmals ist eine Auswertung nicht objektiv möglich, sondern belässt einen Ermessensspielraum, der entweder von dem Studienteilnehmer beziehungsweise dem Auswerter abhängt. Hier kann versucht werden, die Studienteilnehmer und den Auswerter zu verblinden, so dass keiner der beiden einen bewussten systematischen Einfluss auf die Bewertung einzelner Gruppen ausüben kann.

Schließlich ist das Auftreten eines sogenannten *Reader Bias* möglich, der sich erst dann ergibt, wenn eine Primärstudie beurteilt wird. Die Ursache für die Verzerrung liegt hier in den individuellen Eigenschaften des Beurteilers begründet. Denn dieser unterscheidet sich von einem anderen Beurteiler durch seine subjektiven Vorurteile, Interessen und Kenntnisse. Auch bei dem Versuch objektiv zu bleiben besteht dennoch die Gefahr, dass der Beurteiler subjektiv andere Schlüsse aus einer Studie zieht als dies ein anderer Beurteiler getan hätte.⁴⁵⁵ Das Auftreten und die Auswirkungen dieses Bias können durch die Kodierung der Quellen verringert werden. Dies erfordert, dass die Daten verschlüsselt vorliegen mit der Folge, dass der Beurteiler so weit wie möglich von einer subjektiven Auswertung abgehalten wird.

Folgende Tabelle fasst die Bias Problematik überblicksartig zusammen:

455 Vgl. OWEN (1982); JADAD (1998).

Bezeichnung	Beschreibung	mögliche Lösungen
Qualität der Primärstudien	Unterschiedliche Qualität von Studien: Methodisch sehr schwache Studien können das Ergebnis der Metaanalyse verzerren, da sie den gleichen Einfluss auf das Ergebnis haben wie methodisch saubere.	Das Benutzen von Ausschlusskriterien oder die Einführung einer Gewichtungstechnik als auch das Hinzufügen einer Moderatorvariablen, anhand derer die Studien nach ihrer methodischen Qualität kodiert werden.
Uniformitätsproblem	Vergleich von „Äpfeln und Birnen“ - Die Analyse einer undifferenzierten Sammlung von Studien zu einem Thema kann zur Nicht-Interpretierbarkeit der resultierenden mittleren Effektgröße führen.	Eine Abhilfe bietet die Einteilung in Subgruppen anhand einer oder mehrerer unabhängiger Variablen sowie eine übergreifende Fragestellung.
Problem abhängiger Untersuchungsergebnisse	Das „Abhängigkeitsproblem“ entsteht, wenn mehrere, nicht aus unabhängigen Stichproben gewonnene Effektgrößen pro Studie in die Analyse eingehen. Vor allem, wenn eine einzelne Studie viele Effektgrößen beisteuert, kann die durchschnittliche Effektgröße das Hauptergebnis der Metaanalyse stark verzerren.	Die Beschränkung auf eine Effektgröße pro Studie kann manchmal das Problem lösen.
Selection Bias	Aufgrund der nicht zufälligen Auswahl der Studienteilnehmer werden die relevanten Eigenschaften der Teilnehmer beeinflusst.	Allein eine rein zufällige Auswahl (Randomisierung) kann die Verzerrung lösen.
Publication Bias	Ergebnisse mit geringer statistischer Signifikanz werden nicht veröffentlicht, obwohl sie in der Metaanalyse von Vorteil wären.	Eine statistische Absicherung durch das „Fail-Safe-N“-Verfahren als auch eine ausführliche Literaturrecherche reduzieren die Verzerrungen.
Reader Bias	Dieser Bias entsteht durch die subjektive Beurteilung der Resultate einer Studie durch den Ersteller einer Metaanalyse.	Keine

Abbildung 29: Zusammenfassung der Bias-Problematik und mögliche Lösungen

3. Durchführungsmodell der Metaanalyse

Die Vorgehensweise bei der Durchführung einer Metaanalyse kann nach COOPER wie folgt gegliedert werden:

a. Festlegung der Fragestellung

Vor Beginn der Durchführung einer Metaanalyse müssen die Kernelemente der Fragestellung festgelegt werden, damit die anschließende Literatursuche auf einer festen Basis stattfindet. Das Ergebnis einer Metaanalyse wird umso aussagekräftiger sein, je präziser die in ihr verfolgte Fragestellung war. Die Fragestellung stellt gleichzeitig den Ausgangspunkt für die systematische Literaturerfassung dar. Die Literatursichtung ist mit einer allgemeinen Fragestellung zu beginnen. Erst in weiteren Stufen sollte diese Fragestellung präzisiert werden.⁴⁵⁶

b. Definition der Kriterien nach denen geeignete Primärstudien ausgewählt werden

Im Anschluss daran sind diejenigen empirischen Studien herauszufiltern, die metaanalytisch untersucht werden sollen. Hierfür werden neben der noch zu erläuternden systematischen Suche nach Studien Kriterien aufgestellt, um solche Studien herauszufiltern, bei denen eine Aufnahme in die Analyse aus sachlichen Gründen nicht sinnvoll beziehungsweise nicht praktikabel ist. Diese Kriterien können in inhaltliche und methodologische Kriterien unterteilt werden. Neben den Einschlusskriterien spielen daher insbesondere die Ausschlusskriterien eine Rolle, die aus der konkreten Problemformulierung abgeleitet werden können.

456 Vgl. HEDGES (1986), S. 359.

c. Ermittlung von Studien in Datenbanken etc.

Eine Möglichkeit die jeweiligen Studien zu beschreiben, stellt die Checkliste des so genannten **QUOROM-Statements** dar. QUOROM ist die Abkürzung für „**Quality Of Reporting Of Meta-analyses**“, ein von einem interdisziplinären Gremium erstellter Standard für die Durchführung von Metaanalysen und die Erhöhung ihrer Qualität. Eine Checkliste zur Einhaltung des QUOROM-Statements ist in der folgenden *Abbildung 30* dargestellt, wobei die einzelnen Elemente auf den hier betrachteten Zusammenhang übertragen wurden.

Überschrift	Zwischenüberschrift	Beschreibung
Titel		Dokument als Metaanalyse (oder systematische Übersichtsarbeit) von Primärstudien kenntlich machen
Abstrakt		Strukturiertes Format verwenden
		<i>Beschreibend:</i>
	Studienziele	Explizite Fragestellung
	Datenquellen	Datenbanken und andere Quellen
	Review-Methodik	Selektionskriterien (z.B. Population, Intervention, Zielgröße und Studiendesign); Methoden zur Validitätsbewertung, Datenabstraktion, Studieneigenschaften und quantitativen Datensynthese in zur Re-Analyse ausreichendem Detail
	Ergebnisse	Eigenschaften ein- und ausgeschlossener Primärstudien; quantitative und qualitative Ergebnisse (z.B. geschätzter Effekt mit Konfidenzintervall); sowie Subgruppenanalysen
	Schlussfolgerung	Wesentliche Ergebnisse
		<i>Beschreibend:</i>
Einleitung		Beschreibung der Fragestellung, der theoretischen Hintergründe für die untersuchten Zusammenhänge sowie einer Begründung für die Reviewerstellung
Methodik	Literatursuche	Detaillierte Angabe zu Informationsquellen, (z.B. Datenbanken, Register, persönliche Sammlungen, Expertenhinweise, Agenturen und Handsuche), und jeglicher Art von Einschränkung (Erhebungszeitraum, Publikationsstatus, Sprache)
	Studienauswahl	Ein- und Ausschlusskriterien (Definition der Population, Intervention, Hauptzielgrößen und des Studiendesign)
	Validitätsbewertung	Verwendete Kriterien und Methoden (z.B. Verblindung bei der Qualitätsbewertung, Art der Bewertung, Befunde)
	Datenabstraktion	Verwendete Methode (z.B. unabhängige und/ oder doppelte Datenerhebung)
	Studieneigenschaften	Studiendesign, Eigenschaften der einzelnen Datenelemente; Definition der Zielgrößen; Bewertung der Heterogenität

	Quantitative Datensynthese	Verwendete Maßzahl zur Schätzung des Effekts; Methode zur Zusammenfassung der Ergebnisse (statistische Tests und Konfidenzintervalle); Umgang mit fehlenden Daten; Bewertung der statistischen Heterogenität; Rational aller a-priori geplanten Sensitivitäts- und Subgruppenanalysen; Bewertung des Publikationsbias
Ergebnisse	Trial flow	Profil, das den Umgang mit Studien beschreibt (siehe Flussdiagramm)
	Studieneigenschaften	Eigenschaften der Einzelstudien (z.B. Stichprobenumfang, Beobachtungszeitraum)
	Quantitative Datensynthese	Grad der Übereinstimmung bei Studienauswahl und Qualitätsbewertung; Angabe einfacher zusammenfassender Ergebnisse (je Studie pro Behandlungsgruppe, für jede Hauptzielgröße); Angabe der notwendigen Daten zur Schätzung von Effekt und Konfidenzintervallen (z.B. 2 x 2 Tabelle bei binären Zielgrößen beziehungsweise Mittelwert und Standardabweichung, Anteile)
Diskussion		Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse; Diskussion der Schlussfolgerungen aufgrund interner und externer Validität; Interpretation der Ergebnisse im Vergleich zu anderer vorhandener Evidenz; Beschreibung möglicher Verzerrungen im Prozess der Reviewerstellung (z.B. Publikationsbias); Vorschlag zukünftiger Forschungsinhalte.

Abbildung 30: QUOROM-Checkliste zur Sicherung der Qualität von Metaanalysen (in Anlehnung an MOHER ET AL., 1999)

Ein Flussdiagramm verdeutlicht die Studienauswahl und macht sie nachvollziehbar.⁴⁵⁷

457 Vgl. MOHER ET AL. (1999).

d. Kodierung der Studien

Die ausgewählten Studien werden kodiert und beurteilt, wie *Abbildung 31* zeigt.

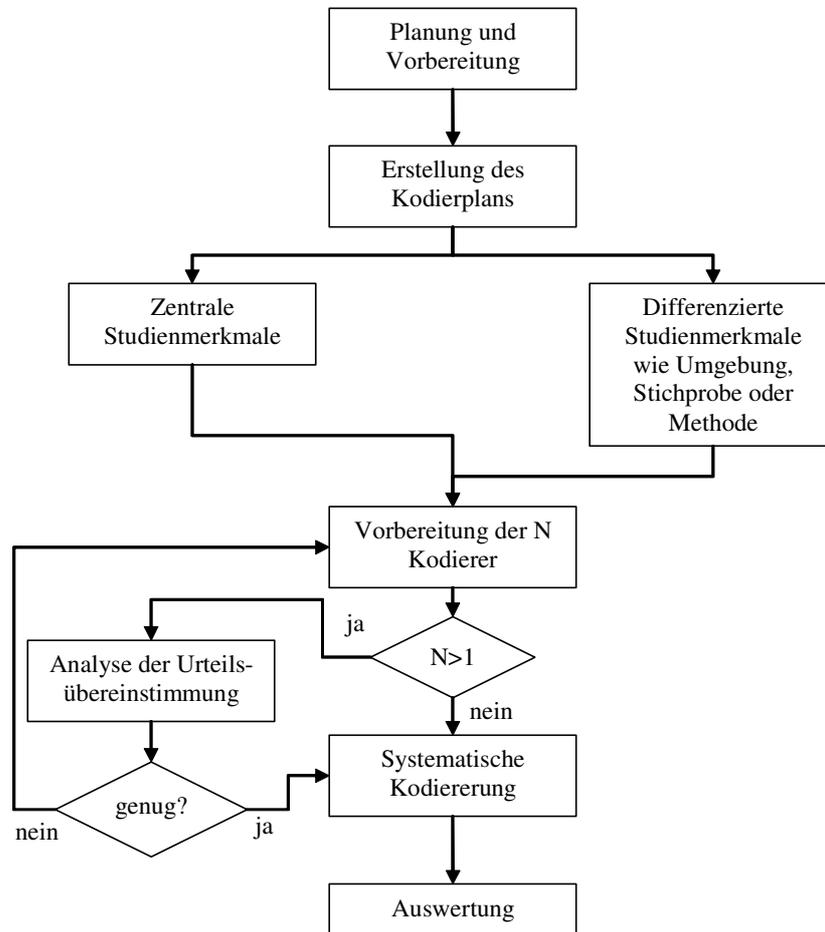


Abbildung 31: Vorgehensweise der Kodierung bei der Metaanalyse

Für die Aufgabe der Kodierung sind am besten die verschiedenen Studienmerkmale geeignet, wobei an erster Stelle die Studienqualität zu beurteilen ist. Die Studienqualität kann anhand der Eigenschaften interne Validität, externe Validität und Konstruktvalidität beurteilt werden. Bei Nichtbeachtung der Qualitätskriterien muss die betroffene Primärstudie aus der Metaanalyse ausgeschlossen werden. Die Gründe für den Ausschluss sind zu dokumentieren.

e. Ermittlung der Effektstärken nach statistischen Modellen

Nach der Kodierung und Selektion erfolgt die Notierung der Effektstärken entsprechend der in *Abschnitt B.3* und *4* entwickelten statistischen Methodik. Die Ergebnisse der Studienauewertung werden in das entwickelte Analysemodell integriert. Das bislang abstrakt beschriebene Konzept der Metaanalyse wird nun praktisch umgesetzt.

D. Selektion und Auswertungsmethodik empirischer Studien

Die Metaanalyse wurde wie folgt durchgeführt:

1. Problemformulierung und Einschlusskriterien

Es sollen empirische Studien zu internationalen Akquisitionen aufgefunden werden, die sich mit den Potentialen und der Erfolgsbeurteilung von Akquisitionen beschäftigen. Potentiale können dabei als Erwartungen an die Akquisition verstanden werden und sich auf Umwelt- oder Unternehmensebene zeigen. Der Akquisitionserfolg kann qualitativ oder quantitativ bewertet werden.

2. Methodik der Studienauswahl

Es wurde eine Recherche über die Datenbank *www.elsevier.com* durchgeführt. Dabei wurde auf den vollständigen betriebswirtschaftlichen Datensatz „complete business source“ zugegriffen.

Zunächst wurde eine elektronische Vorselektion durchgeführt indem anhand folgender Schlagwörter innerhalb der gesamten Texte gesucht wurde:

„acquisition + synergy + empiric*“

Diese Suche lieferte 236.327 Treffer.

Um die Suche einzugrenzen, wurde eine Sortierung nach Relevanz vorgenommen. Es wurden nur Studien ausgewertet, für die die Suchwörter zu 100 Prozent relevant waren.

Außerdem wurden nur Artikel berücksichtigt, die nach dem 1.1.2000 erschienen sind. So wird die Aktualität der Untersuchung gewährleistet.

Es verblieb eine Anzahl von 13.215 Treffern.

Um die angestrebte Analyse leisten zu können, müssen die Studien als Volltext vorliegen. Es wurde weiter nach Studien selektiert, die als Volltext verfügbar sind. Nach dieser Selektion verbleiben 2.584 Treffer.

Auch können aus praktischen Gründen nur Studien in deutscher und englischer Sprache herangezogen werden. Eine weitere Selektion nach diesen Kriterien führt zu einer Eingrenzung auf 1.743 Treffer.

Die weitere Selektion erfolgte manuell:

Es wurde in der Reihenfolge der Nennungen von *ebscobost.com* vorgegangen, da die Studien nach Relevanz vorsortiert waren. Dabei wurde für jede einzelne Studie entschieden:

- Handelt es sich um einen empirisch fundierten Bericht?
- Handelt es sich um internationale Akquisitionen? Dies konnte nur anhand des Themas der Studie entschieden werden.
- Wird das Thema „Akquisitionserfolg“ im weiteren Sinne im Titel oder den genannten Schlagwörtern angesprochen? Es wurde beispielsweise nach den Begriffen „performance“, „result“, „efficiency“, „Ergebnis“, „Effizienz“ gesucht.
- Wird das Thema Akquisitionsumfeld in Titel oder Schlagwörtern angesprochen? Typische Schlagwörter sind „expectations“, „environs“.

Die jeweilige Studie wurde nur berücksichtigt, wenn alle vier Fragen mit „ja“ beantwortet werden konnten. Dies ergab ein Selektionsergebnis von 30 Studien. Veranschaulicht wird das Vorgehen anhand des folgenden Flussdiagramms:

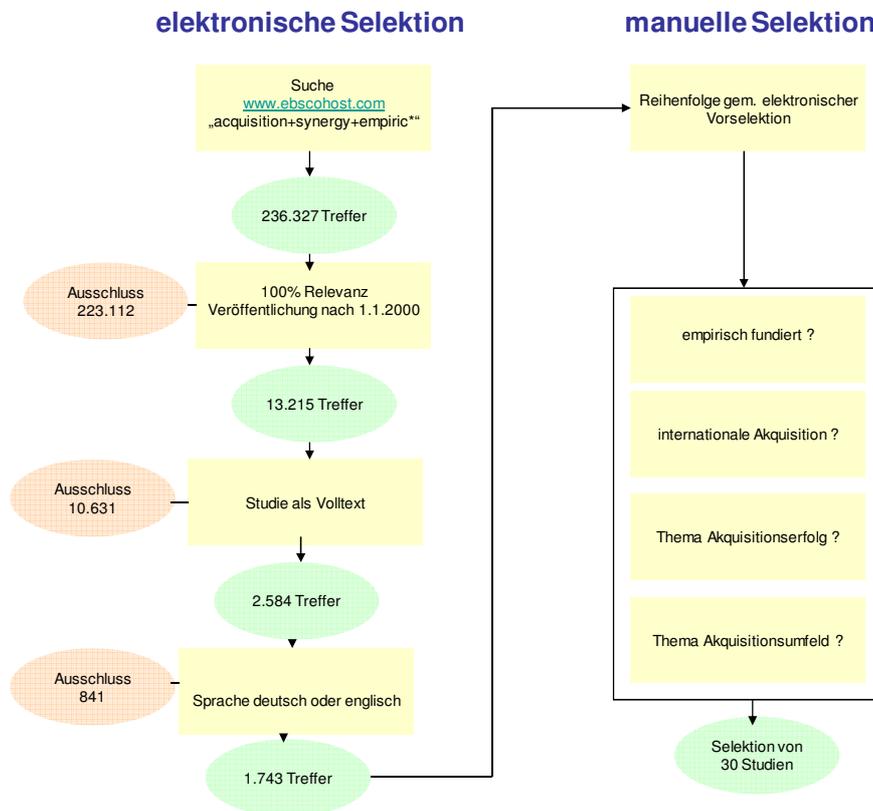


Abbildung 32: Flussdiagramm Metaanalyse

3. Anzahl selektierter Studien

Ziel der Untersuchung ist es eine statistisch relevante Aussage über die Auswirkung von Akquisitionspotentialen auf den Akquisitionserfolg und die resultierende Synergiewirkung zu erhalten. Auf der anderen Seite soll der wirtschaftliche Aufwand für die Erstellung der Untersuchung begrenzt bleiben. Es müssen so viele Studien betrachtet werden, dass eine statistisch signifikante Anzahl von Texten erreicht wird. In

der Regel wird eine Anzahl von mindestens 30 Studien benötigt, um statistische Signifikanz zu erreichen.⁴⁵⁸

Ob eine statistische Signifikanz von Studien tatsächlich erreicht wurde, hängt vom Standardfehler der Untersuchung ab. Der Standardfehler ist die durchschnittliche Abweichung des geschätzten Parameterwertes vom wahren Parameterwert. Je kleiner der Standardfehler ist, desto genauer kann der unbekannte Parameter mit Hilfe der Schätzfunktion geschätzt werden. Der Standardfehler hängt von zwei wesentlichen Parametern ab:

- vom Stichprobenumfang n (je größer der Stichprobenumfang desto kleiner der Standardfehler) und
- von der Varianz σ in der Grundgesamtheit (je kleiner die Varianz desto kleiner der Standardfehler)

Der Standardfehler berechnet sich als:

$$\sigma_{\bar{x}} = \frac{\sigma}{\sqrt{n}}$$

Formel 5: Standardfehler

Gemäß einer überschlägigen Regel kann die Annahme, dass die Abweichung der Verteilung der Ergebnisse der Stichprobe nicht signifikant von der Verteilung der Ergebnisse der Grundgesamtheit abweicht auf einem Signifikanzniveau von fünf Prozent angenommen werden, wenn der Standardfehler kleiner als 0,2 ist.⁴⁵⁹

458 Vgl. MASSER, (n.n.), S. 6.

459 Vgl. KLINE (2005), S. 41.

Als Maß für die Standardabweichung der Grundgesamtheit wird hier die durchschnittliche Varianz der gemäß *Abbildung 26* bewerteten Akquisitionspotentiale und Erfolgsgrößen verwendet. Dies lässt sich mathematisch wie folgt beschreiben:

$$0,2 \geq \sigma_x = \frac{\frac{1}{m} \sum_i^m \sigma_i}{\sqrt{n}}$$

wobei:

m = Anzahl der Parameter

n = Anzahl der Studien

Formel 6: Benötigte Anzahl empirischer Studien zur Erzielung statistischer Signifikanz

Es wird iterativ vorgegangen. Zunächst wird eine Anzahl von 30 Studien analysiert. Für diese Studien wird der Standardfehler des Mittelwerts der Akquisitionspotentiale ermittelt. Liegt dieser unter 0,2 werden keine weiteren Studien benötigt, um statistische Signifikanz zu erreichen.

4. Anzahl erforderlicher Studien

Für die Kodierung wurden die Studien zunächst in alphabetische Reihenfolge gebracht. Die ausgewählten Studien sind in dem gesonderten Verzeichnis „Empirische Studien“ nachgewiesen. Dann wurden die Studien nummeriert und unter Angabe des Nachnamen des Verfassers in einer Excel Tabelle zeilenweise erfasst. Die Kodierungsparameter wurden den Excel Spalten zugeordnet. Nun erfolgt die Kodierung nach der Effektstärke der beobachteten Merkmale.

Nicht in jeder der Studien wird jedoch jede einzelne Kategorie des entwickelten Analysemodells angesprochen. So könnte sich eine Studie lediglich mit dem Einfluss von Macht und Prestige auf eine Akquisitionsentscheidung beschäftigen, während eine andere vor allem erwartete Synergieeffekte darlegt. Bei der Kodierung wurden

192

nur Parameter berücksichtigt, die in den Studien diskutiert werden. Konnte das Merkmal nicht beobachtet werden, wurde das Feld freigelassen.

In Excel wurden zunächst Mittelwert und Standardabweichung der Merkmalsausprägungen bestimmt und mittels *Formel 6* ermittelt, ob eine Anzahl von 30 Studien bereits ausreichend ist, um statistische Signifikanz zu erzielen.

Es ergibt sich eine durchschnittliche Standardabweichung der Parameter von 1,04 und bei einer Anzahl von 30 Studien ein Standardfehler von 0,189. Dieser ist kleiner als 0,2.

Aufgrund dieses Ergebnisses ist die Hypothese der statistischen Signifikanz der Untersuchung auf dem fünf Prozent Niveau zutreffend. Das heißt, die vorliegende Untersuchung ist mit einer Wahrscheinlichkeit von mehr als 95 Prozent repräsentativ für die Grundgesamtheit empirischer Studien über internationale Akquisitionen. Es werden keine weiteren Studien benötigt.

5. Kodierung der Studien

Das Vorgehen bei der Kodierung der Studien soll exemplarisch anhand von Studie 20⁴⁶⁰ dargestellt werden. Anhand eines kurzen Inhaltsüberblicks wird die Vergabe der Werte für die einzelnen Parameter erläutert.

Untersucht wird die Akquisition der baltischen IKI-Gruppe durch die europäische Coopernic Group. Die Coopernic Group, eine europäische Allianz selbstständiger Handelsunternehmen mit Sitz in Brüssel, ist die zweitgrößte Handelskettenvereinigung in Europa, mit einem Marktanteil von ca. zehn Prozent.⁴⁶¹ Sie formierte

460 LEBENSMITTELPRAXIS (2007), S. 22.

461 Vgl. LEBENSMITTELPRAXIS (2007a), S. 22.

sich 2006 als Zusammenschluss der deutschen REWE-Gruppe, der belgischen Colruyt, der italienischen CONAD, der Schweizer COOP und der französischen E. Leclerc. Diese fünf Partner vereinen insgesamt 17.547 Geschäfte in 18 europäischen Ländern mit einem Gesamtumsatz von 102 Milliarden Euro.⁴⁶²

Potentiale im Hinblick auf Markt und Wettbewerb

Die *IKI-Gruppe* mit über 7.700 Mitarbeitern und 209 Geschäften in Lettland und Litauen ist die zweitgrößte Großhandelskette in Litauen.⁴⁶³ Mit ihren drei Verkaufsformaten (Supermärkte, Discounter und Convenience-Stores) vereint sie in Litauen 18 Prozent des Marktanteiles und steht damit an dritter Stelle im Baltikum.⁴⁶⁴ In 2006 erwirtschaftete die IKI-Gruppe einen Umsatz von 492 Millionen Euro. Für das Jahr 2007 wurde ein Zuwachs von 30 Prozent auf 635 Millionen Euro erwartet. Gegründet wurde die IKI-Gruppe 1992, d.h. ein Jahr nachdem Litauen die Unabhängigkeit erlangt hatte, von den belgischen Brüdern George, Oliver und Nicolas Ortiz in Kooperation mit dem Franzosen Gérard Bourdon.

Der erste IKI-Supermarkt wurde 1992 eröffnet und war damit der erste Selbstbedienungsladen für Lebensmittel im unabhängigen Litauen. Zur Jahrtausendwende startete ein neues Discount-Konzept, das es IKI ermöglichte, eine breitere Kundenbasis - vor allem in ländlichen Gegenden Litauens - zu erreichen. 2005 eröffnete der erste IKI-Supermarkt in Riga, seither sind in ganz Lettland 31 Geschäfte hinzugekommen. Zudem schloss die IKI-Gruppe in 2005 ein 50 Millionen Euro umfassendes „Private Placement“ mit der Citi Venture Capital International (CVCI) ab. Nach Angaben von COOP ist eine Ausweitung der Geschäftsaktivitäten, neben einer Ausdehnung auf Estland, über die baltischen Grenzen hinaus denkbar.⁴⁶⁵ Dem REWE-Konzern ge-

462 Vgl. MÜLLER (2007), S. 4.

463 Vgl. LEBENSMITTELPRAXIS (2007a), S. 22.

464 Vgl. WISKEN/VOGEL/HASSE (2007), S. 1.

465 Vgl. DAWSON (2007), S. 2.

lingt in diesem Verbund die Schließung der Abdeckungslücken in Polen und Russland.⁴⁶⁶ Mit Hilfe der Akquisition baut die Coopernic-Gruppe ihren Einfluss auf den internationalen Handelsmarkt weiter aus und erhält einen erheblichen Spielraum bei der zukünftigen Ausgestaltung des europäischen Handelssektors.⁴⁶⁷

Im baltischen Raum ist die Lebensmittelbranche geprägt von stetigem Wachstum. Beispielhaft kann der litauische Markt angeführt werden, der auch bei der hier beschriebenen Fusion eine Rolle spielt. Es wird prognostiziert, dass sich bis 2011 der Anteil der Supermärkte im Markt von aktuell 26,5 Prozent auf 28 Prozent erhöhen wird. Parallel werden die Ausgaben für Lebensmittel in Litauen per se um bis zu 50 Prozent ansteigen. Ein Markt, der bei frühzeitiger Sicherung der Anteile, dem vorausschauenden Investor hohe Erträge sichern wird. Wie die folgende Abbildung zeigt, konnte die IKI-Gruppe an diesem Wachstum partizipieren.

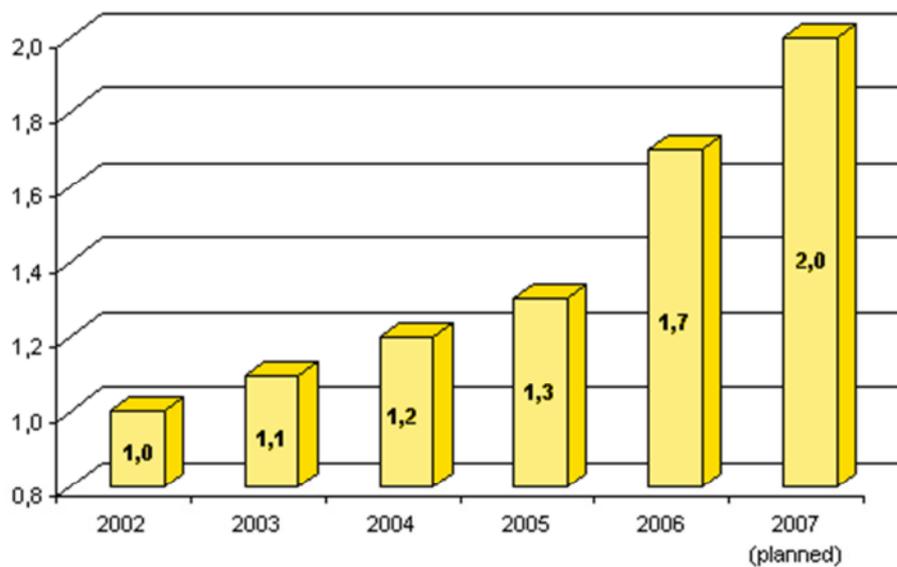


Abbildung 33: Umsatzwachstum der IKI-Gruppe in Mrd. Lit
(Quelle: Unternehmensangaben)

466 Vgl. DAWSON (2007), S. 2.

467 Vgl. MÜLLER (2007), S. 4.

Aufgrund dieser Informationen erfolgte die Kodierung im Hinblick auf die wahrgenommenen Markt- und Wettbewerbspotentiale unter Bezugnahme auf die in *Abbildung 26* entwickelten Kategorien:

- Es wird eine starke Expansion durch die Akquisition erwartet, für Var1 wird der Wert 5 vergeben.
- Kurzfristige Transaktionen werden nicht angestrebt. Var2 wird daher nicht besetzt.
- Die Transaktion verspricht für Coopernic auch einen Gewinn an Macht und Prestige, der aber nicht vorrangiges Ziel der Akquisition ist. Für Var3 wird eine 4 vergeben.
- Makroökonomische Risiken werden in der Studie nicht diskutiert, so dass Var4 bis Var7 nicht besetzt werden können.

Potentiale auf Unternehmensebene

Die Untersuchung nennt im Wesentlichen positive Synergiepotentiale der Akquisition. Diese sind:

Das Zielunternehmen bietet der Coopernic-Gruppe eine für die baltischen Staaten hochmoderne Infrastruktur. Die IKI-Gruppe hat von Anfang an und auf dem neusten Stand in Technologie, Service-Systeme, Qualitätsstandards und die Mitarbeiterschulung investiert. Im Jahre 2006 betrugen die Investitionen in die Eröffnung neuer Niederlassungen, Logistiksysteme und Kundendiensttechnologien 180 Millionen Litas. Darüber hinaus wurden im selben Jahr strategische Investitionen in die Anpassung der Kassensysteme und in der Implementierung eines Lagermanagementsystems getätigt, um den westeuropäischen Standard zu erreichen. Es umfasst den gesamten Logistikprozess von der Anlieferung bis zur Lieferung der Waren an die

Niederlassungen und ermöglicht ein effektives Management des Warenflusses und der Arbeitsgänge im Warenlager von IKI. Gleichzeitig ist es möglich Fehler an den Prozessschnittstellen zu vermeiden und somit ein hohes Qualitätsniveau sicherzustellen. Abgesehen von den strategischen Aspekten hinsichtlich der Einkaufspolitik, spielen auch der Wissenstransfer und die Erschließung neuer - auch zukünftiger - Absatzmärkte eine wesentliche Rolle bei der Entscheidung für eine Kooperation dieses Ausmaßes.

- Es ergeben sich signifikante Verkaufs- und Investitionssynergien für den entstehenden Lebensmittelkonzern. Var8 und Var10 sind mit dem Wert 5 zu belegen.
- Produktionssynergien wurden nicht angesprochen, so dass Var9 freigelassen wird.

Im Hinblick auf das Management des Gesamtunternehmens resultieren allerdings strategische Disergien: Problematisch ist, dass sich die Coopernic-Gruppe satzungsgemäß nicht unmittelbar an IKI beteiligen kann, sondern dies über die Gesellschafter erfolgen muss, was die Transaktion verkompliziert.⁴⁶⁸

Agency Kosten

- Var11 ist mit einer 2 für geringe Disergie zu kodieren.
- Für Var15 und Var17 ergeben sich eine 3 für hohe Kontroll- und Integrationskosten.
- Hingegen entstanden keine wesentlichen Motivationskosten (Var16 = 1), da sich für die IKI-Mitarbeiter nach der Übernahme neue Perspektiven eröffnen. Aufgrund langjähriger Erfahrung im Großhandelsbereich erhält das Personal

468 Vgl. DAWSON (2007), S. 2.

Zugang zu Fortbildungen. Es kann ein Erfahrungsaustausch auf nationaler und internationaler Ebene stattfinden.

Finanzieller Erfolg

- Der Börsenkurs des verbundenen Unternehmens profitierte leicht von der Übernahme. Auch der Cash Flow des verbundenen Unternehmens konnte gesteigert werden, wobei sich keine signifikanten neuen Risiken oder Kurschwankungen ergaben. Var12 und Var13 sind daher mit 4, Var14 mit 3 zu kodieren.

Dieses Beispiel zeigt exemplarisch die Vorgehensweise bei der Kodierung und belegt die Effizienz des entwickelten Systems. **Anhang 1** zeigt das vollständige Ergebnis der Kodierung der 30 Studien in Excel.

V. Ergebnisse und Folgerungen aus der Metaanalyse

In *Kapitel V* erfolgt eine statistische Auswertung der selektierten empirischen Studien. Mittels der Ergebnisse wird das in *Kapitel IV* entworfene Analysemodell mit konkreten Messwerten hinterlegt. Aufgrund der statistischen Signifikanz der empirischen Daten wird eine Prognose des zu erwartenden Akquisitionserfolgs zukünftiger Projekte bei gegebenen umwelt-, markt-, und unternehmensbezogenen Rahmenbedingungen möglich.

A. Strukturierung der selektierten Studien

Anhand der folgenden Tabelle lässt sich eine Gruppierung der Studien nach verschiedenen Kriterien vornehmen, welche weitere Auskunft über die

- wissenschaftliche Systematik der Studien und
- die Schwerpunkte der Akquisitionen

in den jeweiligen Jahren gibt. Es ergibt sich folgende Übersicht:

Studien		Strukturierung nach Land, Branche und Akquisitionsphase						
Nr.	erstgenannter Autor (Jahr)	Titel	Ausgangsland	Zielland	Branche	Anzahl Basis-Unternehmen	Zeitraum	Akquisitionsphase
1.	Ahuja (2001)	Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: a longitudinal study	global	global	Chemie	72	1980-1991	Realisationsphase
2.	Al-Laham (2010)	Dating before marriage? Analyzing the influence of pre-acquisition experience and target familiarity on acquisition success in the "M&A as R&D" type of acquisition	USA	global	Biotechnologie	847	1973-2000	Integrationsphase
3.	Barkema (2008)	Toward unlocking the full potential of acquisitions. The role of organizational restructuring	global	global	verschieden	1600	40 years	Realisationsphase/ Integrationsphase
4.	Bouwman (2009)	Market Valuation and Acquisition Quality: Empirical Evidence	global	global	verschieden	2944	1979-2002	Entscheidungsphase/ Realisationsphase
5.	Capron (2002)	When do acquirers earn abnormal returns?	global	global	verschieden/ horizontal	101	1988-1992	Beurteilungsphase/ Entscheidungsphase
6.	Chuang-Yuang (2010)	The Bigger the Better? Merger and Acquisition Performance of Financial Holding Corporations: Empirical Evidence from Taiwan	Taiwan	East Asia	Financial holding	14	2002	Realisationsphase/ Suchphase
7.	Check (2009)	A binary choice model for predicting bank acquisitions	global	global	Bank	5	2004	Entscheidungsphase
8.	Cording (2008)	Reducing causal ambiguity in acquisition integration: intermediate goals as mediators of integration decision and acquisition performance	global	global	horizontal	129	1997-2001	Integrationsphase
9.	Fields (2007)	Bidder returns in bancassurance mergers: is there evidence of synergy?	USA	global	Bank/ Versicherung	17	2000-2005	Integrationsphase
10.	Fraser (2009)	Mergers and Long-Term Corporate Performance: Evidence from Cross-Border Bank Acquisitions	USA	non USA	Bank	83	1980-2001	Realisationsphase
11.	Freeman (2009)	Achieving Global Growth through Acquisition: Tata's Takeover of Corus	India	GB	Automotive	1	2004-2007	Integrationsphase
12.	Gersdorff (2009)	U.S. Mergers and Acquisitions: A Test of Market Efficiency	USA	global	verschieden	20	2005-2007	Beurteilungsphase/ Entscheidungsphase
13.	Graebner (2009)	Caveat venditor: Trust Asymmetries in Acquisitions of Entrepreneurial Firms	USA	global	hard/software	13	2008-2009	Entscheidungsphase/ Realisationsphase
14.	Haleblian (2006)	The influence of acquisition experience and performance on acquisition behaviour: evidence from the U.S. commercial banking industry	USA	global	Bank	2523	1988-2001	Suchphase/ Entscheidungsphase
15.	Handelsjournal (2007)	Douglas kauft im Osten zu	Mitteuropa	Osteuropa	Einzelhandel	1	2006	Entscheidungsphase/ Realisationsphase
16.	Homburg (2006)	Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness	v.a. Europa	global	horizontal	232	1996-1999	Entscheidungsphase/ Integrationsphase
17.	Ivanov (2010)	Do Corporate Venture Capitalists Add Value to Start-Up Firms? Evidence from IPOs and Acquisitions of VC-Backed Companies	global	global	verschieden	1291	1981-2000	Entscheidungsphase/ Realisationsphase
18.	Jope (2010)	Value generation of mergers and acquisitions in the technology, media	global	global	Telekommunikation	114	1980-1996	Realisationsphase
19.	Laamanen (2007)	On the role of acquisition premium in acquisition research	global	global	horizontal	458	1989-1999	Realisationsphase/ Entscheidungsphase
20.	Lebensmittel-praxis (2007)	Coopernic. Fünf plus eins	Deutschland	Osteuropa	Einzelhandel	1	2004	Entscheidungsphase/ Realisationsphase
21.	Loree (2000)	International acquisitions: do financial analysts take note?	USA	global	verschieden	66	1987-1993	Realisationsphase
22.	MarketWatch (2010)	Exxon's acquisition of XTO reflects changed gas landscape in 2009	USA	global	Öl/Gas	1	2009/2010	Entscheidungsphase
23.	McDonald (2008)	What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance	USA	global	verschieden	489	1989-1998	Beurteilungsphase/ Entscheidungsphase
24.	Miller (2006)	Technological diversity, related diversification, and firm performance	global	global	verschieden	806	1986-1994	Realisationsphase/ Integrationsphase
25.	Mirow (1996)	Kooperations- und Akquisitionsstrategien in Osteuropa am Beispiel der Elektroindustrie	Mitteuropa	Osteuropa	Elektroindustrie	70	1990-1994	Realisationsphase/ Integrationsphase
26.	Pilloff (2009)	Acquisition Targets and Motives in the Banking Industry	global	global	Bank	8000	1996-2005	Suchphase/ Entscheidungsphase
27.	Seth (2002)	Value creation and destruction in cross border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms	global	USA	verschieden	100	1981-1990	Entscheidungsphase
28.	Sorescu (2007)	Why Some Acquisitions Do Better Than Others: Product Capital as a Driver of Long-Term Stock Returns	global	global	Pharmaindustrie	238	1992-2002	Entscheidungsphase/ Realisationsphase
29.	Vermeulen (2001)	Learning through acquisitions	Holland	global	verschieden	25	1960-1993	Realisationsphase/ Integrationsphase
30.	Voss (2008)	Competitive Density and the Customer Acquisition-Retention Trade-Off	USA	global	Unterhaltung	269	2002	Realisationsphase/ Integrationsphase

Abbildung 34: Übersicht über die selektierten Studien

1. Zeitliche und inhaltliche Systematik der Studien

Die Studien lassen sich nach vier wesentlichen Kriterien strukturieren, die Auskunft über das wissenschaftliche Interesse der Autoren und die Entwicklung des Interesses am Forschungsgebiet Mergers und Acquisitions im Zeitablauf geben.

Erstellungsdatum

Wie unten stehende Abbildung zeigt, wurden die meisten untersuchten Studien in den Jahren 2007 bis 2010 erstellt.

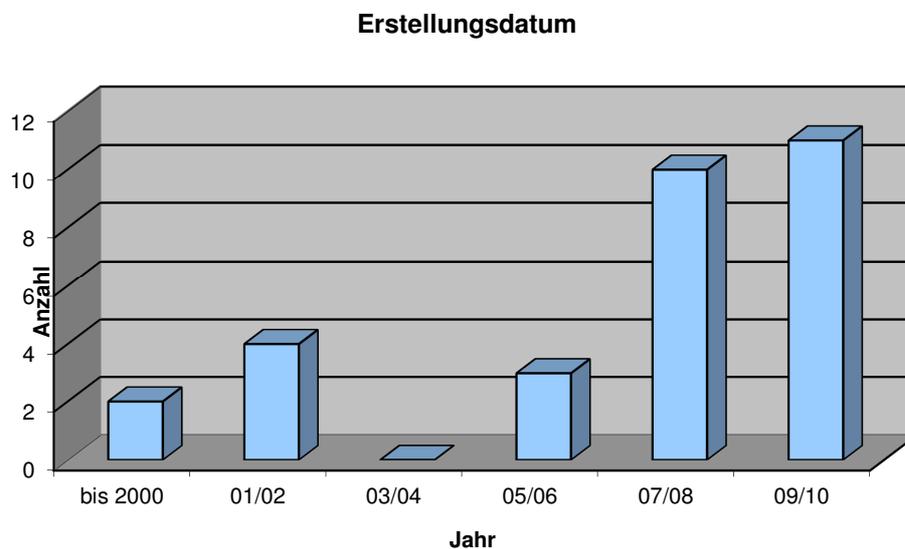


Abbildung 35: Erstellungsdatum der Studien

Dieses Ergebnis korreliert unmittelbar mit der in *Kapitel II.B.2* erläuterten Entwicklung der wirtschaftlichen Bedeutung von internationalen Akquisitionen weltweit. In den Jahren 2003/04 zeigte sich bedingt durch makroökonomische Faktoren eine Flaute im Akquisitionsgeschäft, welche sich auch in einer signifikanten Verringerung der Anzahl der Studien zu M&As niederschlug. Die **in den letzten beiden Jahren stark ansteigende Studienanzahl** lässt darauf schließen, dass mit der Wiederbele-

bung der globalen Konjunktur nach der Wirtschaftskrise von 2008 ein erneut starkes Interesse an der M&A Forschung besteht. Obwohl bislang keine konkreten Daten zum weltweiten Akquisitionsvolumen vorliegen, ist meines Erachtens aufgrund dieser Daten für das laufende Jahr mit einem signifikanten Anstieg der globalen Akquisitionstätigkeit zu rechnen.

Untersuchungszeitraum und Anzahl der untersuchten Unternehmen

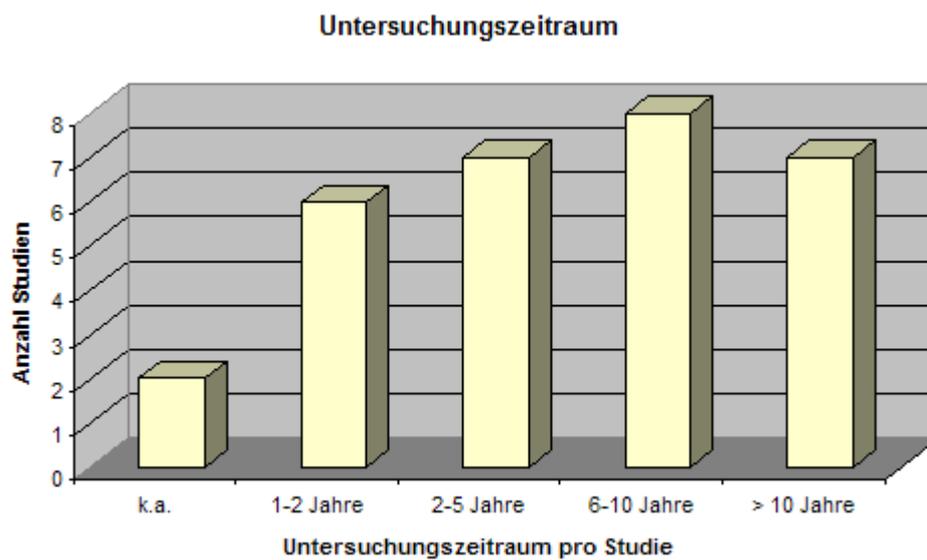


Abbildung 36: Untersuchungszeitraum der Studien

Wie obige Abbildung veranschaulicht, umfassen die meisten Studien zu internationalen M&As einen Zeitraum von sechs bis zehn Jahren. Auch noch längere Perioden von bis zu 40 Jahren werden untersucht.⁴⁶⁹

Die Studien, die sich auf einen kürzeren Untersuchungszeitraum von ein bis zwei Jahren beschränken, berücksichtigen meist nur wenige oder ein einzelnes Unterneh-

⁴⁶⁹ Vgl. BARKEMA/SCHIJVEN (2008).

men und sind eher qualitativ aufgebaut.⁴⁷⁰ Längerfristige angelegte Untersuchungen hingegen können eine große Anzahl von Basisunternehmen abdecken und sind oft branchenübergreifend aufgebaut.⁴⁷¹ Einen Überblick über die Anzahl der analysierten Unternehmen pro Studie vermittelt folgende Abbildung.

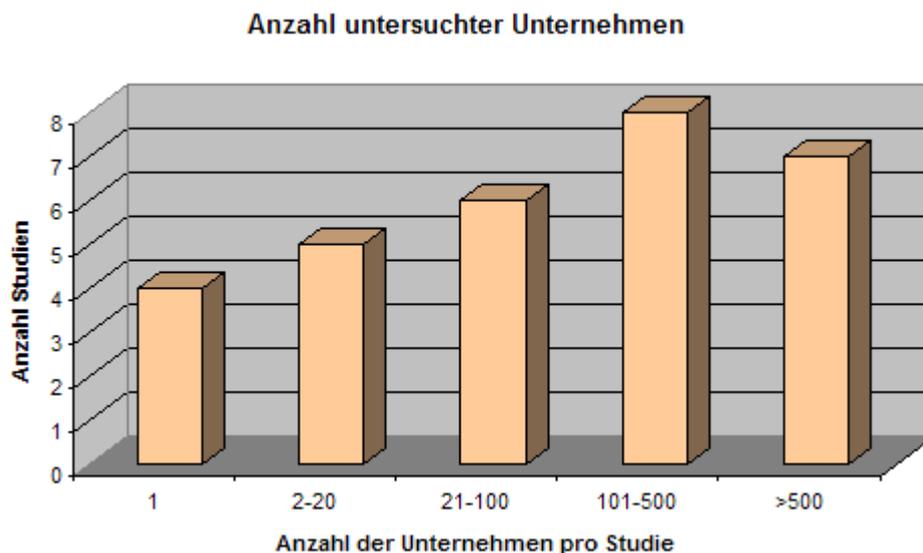


Abbildung 37: Anzahl untersuchter Unternehmen pro Studie

Wie die Abbildung zeigt, greifen die meisten Untersuchungen auf eine Anzahl von 101 bis 500 Unternehmen zurück. Jedoch auch Studien mit noch größeren Stichproben sind häufig. Es ist davon auszugehen, dass Untersuchungen mit einer Zahl von mehr als 100 Firmen statistische Signifikanz aufweisen.⁴⁷² Dieses Ergebnis ist somit ein weiteres Indiz dafür, dass die vorliegende Metastudie aufgrund der hohen **statistischen Signifikanz der einbezogenen empirischen Daten valide und aussagekräftig** ist und zugleich ein breiter Querschnitt verschiedenartiger Studien untersucht wurde.

470 beispielsweise HANDELSJOURNAL (2007); LEBENSMITTELPRAXIS (2007); MARKETWATCH (2010).

471 zum Beispiel BOUWMAN ET AL. (2009); HALEBLIAN ET AL. (2006).

472 Vgl. KLINE (2005), S. 39-41.

Betrachtete Akquisitionsphasen

Um weitere Informationen über den Inhalt der untersuchten Studien zu gewinnen, wird der jeweils betrachtete Themenbereich den in *Kapitel I.A.4* abgegrenzten Akquisitionsphasen zugeordnet. Pro Studie können mehrere Akquisitionsphasen berücksichtigt werden. Es werden jeweils die Phasen festgehalten, die einen thematischen Schwerpunkt der Untersuchungen bilden. Das Ergebnis veranschaulicht folgende Abbildung:

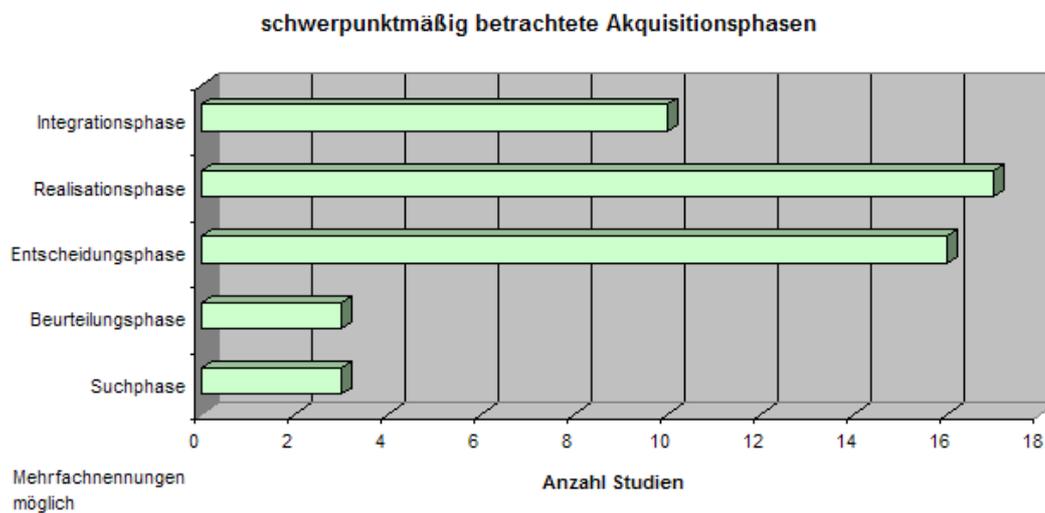


Abbildung 38: Betrachtete Akquisitionsphasen

Wie die Auswertung verdeutlicht, liegt der thematische Schwerpunkt der betrachteten Studien in der **Entscheidungs- und Realisationsphase**. Dies sind die Abschnitte des Akquisitionsprozesses in denen Principal-Agent Konflikte zwischen Zielunternehmen und Käuferunternehmen am deutlichsten zu Tage treten. So beschäftigen sich zahlreiche Studien mit der Preisfindung im Akquisitionsprozess.⁴⁷³ Von hoher

⁴⁷³ zum Beispiel CAPRON/PISTRE (2002); CHECK ET AL. (2009); MARKETWATCH (2010).

Bedeutung ist auch die Bewertung des Verbundunternehmens auf dem Kapitalmarkt unmittelbar nach der Transaktion.⁴⁷⁴

Bedeutsam wird von den Autoren auch die **Integrationsphase** nach der Akquisition gesehen. Diese kann jedoch in der Regel nur im Rahmen einer longitudinalen Untersuchung analysiert werden. AHUJA/KATILA⁴⁷⁵ zeigen beispielsweise den Integrationserfolg von Unternehmen der Chemieindustrie auf, indem sie die Entwicklung der Innovationsrate und des Marktwertes über einen Zeitraum von 1960 bis 1991 untersuchten. MILLER zeigt anhand einer Untersuchung von 806 Firmen über den Zeitraum vom 1986 bis 1994, dass im F&E Bereich hohe Diversität branchenübergreifend zum finanziellen Akquisitionserfolg langfristig beiträgt.⁴⁷⁶

Die **Such- und Beurteilungsphase** der Akquisition wird zwar deutlich weniger häufig beleuchtet, die Studien liefern jedoch aus Principal Agent theoretischer Sicht interessante Erkenntnisse: PILLOFF/HANNAN untersuchen eine sehr große Stichprobe von 8.000 Unternehmen der Bankenbranche über einen Zeitraum von 1996 bis 2005. Sie beleuchten, welche Faktoren ein Zielunternehmen besitzen muss, um für ein Käuferunternehmen interessant zu sein. Sie zeigen, dass durch Akquisitionen tendenziell die Verwendung der Unternehmensressourcen, insbesondere das Management Know-how, verbessert wird.⁴⁷⁷ Damit stützt die Untersuchung die Differential Managerial Efficiency Hypothese.⁴⁷⁸

CHECK ET AL. betrachten die gleiche Problemstellung aus einer anderen Perspektive. Sie untersuchen die Übernahmewahrscheinlichkeit für Banken unter verschiedenen finanziellen Rahmenbedingungen an Hand einer kleinen Stichprobe von fünf Banken in 2004. Sie zeigen, dass Banken, die über hohe Einlagen im Verhältnis zum Kapi-

474 zum Beispiel BOUWMAN ET AL. (2009); AL-LAHAM ET AL. (2010); SETH ET AL. (2002).

475 Vgl. AHUJA/KATILA (2001).

476 Vgl. MILLER (2006).

477 Vgl. PILLOFF/HANNAN (2009).

478 Vgl. PENG (2006).

talwert verfügen, effizient wirtschaften und eine hohe Gesamtkapitalrendite (ROA) erzielen, potentielle Übernahmekandidaten darstellen. Für Übernahmen weniger attraktiv erscheinen dagegen Banken, die eine hohe Eigenkapitalrendite und ein hohes Einkommen erzielen, das nicht aus Zinserträgen resultiert.⁴⁷⁹

Die Gegenüberstellung dieser beiden Studien zeigt, dass **sowohl finanzielle Parameter als auch die von der Principal Agent Theorie beleuchteten Aspekte maßgebend für Akquisitionsentscheidungen sein können** und belegen die Relevanz des oben entwickelten Analysemodells.

2. Akquisitionsschwerpunkte nach Nationalität, Richtung und Branche

Aufgrund der statistischen Repräsentativität der hier durchgeführten Metastudie können aus der Auswertung der Studienstruktur auch Erkenntnisse zur Akquisitionstätigkeit in dem betrachteten Zeitraum (2000 bis 2010) gewonnen werden. Für die untersuchten Studien wurden Informationen zu Ausgangs- und Zielländern, dem Diversifikationsgrad und betroffenen Branchen ausgewertet.

Ausgangsland

Unten stehende Abbildung zeigt, welche Ausgangsländer in den jeweiligen Studien betrachtet wurden:

479 Vgl. CHECK ET AL. (2009).

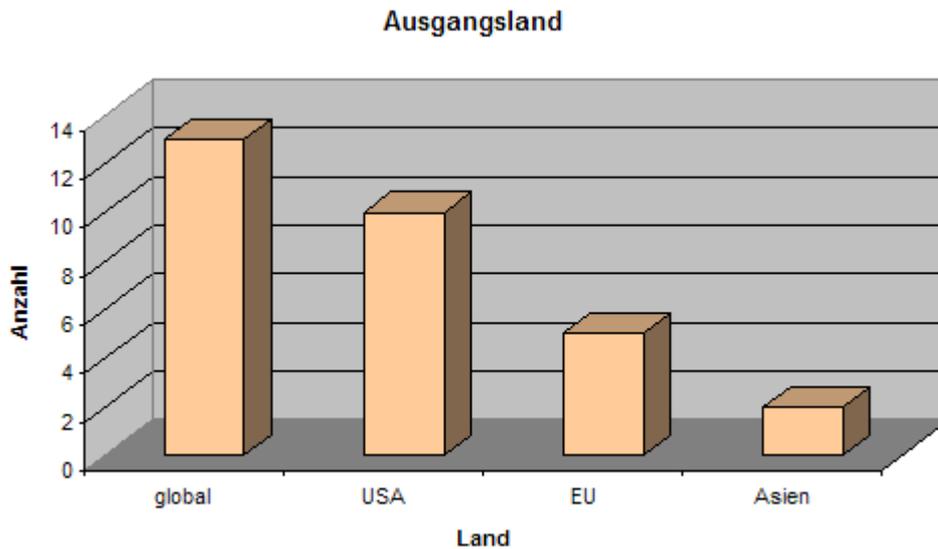


Abbildung 39: Ausgangsländer der M&A Aktivitäten

Die meisten Studien, vor allem solche, die auf eine größere Stichprobe von Unternehmen zurückgreifen, ziehen Unternehmen aus verschiedensten Ländern und global diversifizierte Konzerne für die Analyse heran. Insgesamt 17 Studien spezialisieren sich jedoch auf eine Ausgangsregion. Die meisten Untersuchungen fokussieren auf expandierende US-amerikanische Unternehmen. Vier Studien berücksichtigen hauptsächlich den europäischen Raum,⁴⁸⁰ zwei den asiatischen. Es zeigt sich, dass die Studien die Europa und Asien als Ausgangsland herausgreifen deutlich geringer in Umfang und Reichweite sind als die globalen und US amerikanischen Untersuchungen. Dies kann möglicherweise darauf zurückzuführen sein, dass im US amerikanischen Raum die akademische M&A Forschung bereits etablierter und erfahrener ist. Hierfür spricht auch, dass der überwiegende Teil der M&A Studien in englischer Sprache und in US amerikanischen Journals erschienen ist.

480 Vgl. HANDELSJOURNAL (2007); HOMBURG/BUCERIUS (2006); LEBENSMITTELPRAXIS (2007); MIROW (1996).

Zielland

Die in den Studien gemachten Angaben zu Zielländern sind teilweise wenig aussagekräftig, da einzelne Investmentkonzerne teilweise in mehrere Transaktionen in unterschiedlichen Nationen involviert sind und Zielunternehmen vor allem im Bankensektor häufig multinational agieren.

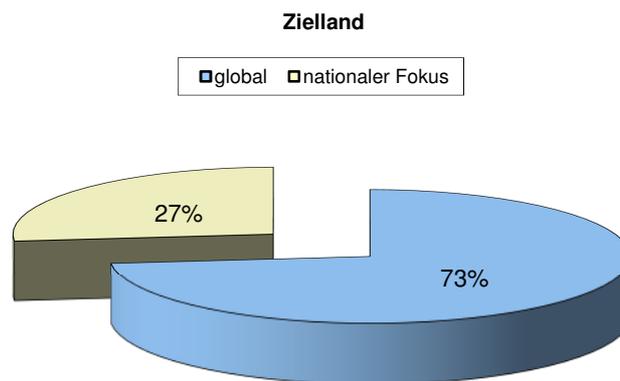


Abbildung 40: Zielländer der M&A Aktivitäten

Wie obige Abbildung zeigt, beschäftigt sich der überwiegende Teil der Studien undifferenziert mit internationalen Akquisitionen, lediglich ca. 27 Prozent der Untersuchungen konzentrieren sich auf eine konkrete Region als Zielbereich. Fokussierende Untersuchungen umfassen häufig nur einen oder wenige Zielkonzerne.⁴⁸¹

Branchenangaben und Diversifikationsgrad

Gut die Hälfte der Studien (17) konzentriert sich auf einzelne Branchen. Vor allem in weiter angelegten Untersuchungen fehlt häufig die exakte Branchenangabe.

⁴⁸¹ Vgl. Zum Beispiel FREEMAN ET AL. (2009); HANDELSJOURNAL (2007); SETH ET AL. (2002).

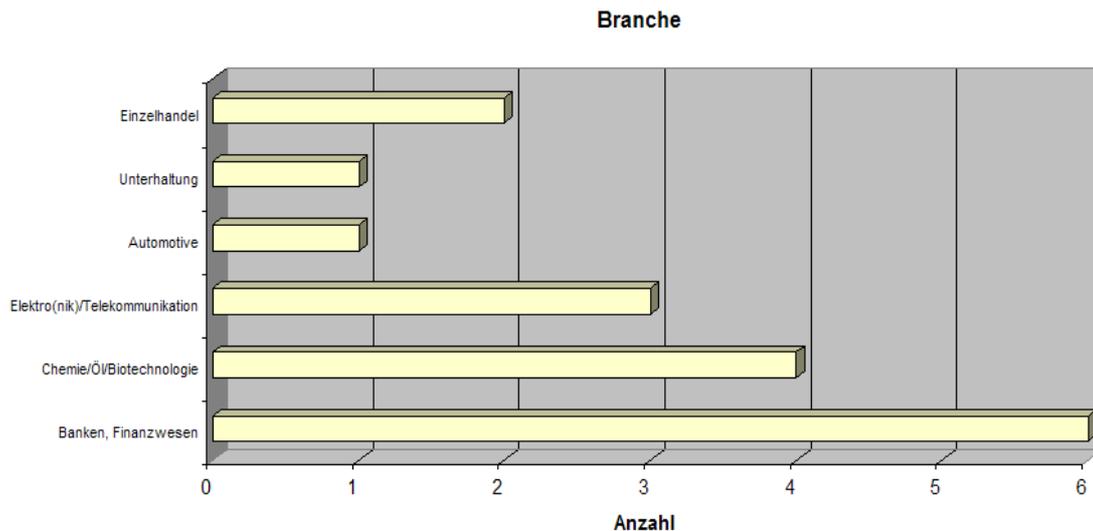


Abbildung 41: Branchen der M&A Aktivitäten

Wie obige Abbildung veranschaulicht wurden für die Bankenbranche die meisten Untersuchungen angestellt. Dies könnte auf die gute Vergleichbarkeit der Transaktionen aufgrund der Homogenität der Unternehmensstrukturen zurückzuführen sein. Von großem Interesse sind auch die Chemie/Öl und Biotechnologie Branche sowie Elektronik, Elektrotechnik und Telekommunikation, was in dem hohen branchenspezifischen Wachstum und der hohen Innovationsrate begründet sein könnte.

Branchenspezifische Untersuchungen beschäftigen sich definitionsgemäß nur mit im Sinne der Branchenspezifität horizontalen Akquisitionen. Obwohl bei vier weiteren Studien Angaben zur Branche fehlen, konzentrieren sich auch diese auf horizontale M&A Aktivitäten.⁴⁸² Insgesamt beschäftigen sich 21 Untersuchungen mit horizontalen M&As (im Sinne einer Branchengleichheit zwischen Käufer- und Zielunternehmen) und neun Studien mit konglomeraten, branchenübergreifenden Transaktionen. Dies zeigt folgende Abbildung:

482 CAPRON/PISTRE (2002); CORDING ET AL. (2008); HOMBURG/BUCERIUS (2006); FIELDS ET AL. (2007).

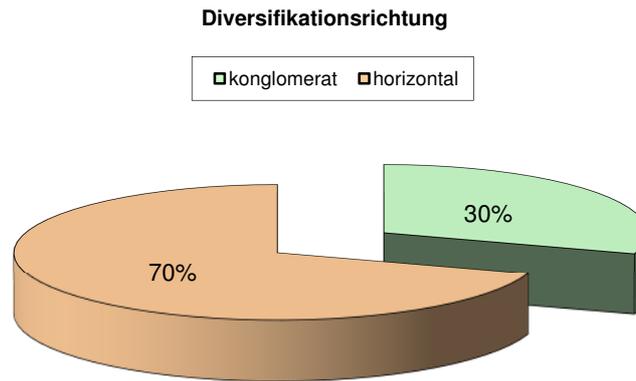


Abbildung 42: Untersuchungen nach Akquisitionsrichtung

Diese Auswertungen zeigen, dass durch die selektierte Stichprobe empirischer Studien ein breiter Raum der M&A Aktivitäten zwischen 2000 und 2010 abgedeckt wird. Es wurden Untersuchungen in den wesentlichen Wirtschaftsländern und Branchen erfasst und eine hohe Anzahl von insgesamt mindestens 10.000 Unternehmenskäufen berücksichtigt. Dies unterstreicht die Aussagekraft der durch das Analysemodell erzielten Ergebnisse.

B. Ergebnisse der Hauptkomponentenanalyse

Um das Analysemodell mit Werten zu hinterlegen wurde der Datensatz nach SPSS exportiert. Dort wurde zunächst eine Hauptkomponentenanalyse durchgeführt, um die Stärke des Einflusses der messbaren Parameter auf die latenten Größen zu ermitteln. Die Ergebnisse der Hauptkomponentenanalyse sind in **Anhang 2** dokumentiert.

1. Effektstärke der messbaren Variablen für Potentiale auf Umweltebene

Eine Analyse der Effektstärken im Hinblick auf **markt- und wettbewerbsbezogene Faktoren** ergibt, dass Expansionsbestrebungen, die Hoffnung auf Transaktionsge-

winne und das Ziel Macht und Prestige zu steigern gleichermaßen wichtige wahrgenommene Potentiale und damit Triebkräfte von Akquisitionen darstellen. Die Kommunalitäten-Tabelle zeigt, dass alle drei messbaren Parameter jeweils über 80 Prozent der Varianz mit der latenten Variable gemeinsam haben. Die Analyse aller drei Parameter ist wesentlich, um die latente Variable der umweltbezogenen Potentiale näher zu beschreiben. Das Scree Plott ist dem gemäß beinahe linear. Untergeordnete Faktoren fehlen.

Rotated Component Matrix für markt- und wettbewerbsbezogene Akquisitionspotentiale

	Component	
	1	2
Var3MachtPrestige	,932	-,112
Var1_expansion	,733	,519
Var2TAGewinn	,005	,961

Abbildung 43: Hauptkomponentenmatrix für markt- und wettbewerbsbezogene Akquisitionspotentiale

Der Faktor Macht und Prestige scheint noch auf eine andere Komponente zurückzuführen zu sein, als die finanziellen Triebkräfte. Dies kann damit zusammenhängen, dass Entscheidungen, die aus Macht- oder Prestige Gründen getroffen werden oft zu finanziellen Erwägungen im Widerspruch stehen beziehungsweise dass finanzielle Probleme vernachlässigt werden, um Macht- oder Prestigeinteressen des Managements zu vertreten.

Eine Hauptkomponentenanalyse der **makroökonomischen Risiken** zeigt, dass Währungs- und Zinsrisiken in den Studien die höchste Beachtung finden. Juristische Risiken sind von deutlich geringerer Bedeutung, werden jedoch deutlich wichtiger als

politische Risiken eingestuft. Letztere erklären, wie das Scree Plott zeigt, weniger als acht Prozent der Varianz der Werte. Die Komponentenmatrix zeigt, dass politische Risiken innerhalb der Studien offenbar in einem anderen Zusammenhang als juristische, Zins- und Währungsrisiken gesehen werden:

Rotated Component Matrix für makroökonomische Risiken

	Component	
	1	2
Var5curr risk	,890	,221
Var4Pori sk	-,632	,097
Var6intri sk	,333	,836
Var7_jurr isk	,449	-,680

Abbildung 44: Hauptkomponentenmatrix für makroökonomische Risiken

Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass die letztere Gruppe mit der Branche in der die Akquisition erfolgt, korreliert sind, während politische Risiken rein länder-spezifisch sind. So wären politische Unruhen etwa für fast alle Akquisitionen in Ost-europa problematisch. Zins- und Währungsrisiken würden hauptsächlich das produzierende Gewerbe betreffen, da diese im Finanzsektor leicht gehedgt werden können und der Umgang mit solchen Risiken dort zum Tagesgeschäft gehört.

2. Effektstärke der messbaren Variablen für Potentiale auf Unter-nehmensebene

Wie die Korrelationsanalyse für Synergien in Verkauf, Produktion, Investition und Management zeigt, bestehen zwischen den Teilsynergien keine signifikanten Korre-lationen. Alle vier Synergiearten sind in gleicher Weise relevant, um das wahrge-

nommene Akquisitionspotential auf Unternehmensebene zu erklären. Dies zeigt die Kommunalitäten-Tabelle, in der alle messbaren Parameter einen wesentlichen Anteil an der Varianz der latenten Variablen aufweisen.

Rotated Component Matrix für unternehmensbezogene Potentiale

	Component		
	1	2	3
Var11managsyn	,871	-,162	,156
Var10investsyn	,660	,414	-,288
Var9prdsyn	-,020	,937	,083
Var8salesyn	,020	,064	,961

Abbildung 45: Hauptkomponentenmatrix für unternehmensbezogene Potentiale

Wie aus der Komponentenanalyse zu erkennen ist, besteht ein inhaltlicher Zusammenhang zwischen Management- und Investitionssynergie. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass Akquisitionsentscheidungen, die mit Investitionspotentialen in Verbindung gebracht werden, hauptsächlich dann getroffen werden, wenn auch erwartet wird, dass im Managementbereich ein Zusammenwirken vorteilhaft ist. Gemeinsame Investitionen werden möglicherweise eher geplant, wenn im Management Eintracht herrscht.

Auch stehen Investitions- und Produktionssynergien in einem Zusammenhang, der allerdings schwächer ausgeprägt ist. Ursache hierfür kann sein, dass gerade im produzierenden Gewerbe Akquisitionsentscheidungen oft dann getroffen werden, wenn das Zielunternehmen bereits Investitionsprojekte in strategisch günstigen Bereichen plant oder eine strategisch günstige Ausgangsposition für Investitionen bietet, zum Beispiel Grundstücke, die sich für den Bau eines neuen Fabrikgeländes eignen.

3. Effektstärke der messbaren Variablen für finanziellen Erfolg

Eine Hauptkomponentenanalyse für die Indikatoren finanziellen Unternehmenserfolgs zeigt, dass eine positive, signifikante Korrelation zwischen dem Börsenwert und der Reduktion von Risiken besteht. Dieses Ergebnis steht im Widerspruch zum in *Kapitel III.A* diskutierten CAPM, welches davon ausgeht, dass steigende Renditen mit steigenden Risiken korreliert sind. Allerdings folgt das vorliegende Ergebnis der Logik eines Investors, dass in Titel, die eine geringe Standardabweichung der Renditen zeigen investiert werden sollte, weshalb die Kurse bei Verminderung des Risikos steigen. Alle drei Parameter des finanziellen Erfolgs sind in ähnlicher Weise relevant für die Erklärung der latenten Variable „finanzieller Erfolg“, wie die Kommunalitäten-Tabelle veranschaulicht. Der DCF ist allerdings von größter Bedeutung. Dies bestätigt die Argumentation zur Relevanz der Cash Flow Rechnung in *Kapitel III* dieser Arbeit.

Rotated Component Matrix für finanzielle Erfolgsgrößen

	Component	
	1	2
Var12stock	,890	,125
Var14risk	,890	-,127
Var13DCF	-,001	,994

Abbildung 46: Hauptkomponentenmatrix für finanzielle Erfolgsgrößen

Die oben erläuterte Hauptkomponentenanalyse lässt erkennen, dass Risiko und Aktienkursentwicklung auf einen gemeinsamen Faktor zurückzuführen sind, während der DCF noch von anderen Aspekten bestimmt wird. Dieses Ergebnis kann derart interpretiert werden, dass bei Akquisitionen eine Veränderung oder erwartete Erhöhung des DCF am Kapitalmarkt nicht immer unmittelbar zu einer Bewertungsveränderung führt.

4. Effektstärke der messbaren Variablen für Agency Kosten

Die Hauptkomponentenanalyse der Agency Kosten zeigt eine positive, doch nicht signifikante Korrelation zwischen Kontroll- und Integrationskosten. Die Zusammenhänge zwischen Motivations- und Kontroll- sowie Integrationskosten sind deutlich schwächer. Dies kann darauf zurückzuführen sein, dass gute Motivation der Mitarbeiter oder des Managements bei Akquisitionen als Ersatz für Integrationsbemühungen und Kontrollaufwendungen dienen kann.

Alle drei Aspekte sind, wie die Kommunalitäten-Analyse verdeutlicht, von etwa gleichwertiger Bedeutung für die Effektstärke der Agency Kosten. Das Scree Plot ist daher in etwa linear.

Rotated Component Matrix der Agency Kosten bei Akquisitionen

	Component	
	1	2
Var15contcost	,886	,186
Var17integcost	,884	-,193
Var16motivcost	-,003	,987

Abbildung 47: Hauptkomponentenmatrix der Agency Kosten bei Akquisitionen

Die Hauptkomponentenanalyse zeigt, dass ein enger Zusammenhang zwischen Kontroll- und Integrationskosten besteht, wohingegen hohe Motivationskosten auf andere Faktoren zurückzuführen sein können. Dies bestätigt die Erkenntnisse der Korrelationsanalyse und erlaubt zusätzliche Rückschlüsse auf die Akquisitionspraxis: Möglicherweise wird bei Akquisitionen entweder hoher Aufwand in Kontrolle und Integration gesteckt oder vermehrt in Motivation investiert. Welche Vorgehensweise vor-

teilhafter ist, ist aus der Hauptkomponentenanalyse alleine nicht ersichtlich. Hierüber kann die Korrelationsanalyse Aufschluss geben.

C. Korrelationsanalyse

Es wurde eine Korrelationsanalyse durchgeführt, um zu überprüfen, ob aus Studien über internationale Akquisitionen ein Zusammenhang zwischen den wahrgenommenen umweltbezogenen und unternehmensbezogenen Potentialen der Akquisition und den Erfolgsgrößen einer Akquisition besteht. Auf das entwickelte Analysemodell bezogen bedeutet dies, dass Korrelationen zwischen den Potentialparametern auf der linken Seite und den Erfolgsparametern auf der rechten Seite bestehen. Mittels der Ergebnisse können die unter *Kapitel IV.B.1* formulierten Hypothesen getestet werden.

In SPSS wurden mittels des aus der Kodierung resultierenden Datensatzes entsprechende Korrelationsanalysen durchgeführt. Die Ergebnisse wurden mittels Chi² Test auf Signifikanz getestet. In den folgenden Abbildungen werden statistisch signifikante Ergebnisse in blau und fett gedruckt dargestellt und mit durchgängigem Pfeil bebildert. Nicht signifikante Ergebnisse, bei denen der Korrelationskoeffizient betragsmäßig über 0,2 liegt, werden in den Abbildungen als gestrichelter Pfeil dargestellt.

1. Korrelation zwischen makroökonomischen Risiken und finanzwirtschaftlichem Erfolg (H1)

Aufgrund der Literaturanalyse in *Kapitel II* und *III* wurde ein signifikant negativer Zusammenhang zwischen makroökonomischen Risiken und dem finanzwirtschaftlichen Erfolg einer internationalen Akquisition vermutet.

H1 Korrelationskoeffizienten		Börsenwert Var12	DCF Var13	Risiko Var14
Politische Risiken	Var4	0,018	0,426	-0,03
Währungsrisiken	Var5	0,125	-0,074	-0,122
Zinsrisiken	Var6	-0,014	-0,238	0,081
Rechtliche Risiken	Var7	0,281	0,144	0,047

Abbildung 48: Korrelationsanalyse zu Hypothese H1

Wie die Korrelationsanalyse zeigt, kann diese Vermutung nicht bestätigt werden. Keine der untersuchten Korrelationen ist signifikant. Die Abbildung zeigt jedoch, dass erwartete Zinsrisiken tendenziell zu einer Verringerung des finanzwirtschaftlichen Erfolgs führen. Erwartete politische und rechtliche Risiken jedoch tragen tendenziell zu einer Steigerung von Discounted Cash Flow und Börsenwert bei.

Dieses Ergebnis kann darauf zurückzuführen sein, dass gegen politische und juristische Risiken gezielt Maßnahmen ergriffen werden können, wenn man sich im Management der Gefahren bewusst ist. So können etwa Verträge so ausgestaltet werden, dass interkulturelle Barrieren überwunden werden oder in der Produktion Ländervarianten entwickelt werden, die den Anforderungen im Zielland entsprechen. Zinsrisiken können zwar teilweise abgesichert werden, jedoch können verbleibende Restrisiken etwa aufgrund unterschiedlicher Laufzeiten oder unvollständiger Hedgingmöglichkeiten nicht ganz vermieden werden.

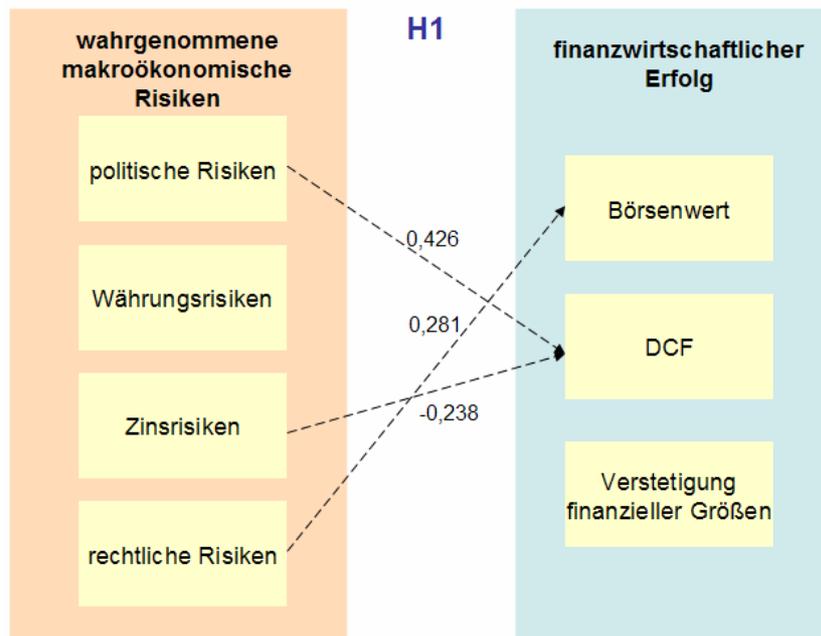


Abbildung 49: Überprüfung von Hypothese H1

Insgesamt scheint der Zusammenhang zwischen der Wahrnehmung von makroökonomischen Risiken und dem ermittelten finanziellen Erfolg der Akquisition eher untergeordnet zu sein. Dies ist möglicherweise darin begründet, dass makroökonomische Risiken das Charakteristikum jeder internationalen Akquisition sind und andere Erfolgsursachen von den Autoren als wesentlicher wahrgenommen wurden.

2. Korrelation zwischen makroökonomischen Risiken und Agency Kosten (H2)

Für diese Vermutung spricht, dass auch die Beziehung zwischen makroökonomischen Risiken und Agency Kosten relativ schwach ausgeprägt ist. Auch die Vermutung von H2 bestätigt sich damit nicht, wie die Korrelationsanalyse zeigt:

H2 Korrelationskoeffizienten		Kontrollk. Var15	Motivationsk. Var16	Integrationsk. Var17
Politische Risiken	Var4	-0,29	-0,141	-0,051
Währungsrisiken	Var5	0,16	0,129	0
Zinsrisiken	Var6	0,349	0,289	0,184
Rechtliche Risiken	Var7	-0,084	-0,081	-0,062

Abbildung 50: Korrelationsanalyse zu Hypothese H2

Den stärksten Einfluss haben erneut Zinsrisiken. Diese wirken sich schwach erhöhend auf Motivations- und Kontrollkosten aus. Politische Risiken stehen gar in schwach negativem Zusammenhang zu Kontrollkosten auf Unternehmensebene.

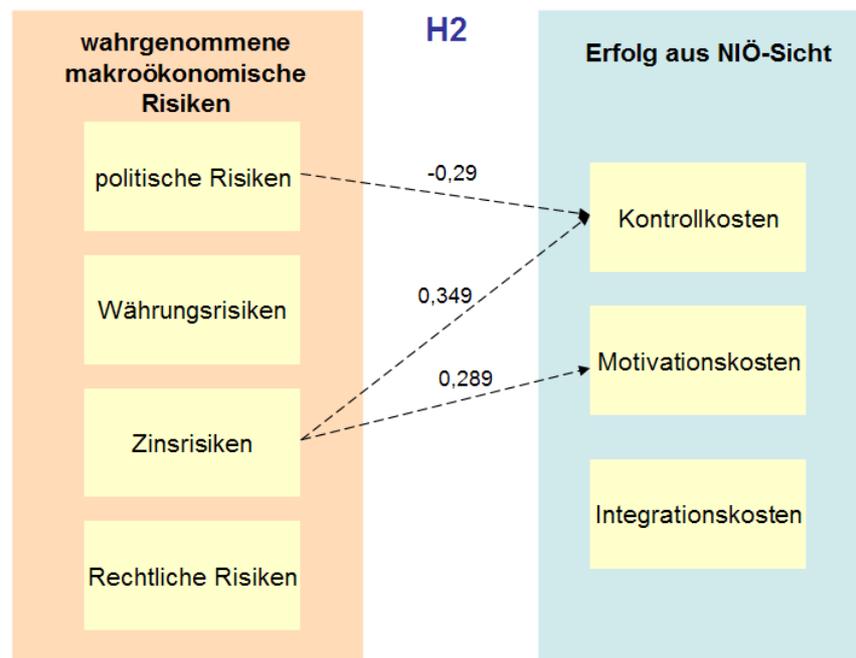


Abbildung 51: Überprüfung von Hypothese H2

Die Überprüfung von Hypothese 2 lässt darauf schließen, dass das in der Literatur⁴⁸³ mehrfach bestätigte Vorurteil, dass Internationalität aufgrund kultureller und gesamt-

483 Vgl. SIEBEN/SIELAFF (1989), S. 105 f. oder HOORMANN/STICHTENOTH (1997), S. 32.

wirtschaftlicher Barrieren den Akquisitionserfolg im Unternehmen schmälert, nicht zutreffend ist. Für die Kooperation auf Unternehmensebene sind wohl unternehmensbezogene Synergiepotentiale maßgebender als Effekte von außen.

3. Korrelation zwischen markt- und wettbewerbsbezogenen Potentialen und finanzwirtschaftlichem Erfolg (H3)

Mit dieser Vermutung korreliert, dass sich Hypothese H3 „es besteht kein signifikanter Zusammenhang zwischen wahrgenommenen markt- und wettbewerbsbedingten Akquisitionspotentialen und dem finanziellen Erfolgszuwachs des Verbundunternehmens“ bestätigt.

H3		Börsenwert	DCF	Risiko
Korrelationskoeffizienten		Var12	Var13	Var14
Expansion	Var1	0,141	0,363	0,222
TA-Gewinn	Var2	-0,063	0,159	0,066
Macht/Prestige	Var3	-0,367	0,36	0,014

Abbildung 52: Korrelationsanalyse zu Hypothese H3

Allerdings bestehen einige nicht signifikante Wechselbeziehungen: So erhöht sich tendenziell der Cash Flow und verstetigen sich die Renditen, wenn internationale Expansion die zentrale Triebkraft der Akquisition gewesen ist. Das Streben nach Macht oder Prestige als wahrgenommene Triebkraft der Akquisition hingegen führt zwar tendenziell zu einer Erhöhung des DCF, jedoch wird es an der Börse negativ reflektiert.

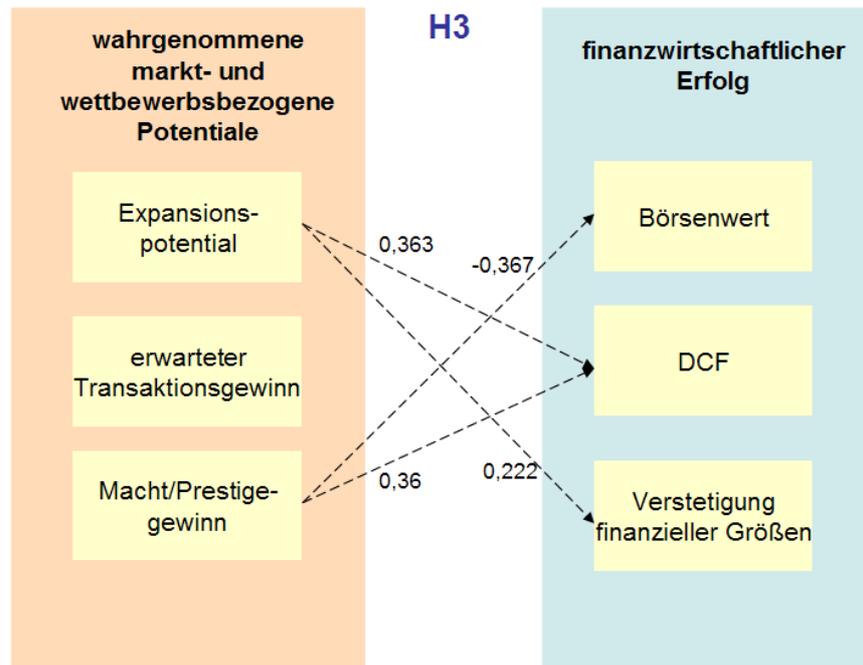


Abbildung 53: Überprüfung von Hypothese H3

Markt- oder wettbewerbsbezogene Akquisitionspotentiale reichen nicht aus, um einen finanziellen Akquisitionserfolg zu erreichen.

4. Korrelation zwischen markt- und wettbewerbsbedingten Potentialen und Agency Kosten (H4)

Auch der Zusammenhang zwischen wahrgenommenen markt- und wettbewerbsbezogenen Akquisitionspotentialen und Agency Kosten ist, wie in H4 vermutet, überwiegend nicht signifikant. Allerdings ergeben sich signifikante Werte, wenn ein kurzfristiger Transaktionsgewinn angestrebt wird.

H4		Kontrollk.	Motivationsk.	Integrationsk.
Korrelationskoeffizienten		Var15	Var16	Var17
Expansion	Var1	-0,056	-0,135	-0,215
TA-Gewinn	Var2	-0,481	-0,271	-0,496
Macht/Prestige	Var3	0,099	-0,122	0,196

Abbildung 54: Korrelationsanalyse zu Hypothese H4

Die Ursache hierfür liegt auf der Hand: Wenn von Anfang an beabsichtigt ist das Unternehmen kurzfristig weiter zu veräußern, wird eine Integration der Belegschaft nicht angestrebt. Daher fallen die (wahrgenommenen) Agency Kosten umso geringer aus, je bedeutender der erwartete kurzfristige Wiederveräußerungsgewinn ist.

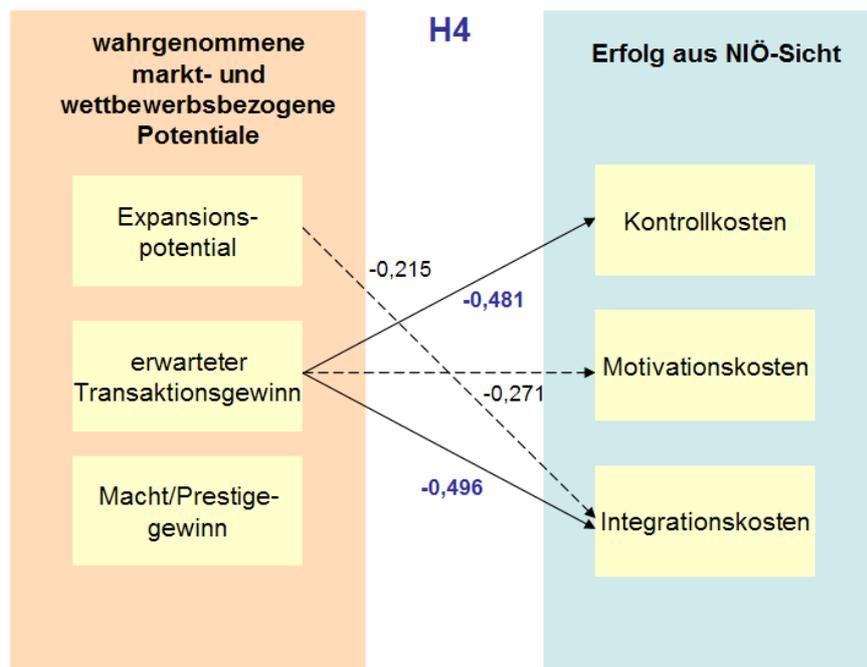


Abbildung 55: Überprüfung von Hypothese H4

Für auf lange Frist angelegte Akquisitionen bestätigt sich jedoch H4: Akquisitionen, die hauptsächlich durchgeführt werden, um Marktanteile zu gewinnen oder Wettbewerber auszustechen, sind nicht durch hohe Synergieeffekte im Unternehmen gekennzeichnet.

5. Korrelation zwischen unternehmensbezogenen Synergiepotentialen und finanzwirtschaftlichem Erfolg (H5)

Überraschenderweise wird auch Hypothese H5 durch die Korrelationsanalyse nicht bestätigt: Die Wahrnehmung von Synergiepotentialen auf Unternehmensebene führt zu keiner statistisch signifikanten Erhöhung des finanziellen Erfolgs der Akquisition:

H5 Korrelationskoeffizienten		Börsenwert Var12	DCF Var13	Risiko Var14
Verkaufssynergie	Var8	-0,095	0,225	0,053
Produktionssynergie	Var9	0,128	0,071	0,327
Investitionssynergie	Var10	0,167	-0,045	0,192
Managementsynergie	Var11	0,058	0,148	0,016

Abbildung 56: Korrelationsanalyse zu Hypothese H5

Ursache hierfür könnte sein, dass sich Synergiepotentiale erst langfristig in finanzwirtschaftlichen Ergebnissen bemerkbar machen. So wurde bereits in *Kapitel III.C.1* CHATTERJEE'S⁴⁸⁴ Argumentation, dass sich Synergien relativ unmittelbar in abnormalen Renditen zeigen, widerlegt.

Auch könnte die Betrachtung von „wahrgenommenen“ oder „erwarteten“ Synergien zum oben beschriebenen Ergebnis führen. Vielfach zeigen sich Synergien oder Disnergien erst in der praktischen Zusammenarbeit nach dem Unternehmenszusammenschluss. Motivation für die Akquisition waren möglicherweise markt- oder wettbewerbsbezogene Erwartungen. Dadurch könnte in der Metaanalyse der Zusammenhang zwischen „Synergiepotentialen“ und „messbaren Synergiewirkungen“ verloren gehen.

⁴⁸⁴ Vgl. CHATTERJEE (1986), S. 120.

Allerdings ergeben sich einige schwach positive Zusammenhänge zwischen den Parametern:

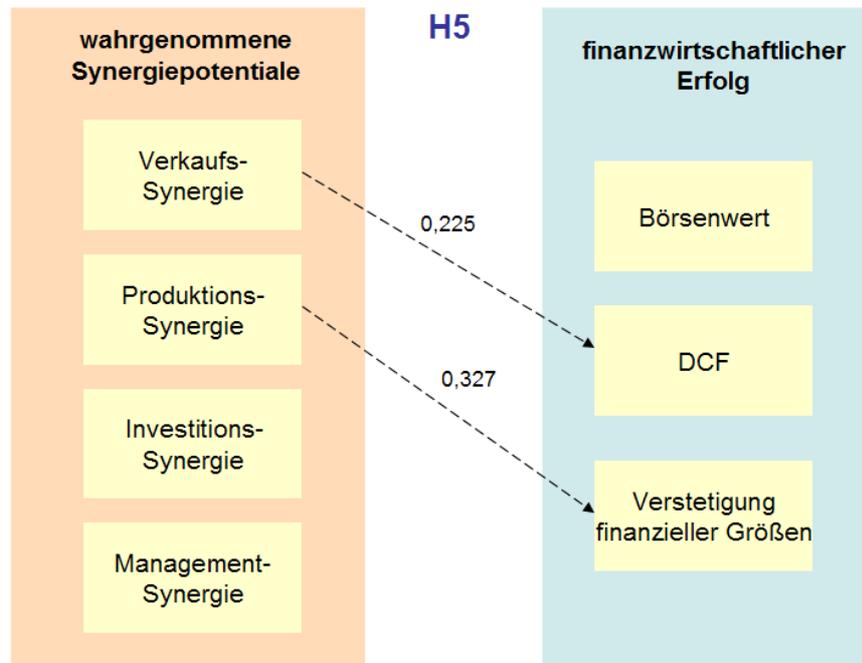


Abbildung 57: Überprüfung von Hypothese H5

Verkaufssynergien wirken sich tendenziell positiv auf den DCF aus. Produktionssynergien tragen eher zu einer Verstetigung von Cash Flow und Börsenkurs bei. Dies ist einsichtig, da Verkaufspotentiale sich unmittelbar in finanzielle Erfolge umsetzen lassen.

6. Korrelation zwischen unternehmensbezogenen Synergiepotentialen und Agency Kosten (H6)

Tendenziell bestätigt sich Hypothese H6: Wahrgenommene Synergiepotentiale führen zu einer Senkung der Agency Kosten der Akquisition. Das Umgekehrte gilt für Disergien. Fast alle Korrelationskoeffizienten zwischen Verkaufs-, Produktions- und Investitionssynergie und Agency Kosten-Größen sind schwach negativ. Ein signifi-

kanter Zusammenhang stellt sich nur zwischen Produktionssynergie und Kontrollkosten ein.

H6		Kontrollk. Var15	Motivationsk. Var16	Integrationsk. Var17
Korrelationskoeffizienten				
Verkaufssynergie	Var8	0,041	-0,269	-0,131
Produktionssynergie	Var9	-0,541	0,125	-0,097
Investitionssynergie	Var10	0,016	-0,012	-0,166
Managementsynergie	Var11	0,151	0,194	0,191

Abbildung 58: Korrelationsanalyse zu Hypothese H6

Ursache für diesen starken Zusammenhang kann sein, dass Kontrollkosten hauptsächlich in der Produktion wahrgenommen werden. Aufgrund des hohen Umfangs an standardisierten Arbeiten ist die Mitarbeiterkontrolle dort von besonders hoher Bedeutung. Synergiewirkungen zeigen sich daher verstärkt in einem Rückgang dieser Kosten.

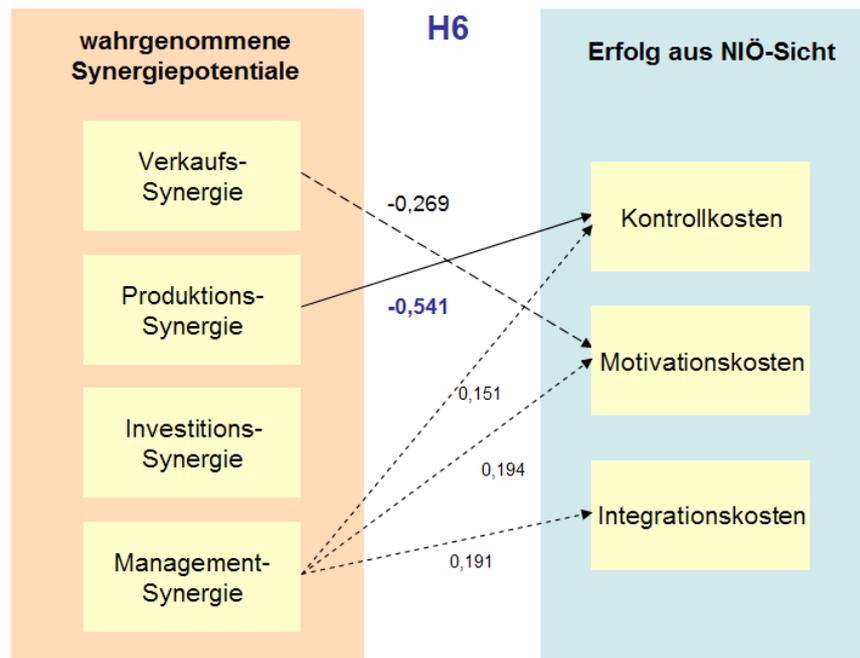


Abbildung 59: Überprüfung von Hypothese H6

Interessant ist, dass im Gegensatz zu den anderen beobachteten Synergieeffekten, der Zusammenhang zwischen wahrgenommenen Managementsynergien und Agency Kosten durchgehend schwach positiv ist: Wahrgenommene Managementsynergien führen tendenziell zu einer Erhöhung der Agency Kosten. Dies kann darauf zurückzuführen sein, dass Berichte über Akquisitionen meist aus der Perspektive des übernehmenden Unternehmens verfasst werden. Im Sinne der Managementtheorie erwartet das Management des Käuferunternehmens zwar positive Synergien in der Weise, dass es durch die Übernahme an Macht gewinnt, jedoch wird der Widerstand seitens des Managements des Zielunternehmens häufig unterschätzt. Dies äußert sich in der Beurteilung durch das Käuferunternehmen in hohen wahrgenommenen Agency Kosten auf Managementebene.

D. Konkretisierung des Analysemodells

Aufgrund der mittels Korrelationsanalyse gewonnenen Erkenntnisse kann das in *Kapitel IV.A.1* entwickelte Analysemodell für den Zusammenhang zwischen wahrgenommenen Potentialen einer internationalen Akquisition und dem dargestellten Akquisitionserfolg konkretisiert werden.

1. Analysemodell im Überblick

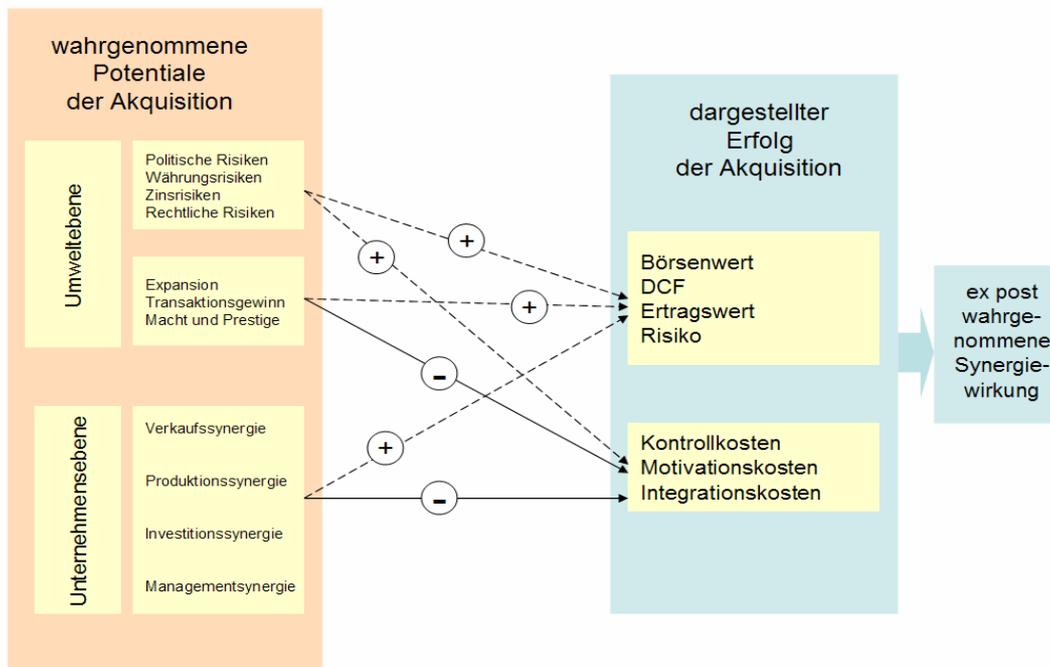


Abbildung 60: Konkretisiertes Analysemodell

Diese Zusammenhänge lassen sich wie folgt erklären und anhand einzelner empirischer Studien belegen:

a) Zusammenhang zwischen makroökonomischen Risiken und Transaktionserfolg

Zwischen makroökonomischen Risiken und dem dargestellten Akquisitionserfolg aus finanzwirtschaftlicher wie institutionenökonomischer Perspektive ergibt sich ein schwach positiver Zusammenhang. Dies zeigt, dass das **Bewusstsein für gesamtwirtschaftliche Probleme dem Erfolg einer Akquisition durchaus förderlich sein kann**. So zeigt die Studie von BOUWMAN/FULLER/NAIN wie bedeutsam die Einschätzung des Kapitalmarktumfeldes für die Gestaltung des Akquisitionsprozesses ist. Die Autoren zeigen empirisch, dass wenn eine Unternehmenstransaktion in der Phase hoher Marktbewertung erfolgt, der Aktienkurs des Zielunternehmens zunächst

stark nach oben getrieben wird, aber die spätere Kursentwicklung eher moderat bis abfallend verläuft. Ein Erwerb in schwachen Marktphasen führt tendenziell zum gegenteiligen Ergebnis: Die Akquisition wird anfänglich eher negativ aufgenommen, es kommt jedoch langfristig zu einer positiven Kursentwicklung.⁴⁸⁵

Daraus lässt sich der Schluss ziehen, einen **Unternehmenskauf wenn möglich eher in schwachen Marktphasen zu terminieren**. Internationale Akquisitionen können auch in einem schwierigen Umfeld erfolgreich sein, wenn makroökonomische Rahmenbedingungen gezielt in die Transaktionsplanung integriert werden.

b) Zusammenhang zwischen Markt- und Wettbewerbsumfeld und Transaktionserfolg

Die Wahrnehmung von markt- und wettbewerbsbezogenen Akquisitionspotentialen ist für den dargestellten finanzwirtschaftlichen Akquisitionserfolg tendenziell förderlich. Dies kann allerdings in der Perspektive des Managements begründet sein, welche wettbewerbsbezogene und machtpolitische Überlegungen durch eine positive Kommunikation des Ertragspotentials im Nachhinein rechtfertigt. Die kurzfristige Mitnahme von Transaktionsgewinnen ist mit Agency Kosten negativ korreliert, da bei kurzfristiger Weiterveräußerung der Integrationsbedarf sinkt.

JOPE/SCHIERECK/ZEIDLER untersuchen die Auswirkungen der Übernahmewelle im Bereich der Telekommunikations- und Medienindustrie zwischen 1980 und 1996 anhand von Event Studien. Es zeigte sich, dass die Mehrheit der übernehmenden Firmen von der Transaktion nicht profitieren, was sich durch die Verschlechterung der Ertragssituation unmittelbar nach der Transaktion messen lässt. Die Autoren führen dies auf eine Überschätzung der erwarteten Synergiewirkungen sowie auf die Unterschätzung von mit der Transaktion verbundenen Agency Kosten zurück.⁴⁸⁶ Die Ergebnisse können als Bestätigung der „Management –Hybris“ Hypothese verstan-

485 Vgl. BOUWMAN/FULLER/NAIN (2009).

486 Vgl. JOPE/SCHIERECK/ZEIDLER (2010).

den werden:⁴⁸⁷ Das Management des übernehmenden Unternehmens überschätzt seine Fähigkeiten, strebt danach seinen Machtanspruch durch die Transaktion zu erhöhen und vernachlässigt Schwierigkeiten, die sich für die Unternehmen ergeben können.

Die Studie bestätigt somit die Beobachtung des Analysemodells, dass eine Senkung von Transaktions- und Agency Kosten durch eine Unternehmensakquisition nur realisierbar erscheint, wenn Synergieeffekte implementiert werden. Managementinteressen können der objektiven Wahrnehmung von Synergiepotentialen hinderlich sein.

c) Zusammenhang zwischen wahrgenommenen Synergien und Transaktionserfolg
Bedeutender als Potentiale auf Umweltebene erweisen sich **wahrgenommene unternehmensbezogene Synergien. Diese wirken schwach steigernd auf finanzwirtschaftliche Erfolgsgrößen und senken Agency Kosten signifikant.** Dies konnte vor allem für Synergien im Produktionsbereich nachgewiesen werden. Management-synergiepotentiale wirken sich jedoch auf Agency Kosten eher negativ aus.

Für diese anhand des Analysemodells entwickelte These finden sich Belege in der qualitativen Studie von GRAEBNER in 12 Unternehmen der Computerbranche.⁴⁸⁸ Die Analyse erfolgte anhand geführter Interviews und der Auswertung von unternehmensinternen Korrespondenzen. Anhand der Daten wurde das im Akquisitionsprozess zwischen den Verhandlungsparteien bestehende Vertrauensverhältnis untersucht und nach standardisierten Kriterien ausgewertet. GRAEBNER zeigt, dass das wahrgenommene Maß an Informationsasymmetrie zwischen Käufer und Verkäufer im Zuge des Verhandlungsprozesses zunimmt. Umfang und Intensität der Täuschungsversuche des Agenten (Verkäufers) ist umso stärker ausgeprägt je geringer das Ver-

487 Vgl. JOPE/SCHIERECK/ZEIDLER (2010), S. 378.

488 Vgl. GRAEBNER (2009).

trauensverhältnis zwischen den Parteien ist. Sie zeigt, dass gerade systematische Screening und Monitoring Aktivitäten der Käuferseite oft das Vertrauensverhältnis schwächen und es so zu verstärkten Täuschungsversuchen kommt.⁴⁸⁹

Vertrauensvolle Kooperation im Übernahmeprozess ist somit der Erkennung und Realisierung von Synergiepotentialen und so dem wirtschaftlichen Akquisitionserfolg förderlich.

Welche Schlussfolgerungen für die erfolgreiche Implementierung von Synergiepotentialen bei zukünftigen Unternehmensakquisitionen können aus diesen Erkenntnissen gezogen werden?

2. Folgerungen für die Analyse von Synergiepotentialen bei internationalen Akquisitionen

Die Ergebnisse der Arbeit sind aus zweierlei Perspektiven interessant:

- a. für die grundsätzliche Einschätzung der wirtschaftlichen Erfolgsaussichten internationaler Akquisitionen und
- b. die Gestaltung internationaler Akquisitionen durch übernahmewillige Unternehmen

Markt- und wettbewerbsbezogene Faktoren

Die Hauptkomponentenanalyse hat gezeigt, dass Macht- und Prestigeüberlegungen bei internationalen Akquisitionen eine ähnlich wesentliche Rolle wie Expansionsinteressen oder die Realisierung kurzfristiger Transaktionsgewinne spielen. Allerdings sind Macht- und Prestigeüberlegungen auf andere Faktoren zurückzuführen als die anderen Zielsetzungen. Zudem stehen Macht- und Prestigeaspekte in negativem Zusammenhang mit der aus der Transaktion resultierenden Veränderung des Börsenwertes.

⁴⁸⁹ Vgl. GRAEBNER (2009), S. 442.

SHLEIFER/VISHNY zeigen, dass im Zuge von Unternehmenstransaktionen vielfach ein erheblicher Anteil des Effizienzgewinnes, der sich durch die Transaktion ergeben würde, nicht den Anteilseignern des Unternehmens, sondern anderen Stakeholder Gruppen zukommt und sich nicht Unternehmenswert steigernd auswirkt. Dies kann auf das opportunistische Handeln des Managements zurückgeführt werden.⁴⁹⁰

Wird eine Akquisition aus Shareholder Value Gesichtspunkten geplant, so kann die Interessensvertretung der Eigentümer die Aussicht auf einen Akquisitionserfolg dadurch erhöhen, dass **Macht- und Prestigeinteressen außen vor bleiben**. Dies kann dadurch geschehen, dass solche Erwägungen mit dem Management explizit diskutiert werden und ein Ranking potentieller Übernahmekandidaten auch unter dem Gesichtspunkt „Macht/Prestigeerwerb für das Management“ erfolgt.

Makroökonomische Risiken

Zins- und Währungsrisiken werden, wie die bestehende Literatur zeigt, als sehr bedeutsam eingestuft, wohingegen politische und rechtliche Risiken weniger Beachtung finden (*Kapitel V.A.1*). Die Korrelationsanalyse zeigt, dass die Wahrnehmung politischer und rechtlicher Risiken sogar schwach positiv mit dem finanzwirtschaftlichen Erfolg der Akquisitionen korreliert ist. Dies lässt darauf schließen, dass sich in der Akquisitionspraxis **politische und juristische Unwägbarkeiten als bewältigbar erweisen, wenn Energie in die Entwicklung von Absicherungsmechanismen gesteckt wird**.

Unternehmen, die eine internationale Akquisition planen, sollten daher auch vor risikoreicheren Vorhaben in noch wenig erschlossenen Ländern nicht grundsätzlich zurückschrecken, sondern den neuen Markt zunächst differenziert, möglichst in Zusammenarbeit mit Experten vor Ort genau erkunden. Diese These bestätigt die Studie von ZAHRA/IRELAND/HITT: Sie erkunden das Expansionsverhalten von Unternehmen auf jungen Technologiemarkten (new venture firms). Die Autoren zeigen, dass zwi-

490 Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1988), S. 17.

schen dem Maß internationaler Diversifikation der Firmen und der Fähigkeit technologisches Know-how zu entwickeln ein positiver Zusammenhang besteht.⁴⁹¹

Durch die enge Zusammenarbeit mit Behörden und die Entwicklung angepasster juristischer Mechanismen sowie die vertrauensvolle Zusammenarbeit mit internationalen Partnern kann es gelingen eine Vorreiterposition in neuen Märkten aufzubauen. Um Währungs- und Zinsrisiken abzusichern, empfiehlt sich der Aufbau monetärer Hedge-Positionen zur Verstärkung der natürlichen Hedges, die sich aus dem internationalen Engagement ergeben.⁴⁹²

Synergiepotentiale auf Unternehmensebene

Wie die Hauptkomponentenanalyse zeigt, sind die vier erfassten Synergiepotentiale auf Unternehmensebene auf mindestens drei Hauptkomponenten zurückzuführen. Dies bedeutet, dass die den Synergien zugrunde liegenden Faktoren relativ verschiedenartig sind. Die Korrelationsanalyse zeigt, dass zwischen den wahrgenommenen Synergiepotentialen und dem realisierten finanzwirtschaftlichen Erfolg ein äußerst schwacher Zusammenhang besteht. Erhoffte Synergieeffekte werden in der Praxis meist nicht realisiert. Ein Grund hierfür kann in der vielfach zu wenig differenziert ablaufenden Analyse von Synergieerwartungen liegen. Wie die Literaturanalyse gezeigt hat, ist folgendes Vorgehen geeignet, um Synergieerwartungen auch realisierbar zu machen:

Im Vorfeld einer Akquisition ist es vorteilhaft, wenn die einzelnen Prozessbeteiligten ihre Erwartungen an unternehmensbezogene Synergien schriftlich spezifizie-

491 Vgl. ZAHRA/IRELAND/HITT (2000), S. 928 f.

492 Vgl. ÖSTERLE (2003), S. 490.

ren⁴⁹³ und dabei sowohl mögliche Synergien als auch Disergien herausgearbeitet werden.⁴⁹⁴

Auch kann der Unternehmenswert bei unveränderter Fortführung und der Wert der Synergieeffekte gesondert ermittelt werden.⁴⁹⁵ Dieses Vorgehen forciert eine „intensive gedankliche Durchdringung und Auseinandersetzung mit den Annahmen, Prämissen sowie den zukünftigen Prognosen der positiven wie negativen Synergien“.⁴⁹⁶

Die Synergiewirkungen und deren Interdependenzen können besser verstanden werden, wenn sie nach Teilbereichen, zum Beispiel Verkaufs-, Produktions-, Investitions- und managementspezifische Synergien gegliedert und auf verschiedenen Hierarchiestufen diskutiert werden. Dabei kann es hilfreich sein den Wertbeitrag der Einzelsynergien auch quantitativ zu ermitteln. Stufenweise ist es dann möglich die Wertermittlung jedes einzelnen Effektes zum Wertansatz insgesamt zusammenzuführen.⁴⁹⁷

Eine vergleichende Analyse von Synergiepotentialen für verschiedene alternative Übernahmekandidaten ermöglicht es, die wahrgenommene Vorteilhaftigkeit der jeweiligen Transaktionen zu quantifizieren und in eine Reihenfolge zu bringen.

Ein zeitlicher Rahmen, innerhalb dessen einzelne Synergieeffekte erreicht werden sollen, hilft Fehlerwartungen an den Umsetzungszeitraum vorzubeugen. Die Fristigkeit der Synergiepotentiale bezieht sich dabei auf den Zeitraum nach Abschluss der Transaktion, der benötigt wird, um die Synergien mit finanzwirtschaftlichen Auswirkungen zu realisieren. Als zeitliche Grenze für die Differenzierung zwischen kurz-

493 Vgl. zum Beispiel CHATTERJEE (1986), S. 121.

494 Vgl. FUNK/SIGLE (1993), S. 156.

495 Vgl. WEBER (1991), S. 100.

496 WEBER (1991), S. 100.

497 WELGE (1976), Sp. 3808.

fristigen und langfristigen Synergien wird in der Literatur der Zeitraum von einem Jahr genannt.⁴⁹⁸

Nach der Akquisition gilt es die Erreichung der beschriebenen Synergieziele regelmäßig zu überprüfen.

GÄLWEILER zeigt, dass nach Funktionsbereichen und Tätigkeiten gegliederte Checklisten hilfreich bei der Bewertung von Synergiepotentialen sind. Sie lassen Synergien vorerst qualitativ identifizierbar und schließlich über die dadurch einzusparenden Mengen und Zeiten bewertbar werden.⁴⁹⁹

Ein Mittel, um diesen Bewertungsprozess vor und nach der Akquisition zu implementieren kann zum Beispiel die Balanced Scorecard sein,⁵⁰⁰ welche finanzielle und nicht finanzielle Größen integriert.⁵⁰¹ Ihre Aufgabe ist es, innerhalb einer Periode die Ergebnisse von Entscheidungen innerhalb des agierenden Unternehmens aus unterschiedlichen Sichtweisen auf verschiedenen Hierarchien zu dokumentieren.⁵⁰² Durch die Zusammenarbeit zwischen dem Management und jedem einzelnen Mitarbeiter gelangt man mittels der Balanced Scorecard zu einer erfolgreichen Strategieumsetzung.

Die folgende Abbildung zeigt die Integration der vier verschiedenen Sichtweisen einer Integration in der Folge einer Akquisition:

498 Vgl. EHRENSBERGER (1993), S. 96.

499 Vgl. GÄLWEILER (1989), Sp. 1942.

500 Vgl. JANSEN (2008), S. 331.

501 Vgl. KAPLAN/NORTON (1997), S. 8 f.

502 Vgl. JANSEN/PICOT/SCHIERECK (2001), S. 20.

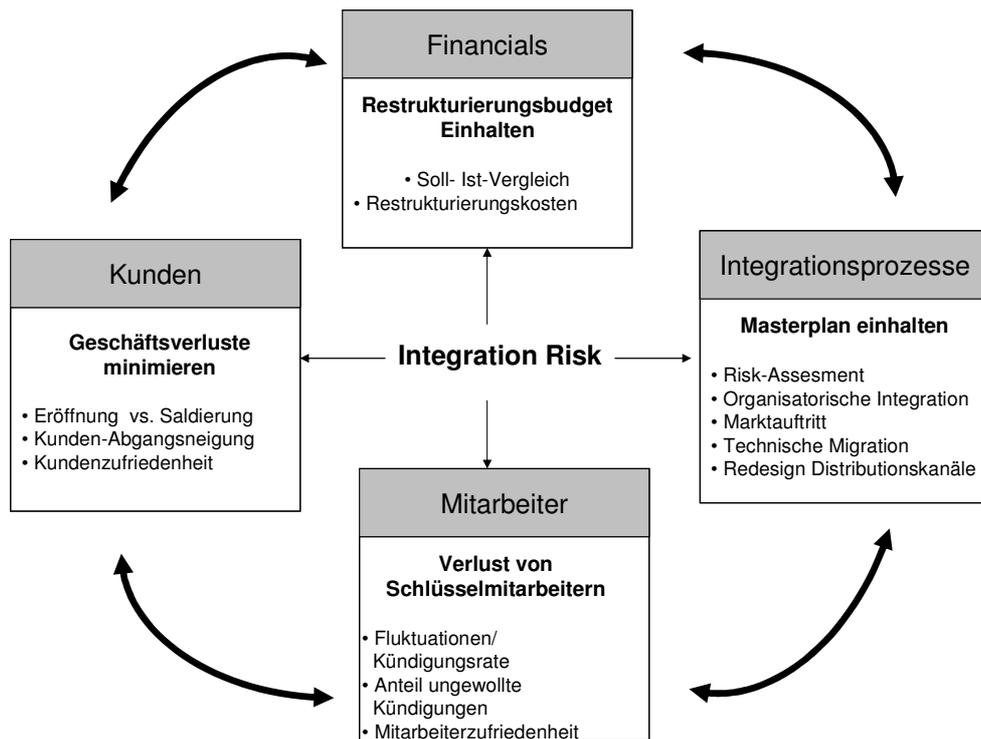


Abbildung 61: Balanced Scorecard Integration
(in Anlehnung an HEINE, 2003, S. 214)

Agency Kosten

Die Balanced Scorecard stellt ein mögliches Mittel dar, um Agency Kosten zu senken. Die Einbindung der Mitarbeiter in den Integrationsprozess führt zu einer Motivationssteigerung.

Die Hauptkomponentenanalyse hat gezeigt, dass **bei internationalen Akquisitionen sowohl Motivations- als auch Kontroll- und Integrationskosten erfolgsrelevant** sind. Während eine enge Faktor-Beziehung zwischen Kontroll- und Integrationskosten besteht, werden Motivationskosten noch durch andere Aspekte bestimmt.

Die Balanced Scorecard kann dazu beitragen Kontroll-, Integrations- und Motivationsaufwand zu bündeln und damit zu einer Agency Kostenreduktion bei Akquisitionen führen. Gerade zur Bewertung von immateriellen Werten, beispielsweise Syner-

gieeffekten, die sich durch eine Transaktion ergeben, ist die Balanced Scorecard ein geeignetes Werkzeug. Sie stellt eine Brücke zwischen der wahrgenommenen Synergiewirkung auf Mitarbeiterebene und der finanziellen Bewertung von Synergieeffekten auf Strategieebene dar.⁵⁰³

Wie die Korrelationsanalyse ergibt, werden **bei Transaktionen, die hauptsächlich auf einen kurzfristigen Transaktionsgewinn abzielen, kaum Agency Kosten wahrgenommen**. Dies ist vermutlich darauf zurückzuführen, dass eine Integration der Unternehmenskulturen in diesem Fall gar nicht angestrebt wird. Jedoch kann die Kooperation von Mitarbeitern des Zielunternehmens auch kurzfristig den Unternehmenswert beeinflussen. Auch bei Transaktionen, die unmittelbar mit Wiederverkaufsabsicht geplant werden, ist eine Einbindung aller Mitarbeiter in den Prozess förderlich, zusätzlich zur Analyse der Entwicklung der Agency Kosten. So kann der Wiederverkaufspreis des Zielunternehmens gesteigert und zugleich das Unternehmen stabilisiert werden.⁵⁰⁴

JANSEN'S Integrationsmodell zeigt die enge Verflechtung finanzieller und institutionenökonomischer Kostengrößen im Integrationsprozess:

503 Vgl. KAPLAN/NORTON (2001), S. 88 f.

504 Vgl. BIRKINSHAW/BRESMAN/HAKANSON (2002), S. 397-401.

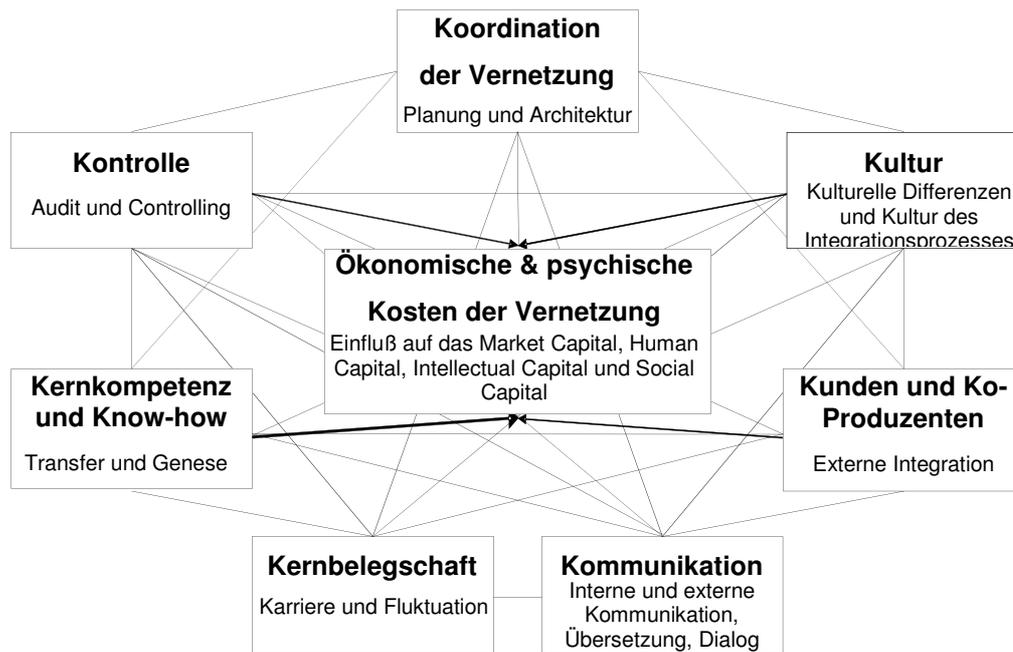


Abbildung 62: Jansens Integrationsmodell

(Quelle: JANSEN, 2008, S. 322)

Finanzwirtschaftliche Erfolgsgrößen

Die Hauptkomponentenanalyse der drei betrachteten finanziellen Erfolgsparameter - Börsenwert, DCF und Standardabweichung finanzieller Größen - zeigt, dass die Entwicklung von Börsenkurs und Risikoentwicklung auf die gleichen Faktoren zurückzuführen ist, während die Entwicklung des DCF auf anderen Ursachen beruht. (Kapitel V.A.3) Die Korrelationsanalyse belegt, dass politische und Zinsrisiken hauptsächlich den DCF beeinflussen, während sich juristische Risiken hauptsächlich auf den Börsenwert auswirken. (Kapitel V.B.1) Die Hoffnung auf Macht- und Prestige-Gewinn beeinflusst den Börsenwert negativ, den DCF hingegen positiv. Erwartetes Expansionspotential ist mit dem DCF positiv korreliert. Synergiewirkungen beeinflussen hauptsächlich den DCF.

Dies zeigt, dass die **Reflexion des Unternehmenswertes bei Akquisitionen am Markt nicht mit der tatsächlichen Wertentwicklung korreliert**. Das könnte dar-

auf zurückzuführen sein, dass der Kapitalmarkt durch die spekulative Antizipation zukünftiger Potentiale dominiert wird und diese nicht immer realistisch ist. JEMISON/SITKIN erläutern, dass sich die Synergiepotentiale einer Akquisition vielfach nicht unmittelbar nach Abschluss der Transaktion zeigen, sondern sich aufgrund von strategischem und organisationalem Zusammenwachsen erst schrittweise im Integrationsprozess ergeben. Ursache hierfür ist, dass ein hohes Maß an technologischer Komplexität und überkommene Rollenmuster in beiden Unternehmen zunächst hohen Abstimmungsaufwand bedingen. Die Entfaltung von Synergien ist somit erst in der Post-Merger Phase gewährleistet.⁵⁰⁵

Bei der Planung einer Akquisition werden daher übertriebene Hoffnungen auf eine positive Marktbewertung oft enttäuscht. Wesentlicher ist jedoch die langfristige Wertentwicklung des Unternehmens. Der Akquisitionserfolg kann nicht immer nach der Börsenwertentwicklung bemessen werden. Um den DCF langfristig positiv zu beeinflussen, ist es wesentlich das Expansionspotential und die Synergiewirkungen realistisch einzuschätzen. Synergien und damit langfristige Unternehmenswertsteigerung können besser realisiert werden, wenn eine effiziente Post-Merger-Integration erfolgt und somit Agency Kosten minimiert werden.⁵⁰⁶

E. Ausblick

Das Ergebnis der vorliegenden Studie zeigt, dass der Erfolg von internationalen Akquisitionen ein ganzheitliches Konstrukt darstellt. Makroökonomische Faktoren, Markt- und Umweltbedingungen wirken mit wahrgenommenen Synergiepotentialen zusammen. Hilfreich ist es daher, die finanzwirtschaftliche Bewertung um eine institutionenökonomische Betrachtungsweise zu ergänzen, um den Synergieerfolg einer Akquisition zu bewerten. Viele Potentiale internationaler Akquisitionen zeigen

505 Vgl. JEMISON/SITKIN (1986), S. 146-150.

506 Vgl. SHELANSKI/KLEIN (1995), S. 352.

sich erst langfristig nach Abschluss der Integrationsphase. Eine Beurteilung der Erfolgchancen einer Akquisition kann in der Regel nur fallspezifisch nach Analyse aller möglichen Synergieparameter erfolgen. So lässt die vorliegende Untersuchung noch einige Fragen offen, die Gegenstand weiterer wissenschaftlicher Forschung werden können.

1. Grenzen der Betrachtung

Grundlage für die vorliegende Untersuchung waren 30 aus einer Datenbank mit einer Stichwortkombination zufällig ausgewählte empirische Studien zu Synergiepotentialen bei Akquisitionen. Zwar ist das Ergebnis der Betrachtung mit hoher Wahrscheinlichkeit statistisch signifikant in Bezug auf diese Vorselektion, eine geringfügige Veränderung der Selektionskriterien kann jedoch andere Studien zu einem gleichartigen Themenbereich liefern, die völlig andere Informationen beinhalten. Letztendliche Gewissheit über das Zutreffen der gewonnenen Erkenntnisse wird man erst gewinnen, wenn mehrere Datenbanken mittels unterschiedlicher Stichwörter durchsucht werden und eine entsprechend größere Anzahl an Studien analysiert wird.

Eine größere Datenmenge kann dann zum Beispiel länder- oder branchenspezifisch und zeitbezogen vorsortiert werden. Die Bedingungen für Akquisitionen variieren stark in Abhängigkeit von der Unternehmensbranche und dem Zielland. Auch haben sich die Rahmenbedingungen der Akquisition innerhalb der letzten zehn Jahre stark gewandelt. Hierzu wird auf *Kapitel II.B.* verwiesen. Die Gleichbehandlung verschiedenster Studien im Rahmen der Metaanalyse kann die Validität der Ergebnisse beeinträchtigen.

Zudem erfordert die Durchführung einer Metaanalyse größeren Umfangs wahrscheinlich die Überarbeitung des Analysemodells. Bereits bei der verwendeten vergleichsweise kleinen Stichprobe hat die Hauptkomponentenanalyse Hinweise geliefert, dass nicht alle in einer Gruppe zusammengeführten Parameter auf die gleichen

Faktoren zurückgeführt werden können. Gegebenenfalls müssen für Potentiale und Erfolgskategorien weitere Untergruppen gebildet werden, um eine höhere Anzahl statistisch signifikanter Aussagen zu erhalten.

2. Weiterer Forschungsbedarf

Die folgenden Fragen bilden Ansatzpunkte für die zukünftige Forschung:

Wie die Hauptkomponentenanalyse zeigt, werden in der wissenschaftlichen Literatur die markt- und wettbewerbsbezogenen Akquisitionsziele Expansion, kurzfristiger Transaktionsgewinn und Macht- oder Prestigeüberlegungen als gleichermaßen bedeutsam eingestuft (*Kapitel V.A.1*). Allerdings werden zwischen diesen Motiven und dem finanzwirtschaftlichen Unternehmenserfolg fast keine Korrelationen festgestellt. (Hypothese H3 in *Kapitel V.B.3*) Dies überrascht, da das Kernziel von internationaler Expansion in der Regel eine Steigerung oder die langfristige Sicherung des Unternehmensgewinns ist. Offen bleibt somit, welche der oben genannten Faktoren den finanziellen Akquisitionserfolg beeinflussen und ob gegenläufige Tendenzen bestehen.

Die unternehmensbezogenen Synergiepotentiale können laut Hauptkomponentenanalyse auf mindestens drei Einflussgrößen zurückgeführt werden. Dies kann bedeuten, dass weitere Synergiepotentiale vorliegen, die differenziert betrachtet werden müssen. Das können etwa Entwicklungssynergien oder Know-how Synergien sein, welche unter Managementsynergie berücksichtigt werden. Investitionssynergie kann sich auf Anlagen- oder Forschungsinvestitionen beziehen. Die branchen- und länder-spezifische Kategorisierung von Synergiepotentialen bei Akquisitionen könnte Gegenstand weiterer Forschungsarbeiten sein.

Das gleiche gilt für die Erfolgsgrößen: Der Parameter „Standardabweichung des Unternehmenswertes beziehungsweise des Börsenkurses“ steht in engem Zusammenhang mit der Börsenwertentwicklung, jedoch nicht mit der DCF Entwicklung.

Ein interessantes Thema für zukünftige Arbeiten ist, das finanzielle Risikomaß speziell auf einzelne Erfolgsgrößen zu beziehen. Ebenso sollte eine weitere Aufspaltung der Agency Kosten erfolgen. Hier besteht eine enge Beziehung zwischen Kontroll- und Integrationskosten, wohingegen Motivationskosten durch andere Faktoren beeinflusst werden.

Verbesserungen bei der Modellbildung führen gegebenenfalls zu signifikanteren Ergebnissen der Korrelationsanalyse. So erscheint es aufgrund praktischer Erfahrung ungewöhnlich, dass zwischen makroökonomischen Risiken und finanziellem Erfolg nur schwache Korrelationen bestehen. Auch ist zu erwarten, dass unternehmensbezogene Synergien den Akquisitionserfolg beeinflussen. Diese Ergebnisse sollten im Rahmen weiterer Forschung überprüft werden.

Die hohe Individualität internationaler Transaktionen erschwert, im Rahmen einer einzelnen und im Umfang begrenzten metaanalytischen Arbeit, die Gewinnung abschließender und eindeutiger Erkenntnisse. Ein verstärktes Zusammenwirken von Wirtschaft und universitärer Forschung ist erforderlich, um die Synergiewirkungen internationaler Akquisitionen zu systematisieren und die Erkenntnisse für interessierte Unternehmen nutzbar zu machen.

Anhang

Anhang 1: Kodierung der Studien (Excel)

Dataset No	Var1 Expansion	Var2 TAGewinn	Var3 Macht Prestige	Var4 Polrisk	Var5 Currisk	Var6 Intrisk
1	2,00	1,00	3,00	1,00	3,00	3,00
2	1,00	1,00	3,00			
3	3,00	2,00	4,00			1,00
4	3,00	3,00	3,00	2,00	1,00	1,00
5	1,00	4,00	4,00	2,00	1,00	2,00
6	4,00	2,00	4,00	1,00	3,00	3,00
7	4,00	5,00	3,00	1,00	1,00	1,00
8	2,00		3,00			1,00
9	3,00	5,00	1,00	1,00	3,00	1,00
10	2,00	1,00	4,00	2,00	3,00	3,00
11	5,00	4,00	5,00	3,00	1,00	1,00
12	3,00	2,00	1,00	2,00	2,00	2,00
13	3,00	3,00	5,00			
14	5,00	3,00	5,00	2,00	1,00	1,00
15	5,00	2,00	5,00	2,00	1,00	1,00
16	2,00	1,00	4,00	2,00	2,00	3,00
17	5,00	5,00	4,00	2,00	2,00	2,00
18	2,00	3,00	2,00		1,00	3,00
19	4,00	5,00	5,00	1,00		
20	5,00		4,00			
21	5,00	4,00	4,00	2,00	3,00	2,00
22	5,00	1,00	5,00			
23	5,00		5,00	1,00	3,00	1,00
24	5,00		4,00		2,00	2,00
25	2,00	3,00	3,00	3,00	2,00	2,00
26	4,00	4,00	5,00		1,00	2,00
27	5,00	4,00	4,00	2,00	3,00	1,00
28	4,00		4,00	1,00	3,00	3,00
29				2,00	1,00	1,00
30	5,00		4,00		2,00	3,00

Dataset No	Var7 Jurrisk	Var8 Salesyn	Var9 Prodsyn	Var10 Investsyn	Var11 Managsyn	Var12 Stock
1		2,00	5,00	5,00	5,00	5,00
2		3,00	5,00	4,00	4,00	5,00
3	3,00	2,00	3,00	5,00	5,00	3,00
4	3,00	3,00	2,00	1,00	1,00	3,00
5	1,00	3,00	5,00	3,00	3,00	1,00
6	3,00			3,00	3,00	3,00
7	1,00	2,00	5,00	1,00	3,00	4,00
8	1,00	4,00	5,00	5,00	4,00	3,00
9	2,00	2,00	4,00	5,00	3,00	5,00
10	1,00	2,00	1,00	5,00	4,00	4,00
11	2,00	5,00	5,00	4,00	3,00	5,00
12	2,00	3,00	1,00	2,00	4,00	4,00
13		3,00	3,00	2,00	3,00	2,00
14	2,00	3,00		2,00	4,00	4,00
15	1,00	5,00	3,00	4,00	4,00	2,00
16	1,00	5,00	4,00	4,00	5,00	2,00
17	3,00			4,00	4,00	5,00
18			2,00	4,00	4,00	5,00
19	2,00	2,00	1,00	5,00	4,00	2,00
20		5,00		5,00	2,00	4,00
21	1,00	5,00	2,00	1,00	5,00	3,00
22		5,00	3,00	5,00	4,00	5,00
23	3,00	3,00	3,00	3,00	5,00	3,00
24			3,00	4,00	4,00	4,00
25	3,00	4,00	5,00	5,00	2,00	3,00
26		3,00		4,00	5,00	3,00
27	3,00	4,00	3,00	2,00	4,00	4,00
28		3,00	2,00	5,00	3,00	3,00
29	2,00	1,00	5,00	4,00	5,00	4,00
30		5,00	4,00	4,00	5,00	

Dataset No	Var13 DCF	Var14 Risk	Var15 Contcost	Var16 Motivcost	Var17 Integcost
1	2,00	5,00	2,00	3,00	3,00
2	2,00	2,00	2,00	2,00	3,00
3	5,00	1,00	3,00	2,00	3,00
4	2,00	3,00	2,00	2,00	3,00
5	4,00	1,00	1,00	1,00	3,00
6	3,00	3,00	3,00	2,00	3,00
7	3,00	4,00	2,00	3,00	2,00
8	5,00	2,00	3,00	1,00	3,00
9	1,00	4,00	1,00	3,00	1,00
10	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
11	5,00	5,00	1,00	1,00	2,00
12	3,00	1,00	3,00	1,00	3,00
13	3,00	1,00	3,00	3,00	3,00
14	5,00	4,00	3,00	3,00	3,00
15	1,00	2,00	2,00	2,00	2,00
16	2,00	4,00	3,00	3,00	3,00
17	4,00	5,00	1,00	1,00	2,00
18	3,00	3,00	3,00	3,00	2,00
19	3,00	3,00	3,00	1,00	3,00
20	4,00	3,00	3,00	1,00	3,00
21	5,00	1,00			
22	5,00	4,00	2,00	2,00	2,00
23	4,00	2,00	3,00	2,00	3,00
24	5,00	3,00	3,00	3,00	3,00
25	4,00	2,00	2,00	3,00	2,00
26	3,00	2,00			2,00
27	4,00	2,00	1,00	2,00	2,00
28	3,00	1,00			2,00
29	4,00	3,00	1,00	3,00	3,00
30		4,00		3,00	3,00

Anhang 2: Ergebnisse der Hauptkomponentenanalyse (SPSS)

Factor Analysis

Correlation Matrix

	Var1_expansion	Var2TAGewinn	Var3MachtPrestige
Correlation	1,000	0,380	0,473
		1,000	-0,007
			1,000

Communalities

	Initial	Extraction
Var1_expansion	1,000	0,806
Var2TAGewinn	1,000	0,923
Var3MachtPrestige	1,000	0,881

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,603	53,437	53,437	1,603	53,437	53,437	1,406	46,850	46,850
2	1,007	33,556	86,993	1,007	33,556	86,993	1,204	40,143	86,993
3	0,390	13,007	100,000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Component Matrix(a)

	Component	
	1	2
Var1_expansion	0,898	0,002
Var3MachtPrestige	0,698	-0,628
Var2TAGewinn	0,557	0,783

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 2 components extracted.

Rotated Component Matrix(a)

	Component	
	1	2
Var3MachtPrestige	0,932	-0,112
Var1_expansion	0,733	0,519
Var2TAGewinn	0,005	0,961

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. Rotation converged in 3 iterations.

Component Transformation Matrix

Component	1	2
1	0,818	0,576
2	-0,576	0,818

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Factor Analysis

Correlation Matrix

	Var4Porisk	Var5Scurnisk	Var6Inrisk	Var7_junisk
Correlation	1,000	-0,361	0,039	0,000
		1,000	0,411	0,241
			1,000	-0,184
				1,000

Communalities

	Initial	Extraction
Var4Porisk	1,000	0,409
Var5Scurnisk	1,000	0,841
Var6Inrisk	1,000	0,810
Var7_junisk	1,000	0,664

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,541	38,527	38,527	1,541	38,527	38,527	1,505	37,614	37,614
2	1,183	29,570	68,097	1,183	29,570	68,097	1,219	30,483	68,097
3	0,952	23,788	91,885						
4	0,325	8,115	100,000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Component Matrix(a)

	Component	
	1	2
Var5Scurnisk	0,914	-0,075
Var4Porisk	-0,568	0,294
Var7_junisk	0,209	-0,788
Var6Inrisk	0,582	0,686

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 2 components extracted.

Rotated Component Matrix(a)

	Component	
	1	2
Var5Scurnisk	0,890	0,221
Var4Porisk	-0,632	0,097
Var6Inrisk	0,333	0,836
Var7_junisk	0,449	-0,680

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. Rotation converged in 3 iterations.

Component Transformation Matrix

Component	1	2
1	0,948	0,319
2	-0,319	0,948

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Factor Analysis

Correlation Matrix

		Var8salesyn	Var9prdsyn	Var10investsyn	Var11managsyn
Correlation	Var8salesyn	1,000	0,049	-0,088	0,041
	Var9prdsyn	0,049	1,000	0,161	-0,008
	Var10investsyn	-0,088	0,161	1,000	0,220
	Var11managsyn	0,041	-0,008	0,220	1,000

Communalities

	Initial	Extraction
Var8salesyn	1,000	0,929
Var9prdsyn	1,000	0,884
Var10investsyn	1,000	0,689
Var11managsyn	1,000	0,810

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,271	31,765	31,765	1,271	31,765	31,765	1,196	29,889	29,889
2	1,040	26,008	57,773	1,040	26,008	57,773	1,079	26,967	56,856
3	1,002	25,040	82,813	1,002	25,040	82,813	1,038	25,957	82,813
4	0,687	17,187	100,000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Component Matrix(a)

	Component		
	1	2	3
Var10investsyn	0,812	-0,153	-0,086
Var8salesyn	-0,006	0,889	0,361
Var9prdsyn	0,450	0,475	-0,676
Var11managsyn	0,634	-0,021	0,638

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 3 components extracted.

Rotated Component Matrix(a)

	Component		
	1	2	3
Var11managsyn	0,871	-0,162	0,156
Var10investsyn	0,660	0,414	-0,288
Var9prdsyn	-0,020	0,937	0,083
Var8salesyn	0,020	0,064	0,961

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. Rotation converged in 6 iterations.

Component Transformation Matrix

Component	1	2	3
1	0,848	0,510	-0,142
2	-0,106	0,425	0,899
3	0,519	-0,748	0,415

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Factor Analysis

Correlation Matrix

		Var12stock	Var13DCF	Var14risk
Correlation	Var12stock	1,000	0,074	0,583
	Var13DCF	0,074	1,000	-0,079
	Var14risk	0,583	-0,079	1,000

Communalities

	Initial	Extraction
Var12stock	1,000	0,808
Var13DCF	1,000	0,988
Var14risk	1,000	0,807

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,583	52,781	52,781	1,583	52,781	52,781	1,583	52,780	52,780
2	1,019	33,979	86,760	1,019	33,979	86,760	1,019	33,980	86,760
3	0,397	13,240	100,000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Component Matrix(a)

	Component	
	1	2
Var14risk	0,890	-0,122
Var12stock	0,889	0,130
Var13DCF	-0,007	0,994

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 2 components extracted.

Rotated Component Matrix(a)

	Component	
	1	2
Var12stock	0,890	0,125
Var14risk	0,890	-0,127
Var13DCF	-0,001	0,994

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. Rotation converged in 3 iterations.

Component Transformation Matrix

Component	1	2
1	1,000	-0,006
2	0,006	1,000

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Factor Analysis

Correlation Matrix

	Var15contcost	Var16motivcost	Var17integcost	
Correlation	Var15contcost	1,000	0,111	0,567
	Var16motivcost	0,111	1,000	-0,123
	Var17integcost	0,567	-0,123	1,000

Communalities

	Initial	Extraction
Var15contcost	1,000	0,820
Var16motivcost	1,000	0,973
Var17integcost	1,000	0,818

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,567	52,221	52,221	1,567	52,221	52,221	1,566	52,216	52,216
2	1,045	34,825	87,046	1,045	34,825	87,046	1,045	34,830	87,046
3	0,389	12,954	100,000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Component Matrix(a)

	Component	
	1	2
Var17integcost	0,887	-0,178
Var15contcost	0,883	0,200
Var16motivcost	-0,018	0,986

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 2 components extracted.

Rotated Component Matrix(a)

	Component	
	1	2
Var15contcost	0,886	0,186
Var17integcost	0,884	-0,193
Var16motivcost	-0,003	0,987

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. Rotation converged in 3 iterations.

Component Transformation Matrix

Component	1	2
1	1,000	-0,016
2	0,016	1,000

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Anhang 3: Ergebnisse der Korrelationsanalyse (SPSS)

Correlations

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Var4Porisk	1,7500	0,63867	20
Var5currisk	1,9565	0,87792	23
Var6intrisk	1,8400	0,85049	25
Var7_jurisk	2,0000	0,85840	20
Var12stock	3,5517	1,12078	29
Var13DCF	3,4483	1,21262	29
Var14risk	2,7667	1,27802	30

Correlations								
		Var4Porisk	Var5currisk	Var6intrisk	Var7_jurisk	Var12stock	Var13DCF	Var14risk
Var4Porisk	Pearson Correlation	1	-0,463	-0,190	0,000	0,018	0,426	-0,030
	Sig. (2-tailed)		0,046	0,436	1,000	0,940	0,061	0,900
	N	20	19	19	18	20	20	20
Var5currisk	Pearson Correlation	-0,463	1	0,361	0,241	0,125	-0,074	-0,122
	Sig. (2-tailed)	0,046		0,091	0,352	0,579	0,745	0,580
	N	19	23	23	17	22	23	23
Var6intrisk	Pearson Correlation	-0,190	0,361	1	-0,164	-0,014	-0,238	0,081
	Sig. (2-tailed)	0,436	0,091		0,502	0,947	0,262	0,699
	N	19	23	25	19	24	24	25
Var7_jurisk	Pearson Correlation	0,000	0,241	-0,164	1	0,281	0,144	0,047
	Sig. (2-tailed)	1,000	0,352	0,502		0,229	0,545	0,843
	N	18	17	19	20	20	20	20
Var12stock	Pearson Correlation	0,018	0,125	-0,014	0,281	1	0,074	0,583
	Sig. (2-tailed)	0,940	0,579	0,947	0,229		0,702	0,081
	N	20	22	24	20	29	29	29
Var13DCF	Pearson Correlation	0,426	-0,074	-0,238	0,144	0,074	1	-0,079
	Sig. (2-tailed)	0,061	0,745	0,262	0,545	0,702		0,685
	N	20	22	24	20	29	29	29
Var14risk	Pearson Correlation	-0,030	-0,122	0,081	0,047	0,583	-0,079	1
	Sig. (2-tailed)	0,900	0,580	0,699	0,843	0,081	0,685	
	N	20	23	25	20	29	29	30

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Var4Porisk	1,7500	0,63867	20
Var5currisk	1,9565	0,87792	23
Var6intrisk	1,8400	0,85049	25
Var7_jurisk	2,0000	0,85840	20
Var15contcost	2,2692	0,82741	26
Var16motivcost	2,1852	0,83376	27
Var17integcost	2,5862	0,56803	29

Correlations								
		Var4Porisk	Var5currisk	Var6intrisk	Var7_jurisk	Var15contcost	Var16motivcost	Var17integcost
Var4Porisk	Pearson Correlation	1	-0,463	-0,190	0,000	-0,290	-0,141	-0,051
	Sig. (2-tailed)		0,046	0,436	1,000	0,244	0,576	0,835
	N	20	19	19	18	18	19	19
Var5currisk	Pearson Correlation	-0,463	1	0,361	0,241	0,160	0,129	0,000
	Sig. (2-tailed)	0,046		0,091	0,352	0,512	0,587	1,000
	N	19	23	23	17	19	20	22
Var6intrisk	Pearson Correlation	-0,190	0,361	1	-0,164	0,349	0,289	0,184
	Sig. (2-tailed)	0,436	0,091		0,502	0,121	0,192	0,388
	N	19	23	25	19	21	22	24
Var7_jurisk	Pearson Correlation	0,000	0,241	-0,164	1	-0,084	-0,081	-0,062
	Sig. (2-tailed)	1,000	0,352	0,502		0,731	0,741	0,799
	N	18	17	19	20	19	19	19
Var15contcost	Pearson Correlation	-0,290	0,160	0,349	-0,084	1	0,111	0,567
	Sig. (2-tailed)	0,244	0,512	0,121	0,731		0,588	0,003
	N	18	19	21	19	26	26	26
Var16motivcost	Pearson Correlation	-0,141	0,129	0,289	-0,081	0,111	1	-0,094
	Sig. (2-tailed)	0,576	0,587	0,192	0,741	0,588		0,642
	N	18	20	22	19	26	27	27
Var17integcost	Pearson Correlation	-0,051	0,000	0,184	-0,062	0,567	-0,094	1
	Sig. (2-tailed)	0,835	1,000	0,388	0,799	0,003	0,642	
	N	19	22	24	19	26	27	29

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Var1_expansion	3,5862	1,37626	29
Var2TAGewinn	2,9565	1,42950	23
Var3MachtPrestige	3,7931	1,11417	29
Var12stock	3,5517	1,12078	29
Var13DCF	3,4483	1,21262	29
Var14risk	2,7667	1,27802	30

		Correlations					
		Var1_expansion	Var2TAGewinn	Var3MachtPrestige	Var12stock	Var13DCF	Var14risk
Var1_expansion	Pearson Correlation	1	0,380	0,501	0,141	0,363	0,222
	Sig. (2-tailed)		0,074	0,006	0,473	0,058	0,248
	N	29	23	29	28	28	29
Var2TAGewinn	Pearson Correlation	0,380	1	-0,007	-0,063	0,159	0,066
	Sig. (2-tailed)	0,074		0,975	0,777	0,468	0,766
	N	23	23	23	23	23	23
Var3MachtPrestige	Pearson Correlation	0,501	-0,007	1	-0,367	0,360	0,014
	Sig. (2-tailed)	0,006	0,975		0,055	0,060	0,944
	N	29	23	29	28	28	29
Var12stock	Pearson Correlation	0,141	-0,063	-0,367	1	0,074	0,583
	Sig. (2-tailed)	0,473	0,777	0,065		0,702	0,001
	N	28	23	28	29	29	29
Var13DCF	Pearson Correlation	0,363	0,159	0,360	0,074	1	-0,079
	Sig. (2-tailed)	0,058	0,468	0,060	0,702		0,685
	N	28	23	28	29	29	29
Var14risk	Pearson Correlation	0,222	0,066	0,014	0,583	-0,079	1
	Sig. (2-tailed)	0,248	0,766	0,944	0,001	0,685	
	N	29	23	29	29	29	30

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Var1_expansion	3,5862	1,37626	29
Var2TAGewinn	2,9565	1,42950	23
Var3MachtPrestige	3,7931	1,11417	29
Var15contcost	2,2692	0,82741	26
Var16motivcost	2,1852	0,83376	27
Var17integcost	2,5862	0,56803	29

		Correlations					
		Var1_expansion	Var2TAGewinn	Var3MachtPrestige	Var15contcost	Var16motivcost	Var17integcost
Var1_expansion	Pearson Correlation	1	0,380	0,501	-0,056	-0,135	-0,215
	Sig. (2-tailed)		0,074	0,006	0,791	0,511	0,272
	N	29	23	29	25	26	28
Var2TAGewinn	Pearson Correlation	0,380	1	-0,007	-0,481	-0,271	-0,496
	Sig. (2-tailed)	0,074		0,975	0,027	0,235	0,019
	N	23	23	23	21	21	22
Var3MachtPrestige	Pearson Correlation	0,501	-0,007	1	0,099	-0,122	0,196
	Sig. (2-tailed)	0,006	0,975		0,637	0,553	0,319
	N	29	23	29	25	26	28
Var15contcost	Pearson Correlation	-0,056	-0,481	0,099	1	0,111	0,567
	Sig. (2-tailed)	0,791	0,027	0,637		0,588	0,003
	N	25	21	25	26	26	26
Var16motivcost	Pearson Correlation	-0,135	-0,271	-0,122	0,111	1	-0,094
	Sig. (2-tailed)	0,511	0,235	0,553	0,588		0,642
	N	26	21	26	26	27	27
Var17integcost	Pearson Correlation	-0,215	-0,496	0,196	0,567	-0,094	1
	Sig. (2-tailed)	0,272	0,019	0,319	0,003	0,642	
	N	28	22	28	26	27	29

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Var8salesyn	3,3462	1,23101	26
Var9prdsyn	3,3600	1,41067	25
Var10investsyn	3,6333	1,32570	30
Var11managsyn	3,8000	1,03057	30
Var12stock	3,5517	1,12078	29
Var13DCF	3,4483	1,21262	29
Var14risk	2,7667	1,27802	30

Correlations								
		Var8salesyn	Var9prdsyn	Var10investsyn	Var11managsyn	Var12stock	Var13DCF	Var14risk
Var8salesyn	Pearson Correlation	1	0,049	-0,068	-0,067	-0,096	0,225	0,053
	Sig. (2-tailed)		0,824	0,777	0,744	0,652	0,280	0,797
	N	26	23	26	26	25	25	26
Var9prdsyn	Pearson Correlation	0,049	1	0,145	-0,016	0,128	0,071	0,327
	Sig. (2-tailed)	0,824		0,491	0,939	0,560	0,741	0,111
	N	23	25	25	25	24	24	25
Var10investsyn	Pearson Correlation	-0,068	0,145	1	0,197	0,167	-0,045	0,192
	Sig. (2-tailed)	0,777	0,491		0,297	0,386	0,816	0,309
	N	26	25	30	30	29	29	30
Var11managsyn	Pearson Correlation	-0,067	-0,016	0,197	1	0,058	0,148	0,016
	Sig. (2-tailed)	0,744	0,939	0,297		0,765	0,444	0,934
	N	26	25	30	30	29	29	30
Var12stock	Pearson Correlation	-0,096	0,128	0,167	0,058	1	0,074	0,583
	Sig. (2-tailed)	0,652	0,560	0,386	0,765		0,702	0,001
	N	25	24	29	29	29	29	29
Var13DCF	Pearson Correlation	0,225	0,071	-0,045	0,148	0,074	1	-0,079
	Sig. (2-tailed)	0,280	0,741	0,816	0,444	0,702		0,685
	N	25	24	29	29	29	29	29
Var14risk	Pearson Correlation	0,053	0,327	0,192	0,016	0,583	-0,079	1
	Sig. (2-tailed)	0,797	0,111	0,309	0,934	0,001	0,685	
	N	26	25	30	30	29	29	30

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Var8salesyn	3,3462	1,23101	26
Var9prdsyn	3,3600	1,41067	25
Var10investsyn	3,6333	1,32570	30
Var11managsyn	3,8000	1,03057	30
Var15contcost	2,2692	0,82741	26
Var16motivcost	2,1852	0,83376	27
Var17integcost	2,5862	0,56803	29

Correlations								
		Var8salesyn	Var9prdsyn	Var10investsyn	Var11managsyn	Var15contcost	Var16motivcost	Var17integcost
Var8salesyn	Pearson Correlation	1	0,049	-0,068	-0,067	0,041	-0,269	-0,131
	Sig. (2-tailed)		0,824	0,777	0,744	0,856	0,214	0,531
	N	26	23	26	26	22	23	25
Var9prdsyn	Pearson Correlation	0,049	1	0,145	-0,016	-0,541	0,125	-0,097
	Sig. (2-tailed)	0,824		0,491	0,939	0,009	0,571	0,653
	N	23	25	25	25	22	23	24
Var10investsyn	Pearson Correlation	-0,068	0,145	1	0,197	0,016	-0,012	-0,166
	Sig. (2-tailed)	0,777	0,491		0,297	0,939	0,952	0,388
	N	26	25	30	30	26	27	29
Var11managsyn	Pearson Correlation	-0,067	-0,016	0,197	1	0,151	0,194	0,191
	Sig. (2-tailed)	0,744	0,939	0,297		0,462	0,333	0,322
	N	26	25	30	30	26	27	29
Var15contcost	Pearson Correlation	0,041	-0,541	0,016	0,151	1	0,111	0,567
	Sig. (2-tailed)	0,856	0,009	0,939	0,462		0,588	0,063
	N	22	22	26	26	26	26	26
Var16motivcost	Pearson Correlation	-0,269	0,125	-0,012	0,194	0,111	1	-0,094
	Sig. (2-tailed)	0,214	0,571	0,962	0,333	0,588		0,642
	N	23	23	27	27	26	27	27
Var17integcost	Pearson Correlation	-0,131	-0,097	-0,166	0,191	0,567	-0,094	1
	Sig. (2-tailed)	0,531	0,653	0,388	0,322	0,003	0,642	
	N	25	24	29	29	26	27	29

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Empirische Studien

1

Ahuja, G.; Katila, R (2001). Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: a longitudinal study. *Strategic Management Journal*, Vol. 22, Issue 3, March 2001, p197–220.

2

Al-Laham, Andreas; Schweizer, Lars; Amburgey, Terry L. (2010). Dating before marriage? Analyzing the influence of pre-acquisition experience and target familiarity on acquisition success in the “M&A as R&D” type of acquisition. *Scandinavian Journal of Management*, Mar2010, Vol. 26, Issue 1, p25-37.

3

Barkema, H.G.; Schijven, M. (2008). Toward unlocking the full potential of acquisitions. The role of organizational restructuring. *Academy of Management Journal*, Aug2008, Vol. 51, Issue 4, p696-722.

4

Bouwman, Christa H.S.; Fuller, Kathleen; Nain, Amrita S. (2009). Market Valuation and Acquisition Quality: Empirical Evidence. *Review of Financial Studies*, Feb2009, Vol. 22, Issue 2, p633-679.

5

Capron, L.; Pistre, N (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, Vol. 23, Issue 9, September 2002, p781–794

6

Chuang-Yuang, Lin; Hung-Ta, Lee (2010). The Bigger the Better? Merger and Acquisition Performance of Financial Holding Corporations: Empirical Evidence from Taiwan. *Emerging Markets Finance & Trade*, Jan/Feb2010, Vol. 46, Issue 1, p96-107.

7

Check Jr., H.F.; Walker, J.S.; Randall, K.L. (2009). A binary choice model for predicting bank acquisitions. *Journal of the Northeastern Association of Business, Economics & Technology*, Fall2009, Vol. 15, Issue 1, p41-55.

8

Cording, M.; Christmann, P.; King, D.R. (2008). reducing causal ambiguity in acquisition integration: intermediate goals as mediators of integration decision and acquisition performance. *Academy of Management Journal*, Aug2008, Vol. 51, Issue 4, p744-767.

9

Fields L.P.; Fraser D.R.; Kolarl J.W. (2007). Bidder returns in bancassurance mergers: is there evidence of synergy? *J Bank Financ* 31:3646–3662.

10

Fraser, D.R.; Hao, Z. (2009). Mergers and Long-Term Corporate Performance: Evidence from Cross-Border Bank Acquisitions. *Journal of Money, Credit & Banking* (Blackwell), Oct2009, Vol. 41, Issue 7, p1503-1513.

11

Freeman, Kimberly; Gopalan, Suresh; Bailey, Jessica (2009). Achieving Global Growth through Acquisition: Tata's Takeover of Corus. *Journal of Case Research in Business & Economics*, Aug2009, Vol. 1, p1-17.

12

Gersdorff von, Nick; Bacon, Frank (2009). U.S. Mergers and Acquisitions: A Test of Market Efficiency. *Journal of Finance & Accountancy*, Aug2009, Vol. 1, p1-8.

13

Graebner, M.E. (2009). Caveat Venditor: Trust Asymmetries in Acquisitions of Entrepreneurial Firm. *Academy of Management Journal*, Jun2009, Vol. 52, Issue 3, p435-472.

14

Haleblian, J.J.; Ji-Yub J. K.; Rajagoplan, N. (2006). The influence of acquisition experience and performance on acquisition behaviour: evidence from the U.S. commercial banking industry. *Academy of Management Journal*, Apr2006, Vol. 49, Issue 2, p357-370.

15

Handelsjournal (2007). Douglas kauft im Osten zu. In: *Handelsjournal*, Nr. 9 vom 15.09.2007, S. 8.

16

Homburg, C.; Bucerius, M. (2006). Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness. *Strategic Management Journal*, Vol. 27, Issue 4, April 2006, p347–367.

17

Ivanov, V. I.; Xie, F. (2010). Do Corporate Venture Capitalists Add Value to Start-Up Firms? Evidence from IPOs and Acquisitions of VC-Backed Companies. *Financial Management* (Blackwell Publishing Limited), Spring2010, Vol. 39, Issue 1, p129-152.

18

Joje, F.; Schiereck, D.; Zeidler, F. (2010). Value generation of mergers and acquisitions in the technology, media. *Journal of Telecommunications Management*, Vol. 2, Issue 4, p369-386.

19

Laamanen, T. (2007). On the role of acquisition premium in acquisition research. *Strategic Management Journal*, Vol. 28, Issue 13, December 2007, p1359-1369.

20

Lebensmittelpraxis (2007). Coopernic. Fünf plus eins. In: *Lebensmittelpraxis*, Nr. 24 vom 14.12.2007, S. 22.

21

Loree, D.; Chen, C.C.; Guisinger, S. (2000). International acquisitions: do financial analysts take note? *J World Bus* 35:300–313.

22

MarketWatch (2010). Exxon's acquisition of XTO reflects changed gas landscape in 2009. *MarketWatch: Global Round-up*, Feb2010, Vol. 9 Issue 2, p138-140.

23

McDonald, Michael L.; Westphal, James D.; Graebner, Melissa E. (2008). What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance. *Strategic Management Journal*, Nov2008, Vol. 29 Issue 11, p1155-1177.

24

Miller, D.J. (2006). Technological diversity, related diversification, and firm performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 27, Issue 7, July 2006, p601–619.

25

Mirow, M. (1996). Kooperations- und Akquisitionsstrategien in Osteuropa am Beispiel der Elektroindustrie. In: *Zfbf: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*. - Düsseldorf: Verl.-Gruppe Handelsblatt, 48 (1996),10, S. 934-946.

26

Pilloff, S.J.; Hannan, T.H. (2009). Acquisition Targets and Motives in the Banking Industry. In: *Journal of Money, Credit & Banking* (Blackwell), Sep2009, Vol. 41, Issue 6, p1167-1187.

27

Seth, Anju; Song, Kean P.; Pettit, A. Richardson (2002). Value creation and destruction in cross border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms. *Strategic Management Journal*, Vol. 23, Issue 10, October 2002, p921-940.

28

Sorescu, A. B; Chandy, R. K; Prabhu, J.C. (2007). Why Some Acquisitions Do Better Than Others: Product Capital as a Driver of Long-Term Stock Returns. *Journal of Marketing Research (JMR)*, Feb2007, Vol. 44, Issue 1, p57-72.

29

Vermeulen, F.; Barkema, H. (2001). Learning through acquisitions. *Acad Manag J*, 44:457–476.

30

Voss, Glenn B.; Voss, Zannie Giraud (2008). Competitive Density and the Customer Acquisition–Retention Trade-Off. *Journal of Marketing*, Nov2008, Vol. 72, Issue 6, p3-18, 16p.

Literaturverzeichnis

- ABECASSIS-MOEDAS, C./ETTLIE, J.E. (2009): Innovative Choices among successful entrepreneurs. *Frontiers of entrepreneurship Research*. Vol. 29, Iss. 7, Article 2, 2009. Babson digital Knowledge.
- AGARWAL, R./BARNEY, J.B./FOSS, N.J./KLEIN, P.G. (2009): Heterogeneous Resources and the Financial Crisis: Implications of Strategic Management Theory. SMG WP 6/2009.
- AGARWAL, A./JAFFE, J. F. (2000): The post-merger performance puzzle. In: COOPER, C./GREGORY, A.: *Advances in Mergers and Acquisitions*. 1, pp. 7–14. Elsevier Science, New York.
- ALBRECHT, P./MAURER, R. (2008): *Investment- und Risikomanagement: Modelle, Methoden, Anwendungen*. 3. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- ALBRECHT, S. (1994): *Erfolgreiche Zusammenschlussstrategien - Eine empirische Untersuchung deutscher Unternehmen*. Wiesbaden.
- ALCHIAN, A.A./ALLEN, W.R. (1969): *University Economics*. Belmont, CA: Wadsworth Publishing Company.
- ASHENFELTER, O.C./HOSKEN, D./WEINBERG, M. (2009): *Generating Evidence to Guide Merger Enforcement*. Working Paper No. 183, March 2009, Princeton University.
- ASKANASY, N.M./ WILDEROM, C./PETERSON, M. (2000): *Handbook of Organizational Culture & Climate*, Thousand Oaks.
- ANDRADE, G./MITCHELL, M./STAFFORD, E. (2001): New Evidence and Perspectives on Mergers. In: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, S. 103-120.
- ANSOFF, H. (1965): *Corporate Strategy*, New York.

- ANSOFF, H. (1966): Management-Strategie, München.
- ANTMAN, E.M./LAU, J./KUPELNICK, B./MOSTELLER, F./CHALMERS, T.C. (1992): A comparison of results of meta-analyses of randomized control trials and recommendations of clinical experts. In: Journal of the American Medical Association, Vol. 268, S. 240-248.
- BAETGE, J./NIEMEYER, K./KÜMMEL, J./SCHULZ, R. (2009): Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel. In: PEEMÖLLER, V.H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. 4. Aufl., Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Herne, Berlin, S. 339–477.
- BAIER, A (2008): DIE NACHFRAGE NACH M&A DIENSTLEISTUNGEN. EUL VERLAG. JENA.
- BAKER, M./RUBACK, R.S./WURGLER, J. (2005): Behavioral Corporate Finance: a survey. In Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance (ed. E. Eckbo), Part III, Chapter 5. Elsevier/North-Holland. Zitiert wird der Vorabdruck aus 2004 verfügbar unter: <http://archive.nyu.edu/bitstream/2451/26546/3/FIN-04-024.pdf.txt>
- BALLWIESER, W. (1993): Methoden der Unternehmensbewertung, in: G. GEBHARDT/W. GERKE/M. STEINER (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München, S. 151-176.
- BALLWIESER, W. (1998): Unternehmensbewertung mit Discounted Cashflow-Verfahren. In: Die Wirtschaftsprüfung, 51. Jg., S. 81-92.
- BALLWIESER, W. (2007): Unternehmensbewertung. Prozess, Methoden und Probleme. 2. Aufl. Schäffer, Poeschel. Stuttgart.
- BALLWIESER, W. (2009): Verbindungen von Ertragswert- und Discounted-Cashflow-Verfahren. In: PEEMÖLLER, V.H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. 4. Aufl., Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Herne, Berlin, S. 479–490.

- BALZER, A./HIRN; W./WILHELM, W. (2000): Gefährliche Spirale: Fusionswahn. In: Manager Magazin, Nr. 3, S. 84.
- BAMBERGER, B. (1999): Unternehmensbewertung in Deutschland - Die zehn häufigsten Bewertungsfehler. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 6, S. 653-670.
- BANGERT-DROWNS, R.L. (1986): Review of developments in meta-analytic method, in: Psychological Bulletin, Vol. 99, S. 388-399.
- BARTLETT, C./GOSHAL, S. (1990): Internationale Unternehmensführung, Innovation, globale Effizienz, differenziertes Marketing, Frankfurt.
- BASTRON, O. (2005): Theorie und Praxis der Internationalisierung deutscher mittelständischer Unternehmen in Osteuropa, Diplomarbeit Osnabrück.
- BAUCH, C. (2004): Planung und Steuerung der Post Merger – Integration, Wiesbaden.
- BAUMOL, W.Y./PANZAR, J.C./WILLIG, R.D. (1988): Contestable Markets and the Theory of Industry Structure, Revised Edition, New York.
- BCG (2003): Winning Through Mergers in Lean Times, Internet:
http://www.bcg.com/publications/files/Winning_%20Through_%20Mergers_in%20Lean_Times_rpt_%20Jun_03.pdf, Abrufdatum: 14.10.2004.
- BEHRENS, J./LANGER, G. (2004): Evidence-based nursing, Bern.
- BEISEL, W./KLUMPP, H.(2009): Der Unternehmenskauf: Gesamtdarstellung der zivil- und steuerrechtlichen Vorgänge einschließlich gesellschafts-, arbeits- und kartellrechtlicher Fragen bei der Übertragung eines Unternehmens. 6. Auflage. Beck Verlag. München.
- BERENS, W./BRAUNER, H.U. (Hrsg.) (1999): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 2. Auflage, Stuttgart.

- BERTRAND, O./ZUNIGA, P. (2006): R&D and M&A: Are cross-border M&A different? An investigation on OECD countries. In: International Journal of Industrial Organization, Vol. 24, Issue 2, S. 401-423.
- BIRKINSHAW, J./BRESMAN, H./HAKANSON, L. (2002): Managing the Post-acquisition integration process: How the human integration and task integration processes interact to foster value creation. In: Journal of Management Studies, Vol. 37, Issue 3, S. 395-425, May 2000.
- BLOOM, N./VAN REENEN, J. (2006): Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries. London School of Economics. February 2006.
- BLUM, U. (2005): Angewandte Institutionenökonomik: Theorien – Modelle – Evidenz. Gabler. Wiesbaden.
- BLUNCH, N. (2008): Introduction to structural equation Modelling using SPSS and AMOS. Sage. Los Angeles u. a.
- BORCHARDT, A./GÖTHLICH, ST.E. (2007): Erkenntnisgewinnung durch Fallstudien. In ALBERS, S./KLAPPER, D./KONRADT, U./WALTER, A./WOLF, J. (Hrsg.): Methodik der empirischen Forschung. 2. Aufl., Gabler, Wiesbaden, S. 33–48.
- BORRMANN, W.A. (1970): Managementprobleme internationaler Unternehmungen, Schriften zur vergleichenden Managementlehre, Wiesbaden.
- BORTZ, J./DÖRING, N. (2006): Forschungsmethoden und Evaluation, Berlin.
- BOSSHAMMER, U. (2007): Schöne Partnerschaft. In: Lebensmittel Zeitung Spezial, Nr. 3 vom 31.08.2007, S. 62.
- BOYCKOL, M./SCHLEIFER, A./VISHNY, R. (1993): Privatizing Russia. In: Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, S. 139-192.

- BREUER, W./GÜRTLER, M. (Hrsg.) (2003): Internationales Management. Betriebswirtschaftslehre der internationalen Unternehmung. Gabler. Wiesbaden.
- BRÖSEL, G./BURCHERT, H. (2004): Die Akquisition von Unternehmen in Osteuropa und die Bedeutung der weichen Faktoren. In: Kooperationen von kleinen und mittleren Unternehmen in Europa: Jahrbuch der KMU-Forschung und –Praxis, Eul Verlag, Lohmar [u.a.], S. 331-363.
- BRÜHL, V. (2000): Länderrisiken bei internationalen Unternehmenskäufen. In: Finanz-Betrieb, 2. Jg., S. 61-67.
- BUBIK, M. (2005): Erfolgskriterien für Unternehmenszusammenschlüsse: Eine theoretische und exemplarische Analyse, Frankfurt am Main.
- BUCK, T./THOMPSON, S./WRIGHT, M. (1991): Post-Communist Privatization and the British Experience, in: Public Enterprise, Vol. 11, S. 185-200.
- BÜHNER, R. (1990): Unternehmenszusammenschlüsse - Ergebnisse empirischer Analysen, Stuttgart.
- BÜHNER, R./SPINDLER, H. (1986): Synergieerwartungen bei Unternehmenszusammenschlüssen. In: Der Betrieb, Heft 12, 86, 37. Jg., S. 601-606.
- CARL, V. (1989): Problemfelder des Internationalen Managements, München.
- CARTWRIGHT, S./SCHOENBERG, R. (2006): 30 Years of mergers and acquisitions research: recent advances and future opportunities. British Journal of Management, Vo. 17 Issue S1, Pages S1 – S 5, zitiert wird das Preview S. 1-15.
- CASSIMAN, B./VEUGELERS, R. (2002): In Search of Complementarity in the Innovation Strategy. Internal R&D and External Knowledge Acquisition. Working Paper. University of Leuven.
- CHALMERS, I. (1990): Underreporting research is scientific misconduct. In: Journal of the American Medical Association, Vol. 263, S. 1405-1408.

- CHATTERJEE, S. (1986): Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival firms, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 7, S. 119-139.
- CHRISTOFFERSON, S.A./MCNISH, R.S./SIAS, D.L. (2004): Where mergers go wrong, in: *McKinsey Quarterly*, Issue 2, S. 92-99.
- CLEVER, H. (1993): Fusionen erfolgreich gestalten. In: FRANK, G.-M./STEIN, I. (Hrsg.): *Management von Unternehmensakquisitionen*, Stuttgart, S. 121-131.
- CLUSE, R. (1999): *Ausländische Direktinvestitionen in den Transformationsstaaten Mittel- und Osteuropas*, Diss. Freiburg.
- COASE, R. (1998): The new institutional economics. In: *American Economic Review*, Vol. 88, No. 2, S. 72-74.
- COENENBERG, A./SAUTTER, M. (1988): Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen. In: *Die Betriebswirtschaft*, 48. Jg., S. 691-702.
- COHEN, J. (1988): *Statistical power analysis for the behavioral sciences*, 2. Aufl., Hillsdale.
- COLBE, W. BUSSE VON (1997): Was ist und was bedeutet Shareholder-Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht. In: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, S. 271-290.
- CONNOLLY, T./ARKES, H.R./HAMMOND, K.R. (2000): *Judgement and Decision Making. An interdisciplinary reader: Cambridge Series on Judgment and Decision Making*. 2. Auflage. Cambridge u. a.
- COLLINS, W.D./LOFTIS, J.R. (1988): *Non-Horizontal Mergers: Law and Policy*. Chicago.

- COOK, T. D./CAMPBELL, D.T. (1979): Quasi-Experimentation: Design and Analysis Issues for Field Settings, Boston.
- COOPER, H./HEDGES, L.V. (1994): Research synthesis as a scientific enterprise. In: COOPER, H./HEDGES, L.V. (Hrsg.): The Handbook of Research Synthesis, New York, S. 3-14.
- COOPER, H.M./ROSENTHAL, R. (1980): Statistical versus traditional procedures for summarizing research findings. In: Psychological Bulletin, Vol. 87, S. 442-449.
- COPELAND, T.E./KOLLER, T./MURRIN, J. (2002): Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung. 3. Aufl., Campus, Frankfurt.
- COPELAND, T.E./WESTON, J.F. (1988): Financial Theory and Corporate Policy, 3. Aufl., Reading.
- COUNTRYREPORTS (2005a): Republic of Estonia, Internet:
<http://www.countryreports.org/country.aspx?countryid=76&country-Name=Estonia>, Abrufdatum: 14.11.2005.
- COUNTRYREPORTS (2005b): Republic of Estonia, Internet:
<http://www.countryreports.org/country.aspx?countryid=138&countryName=Latvia>, Abrufdatum: 14.11.2005.
- COUNTRYREPORTS (2005c): Republic of Estonia, Internet:
<http://www.countryreports.org/country.aspx?countryid=144&countryName=Lithuania>, Abrufdatum: 14.11.2005.
- DABUI, M. (2000): Post Merger Management: Zielgerichtete Integration bei Akquisitionen und Fusionen, Wiesbaden.
- DAWSON, M. (2007): Presse-Echo: Coopernic, in Lebensmittel Zeitung, Nr. 50 vom 14.12.2007, S. 2.

- DEAR, K./BEGG, C. (1992): An approach for assessing publication bias prior to performing a meta-analysis. In: *Statistical Science*, Vol. 7, S. 237-245.
- DELEGATION DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT IN ESTLAND (2002): Die Lage der Wirtschaft Estlands – Anfang 2002, Tallinn.
- DELEGATION DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT IN LETTLAND (2002): Die Lage der Wirtschaft Lettlands – Anfang 2002, Riga.
- DELEGATION DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT IN LITAUEN (2002): Die Lage der Wirtschaft Litauens – Anfang 2002, Vilnius.
- DELINGAT, A. (1996): Unternehmensübernahmen und Agency-Theorie: Konflikte zwischen Management, Aktionären und Fremdkapitalgeber um Verfügungsrechte und über Ressourcen, Diss. Köln.
- DENG, S./ELYASIANI, E. (2008): Geographic diversification, Bank Holding Company Value and Risk. Working Paper. Philadelphia, Minnesota. Verfügbar unter: <http://economics.sbs.ohio-state.edu/jmcb/jmcb/05401/05401.pdf>, 28.4.2010.
- DESARBO, W.S./DI BENEDETTO, C.A./SONG, M. (2007): A heterogeneous resource based view for exploring relationships between firm performance and capabilities. *Journal of Modelling in Management*. Vol. 2, No. 2, 2007, S. 103-130.
- DFG/BMBF (2005): Grundsätze und Verantwortlichkeiten bei der Durchführung klinischer Studien, Internet:
http://www.dfg.de/forschungsfoerderung/einzelfoerderung/klinische_studien/download/kl_stud_grunds_verantwortlichkeiten_11_11_03.pdf,
Stand: 18.03.2005.
- DICKERSIN, K./MIN, Y./MEINERT, C. (1992): Factors influencing publication of research results, in: *Journal of the American Medical Association*, Vol. 267, S. 374-378.

- DIEKMANN, A. (2010): Empirische Sozialforschung: Grundlagen, Methoden, Anwendungen, 4. vollst. überar. erw. Neuauflage., 21. Aufl., Rohwohlt, Reinbek.
- DIMPFL, M./ALGESHEIMER, R. (2002): What really drives the relevance of real options? – a conceptual analysis on the basis of neo-institutional economics. 6th Real Options Conference. Zypern.
- DRINKMANN, A. (1990): Methodenkritische Untersuchungen zur Metaanalyse, Weinheim.
- DRUKARCZYK, J. (1997): Wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 9. Jg., S. 217-226.
- DÜLFER, E./JÖSTINGMEIER, B. (2008): Internationales Management in unterschiedlichen Kulturbereichen, 7. Auflage, München.
- DULLER, CH. (2007). Einführung in die Statistik mit Excel und SPSS. 2. Heidelberg : Physica Verlag, 2007.
- DUWENDAG, D./HILDENBRAND, W./HILDENBARND, D. (1997): Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik. Von Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Verein für Sozialpolitik. Jahrestagung. Bern.
- EASTERBROOK, P./BERLIN, J./GOPALAN, R./MATTHEWS, D. (1991): Publication bias in clinical research. In: The Lancet, Vol. 337, S. 867-872.
- ECCLES, R./CRANE, D. (1988): Doing Deals. Investment Banks at Work. Boston.
- EGGER, M./DAVEY SMITH, G./SCHNEIDER, M./MINDER, C.E. (1997a): Bias in meta-analysis detected by a simple, graphical test. In: British Medical Journal, Vol. 315, S. 629-634.

- EGGER, M./JÜNI, P./BARTLETT, C. (2001): Value of Flow Diagrams in Reports of Randomized Controlled Trials. In: Journal of the American Medical Association, Vol. 285, S. 1996-1999.
- EGGER, M./ZELLWEGER-ZÄHNER, T./SCHNEIDER, M./JUNKER, C./LENGELER, C./ANTES, G. (1997): Language bias in randomised controlled trials published in English and German. In: The Lancet, Vol. 350, S. 326-329.
- EGGER, M./DAVEY SMITH, G. (1995): Misleading meta-analysis. Lessons from „an effective, safe, simple” intervention that wasn't. In: British Medical Journal, Vol. 310, S. 752-754.
- EHRENSBERGER, S. (1993): Synergieorientierte Unternehmensintegration: Grundlagen und Auswirkungen, Wiesbaden.
- ENGELHARD, J./ECKERT, S. (1993): Markteintrittsverhalten deutscher Unternehmen in Osteuropa. In: Der Markt, 32. Jg., Nr. 127, 1993, S. 172-188.
- EYSENCK, H.J. (1978): An exercise in mega-silliness. In: American Psychologist, Vol. 33, S. 517.
- FACCIO, M./MASULIS, R.W. (2005): The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions. In: Journal of Finance, Vol. 60 Issue 3, S. 1345-1388.
- FAYERWEATHER, J. (1989): Internationale(n) Unternehmung, Begriff der. In: MACHARZINA, K./WELGE, M.K. (Hrsg.): Handwörterbuch Export und Internationale Unternehmung. Stuttgart, Sp. 926-948.
- FERRARI, E. (2003): Cultural Due Diligence: Systemdiagnose bei M&A Projekten. In: M&A Review, Heft 2, S. 63-66.
- FIEDLER, K./BLESS, H. (2002): Soziale Kognition. In: STROEBE, W./JONAS, K./HEWSTONE, M. (Hrsg.) Sozialpsychologie. 4. Aufl., Springer, Berlin u. a., S. 125-163.

- FLORESCU, J. (1991): Strategische Neustrukturierung durch Akquisition und Desinvestition von Unternehmungen, Diss. St. Gallen.
- FOLGER, R./SALVADOR, R. (2008): Is Management Theory too „self-ish“? In: Journal of Management December 2008, Vol. 34, No. 6, S. 1127-1151.
- FRANK, G.-M. (1993): Probleme und Erfolgsfaktoren bei der Übernahme von Unternehmen. In: FRANK, G.-M./STEIN, I. (Hrsg.): Management von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart, S. 133-145.
- FRANKE, G./HAX, H. (2009): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Aufl., Springer, Berlin, Heidelberg.
- FRICKE, R./TREINIES, G. (1985): Einführung in die Metaanalyse, Bern.
- FRIEDENREICH, C.M. (1993): Methods for pooled analysis of epidemiologic studies. In: Epidemiology, Vol. 4, S. 295-302.
- FRIES, T. (2007): Douglas kauft im Baltikum zu. In: Lebensmittel Zeitung, Nr. 33 vom 17.08.2007, S. 10.
- FUNK, H./SIGLE, H. (1993): Negative Synergieeffekte bei Unternehmenszusammenschlüssen, dargestellt am Beispiel von Gemeinschaftsunternehmen. In: FEDERMANN, R. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre, Unternehmenspolitik und Unternehmensbesteuerung, Gerhard Mann zum 65. Geburtstag, Berlin, S. 143-159.
- GÄLWEILER, A. (1989): Synergienpotentiale. In: SZYPERSKI, N. (Hrsg.): Handwörterbuch der Planung. Stuttgart, Sp. 1935-1943.
- GANZ, M. (1992): Diversifikationsstrategie: Wertsteigerung durch den Einstieg in neue Geschäftsfelder, Stuttgart.
- GENCS, V. (2006): Reorganizations in Latvia. In: International Financial Law Review, Vol. 25, Issue 1, S. 59-60.

- GERDS, J./SCHEWE, G. (2009): Post Merger Integration: Unternehmenserfolg durch Integration Excellence. 3. Aufl., Springer, Berlin, Heidelberg.
- GERKE, W./GARZ, H./OERKE, M. (1995): Die Bewertung von Unternehmensübernahmen auf dem deutschen Aktienmarkt. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 47. Jg., S. 805-820.
- GEROSKI, P.A./MACHIN, S. (1993): Innovation, profitability and growth over the business cycle. In: *Empirica*, Vol. 20, No. 1, S. 35-50.
- GEROSKI, P.A./MACHIN, S.J./WALTERS, C. F.(1997): Corporate growth and profitability. In: *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 45, Issue 2, S. 171-189.
- GERPOTT, T. (1993): Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart.
- GERTNER, R.H./SCHARFSTEIN, D.S./STEIN, J.C. (1994): Internal Versus External Capital markets. In: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, Issue 4 (8, Nov. 1994), S. 1211-1230.
- GIVENS, G.H./SMITH, D.D./TWEEDIE, R.L. (1997): Publication bias in metaanalysis: A Bayesian data-augmentation approach to account for issues exemplified in the passive smoking debate (with discussion). In: *Statistical Science*, Vol. 12, S. 221-250.
- GLASS, G.V. (1976): Primary, secondary, and meta-analysis of research. In: *Educational Researcher*, Vol. 5, S. 3-8.
- GLASS, G.V. (1978): Integrating findings: The meta-analysis of research. In: SCHULMANN, L. (Hrsg): *Review of Research in Education*, Vol. 5, S. 351-377.
- GLASS, G.V. (1978a): Reply to Mansfield and Busse. In: *Educational Researcher*, Vol. 7, S. 3.

- GLASS, G.V. (1982): Meta-Analysis: An approach to the synthesis of research results. In: *Journal of Research in Science Teaching*, Vol. 19, S. 93-112.
- GLASS, G.V./KLEGEL, R. (1983): An apology for research integration in the study of psychotherapy. In: *Journal of Consulting and Clinical Psychology*, Vol. 51, S. 28-41.
- GLASS, G.V./MCGAW, B./SMITH, M.L. (1981): *Meta-analysis in social research*, Beverly-Hills.
- GLAUM, M. (2007): Internationalisierung und Unternehmenserfolg: Theoretische Grundlage und empirische Befunde. In: GLAUM, M./HOMMEL, U./THOMASCHESKI, D. (Hrsg.): *Internationalisierung und Unternehmenserfolg: Wettbewerb, organisatorischer Wandel und Corporate Governance*. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 3–29.
- GLOGER, A. (1999): Management im Überblick. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, vom 13.07.1999, S. 28.
- GOMEZ, P./WEBER, B. (1989): *Akquisitionsstrategie: Wertsteigerung durch Übernahme von Unternehmungen*, Stuttgart.
- GOVINDARAJAN, V./GUPTA, A.K. (2002): *Erfolgreiche Internationalisierungsstrategien. Wettbewerbsvorteile erkennen und optimal nutzen*. Wiley. Weinheim.
- GRAWE, K./BRAUN, U. (1994): *Qualitätskontrolle in der Psychotherapiepraxis*, Göttingen.
- GREENLAND, S./MORGENSTERN, H. (2001): Confounding in Health Research. In: *Annual Review of Public Health*, Volume 22, S. 189–212.
- GRIMMEN, H. (2003): Die Theorie wissenschaftlicher Revolutionen von Kuhn. In: LARSEN, S. U./ZIMMERMANN, E. (Hrsg.): *Theorien und Methoden in den Sozialwissenschaften*, Westdeutscher Verlag, Wiesbaden, S. 43-60.

- GROTE, B. (1990): Ausnutzung von Synergiepotentialen durch verschiedene Koordinationsformen ökonomischer Aktivitäten - Zur Eignung der Transaktionskosten als Entscheidungskriterium. Frankfurt am Main.
- GRÜNERT, T. (2007): Mergers & Acquisitions in Unternehmungskrisen. Gabler, Wiesbaden.
- GRÜTER, H. (1991): Unternehmensakquisitionen. Bern.
- HAAGEN, K./PERTLER, R. (1976): Methoden der Statistik. Band I, Stuttgart.
- HABECK, M./KRÖGER, F./TRÄM, M. (2002): Wi(e)der das Fusionsfieber: Die sieben Schlüsselfaktoren erfolgreicher Fusionen. 2. Aufl., Wiesbaden.
- HACHMEISTER, D. (1999): Der Discounted Cashflow als Maß der Unternehmenswertsteigerung. 3. Aufl., Frankfurt am Main, Zugleich Diss. München, 1994
- HANDELSKAMMER HAMBURG (2008): HAMBURG UND DER OSTSEERAUM. Internetadresse: www.hk24.de am 5.7.2009
- HANSEN, H. (2008): Politik und wirtschaftlicher Wettbewerb in der Globalisierung. Kritik der Paradigmendiskussion in der internationalen politischen Ökonomie. VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden.
- HAGEMANN, S. (1996): Strategische Unternehmensentwicklung durch Mergers & Acquisitions: Konzeption und Leitlinien für einen strategischen orientierten Mergers- &- Acquisitions- Prozess, Frankfurt am Main.
- HANNS, S./LANGER, G. (2002): Infektionsrisiko von transparenten Polyurethan-Verbindungen im Vergleich zu Gaze-Verbindungen bei peripheren oder zentralen, arteriellen oder venösen Kathetern. Eine Meta-Analyse von randomisierten kontrollierten Studien. Halle/Saale.

- HAARMANN, W./WILDBERGER, J. (2006): Die Rolle des Anwalts in M& A Transaktionen. In: WIRTZ, B.W. (Hrsg.): Handbuch Merger & Acquisitions Management. Gabler, Wiesbaden, S. 179-202.
- HASE, S. (2002): Integration akquirierter Unternehmen. 2. Aufl., Frankfurt am Main.
- HASPESLAGH, P. (1989): Emphasizing Value Creation in Strategic Acquisitions. In: Mergers & Acquisitions, Nr. 5, S. 68-71.
- HASPESLAGH, P./JEMISON, D.B. (1991): Managing Acquisitions: Creating value through corporate renewal. New York.
- HASPESLAGH, P./JEMISON, D.B. (1992): Akquisitionsmanagement: Wertschöpfung durch strategische Neuausrichtung des Unternehmens. Frankfurt am Main.
- HAUG, N. (2000): Automobilhersteller. In: M&A Review 4/2000, S.158.
- HAWRANEK, F. (2004): Schnittstellenmanagement bei M&A Transaktionen. Gabler, Wiesbaden.
- HEDGES, L.V. (1981): Distribution theory for Glass´ s estimator of effects size and related estimators. In: Journal of Educational Statistics, Vol. 6, S. 107-127.
- HEDGES, L.V. (1984): Advances in Statistical Methods for Meta-Analysis. In: YEATON, W.H./WORTMAN, P.M. (Hrsg.): Issues in Data Synthesis, San Francisco.
- HEDGES, L.V. (1986): Issues in meta-analysis. In: Review of Research in Education, Vol. 13, S. 353-403.
- HEDGES, L.V. (1992): Modelling publication selection effects in meta-analysis. In: Statistical Science, Vol. 7, S. 227-236.
- HEINE, C. (2003): Eine Megafusion: Erleben aus der Sicht von Managern und Mitarbeitern. Münster.

- HEINRICH, R. (1993): The Merits of Insider Privatization. Kiel.
- HELLSTERN, G.-M. (1988): Können Institutionen lernen? Wissensstrukturen, Informationsprozesse und Transfermechanismen in der Kommunalverwaltung. Frankfurt u. a.
- HELLSTERN, G.-M. (2009): The Impact of Globalisation. What is at Stake? Economic Globalisation and Sustainable Consumption: A Growing Disparity. In: SCHRETTLE, I./BREITING, S./KLEIN, J. (Hrsg.): Learning Sustainable Development. Local Cases from a Global World, Wien, S. 13-20.
- HELLSTERN, G.M./WOLLMANN, H. (1984): Evaluierung und Evaluierungsforschung – ein Entwicklungsbericht. In: HELLSTERN, G.-M./WOLLMANN, H. (Hrsg.): Handbuch zur Evaluierungsforschung. Westdeutscher Verlag, Berlin, S. 17-93.
- HEMPEL, C.G./OPPENHEIM, P. (1948): Studies in the Logic of Explanation. In: Philosophy of Science, Vol. 15, S. 135-175.
- HENCKEL V. DONNERSMARCK, M./SCHATZ, R. (2000): Fusionen: Gestalten und Kommunizieren, Leipzig.
- HERDEN, R. (2003): Investment Banking - Quo vadis. Dresdner Kleinwort Wasserstein. Unveröffentlichte Studie.
- HERING, TH. (2004): Unternehmensbewertung mit DCF-Verfahren gemäß IDW – S1. In: BRÖSEL, G./KSPERZAK, R. (Hrsg.): Internationale Rechnungslegung, Prüfung und Analyse. Oldenbourg Verlag. Oldenburg, S. 510-514.
- HERNAN M.A./HERNANDEZ-DIAZ S./ROBINS J.M. (2004): A structural approach to selection bias. In: Epidemiology, Vol. 15(5), S. 615–25.
- HERRMANN, H./LIPSEY, R. (2003): Foreign Direct Investment in the Real and Financial Sector of Industrial Countries, Berlin.

- HINTERHUBER, H.H./ VALDANI, E. (1998): Die neuen Spielregeln des Wettbewerbs – Von der Evolution zur Ko-Evolution. In: BERNDT, R. (Hrsg.): Unternehmen im Wandel. Springer, Berlin u.a.
- HIRSCHHEIM, R./KLEIN, H.K. (1994): The Application of Neohumanist Principles in Information Systems Development. In: AVISON, D.E./KENDALL, J.E./DEGROSS, J.I. (Eds.): Human, Organizational, and Social Dimensions of Information Systems Development. North-Holland, Amsterdam, S. 263-280.
- HIRSHLEIFER, J./RILEY, J.G. (1992): The analytics of uncertainty and information. Cambridge UP. Cambridge.
- HIRT, G./BLOCK, S. (2003): Fundamentals of Investment Management, New York.
- HOLMSTRÖM, B./KAPLAN, S.A. (2001): Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s. In: Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, S. 121-144.
- HOLTBRÜGGE, D. (1995): Personalmanagement multinationaler Unternehmungen in Osteuropa; Bedingungen - Gestaltung - Effizienz, Wiesbaden
- HOMBERG, F./ROST, K./OSTERLOH, M. (2009): Do synergies exist in related acquisitions? A meta-analysis of acquisition studies. In: Review of Managerial Science, Vol. 3, No. 2, S. 75-106.
- HOMMEL, M./DEHMEL, I. (2010): Unternehmensbewertung case by case. 5. Aufl., UTB Verlag, Recht und Wirtschaft, Frankfurt am Main
- HOORMANN, A./LANGE-STICHTENOTH, T. (1997): Methoden der Unternehmensbewertung im Akquisitionsprozess: eine empirische Analyse. In: Berichte aus dem weltwirtschaftlichen Colloquium der Universität Bremen, Nr. 50, Bremen.

- HORT, P. (2001): Die Rückkehr des Baltikums nach Europa. In: FRETER-BACHNAK, K. (Hrsg): Erweiterung der EU und die Baltischen Staaten, Wiesbaden, S. 10-19.
- HORZELLA, A (2009): Wertsteigerung im M&A Prozess. Gabler, Wiesbaden.
- HUEMER, F. (1991): Mergers and Acquisitions: Strategische und finanzielle Analyse von Unternehmensübernahmen, Frankfurt am Main.
- HUDSON, J. (1986): Company liquidations in England and Wales. Applied Economics, Vol. 18, S. 219-235.
- HUNT, M. (1997): How science takes stock: The story of meta-analysis, New York.
- HUNTER, J.E./SCHMIDT, F.L./JACKSON, G.B. (1982): Meta-analysis; cumulating research findings across studies, Beverly Hills.
- HUSEMEYER, U. (2001): Heuristische Diagnose mit Assoziationsregeln. Dissertation an der TU Paderborn.
- IFRS (2009): Verordnung (EG) Nr. 1126/2008, IFRS 3, Absatz 4, zit.:
<http://www.ifrsportal.com/Dokumente/IFRS%20IAS%20EU%20Deutsch.pdf>, Abrufdatum:10.02.2009
- IOANNIDIS, J.P. (2005): Contradicted and initially stronger effects in highly cited clinical research. In: JAMA 2005, Volume 294 (2), S. 218-28.
- IVASHINA, V./SCHARFSTEIN,D. (2008): Bank Lending During the Financial Crisis of 2008. Working Paper. Harvard business School. Verfügbar unter:
<http://faculty.chicagobooth.edu/workshops/finance/archive/pdf/Bank%20Lending%20During%20Crisis.pdf>, 28.4.2010.
- JADAD, A.R. (1998): Bias in RCTs: beyond the sequence generation. In: Randomised Controlled Trials, British Medical Journal Books, London, S. 28-44.
- JAHRMANN, F.-U. (2007): Außenhandel, 12. Aufl., Ludwigshafen.

- JANSEN, ST. A. (2001): *Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisition und -kooperation - Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung*. 4. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- JANSEN, ST. A. (2004): Empirische und modelltheoretische Überlegungen zur Bestimmung von Integrations- und Synergieerzielungskosten für die Unternehmensbewertung bei Zusammenschlüssen. In: RICHTER, F./TIMMRECK, CH. (Hrsg.): *Unternehmensbewertung: Moderne Instrumente und Lösungsansätze*. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 263–282.
- JANSEN, ST. A. (2008): *Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisition und -kooperation - Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung*. 5. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- JANSEN, ST. A./KÖRNER, K. (2000): *Fusionsmanagement in Deutschland*, November 2000, Witten-Herdecke.
- JANSEN, ST. A./PICOT, G./SCHIERECK, D. (Hrsg.) (2001): *Internationales Fusionsmanagement: Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse*. Stuttgart.
- JEMISON, D.B./SITKIN, S.B. (1986): *Corporate Acquisitions: A Process Perspective*. In: *The Academy of management Review*, Vol. 11, No. 1 (Jan. 1986), S. 145-163.
- JENSEN, M.C. (1986): *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover*. In: *American Economic Review*, Vol. 76, S. 323-329.
- JENSEN, M.C./MECKLING, W. (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, S. 305-360.
- JENSEN, M.C./RUBACK, R.S. (1983): *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, S. 5-50.

- JOHNSON, S./KROLL, H. (1991): Managerial Strategies for Spontaneous Privatization. In: Soviet Economy, Vol. 7, No. 4, S. 281-316.
- KAAS, K. P. (1992): Marketing und Neue Institutionenlehre, Arbeitspapier Nr. 1 aus dem Forschungsprojekt Marketing und ökonomische Theorien, Frankfurt.
- KADIYALA, KOTESWARA RAO (1970): Testing for the independence of regression disturbances. In: Econometrica, Vol. 38, Issue 1, January 1970, S. 97-117.
- KAISER, F.J. (1983): Die Fallstudie: Theorie und Praxis der Fallstudiendidaktik. Klinkhardt, Oldenburg.
- KAISER, F.J./KAMINSKI, H. (1999): Methodik des Ökonomie-Unterrichts. Grundlagen eines handlungsorientierten Lernkonzepts mit Beispielen. 3. Aufl., Klinkhardt, Oldenburg.
- KAHLE, E. (2000): Vertrauen als Voraussetzung für bestimmte Formen organisatorischen Wandels. In: Unternehmer und Unternehmensperspektiven für Klein- und Mittelunternehmen. Duncker & Humblot Verlag, Berlin, S. 536-546.
- KANG, E. (2006): Investors' Perceptions of Managerial Opportunism in Corporate Acquisitions: the moderating role of environmental conditions. In: Corporate Governance: An International Review, Vol. 14, Issue 5, S. 377-387, September 2006. Blackwell Publishing.
- KAPLAN, S. (2008): Framing Contests: Strategy making Under Uncertainty. In: Organization Science, Vol. 19, No. 5, September-October 2008, S. 729-752.
- KAPLAN, R.S./NORTON, D.P. (1997): Balanced Scorecard – Strategien erfolgreich umsetzen. Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- KAPLAN, R.S./NORTON, D. P. (2001): Transforming the Balanced Scorecard form Performance Measurement to Strategic Management: Part I. In: Accounting Horizons, Vol. 15, No. 1, March 2001, S. 87-104.

- KAY, J. (1993): Foundation of corporate success, Oxford.
- KEUPER, F./HÄFNER, M./GLAHN, V. C. (2006): Der M&A Prozess. Konzepte, Ansätze und Strategien für die Pre- und Post-Phase. Gabler. Wiesbaden.
- KIESER, A./WALGENBACH, P. (2010): Organisation. 6. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- KIESLER, C.A. (1985): Meta-analysis, clinical psychology, and social policy. In: Clinical Psychology Review, Vol. 5, S. 3-12.
- KILIAN, M./GERZYMISCH, M./DÖRPMUND, T./GEILEN, A. (2007): FOKUS. In: Textil Wirtschaft, Nr. 34 vom 23.08.2007, S. 10.
- KIRCHNER, M. (1991): Strategisches Akquisitionsmanagement im Konzern, Wiesbaden.
- KIRSCH, H. (2004): Finanz- und erfolgswirtschaftliche Jahresabschlussanalyse nach IFRS. Verlag Vahlen, München.
- KLINE, R.B. (2005): Principles and practice of structural equation modeling. 2. Aufl., The Guilford Press, New York, London.
- KLOPFER, K. (2008): Akquisitionsbedingte Wertänderung von Akquisitionssubjekten. Ein synergie- und übernahmepremiebasiertes Modell. Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden. Zugleich: Univ., Diss., Trier.
- KÖNIG, A. (2004): Internationale Megafusionen: Kulturelle Integration als Erfolgsfaktor, Hamburg.
- KOGELER, R. (1992): Synergiemanagement im Akquisitions- und Integrationsprozess von Unternehmen, München.
- KNOP, O.-C. (1992): Kapitalkosten und internationale Unternehmensakquisition, Wiesbaden.

- KRAUSE, W./REICHARD, CH. (1982): Fallstudien und Übungsaufgaben zur Betriebswirtschaftslehre der öffentlichen Verwaltung. De Gruyter Verlag, Berlin, New York.
- KREKE, H. (1994): Finanzielles Risk Management bei grenzüberschreitenden Unternehmensakquisitionen: Unter besonderer Berücksichtigung der Vorgehensweise deutscher Konzerne mit internationalem Produktportfolio, Diss. Kiel.
- KRISHNAN, H.A/ HITT, M.A./PARK, D. (2007): Acquisition premiums, Subsequent Workforce Reductions and Post-Acquisition Performance. In: Journal of Management Studies, Vol. 44, Iss. 5, S. 709-732, July 2007.
- KRONBERGS, V./JANSONS, I. (2004): Latvia. In: International Financial Law Review, Supplement, S. 89-91.
- KRUGMAN, P./OBSTFELD, M. (2009): Internationale Wirtschaft: Theorie und Politik der Außenwirtschaft. 8. Aufl., Pearson, München.
- KRUSCHE, S. (1999): Visualisierung und Analyse multivariater Daten in der gartenbaulichen Beratung - Methodik, Einsatz und Vergleich datenanalytischer Verfahren. Dissertation. Humboldt Universität Berlin. verfügbar unter: <http://edoc.hu-berlin.de/dissertationen/krusche-stefan-1999-12-16/HTML/krusche.html>, am 25.05.2010.
- KRYSTEK, U./ZUR, E. (Hrsg.) (1997): Internationalisierung: Eine Herausforderung für die Unternehmensführung, Berlin.
- KÜRBLE, G./REICHLING, H. (2004): Fusionen von Banken und Versicherungen. Karlsruhe.
- KUHN, TH. S. (2003). Die Struktur wissenschaftlicher Revolutionen. Frankfurt am Main, Suhrkamp.

- KUHNER, CH./MALTRY, H. (2006): Unternehmensbewertung. Springer. Heidelberg u.
a.
- KUMMER, CH. (2005): Internationale Fusions- und Akquisitionsaktivität. Historische Entwicklung, Verbreitung und strategische Intentionen. DUV Verlag, Wiesbaden.
- LARSEN, S.U. (2003): Die theoretische Herausforderung. In: LARSEN, S.U./ ZIMMERMANN, E. (Hrsg.): Theorien und Methoden in den Sozialwissenschaften. Westdeutscher Verlag, Wiesbaden, S. 252-270.
- LARSSON, R./FINKELSTEIN, S. (1999): Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization. In: Organization Science, Vol. 10, No. 1, January-February 1999, S. 1-26.
- LEASE, R.C./MASULIS, R.W./PAGE, J.R. (1991): An Investigation of market Microstructure Impacts on Event Study Returns. In: The Journal of Finance, Vol. XLVI, No. 4, September 2001.
- LEBENSMITTELPRAXIS (2007A): Coopernic Fünf plus eins. In: Lebensmittelpraxis, Nr. 24 vom 14.12.2007, S. 22.
- LEIBFRIED, P./WEBER, I. (2003): Bilanzierung nach IAS/IFRS. Gabler. Wiesbaden.
- LEHMANN, H. (1980): Integration. In: GROCHLA, E. (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation, 2. Auflage, Stuttgart, Sp. 976-984.
- LEONTIADES, M. (1987): Mischkonzerne verändern die Welt. Düsseldorf.
- LESTER, D.L./TRAN, T.T. (2008): Information Technology Capabilities: Suggestions for SME Growth. In: Journal of Behavioral & Applied Management, Vol. 10, No. 1, S. 72-88.
- LEWELLEN, W.G./BADRINATH, S.G. (1997): On the measurement of Tobin's q. In: Journal of Financial Economics, Vol. 44, Issue 1, April 1997, pp 77-122.

- LIKERT, R. (1932): A technique for the measurement of attitudes. In: Archives of Psychology, Vol. 22, No. 140, S. 1-55.
- LIPSEY, M.W./WILSON, D.B. (2006): Practical Meta-Analysis. Reprint, Thousand Oaks.
- LISAUSKAS, G./TAMASAUSKAITE, D. (2004): M&A grows as Baltics join the EU. In: International Financial Law Review, Supplement, S. 85-86.
- LUCKS, K./MECKL, R. (2002): Internationale Mergers & Acquisitions. Springer Verlag.
- LYLES, M.A./SALK, J.E. (2006): Knowledge acquisition from foreign parents in international joint ventures: an empirical examination in the Hungarian context. In: Journal of international Business Studies, Vol. 38, No. 1, S. 3-18.
- MACHIN, ST./VAN REENEN, J. (1993): Profit Margins and the Business Cycle: Evidence from UK Manufacturing Firms. In: The Journal of Industrial Economics, Vol. 41, No. 1, March 1993, S. 29-50.
- MADL, M.-T. (2001): Investitionsschutz und Transformation in Mittel- und Ost-europa. Diss. Giessen.
- MAEHRLE, H./FRIEDRICH, M. (2007): Konzertierung des M&A Prozesses durch M&A Berater. Working Paper.
- M&A INTERNATIONAL GMBH (2006): Sturm der Großtransaktionen und Ruhe im Mittelstand. Mergers und Acquisitions mit deutscher Beteiligung im 1. Halbjahr 2006. Pressemitteilung. Internetadresse: http://www.m-a-international.de/PDF-Files/Archiv/De/1_2006.pdf am 5.7.2009.
- MANDL, G./RABEL, K. (1997): Unternehmensbewertung. Ueberreuter. Wien.
- MANNE, H.G. (1965): Mergers and the Market for Corporate Control. In: The Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2, April 1965, S. 110-120.

- MARIN, D./LORENTOWICZ, A./RAUBOLD, A. (2003): Ownership, Capital or Outsourcing: What Drives German Investment to Eastern Europe? In: HERRMANN, H./LIPSEY, R. (Hrsg.): Foreign Direct Investment in the Real and Financial Sector of Industrial Countries, Berlin.
- MASSER, K. (N.N.): Bestimmung der Stichprobengröße für repräsentative Befragungen. Verfügbar unter: <http://www.arnsberg.de/buergerpanel/bestimmung-stichprobengroesse.pdf>, am 6.4.2010.
- MATSCHKE, M. J./BRÖSEL, G. (2007): Unternehmensbewertung: Funktionen - Methoden - Grundsätze. 3. Auflage, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- MC IVOR, R. (2006): Outsourcing. In BÜHLER, M. (Hrsg.): Die besten Management-Tools: Finanzen und Wachstum. Band 3. Handelsblatt management bibliothek, Campus Verlag, Frankfurt.
- MECKL, R./WEUSTHOFF, S. (2008): Internationale Unternehmenszusammenschlüsse. In: WiSt, Heft 11, 2008, S. 578–584, Bayreuth.
- MEFFERT, H. (1990): Implementierungsprobleme globaler Strategien. In: WELGE, M.K. (Hrsg.): Globales Management - Erfolgreiche Strategien für den Weltmarkt. Stuttgart, S. 93-115.
- MEHRET, S. (2006): Fallstudie. Universität Koblenz – Landau. Institut für Sozialwissenschaften. Arbeitspapier zur Wirtschaftsdidaktik.
- MIROW, M. (1996): Kooperations- und Akquisitionsstrategien in Osteuropa am Beispiel der Elektroindustrie. In: Zfbf: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung. Düsseldorf: Verl.-Gruppe Handelsblatt, 48 (1996),10, S. 934-946.
- MOHER, D./COOK, D.J./EASTWOOD, S./OLKIN, I./RENNIE, D./STROUP, D.F. (1999): Improving the quality of reports of meta-analyses of randomised controlled trials: the QUOROM statement. In: The Lancet, Vol. 354, November 27, 1999, S. 1896-1900.

- MOHER, D./LIBERATI, A./TETZLAFF, J./ALTMAN, D.G./THE PRISMA GROUP (2009): Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses: The PRISMA Statement. *PLoS Medicine*, Vol. 6, Issue 7, S. 1–6.
- MONTGOMERY, C.A. (1995): Resource-based and evolutionary theories of the firm: towards a synthesis. Springer Harvard business School. Kluwer Academic Publishers, Boston, Dordrecht, London.
- MOOTZ, C. (2002): Post Merger Integration – Eine empirische Untersuchung über die Erfolgsfaktoren bei Unternehmenszusammenschlüssen der produzierenden Industrie, Diplomarbeit Darmstadt.
- MORCK, R./SHLEIFER, A./VISHNY, R.W. (1990): Do managerial objectives drive bad acquisitions? In: *Journal of Finance*, Vol. 45, S. 31-48.
- MOROSINI, P. (2001): Managing cross-border M&As. In: JANSEN, ST. A./PICOT, G./SCHIERECK, D. (Hrsg.): *Internationales Fusionsmanagement*, Stuttgart, S. 132-150.
- MÜLLER, A. (2007): Coopernic-Partner festigen Bündnis. In: *Lebensmittel Zeitung*, Nr. 48 vom 30.11.2007, S. 4.
- MUELLER, D.C. (1969): A Theory of Conglomerate Mergers. In: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, No. 4., S. 643-659.
- MÜLLER-STEWENS, G. (2000): Akquisitionen und der Markt für Unternehmenskontrolle: Entwicklungstendenzen und Erfolgsfaktoren. In: PICOT, A./NORDMEYER, A./PRIBILLA O. (Hrsg.): *Management von Akquisitionen: Akquisitionsplanung und Integrationsmanagement*, Kongress Dokumentation, 53. Deutscher Betriebswirtschaftler Tag 1999, Stuttgart, S. 41-61.
- MÜLLER-STEWENS, G. (2010): M & A als Wellen-Phänomen: Analyse und Erklärungsansatz. In: MÜLLER-STEWENS, G./KUNISCH, S./BINDER, A. (Hrsg.): *Mergers & Acquisitions. Analysen, Trends und Best Practices*. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 14-44.

- MÜLLER-STEWENS, G. (2010a): Vodafone/Mannesmann: Der größte M & A-Deal aller Zeiten. In: MÜLLER-STEWENS, G./KUNISCH, S./BINDER, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Analysen, Trends und Best Practices. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 82-84.
- MÜLLER-STEWENS, G./BRAUER, M. (2009): Corporate Strategy & Governance: Wege zur nachhaltigen Wertsteigerung im diversifizierten Unternehmen. Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- MÜLLER-STEWENS, G./SPICKERS, J. (1993): Akquisitionsmanagement als Organisation des Wandels. Institut für Betriebswirtschaft. St. Gallen.
- MULLEN, B. (1989): Advanced BASIC Meta-Analysis. Hillsdale.
- MURPHY, E.A. (1976): The logic of Medicine. Baltimore.
- NELSON, R.R./WINTER, S.G. (1982): An Evolutionary Theory of Economic Change. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press.
- NEUMANN, A. (1994): Fusionen und fusionsähnliche Unternehmenszusammenschlüsse unter besonderer Berücksichtigung finanzieller Aspekte. Diss. Bern.
- NIESWANDT, H./SEIBERT, D. (2004): Prognose der bewertungsrelevanten Cashflows. In RICHTER, F./TIMMRECK, CH. (Hrsg.). Unternehmensbewertung. Moderne Instrumente und Lösungsansätze. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 21–40.
- NIEUWERBURGH, S.V./VELDKAMP, L. (2005): Information Acquisition and Portfolio Under-diversification.
- NICK, A. (2003): Aktive M&A-Strategien gewinnen. In: Venture Capital Magazin: Sonderbeilage, S. 7.
- NORTH, D. C. (1989): Institutional change and economic performance. In: JITE; Vol: 145, No. 1, S. 238-245.

- NORTH, D.C. (1994): Economic Performance through Time. In: The American Economic Review, Vol. 84. Nr. 3, S. 359-368.
- OECD (2004): Merger Co-operation Involving non-OECD Economies. In: OECD Journal of Competition Law & Policy, Vol. 6, Issue 1/2, S. 108.
- OEHLRICH, M. (2001): Strategische Analyse von Unternehmensakquisitionen. Das Beispiel der pharmazeutischen Industrie. Gabler. Wiesbaden.
- ÖSTERLE, M. J./MACHARZINA, K. (Hrsg.) (2002): Handbuch internationales Management. Grundlagen – Instrumente – Perspektiven. 2. Aufl., Gabler. Wiesbaden.
- OWEN, R. (1982): Reader Bias. In: The Journal of the American Medical Association, Vol. 247, No. 18, S. 2533-2534.
- OXMAN A.D. (2001): The Cochrane Collaboration in the 21st century: ten challenges and one reason why they must be met. In: EGGER M./SMITH G.D./ALTMAN D.G./PAPROTTKA, S. (Hrsg.): Unternehmenszusammenschlüsse: Synergiepotentiale und ihre Umsetzungsmöglichkeiten durch Integration. Wiesbaden.
- PAUSENBERGER, E. (1982): Die internationale Unternehmung: Begriffe, Bedeutung und Entstehungsgründe. In: Das Wirtschaftsstudium, Heft 3, S. 118-123.
- PAUSENBERGER, E. (1989): Akquisitionsplanung. In: SZYPERSKI, N. (Hrsg.): Handwörterbuch der Planung, Stuttgart, Sp. 18-26.
- PAUSENBERGER, E. (1989a): Zur Systematik von Unternehmenszusammenschlüssen. In: Das Wirtschaftsstudium, 18. Jg., S. 621-626.
- PAUSENBERGER, E. (1993): Unternehmenszusammenschlüsse. In: WITTMANN/KERN/KÖHLER (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, 5. Auflage, Stuttgart, Sp. 4436-4448.

- PAUSENBERGER, E. (1997): Über den Nutzen und Schaden von Unternehmensakquisitionen. In: C. CLAUSSEN/O. HAHN/W. KRAUS (Hrsg.): Umbruch und Wandel - Herausforderungen zur Jahrhundertwende, München, S. 367-376.
- PEARSON, K. (1904): Report on certain enteric fever inoculation statistics. In: British Medical Journal, Vol. 2, S. 1243-1246.
- PEEMÖLLER, V.H./KUNOWSKI, ST./HILLERS, J. (1999): Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes für Internationale Mergers & Acquisitions bei Anwendung des Discounted Cash Flow-Verfahrens. In: Die Wirtschaftsprüfung, Nr. 16, S. 621-630.
- PEEMÖLLER, V.H./KUNOWSKI, ST. (2009): Ertragswertverfahren nach IDW. In: PEEMÖLLER, V.H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. 4. Aufl., Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Herne, Berlin, S. 265–338.
- PENG, SHU-CHEN. (2006): M&As Strategy and Synergy. An empirical Survey. Master Thesis. TAIWAN.
- PENROSE E. (1959): The Theory of the Growth of the Firm. Oxford University Press. Oxford.
- PETITTI, D.B. (2000): Meta-Analysis, Decision Analysis, and Cost-Effectiveness Analysis: Methods for Quantitative Synthesis in Medicine, 2. Auflage, New York.
- PETRI, M. (1992): Strategisches Akquisitionsmanagement: Neuere Perspektiven des strategisch motivierten Unternehmenserwerbs, Diss. Berlin.
- PICOT, A./DIETL, H./FRANCK, E. (2008): Organisation. Eine ökonomische Perspektive. 5. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- PICOT, A./FRANCK, E. (1993): Vertikale Integration. In: HAUSCHILDT, J./GRÜN, O. (Hrsg.): Ergebnisse empirischer betriebswirtschaftlicher Forschung: Zu

einer Realtheorie der Unternehmung. Festschrift für E. Witte, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 179–219.

PICOT, A./HUTZSCHENREUTER, T. (2008): Einführung in die Betriebswirtschaftslehre: Vorlesung an der RWTH Aachen. PILLER, F. (Hrsg.), Gabler, Wiesbaden.

PICOT, A./REICHWALD, R./WIGAND, R.T. (2003): Die grenzenlose Unternehmung: Information, Organisation und Management. 5. Aufl., Gabler, Wiesbaden.

PICOT, G. (Hrsg.) (2004): Unternehmenskauf und Restrukturierung. 3. Aufl., München.

PICOT, G. (2008): Vertragliche Gestaltung besonderer Erscheinungsformen der Mergers & Acquisitions. In: PICOT, G. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration. 4. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 270–373.

PISKE, R. (2004): Erfolg deutscher Akquisitionen in Osteuropa: die Rolle von Integrationsmanagement und Kooperationsqualität. 1. Aufl., Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl., 2004, Gabler Edition Wissenschaft. Zugleich.: Berlin, Techn. Univ., Diss.

PITTS, R.A./HOPKINS, H.D. (1982): Firm Diversity: Conceptualization and Measurement. In: The Academy of management Review, Vol. 7, No. 4, October 1982, Academy of Management, p. 620-629.

PORTER, M.E. (1985): Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance, New York.

PORTER, M.E. (1987): Diversifikation - Konzerne ohne Konzept. In: Harvard Manager, 9. Jg., Nr. 4, S. 30-49.

PORTER, M.E. (1987a): From Competitive Advantage to Corporate Strategy. In: Harvard Business Review, Volume 65, No. 3, S. 43-59.

- PORTER, M.E. (1996): What is Strategy? In: Harvard Business Review, November-December, S. 61-78.
- PORTER, M.E. (1999): Wettbewerb und Strategie. Econ, München.
- PORTER, M.E. (1999a): Wettbewerbsstrategie - Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten. 10. Aufl., Campus, Frankfurt am Main.
- PORTER, M.E. (2000): Wettbewerbsvorteile: Spitzenleistungen erreichen und behaupten. 6. Aufl., Campus, Frankfurt am Main.
- PORSTMANN, R. (2004): Wissenschaftstheoretische Grundfragen in den Wirtschaftswissenschaften. Teil II. Vergleich moderner Wissenschaftsprogramme. Norderstedt.
- PRICE, DEREK DE SOLLA (1986): Little science, big science and beyond, 2. Aufl., New York.
- PÜMPIN, C. (1986): Management strategischer Erfolgspositionen: Das SEP-Konzept als Grundlage wirkungsvoller Unternehmensführung. 3. Aufl., Bern.
- PWC (2001): Baltic States Economic Review. Vilnius.
- RAPPAPORT, A. (1998): Creating Shareholder-Value: A Guide for Managers and Investors. 2. Aufl., New York.
- RAPPAPORT, A. (1999): Shareholder-Value - Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung. 2. Aufl., Stuttgart.
- REINEKE, R.-D. (1989): Akkulturation von Auslandsakquisitionen. Wiesbaden.
- REINECKE, J. (2005): Strukturgleichungsmodelle in den Sozialwissenschaften. München, u. a.
- REISSNER, S. (1992): Synergiemanagement und Akquisitionserfolg. Wiesbaden.

- RHODES-KROPF, M./VISWANATHAN, S. (2004): Market Valuation and Merger Waves. In: *Journal of Finance*, Vol. 59, Issue 6, S. 2685-2718.
- ROBSON, M.T. (1996): Macroeconomic Factors in the Birth and Death of UK Firms: Evidence from Quarterly VAT Registrations. In: *The Manchester School*, Vol. 64, Issue 4, S. 170-188.
- ROCK, M.L./ROCK, R.H./SIKORA, M.J. (1994): *The Mergers & Acquisitions handbook*. 2nd ed., McGrawhill.
- ROCKHOLTZ, C. (1999): *Marktwertorientiertes Akquisitionsmanagement - Due Diligence-Konzeption zur Identifikation, Beurteilung und Realisation akquisitionsbedingter Synergiepotentiale*. Frankfurt am Main.
- RODERMANN, M. (1999): *Strategisches Synergiemanagement*. Wiesbaden.
- ROESSNER, D. (2000): Quantitative and qualitative methods and measures in the evaluation research. In: *Research Evaluation*, Vol. 9, Number 2, 1 August 2000, S. 125-132 (8).
- ROLL, R. (1986): The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. In: *Journal of Business*, Vol. 59, No. 2, S. 179-216.
- ROPELLA, W. (1989): *Synergie als strategisches Ziel der Unternehmung*, Berlin, New York 1989.
- ROSEN, R. J. (2006): Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements. In: *Journal of Business*, Vol. 79, Issue 2, S. 987-1017.
- ROSNOW, R.L./ROSENTHAL, R. (1996): Computing Contrasts, Effect Sizes, and Counternulls on Other People's Published Data: General Procedures for Research Consumers. In: *Psychological Methods*, Vol. 1, No. 4, S. 331-340.

- ROSENTHAL, R. (1978): Combining Results of independent studies. In: Psychological Bulletin, Vol. 85, S. 185-193.
- ROSENTHAL, R. (1979): The „file drawer problem” and tolerance for null results. In: Psychological Bulletin, Vol. 86, S. 638-641.
- ROSENTHAL, R. (1984): Meta-analytic procedures for social research, Beverly Hills.
- ROSENTHAL, R. (1994): Parametric Measures of Effect Size. In: COOPER, H./ HEDGES, L. V. (Hrsg.): The handbook of research synthesis. New York.
- ROSENTHAL, R./DIMATTEO, M.R. (2001): Meta-Analysis: Recent Developments in Quantitative Methods for Literature Reviews. In: Annual Review of Psychology, Vol. 52, S. 59-82.
- ROSSITER, J.R. (2002): The C-OAR-SE Procedure for Scale Development in Marketing. In: International Journal of research in Marketing, Vol. 19, S. 305-335.
- ROTHMAN, K.J./GREENLAND, S. (1998): Modern epidemiology, 2. Aufl., Philadelphia.
- RUDOLPH, B. (2006): Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt. Mohr Siebeck. München.
- RÜHRIG, D. (2009): Integrationsprobleme bei internationalen Unternehmenszusammenschlüssen. Diplomarbeit an der Universität Wien. Verfügbar unter: http://othes.univie.ac.at/5579/1/2009-06-17_0307353.pdf, 29.4.2010.
- SALIS, S. (2008): Foreign acquisition and firm productivity: Evidence from Slovenia. In: The World Economy, Vol. 31, No. 8, S. 1030-1048.
- SANDLER, G. (1991): Synergie: Konzept, Messung und Realisation: Verdeutlicht am Beispiel der horizontalen Diversifikation durch Akquisition. Diss. Bamberg.

- SANNIKOV, Y. (2007): A continuous-time Version of the Principal-Agent Problem. Working Paper.
- SAUTTER, M.T. (1989): Strategische Analyse von Unternehmensakquisitionen: Entwurf und Bewertung von Akquisitionsstrategien. Frankfurt am Main.
- SCHAPER-RINKEL, W. (1998): Akquisitionen und strategische Allianzen: Alternative externe Wachstumswege. Wiesbaden.
- SCHEITER, D. (1989): Die Integration akquirierter Unternehmungen. Diss. St. Gallen.
- SCHMIDT, I. (2005): Wettbewerbspolitik und Kartellrecht: eine interdisziplinäre Einführung. 8. Aufl., Lucius & Lucius, Stuttgart.
- SCHMID, S./MACHULIK, M. (2004): Die Bedeutung von Tochtergesellschaften bei der Erschließung mittelosteuropäischer Märkte. In: ZSCHIEDRICH, H. ET AL. (Hrsg.): Internationales Management in Mittel- und Osteuropa. Rainer Hampp Verlag, München, Mering.
- SCHIKORA, C./LUFT, O. (2004): Die Akzeptanz von Mergers & Acquisitions im Kontext einer voranschreitenden Globalisierung. Verlag: Books on Demand.
- SCHINDLER, C. (1997): Unternehmensbewertung im Rahmen von Cross-border-Akquisitionen. In: KRYSTEK, U./ZUR, E. (Hrsg.): Internationalisierung: Eine Herausforderung für die Unternehmensführung. Berlin, S. 119-130.
- SCHIERENBECK, H./WÖHLE, C.B. (2008): Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 17. Aufl., Oldenbourg Wissenschafts-Verlag, München.
- SCHÜLE, F.M. (1992): Diversifikation und Unternehmenserfolg. Wiesbaden
- SCHULZ, K.F./CHALMERS, I./RICHARD, J.H./DOUGLAS, G.A. (1995): Empirical evidence of bias. In: Journal of the American Medical Association, Vol. 273, S. 408-412.

- SEDLMEIER, P. (1996): Jenseits des Signifikanztest-Rituals: Ergänzungen und Alternativen. In: *Methods of Psychological Research*, Vol. 1, No. 4, S. 41-63.
- SEIDEL, G.R. (1995): Kritische Erfolgsfaktoren bei Unternehmensübernahmen: Eine Analyse der US-Bankenbranche. Wiesbaden.
- SIEBEN, G./SCHILDBACH, T. (1994): Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie. 4. Aufl. Düsseldorf.
- SIEBEN, G./SIELAFF, M. (Hrsg.) (1989): Unternehmensakquisition: Berichte des Arbeitskreises „Unternehmensakquisition“. Stuttgart.
- SIEBER, E.H. (1966): Die Internationale Unternehmung. In: Festschrift zum 65. Geburtstag von Hasenack. Berlin.
- SIROWER, M. L. (1997): *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York.
- SHAMA, A. (1995): Entry Strategies of U.S. Firms to the Newly Independent States, Baltic States and Eastern European Countries. In: *California management Review*, 37. Jg. Nr. 3, S. 90-109.
- SHARPE, W.F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium und Conditions of Risk. In: *The Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3 (sp., 1964), pp. 425-442.
- SHELANSKI, H.A./KLEIN, PG. (1995): Empirical Research in Transaction cost Economics: A Review and Assessment. In: *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 11, No. 2 (Oct, 1995), S. 335-361.
- SHLEIFER/VISHNY (1988): Value maximization and the acquisition process. In: *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1 (Winter, 1988), S. 7-20.
- SHLEIFER, A./VISHNY, R.M. (1991): Takeovers in the 60s and the 80s: Evidence an implications. In: *Strategic Management Journal*, Vol. 12, S. 51–59.

- SHRIER, I. ET AL. (2006): Should Meta-Analyses of Interventions Include Observational Studies in Addition to Randomized Controlled Trials? A Critical Examination of Underlying Principles. In: American Journal of Epidemiology, Vol. 166, Issue 10, S. 1203-1209.
- SMITH, M.L./GLASS, G.V./MILLER, T.I. (1980): Benefits of Psychotherapy. Baltimore.
- SONDHOF, H./STAHL, M. (1992): Management Buy-Outs as an Instrument of Privatization in Eastern Europe. In: Intereconomics, Vol. 27, S. 210-214.
- SPIEGEL (26.12.2008): Warum die Globalisierung jetzt eine Chance bietet. In: Spiegel 26.12.2008. Internetquelle: <http://www.spiegel.de/politik/deutschland/0,1518,598065,00.html>, am 4.7.2009.
- SPREMANN, K. (1991): Investition und Finanzierung, 4. Aufl., München.
- STAHL, M. (1995): Buyouts zur Privatisierung in den Transformationsländern Mittel- und Osteuropas: eine Analyse im Lichte der neuen Institutionenökonomik. Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl. [u.a.], 1995, Gabler Edition Wissenschaft, Zugleich: Tübingen, Univ., Diss.
- STEIDL, B. (1999): Synergiemanagement im Konzern: Organisatorische Grundlagen und Gestaltungsoptionen. Wiesbaden.
- STRIETZEL, M. (2005): Unternehmenswachstum durch Internationalisierung in Emerging Markets. Schriften zum Europäischen Management. Roland Berger Strategy Consultants. Gabler.
- SÜDDEUTSCHE ZEITUNG (April 22, 2009): Von wegen Durchmarsch. Internetadresse: www.sueddeutsche.de/wirtschaft/275/465861.html. am 25.4. 2009.
- SÜVERKRÜP, C. (1992): Internationaler technologischer Wissenstransfer durch Unternehmensakquisitionen: Eine empirische Untersuchung am Beispiel

deutsch-amerikanischer und amerikanisch-deutscher Akquisitionen.
Frankfurt am Main.

SUCKUT, S. (1992): Unternehmensbewertung für internationale Akquisitionen. Wiesbaden.

SUTTON, A.J./DUVAL, S.J./TWEEDIE, R.L./ABRAMS, K.R./JONES, D.R. (2000): Empirical assessment of effect of publication bias on meta-analyses. In: British Medical Journal, Vol. 320, Issue 7249, S. 1574-1577.

SYDOW, J. (2005): Strategische Netzwerke. Evolution und Organisation, 6. Nachdruck, Wiesbaden.

TAYLOR, S./TWEEDIE, R. (1998): Practical Estimates of the Effect of Publication Bias in Meta-Analysis. In: Australian Epidemiologist, Vol. 5, S. 14-17.

TEECE, D.J. (1980): Economies of Scope and the Scope of the Enterprise. In: Journal of Economic Behaviour and Organization, Vol. 1, No. 3, S. 223-247.

TEECE, D. J. (1982): Towards an economic theory of the multiproduct firm. In: Journal of Economic Behavior and Organization, Vol. 3, Issue 1, S. 39-63.

THUM, O. (2004): Besonderheiten bei der Bewertung von Private Equity-Targets. In: RICHTER, F./TIMMRECK, CH. (Hrsg.): Unternehmensbewertung. Moderne Instrumente und Lösungsansätze. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 217-234.

TOWERS PERRIN (2002): Die Rolle von Human Resources bei Mergers & Acquisitions (M&A), Internet:
http://www.towersperrin.com/hrservices/webcache/towers/Germany/publications/Reports/M_A_studie/M_A-Studie.pdf (Abrufdatum: 22.09.2005).

- TRETTNER, F. (1996): Wissenschaftstheorie Umweltmedizin: Beschreibungen sind derzeit wichtiger als Erklärungen. In A-2136. Deutsches Ärzteblatt 93, Heft 34–35, August 1996.
- TRIEBEL, J. (3.5.2008). Baltische Staaten: Engagement mit Hindernissen. Handelsblatt, Internetadresse:
<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/aussenwirtschaft/baltische-staaten-engagement-mit-hindernissen;1400099>, am 4.7.2009
- TSCHÖKE, K. (2010): Rückblick auf das weltweite M & A-Geschehen seit 1990. Einige der besten und auch sehr viele der schlechtesten Transaktionen aller Zeiten. In: MÜLLER-STEWENS, G./KUNISCH, S./BINDER, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Analysen, Trends und Best Practices. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 111-130.
- TSCHÖKE, K./KLEMEN, B. (2009): Krise ohne Ende. In: M&A Review 4/2009, S. 178 ff.
- UNCTAD (2000): World Investment Report, Genf/New York.
- VAN-MEURS, W. (2003): Der gegenwärtige Stand der politischen und wirtschaftlichen Beitrittsfähigkeit der baltischen Staaten zur Europäischen Union. In: FRETER-BACHNAK, K. (Hrsg.): Erweiterung der EU und die Baltischen Staaten, 2. Aufl., Wiesbaden.
- VIVES, F./PAREJO, D. (2005): Cross-border conflicts solved by domestic law. In: International Financial Law Review, Vol. 24, S. 129-132.
- VOGEL, D.H. (2002): M & A - Ideal und Wirklichkeit. Gabler, Wiesbaden.
- VU, K.M. (2007): The ARIMA and VARIMA time Series: Their Modelling, Analysis and Applications. Canada.
- WANG, C. (2006): Termination of Dynamic Contracts in an Equilibrium Labor Market Model. Working Paper, Iowa State University.

- WEBER, E. (1991): Berücksichtigung von Synergieeffekten bei der Unternehmensbewertung. In: BAETGE, J. (Hrsg.): Akquisition und Unternehmensbewertung. Düsseldorf, S. 97-115.
- WEIBER, R./MÜHLHAUS, D. (2010): Strukturgleichungsmodellierung. Springer. Berlin u.a.
- WELGE, K.M. (1976): Synergie. In: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. 4. Aufl., hrsg. v. E. GROCHLA/W. WITTMANN, Stuttgart, Sp. 3800-3810.
- WELGE, M.K./AL-LAHAM, A. (2008): Strategisches Management: Grundlagen - Prozess - Implementierung, 5. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- WESTON, J./CHUNG, K./HOAG, S. (1990): Mergers, Restructuring and Corporate Control. Englewood Cliffs.
- WIESELHUBER & PARTNER GMBH (2003): Fusions-Management: Unternehmenszusammenschlüsse erfolgreich gestalten. München.
- WIRTZ, B.W. (2003): Mergers & Acquisitions Management. Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen. Wiesbaden.
- WIRTZ, B.W. (2006): Handbuch Merger & Acquisitions Management. Gabler. Wiesbaden.
- WISKEN, A./VOGEL, M./HASSE, S. (2007): Ein Deal jagt den nächsten. In: Lebensmittel Zeitung, Nr. 48 vom 30.11.2007, S. 1.
- WITTMANN, W.W./MATT, G.E. (1986): Meta-Analyse als Integration von Forschungsergebnissen am Beispiel deutschsprachiger Arbeiten zur Effektivität von Psychotherapie. In: Psychologische Rundschau, 37. Jg., S. 20-40.
- WÖGINGER, H. (2003): Das Synergy-Value-Konzept: Synergien bei Mergers & Acquisitions. Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden. Zugl. Univ. Diss., Wien (2003).

- WÖGINGER, H. (2004): Bewertung von Synergien bei Merger & Acquisitions – Das Synergy Value-Konzept. In: RICHTER, F./TIMMRECK, CH. (Hrsg.): Unternehmensbewertung. Moderne Instrumente und Lösungsansätze. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 235–262.
- WOLLMANN, H./HELLSTERN, G.-M. (1977): Sozialwissenschaftliche Untersuchungsregeln und Wirkungsforschung. In: RES PUBLICA: Studien zum Verfassungswesen. Wilhelm Fink Verlag, München, S. 415–466.
- WRONA, T. (2000): Due Diligence-Analyse. In: Die Betriebswirtschaft, 60. Jahrgang 5/2000, S. 671-675.
- YIN, R.K. (2009): Case Study Research. Design and Methods (Applied Social Research Methods Series, Band 5). 3rd Ed., Sage, Thousand Oaks u.a.
- YOUNG, M.N./PENG, M.W./AHLSTROM, D./BRUTON, G.D./JIANG, Y. (2008): Review Paper. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. In: Journal of Management Studies, Vol. 45, Issue1, January 2008, S. 196-220.
- ZAHRA, S.A./IRELAND, R.D./HITT, M.A. (2000): International Expansion by new venture Firms: International diversity, Mode of Market entry, technological learning, and performance. In: Academy of Management Journal. Vol. 43, p. 925-950.
- ZANNER, R.A./BURSTEIN, F./LINGER, H. (2008): A task-Based Knowledge Management Case for Addressing merger And Acquisition Risk. ACIS 2008 Proceedings, verfügbar unter: <http://aisel.aisnet.org/acis2008/89/>, Abruf am 10.10.2010.
- ZELLER, C. (2002): Project Teams as Means of Restructuring Research and Development in the Pharmaceutical Industry. In: Regional Studies, Vol. 36.3, S. 275-289.

- ZEW (2010): Zentrum für europäische Wirtschaftsforschung GmbH. A-Index - Hoffnung auf eine rasche Erholung bei den weltweiten Fusionen und Übernahmen ist trügerisch, verfügbar unter:
http://www.zew.de/de/topthemen/meldung_show.php?LFDNR=1435&KATEGORIE=42, Abruf:28.4.2010
- ZIEGLER, M. (1997): Synergieeffekte bei Unternehmenskäufen: Identifikation im Beschaffungs- und Produktionsbereich von Industriebetrieben. Wiesbaden.
- ZSCHIEDRICH, H. (2002): Investitionen in Mittel- und Osteuropa: Erwartungen, Bedingungen und Wirkungen ausländischer Direktinvestitionen in ausgewählten EU-Beitrittsländern Mittel und Osteuropas. Berlin.
- ZWERENZ, K. (2000): Statistik. Datenanalyse mit Excel und SPSS. R. Oldenbourg Verlag. München. Wien.

ISBN 978-3-86219-258-8