

Rainer Lenhard

Erfolgsfaktoren von Mergers & Acquisitions in der europäischen Telekommunikationsindustrie

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Harald Hungenberg

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

2.1.3.2 Motiv: Corporate Control.....	28
2.1.3.3 Motiv: Synergien.....	30
2.1.3.4 Motiv: Unterbewertung.....	33
2.1.3.5 Motiv: Marktmacht	34
2.1.3.6 Motiv: Selbstüberschätzung (Hybris)	36
2.1.3.7 Motiv: Free-Cashflow	36
2.1.3.8 Motiv: Transaktionskosten.....	37
2.1.3.9 Weitere Motive: Redistributions-Ansatz.....	39
2.2 Erfolg von M&A-Transaktionen.....	42
2.2.1 Perspektiven des Erfolgs.....	42
2.2.1.1 Beurteilungsperspektive der Aktionäre.....	42
2.2.1.2 Beurteilungsperspektive der Mitarbeiter.....	43
2.2.1.3 Beurteilungsperspektive der Kunden	44
2.2.2 Methoden zur empirischen Erfolgsmessung.....	44
2.2.3 Ausgewählte Ergebnisse von Ereignisstudien zu Akquisitionen	47
2.2.3.1 Erfolg für das Käuferunternehmen.....	48
2.2.3.2 Verschiedene Erfolgsfaktoren.....	50
2.2.3.2.1 Erfolgsfaktor Diversifikation in neue Branchen.....	51
2.2.3.2.2 Erfolgsfaktor geographischer Fokus.....	52
2.2.3.2.3 Erfolgsfaktor Unternehmenskontrolle und Insiderwissen	53
2.2.3.2.4 Erfolgsfaktor Profitabilität der Transaktionspartner.....	54
2.2.3.2.5 Erfolgsfaktor Größe	55
2.2.3.2.6 Erfolgsfaktor Akquisitionserfahrung des Käuferunternehmens.....	57
2.2.3.2.7 Erfolgsfaktor Zahlungsmodus	57
3 Der europäische Telekommunikationsmarkt als Untersuchungsobjekt.....	59

3.1 Der Telekommunikations-Begriff	59
3.2 Überblick über die Entwicklungen des europäischen Telekommunikationsmarktes	61
3.2.1 Marktorganisation des Telekommunikationsmarktes in Europa bis Mitte der 80er Jahre	61
3.2.2 Deregulierungstendenzen.....	62
3.2.2.1 Begriff der Deregulierung	62
3.2.2.2 Überblick über theoretische Ansätze zur (De-)Regulierung.....	63
3.2.2.2.1 Ansätze der normativen Theorie.....	63
3.2.2.2.2 Ansätze der positiven politischen Ökonomie	65
3.2.2.3 Deregulierungsentwicklung des Telekommunikationsmarktes in Europa	67
3.2.2.3.1 Phase I (1984-1987): Harmonisierung und Verbesserung der Koordination.....	68
3.2.2.3.2 Phase II (1987-1992): Das Grünbuch und die Reform ordnungspolitischer Strukturen.....	69
3.2.2.3.3 Phase III (1992-1995): Überprüfung des Status quo und weitergehende Zielsetzungen.....	71
3.2.2.3.4 Phase IV (1996-2000): Entwicklung des regulatorischen Rahmens und Start der Marktöffnung.....	72
3.2.3 Privatisierungstendenzen	73
3.2.3.1 Begriff der Privatisierung.....	73
3.2.3.2 Gründe für Privatisierungsentwicklungen.....	73
3.2.4 Veränderung des Telekommunikationsmarktes in Europa durch Deregulierung und Privatisierung	76
3.3 Motive für M&A-Aktivität im europäischen Telekommunikationsmarkt	78
3.3.1 Motiv der Diversifikation	79
3.3.1.1 Branchen-Diversifikation.....	79

3.3.1.2 Internationalisierung vs. geografischer Fokus	79
3.3.2 Corporate-Control-Motiv	79
3.3.3 Synergie-Motiv	80
3.3.4 Motiv der Marktmacht	80
3.3.5 Externer Druck zu M&A aufgrund kundenseitiger Anforderungen	81
3.4 Bisherige Ergebnisse zum Erfolg von M&A im Telekommunikationsmarkt	81
3.5 Fallstudien zu M&A-Transaktionen im europäischen Telekommunikationsmarkt	88
3.5.1 Die Übernahme von o.tel.o communications durch die Mannesmann AG	88
3.5.1.1 Beschreibung des Zielunternehmens o.tel.o	88
3.5.1.2 Beschreibung des Käuferunternehmens Mannesmann AG	90
3.5.1.3 Beschreibung der M&A-Transaktion	90
3.5.1.4 Beschreibung der Transaktionsmotive	91
3.5.2 Die Übernahme der <i>Telecom Italia</i> durch <i>Olivetti</i>	92
3.5.2.1 Beschreibung des Zielunternehmens Telecom Italia	92
3.5.2.2 Beschreibung des Käuferunternehmens Olivetti	93
3.5.2.3 Beschreibung der M&A-Transaktion	94
3.5.2.4 Beschreibung der Transaktionsmotive	95
3.5.3 Die Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone Plc.	96
3.5.3.1 Beschreibung der weiteren Entwicklung der Mannesmann AG 96	
3.5.3.2 Beschreibung des Käuferunternehmens Vodafone	96
3.5.3.3 Beschreibung der M&A-Transaktion	97
3.5.3.4 Beschreibung der Transaktionsmotive	99
4 Modell- und Hypothesenbildung	101

4.1	Erfolg und Erfolgsmaßstab	101
4.2	Modellüberblick	102
4.3	Erfolgsfaktoren auf Basis der M&A-Motivtheorie	102
4.3.1	Diversifikation in neue Branchen (Diversifikationsmotiv/ Ressourcen-Theorie).....	102
4.3.2	Geografischer Fokus (Diversifikationsmotiv/Ressourcen- Theorie).....	103
4.3.3	Erreichen von Kontrolle (Kontrollargument/Corporate-Control- Motiv)	105
4.3.4	Relative Profitabilität der Transaktionspartner (Effizienzargument/Corporate-Control-Motiv)	107
4.3.5	Größenfaktoren (Synergie-Motiv/Ressourcen-Theorie).....	108
4.3.6	Relevanz von Insiderwissen (Unterbewertungs- Motiv/Prinzipal-Agenten-Theorie).....	112
4.4	Weitere theoretisch herleitbare Erfolgsfaktoren	114
4.4.1	Akquisitionserfahrung des Käuferunternehmens (Erfahrungskurve).....	114
4.4.2	Offenlegung der Information über den Zahlungsmodus (Prinzipal-Agenten-Theorie).....	116
4.4.3	Art des Zahlungsmodus (Signaling-Theorie)	117
4.5	Moderatoren	121
4.5.1	Herkunftsland des Käufer- und Zielunternehmens.....	121
4.5.2	Erfolgsfaktor Marktumfeld.....	122
5	Untersuchungsmethodik	125
5.1	Konzeption von Ereignisstudien	125
5.1.1	Zielsetzungen von Ereignisstudien.....	125
5.1.2	Aufbau von Ereignisstudien.....	128

5.2 Methodische Grundlagen	130
5.2.1 Die Ermittlung der abnormalen Renditen	130
5.2.1.1 Modelle zur Renditebereinigung	133
5.2.1.1.1 Das Marktmodell	134
5.2.1.1.2 Das Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	136
5.2.1.1.3 Die Arbitrage Pricing Theory (APT) und Multifaktorenmodelle	137
5.2.1.1.4 Das Modell der mittelwertbereinigten Renditen	140
5.2.1.1.5 Das Modell der marktbereinigten Renditen.....	141
5.2.1.2 Verwendung von Marktindizes	142
5.2.1.3 Verfahren zur Berechnung der Renditen.....	143
5.2.1.4 Verfahren zur Aggregation der abnormalen Renditen	145
5.2.2 Statistische Testverfahren	147
5.2.2.1 Univariate Analysen	148
5.2.2.1.1 Parametrische Verfahren	148
5.2.2.1.2 Nicht-parametrische Verfahren	151
5.2.2.2 Multivariate Analysen	153
5.2.3 Problembereiche von Ereignisstudien	156
5.2.3.1 Bestimmung des Ankündigungszeitpunktes	156
5.2.3.2 "Thin Trading"	157
5.2.3.3 Überlappende Ereignisse.....	159
5.2.3.4 Spezifische Problembereiche der verschiedenen Modelle zur Renditeschätzung	161
5.3 Entwicklung der Methodik zur Untersuchung von Akquisitionen im europäischen Telekommunikationsmarkt	164
5.3.1 Datenbasis	164
5.3.2 Ermittlung des Ankündigungszeitpunktes und Festlegung der Ereignisperiode	165
5.3.3 Ermittlung der abnormalen Renditen.....	167

5.3.3.1	Das Bewertungsmodell	167
5.3.3.2	Der Marktindex	169
5.3.3.3	Aggregation der Renditen	170
5.3.4	Statistische Tests	171
5.4	Zusammenfassung	174
6	Empirische Analyse.....	175
6.1	Deskriptive Analysen.....	175
6.2	Analyse der Schaffung von Unternehmenswert durch M&A- Aktivität	180
6.3	Univariate Analysen	182
6.3.1	Analyse der auf der M&A-Motivtheorie basierenden Erfolgsfaktoren (<i>Kernfaktoren</i>)	185
6.3.1.1	Erfolgsfaktor Diversifikation in neue Branchen	185
6.3.1.2	Erfolgsfaktor geographischer Fokus	188
6.3.1.3	Erfolgsfaktor Erreichen von Kontrolle.....	192
6.3.1.4	Erfolgsfaktor Profitabilität der Transaktionspartner	194
6.3.1.4.1	Überdurchschnittliche Profitabilität des Käuferunternehmens	194
6.3.1.4.2	Überdurchschnittliche Profitabilität des Zielunternehmens	198
6.3.1.4.3	Relative Profitabilität.....	201
6.3.1.5	Erfolgsfaktoren zu Größe	204
6.3.1.5.1	Größe des Käuferunternehmens	204
6.3.1.5.2	Relative Größe Ziel- zu Käuferunternehmen	207
6.3.1.5.3	Transaktionspreis	210
6.3.1.6	Erfolgsfaktor Relevanz von Insiderwissen des Käufers.....	213
6.3.2	Analyse weiterer theoretisch herleitbarer Erfolgsfaktoren (<i>Erweiterte Kernfaktoren</i>).....	216

6.3.2.1	Erfolgsfaktor Akquisitionserfahrung des Käuferunternehmens	216
6.3.2.2	Erfolgsfaktor Offenlegung der Information über den Zahlungsmodus	219
6.3.2.3	Erfolgsfaktor Art des Zahlungsmodus	222
6.3.3	Moderatorfaktoren	225
6.3.3.1	Erfolgsfaktor Herkunftsland der Transaktionspartner	225
6.3.3.1.1	Herkunftsland des Käuferunternehmens	225
6.3.3.1.2	Herkunftsland des Zielunternehmens	229
6.3.3.2	Erfolgsfaktor Marktumfeld	232
6.3.3.2.1	Marktumfeldanalyse auf Basis des Dow Jones Eurostoxx Index	233
6.3.3.2.2	Marktumfeldanalyse auf Basis des europäischen Telekom-Indexes	236
6.4	Multivariate Analysen	238
6.4.1	Im Modell berücksichtigte Variablen	239
6.4.2	Die Regressionsmodelle	242
6.4.3	Interpretation der Ergebnisse	245
6.5	Zusammenfassung der Ergebnisse	250
7	Schlussbetrachtungen	257
Anhang	261
Literaturverzeichnis	267