

Karsten Klopfer

Akquisitionsbedingte Wertänderung von Akquisitionssubjekten

Ein synergie- und
übernahmeprämiebasiertes Modell

Mit einem Geleitwort von Univ.-Prof. Dr. Walter Schertler

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Inhaltsverzeichnis

1 Grundlagen	1
1.1 Einführung in die Thematik, Ziele und Aufbau der Arbeit	1
1.2 Definition des Akquisitionsbegriffs	3
1.3 Überblick über den Akquisitionsprozess	6
1.3.1 Phaseneinteilung	6
1.3.2 Festlegung der Wachstumsstrategie	7
1.3.3 Kandidatenauswahl	8
1.3.4 Vorvertragliche Phase	9
1.3.5 Vertragsphase	10
1.3.6 Integrationsphase	11
1.4 Synergie	13
1.4.1 Kritische Würdigung des Synergieverständnisses in der betriebswirtschaftlichen Literatur	13
1.4.2 Bruttosynergie – Dyssynergie – Nettosynergie	15
1.5 Übernahmepremie und Akquisitionskosten	16
1.6 Wesentliche Synergiekonzepte in der betriebswirtschaftlichen Literatur	17
1.6.1 Begründung der Auswahl der dargestellten Konzepte	17
1.6.2 Das Synergiekonzept von Ansoff	17
1.6.2.1 Darstellung des Konzepts	17
1.6.2.2 Kommentierung hinsichtlich der Verwendbarkeit zur Erklärung von Nettosynergie bei Unternehmensakquisitionen	20
1.6.3 Das Synergiekonzept von Porter	20
1.6.3.1 Darstellung des Konzepts	20
1.6.3.2 Kommentierung hinsichtlich der Verwendbarkeit zur Erklärung von Nettosynergie bei Unternehmensakquisitionen	23
1.7 Unternehmensbewertung nach dem Shareholder-Value-Ansatz	23
1.7.1 Das ökonomisch-rationale Modell der Unternehmung und der Shareholder-Value-Ansatz	23
1.7.2 Unternehmensbewertung auf Basis von Cashflows	24

1.7.3	Wertermittlung auf Basis von Gewinngrößen statt auf Cashflowgrößen.....	27
1.7.4	Argumente für und gegen das Shareholder-Value-Konzept.....	28
1.7.5	Marktwert des Eigenkapitals als Erfolgsmaßstab.....	30
1.8	Überblick über Studien zum Erfolg von Unternehmensakquisitionen.....	32
1.8.1	Studien zur Höhe der akquisitionsbedingten Wertänderung von Akquisitionssubjekten und zur Wahrscheinlichkeit des Akquisitionserfolgs.....	32
1.8.2	Ursachenforschung des Akquisitionsmisserfolgs.....	35
1.9	Zusammenfassung von Kapitel 1.....	37
2	Modell zur akquisitionsbedingten Wertänderung von Akquisitionssubjekten.....	39
2.1	Bedeutung des Kapitels.....	39
2.2	Überblick über Akquisitionsmotive.....	40
2.3	Keine Wertänderung durch Erwerb „unterbewerteter“ Akquisitionsobjekte.....	41
2.4	Einteilung und Beispiele von Bruttosynergien.....	42
2.4.1	Betriebsmittel- und werkstoffbezogene Bruttosynergien.....	42
2.4.2	Arbeitsbezogene Bruttosynergien.....	43
2.4.3	Finanzmittelbezogene Bruttosynergien.....	43
2.4.4	Marktmachtbezogene Bruttosynergien.....	44
2.5	Einteilung und Beispiele von Dyssynergien.....	45
2.5.1	Betriebsmittel- und werkstoffbezogene Dyssynergien.....	45
2.5.2	Arbeitsbezogene Dyssynergien.....	45
2.5.3	Finanzmittelbezogene Dyssynergien.....	49
2.5.4	Marktmachtbezogene Dyssynergien.....	50
2.6	Erfassung der Nettosynergie von Akquisitionssubjekt und Akquisitionsobjekt im Synergiequader.....	51
2.6.1	Problematik der korrekten Ermittlung von Gesamtnettосynergien.....	51
2.6.2	Der Synergiequader.....	53
2.6.3	Nettosynergie und ressourcenbasierter Ansatz.....	55

2.6.4	Erklärung von Wertsteigerung des Akquisitionssubjekts durch Nettosynergie	57
2.6.5	Rational begründete Übernahmeprämie	58
2.7	Irrationaler Teil der Übernahmeprämie als weitere Quelle negativer Wertänderung des Akquisitionssubjekts	59
2.7.1	Managerhypothese	59
2.7.2	Prozesshypothese	59
2.7.3	Veranschaulichung des Wertverlusts von Akquisitionssubjekten durch irrationale Übernahmeprämien	60
2.8	Formelmäßige Erfassung der akquisitionsbedingten Wertänderung von Akquisitionssubjekten im Modell	62
2.9	Zusammenfassung von Kapitel 2	64
3	Empirische Untersuchung	67
3.1	Stichprobe	67
3.2	Regressionsanalyse zur Bestimmung der relativen Wertänderung des Akquisitionssubjekts aus der Höhe der relativen Übernahmeprämie	69
3.2.1	Grundlagen der Regressionsanalyse	69
3.2.2	Die unabhängige Variable x (relative Übernahmeprämie)	69
3.2.3	Die abhängige Variable y (relative Wertänderung des Akquisitionssubjekts)	71
3.2.4	Ergebnis der Regressionsanalyse	73
3.2.5	Bestimmung der kritischen Höhe der Übernahmeprämie (Wertverlust des Akquisitionssubjekts)	74
3.3	Statistische Hypothesentestung ($H_1: a < 0$)	75
3.3.1	Grundüberlegung des statistischen Testens	75
3.3.2	Hypothese	75
3.3.3	Auswahl der Testfunktion	76
3.3.4	Festlegung der Testhypothesen H_0 und H_1	76
3.3.5	Festlegung des Signifikanzniveaus	77
3.3.6	Bestimmung des Verwerfungsbereichs	77
3.3.7	Entscheidung über die Hypothese im vorliegenden Fall	78

3.4	Statistische Aussagen bezüglich des Absolutglieds	79
3.4.1	Interpretation des Absolutglieds	79
3.4.2	Bestimmung der oberen Grenze des Absolutglieds	80
3.5	Beschränkungen	80
3.6	Praktische Konsequenzen.....	81
3.7	Zusammenfassung von Kapitel 3	83
4	Anwendung der Ergebnisse der empirischen Studie auf aktuelle Unternehmensakquisitionen.....	85
4.1	Bedeutung des Kapitels	85
4.2	Stichprobe und Datenmaterial.....	85
4.3	Vorhersage der akquisitionsbedingten marktbereinigten relativen Wertänderung von 38 Akquisitionssubjekten anhand des Modells	87
4.3.1	Erwerb von Arrow International Inc. durch Teleflex Inc.	87
4.3.2	Erwerb von GlobalSantaFe Corp. durch Transocean Inc.....	89
4.3.3	Erwerb von Oak Hill Financial Inc. durch WestBanco Inc.....	90
4.3.4	Erwerb von Pogo Producing Co. durch Plains Exploration & Production Co.	91
4.3.5	Erwerb von Playtex Products Inc. durch Energizer Holdings Inc.....	92
4.3.6	Erwerb von Chaparral Steel Corp. durch Gerdau Ameristeel Corp.	93
4.3.7	Erwerb von Komag Inc. durch Western Digital Corp.	94
4.3.8	Erwerb von Andrew Corp. durch CommScope Inc.	95
4.3.9	Erwerb von Chittenden Corp. durch People's United Financial Inc.	96
4.3.10	Erwerb von eFunds Corp. durch Fidelity National Information Services Inc.....	97
4.3.11	Erwerb von Web.com Inc. durch Website Pros Inc.	98
4.3.12	Erwerb von Horizon Offshore Inc. durch Cal Dive International Inc.	99
4.3.13	Erwerb von Cholestech Corp. durch Inverness Med. Innovations Inc.	100
4.3.14	Erwerb von Peoples BancTrust Co. durch BancTrust Financial Group Inc.	101
4.3.15	Erwerb von Pioneer Companies Inc. durch Olin Corp.....	102

4.3.16	Erwerb von East Penn Financial Corp. durch Harleysville National Corp.	103
4.3.17	Erwerb von Sipex Corp. durch Exar Corp.	104
4.3.18	Erwerb von Enpath Medical Inc. durch Greatbatch Inc.	105
4.3.19	Erwerb von K2 Inc. durch Jarden Corp.	106
4.3.20	Erwerb von Lone Star Technologies Inc. durch United States Steel Corp.	107
4.3.21	Erwerb von Biosite Inc. durch Beckman Coulter Inc.	108
4.3.22	Erwerb von Paxar Corp. durch Avery Dennison Corp.	109
4.3.23	Erwerb von InfraSource Services Inc. durch Quanta Services Inc.	110
4.3.24	Erwerb von Florida Rock Industries Inc. durch Vulcan Materials Co.	111
4.3.25	Erwerb von Talx Corp. durch Equifax Inc.	112
4.3.26	Erwerb von Aquila Inc. durch Great Plains Energy Inc.	113
4.3.27	Erwerb von Investors Financial Services Corp. durch State Street Corp.	114
4.3.28	Erwerb von Houston Exploration Co. durch Forest Oil Corp.	115
4.3.29	Erwerb von National Health Realty Inc. durch National HealthCare Corp.	116
4.3.30	Erwerb von Horizon Health Corp. durch Psychiatric Solutions Inc.	117
4.3.31	Erwerb von Sky Financial Group Inc. durch Huntington Bancshares Inc.	118
4.3.32	Erwerb von Digital Insight Corp. durch Intuit Inc.	119
4.3.33	Erwerb von Rita Medical Systems Inc. durch AngioDynamics Inc.	120
4.3.34	Erwerb von Trammell Crow Co. durch CB Richard Ellis Group Inc.	121
4.3.35	Erwerb von CBOT Holdings Inc. durch Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc.	122
4.3.36	Erwerb von Mercantile Bankshares Corp. durch PNC Financial Services Group Inc.	123
4.3.37	Erwerb von Commonwealth Telephone Enterprises Inc. durch Citizens Communications Co.	124

4.3.38	Erwerb von Pocahontas Bancorp Inc. durch Iberiabank Corp.....	125
4.4	Untersuchung der prognostischen Relevanz des Modells.....	126
4.4.1	Vergleich der Abweichungen der tatsächlichen von den vorhergesägten marktbereinigten relativen Wertänderungen der Akquisitionssubjekte	126
4.4.2	Untersuchung von Handelsstrategien, welche sich die Ergebnisse der empirischen Studie zunutze machen	126
4.5	Zusammenfassung von Kapitel 4	130
5	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	131
6	Literaturverzeichnis.....	135
Anhang	161