

*Daniel Kronenwett:*

## **Strategische Konsistenz von M&A-Serien in Europa**

*Schriften zu MANAGEMENT, ORGANISATION UND INFORMATION,*

hrsg. von Hagen Lindstädt, Band 26,

ISBN 978-3-86618-496-1, ISBN 978-3-86618-596-8 (e-book pdf),

Rainer Hampp Verlag, München u. Mering 2010, 254 S., € 27.80

Mergers & Acquisitions (M&A) treten in der Praxis häufig auf und Objekt einer intensiven wissenschaftlichen Diskussion. Forschungsperspektive ist meist die einzelne Akquisition und auch die mediale Aufmerksamkeit ist häufig nur auf große, spektakuläre Transaktionen gerichtet. Ein großer Teil der M&A-Aktivität findet jedoch als Serie von eher kleineren bis mittelgroßen Akquisitionen statt. Strategische Zusammenhänge innerhalb einer Serie, die Verbindung zur Unternehmensstrategie sowie der daraus resultierende Erfolg sind bislang unerforscht.

Im Rahmen dieser Arbeit wird eine Stichprobe von über 400 Firmen aus den drei wichtigsten europäischen Aktienindizes mit fast 2.000 Akquisitionen in mehr als 350 Serien im Zeitraum von 1995-2008 aufgebaut. Die Akquisitionen werden auf strategische Konsistenz analysiert und mit dem Erfolg über Regressionsanalysen in Zusammenhang gebracht. Dabei wird der Erfolg im Zuge einer Ereignisstudie mittels abnormaler Aktienrenditen bei Ankündigung der jeweiligen Akquisition bestimmt. Den konzeptionellen Rahmen bilden die Strategieforschung (z.B. Lamberg et al. (2010), Mintzberg (1978)), die Corporate-Finance-Forschung (z.B. Fuller et al. (2002), Asquith et al. (1983)) sowie die Theorie des organisationalen Lernens (z.B. Halebian / Finkelstein (1999), Hayward (2002)). Strategische Konsistenz wird in zwei Dimensionen betrachtet. Erstens beschreibt Strategie-Serien-Konsistenz die Konsistenz zwischen Unternehmensstrategie (z.B. Diversifikationsgrad) und der strategischen Richtung (horizontal, angrenzend, vertikal, konglomerat) einer M&A-Serie. Zweitens beschreibt Intra-Serien-Konsistenz die Stimmigkeit der strategischen Richtung innerhalb einer Serie. Mit Hilfe eines neuartigen methodischen Ansatzes werden die erklärenden Variablen kumulativ über den Serienverlauf definiert und beinhalten den Kenntnisstand des Kapitalmarktes über eine Serie zum Zeitpunkt der jeweiligen Serienakquisition.

Im Ergebnis finden sich zunächst klare Hinweise für einen positiven Zusammenhang von hoher Ex-Ante-Diversifikation, diversifizierender Serienrichtung und dem Akquisitionserfolg. Strategie-Serien-Konsistenz hat also im Falle diversifizierender M&A-Serien einen positiven Erfolgseffekt, wodurch Aussagen zu einem „Conglomerate Discount“ zumindest relativiert werden. Es wird darüber hinaus aufgezeigt, dass zwischen der Übereinstimmung der strategischen Richtung von Akquisitionen innerhalb einer Serie und dem Akquisitionserfolg ein positiver Zusammenhang besteht, dass also Intra-Serien-Konsistenz einen positiven Erfolgseffekt hat. Neben den Ergebnissen zur strategischen Konsistenz liefert diese Arbeit auch Erkenntnisse zu Einflussfaktoren der "prozessualen Konsistenz", wie zum Beispiel Größenschwankungen zwischen Akquisitionen und vorteilhafte zeitliche Abstände in Abhängigkeit der strategischen Richtung einer Serie.

**Schlüsselwörter:** Mergers & Acquisitions, Strategisches Management, Strategische Konsistenz, Diversifikation, Organisationales Lernen, Kapitalmarkteffekte, Abnormale Renditen

*Dr. Daniel Kronenwett*, Jg. 1979, studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität Mannheim und erwarb einen MBA an der University of Massachusetts Dartmouth (USA). Nach mehrjähriger Tätigkeit bei der Unternehmensberatung Oliver Wyman promovierte er am Institut für Unternehmensführung am Karlsruher Institut für Technologie (KIT).

# Schriften zu MANAGEMENT, ORGANISATION UND INFORMATION

Herausgegeben von  
Hagen Lindstädt

**Band 26**

Daniel Kronenwett

# Strategische Konsistenz von M&A-Serien in Europa

Rainer Hampp Verlag

München und Mering 2010

### **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.

ISBN 978-3-86618-496-1 (print)

ISBN 978-3-86618-596-8 (e-book)

Schriften zu Management, Organisation und Information: ISSN 1612-1767

DOI 10.1688/9783866185968

1. Auflage, 2010

Von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften des Karlsruher Instituts für Technologie (KIT) / der Universität Karlsruhe (TH) genehmigte Dissertation.

Tag der mündlichen Prüfung: 22. Juli 2010

Referent: Prof. Dr. Hagen Lindstädt

Korreferent: Prof. Dr. Berthold U. Wigger

© 2010     Rainer Hampp Verlag     München und Mering  
Marktplatz 5     D – 86415 Mering  
[www.Hampp-Verlag.de](http://www.Hampp-Verlag.de)

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne schriftliche Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Mikroverfilmungen, Übersetzungen und die Einspeicherung in elektronische Systeme.

∞     *Dieses Buch ist auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier gedruckt.*

*Liebe Leserinnen und Leser!*

*Wir wollen Ihnen ein gutes Buch liefern. Wenn Sie aus irgendwelchen Gründen nicht zufrieden sind, wenden Sie sich bitte an uns.*

## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit wurde im Juli 2010 am Karlsruher Institut für Technologie (KIT) als Dissertationsschrift angenommen und ist das Ergebnis meiner Forschungstätigkeit am dortigen Institut für Unternehmensführung der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften.

Ich kann mich glücklich schätzen, während meiner Forschungszeit eine Vielzahl inspirierender Menschen in meinem Umfeld gehabt zu haben, die in unterschiedlichster Form einen Beitrag zur Entstehung dieser Dissertation geliefert haben. Ich möchte die Gelegenheit nutzen, all jenen meinen herzlichsten Dank auszusprechen.

Mein tiefer Dank gilt meinem Doktorvater Prof. Dr. Hagen Lindstädt für die intensive und effektive Betreuung während meiner Forschungszeit. Unsere zahlreichen Diskussionen waren für mich sowohl aus akademischer als auch persönlicher Perspektive außerordentlich wertvoll und erkenntnisreich. Danken möchte ich darüber hinaus Dr. Michael Wolff, der zu jeder Zeit ein offenes Ohr sowie einen guten Ratsschlag hatte und der mich durch die „Untiefen“ empirischer Forschung gelotst hat.

An dieser Stelle möchte ich auch Prof. Dr. Berthold U. Wigger für die bereitwillige Übernahme des Zweitgutachtens danken. Ebenso danke ich Frau Anne Vogeley für die Koordination zahlreicher organisatorischer Angelegenheiten. Daneben möchte ich mich bei dem gesamten Team des Instituts für Unternehmensführung für die herzliche Aufnahme am Lehrstuhl bedanken.

Weiterer Dank gilt meinen Sponsoren von Oliver Wyman, Thomas Kautzsch und Alexander Neuhaus. Zudem danke ich Dr. Andreas Pradler für seine Unterstützung im Zuge der empirischen Datenerhebung sowie dem „Printshop“ für unkomplizierte Hilfe bei Druckarbeiten.

Danken möchte ich darüber hinaus meinen akademischen Mitstreitern und Weggefährten aus Karlsruhe sowie meiner Wahlheimat München. Hervorheben möchte ich besonders Dr. Daniel Hoang, Tom Sieber und Dr. Tobias Eichner, von denen jederzeit Inspiration oder einfach schnelle „intellektuelle Hilfe“ zu erwarten war.

Mein Dank gilt meiner Familie und insbesondere meinen Eltern, die durch Ihre Erziehung den Grundstein dafür gelegt haben, dass ich eine derartige Ausbildung überhaupt genießen durfte. Mein großer Dank gilt meiner Frau Julia, die durch unermüdliche moralische Unterstützung, kreative Impulse und Lektoratsarbeit einen großen Beitrag für diese Arbeit geleistet hat. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.



## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	I
Abbildungsverzeichnis.....	IV
Tabellenverzeichnis.....	VI
Abkürzungsverzeichnis .....	VIII
1    Einleitung .....	1
1.1    Relevanz .....	1
1.2    Forschungsziele und Vorgehen .....	4
1.3    Aufbau der Arbeit.....	7
2    Ableitung Forschungsrahmen .....	9
2.1    Definitionen und Begriffsbestimmungen.....	9
2.1.1 Mergers & Acquisitions .....	9
2.1.2 M&A-Serien .....	10
2.1.3 Strategische Konsistenz.....	12
2.2    M&A-Forschung .....	15
2.2.1 Allgemeiner Überblick .....	15
2.2.2 Motive.....	16
2.2.3 Strategie und Prozess.....	23
2.2.4 Kontext, Akteure, Konditionen .....	26
2.2.5 M&A-Serien als Forschungsfeld.....	29
2.3    Strategie- / Diversifikationsforschung .....	34
2.3.1 Diversifikation und die Theorie des „Conglomerate Discount“ .....	34
2.3.2 Untersuchungen zu strategischer Konsistenz.....	37
2.4    Positionierung der Arbeit .....	39
2.4.1 Zusammenfassung bisheriger Forschungsergebnisse .....	39
2.4.2 Inhaltliche Positionierung.....	40
2.4.3 Methodische Positionierung .....	42

2.5	Hypothesen .....	45
2.5.1	Konzeptionelle Überlegungen .....	45
2.5.2	Ableitung von Hypothesen .....	49
2.6	Forschungsrahmen .....	51
2.6.1	Untersuchter Grundzusammenhang .....	51
2.6.2	Gesamtmodell und Kontrollvariablen .....	52
2.6.3	Kritische Würdigung des Forschungsansatzes .....	54
3	Methodik .....	57
3.1	Ableitung der Stichprobe .....	57
3.1.1	Datenquellen für die Stichprobe .....	57
3.1.2	Ableitung der Firmenstichprobe .....	58
3.1.3	Ableitung der Akquisitionsstichprobe .....	59
3.1.4	Ableitung der Serienstichprobe .....	61
3.2	Analysemethoden .....	63
3.2.1	Ereignisstudie .....	63
3.2.2	Multivariate Regressionsanalyse .....	67
3.2.2.1	Selektion des Basismodells .....	67
3.2.2.2	Spezifikation des Basismodells .....	68
3.2.2.3	Annahmen des OLS-Modells .....	71
3.2.2.4	Alternative Logit-Modellspezifikation .....	73
3.2.2.5	Testaufbau und Gütekriterien .....	74
3.3	Variablen .....	79
3.3.1	Abhängige Variablen .....	79
3.3.2	Erklärende Variablen .....	80
3.3.3	Kontrollvariablen auf Ebene I .....	85
3.3.4	Kontrollvariablen auf Ebene II .....	88
3.3.5	Gesamtstruktur und Datenquellen .....	91
4	Ergebnisse .....	94
4.1	Deskriptive Analyse .....	94
4.1.1	Stichprobe .....	94
4.1.1.1	Firmenstichprobe .....	94
4.1.1.2	Akquisitionsstichprobe .....	96
4.1.1.3	Serienstichprobe .....	98

4.1.2 Variablen auf Ebene I.....	99
4.1.2.1 Kontextbezogene Kontrollvariablen.....	99
4.1.2.2 Transaktionsbezogene Kontrollvariablen.....	100
4.1.3 Variablen auf Ebene II.....	106
4.1.3.1 Bieterbezogene Kontrollvariablen.....	106
4.1.3.2 (Serien-)Prozessbezogene Kontrollvariablen.....	109
4.1.3.3 Konsistenzbezogene, erklärende Variablen.....	111
4.1.4 Abnormale Renditen.....	117
4.2    Univariate Analyse.....	119
4.2.1 Korrelationsanalyse.....	119
4.2.2 Univariater Zusammenhang von Erfolg und Strategie-Serien-Konsistenz	123
4.2.3 Univariater Zusammenhang von Erfolg und Intra-Serien-Konsistenz .....	127
4.2.4 Univariater Zusammenhang von Erfolg und Serienrang .....	129
4.2.5 Zusammenfassung der univariaten Analyse.....	133
4.3    Multivariate Analyse.....	134
4.3.1 Ebene I – Transaktion.....	134
4.3.2 Ebene II – Serie .....	139
4.3.2.1 Verbindung zu Ergebnissen aus Ebene I.....	139
4.3.2.2 Einfluss der Strategie-Serien-Konsistenz .....	141
4.3.2.3 Einfluss der Intra-Serien-Konsistenz.....	146
4.3.2.4 Einfluss der Kontrollvariablen.....	152
4.3.3 Zusammenfassung der multivariaten Analyse .....	156
4.4    Robustheit.....	158
4.4.1 Test auf Probleme der Linearen Regression .....	158
4.4.2 Robustheit der Variablenspezifikation.....	162
4.4.3 Robustheit der Stichprobenspezifikation .....	165
4.4.4 Robustheit der Modellspezifikation .....	166
4.5    Übersicht empirische Hypothesenprüfung.....	169
5    Zusammenfassung.....	171
5.1    Synopsis und Zielerreichung.....	171
5.2    Limitationen und Ausblick.....	176
Anhang .....	IX
Literaturverzeichnis.....	XXXV

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: M&A-Aktivität in Europa .....	1
Abbildung 2: Forschungslücke .....	4
Abbildung 3: Forschungsziele .....	5
Abbildung 4: Aufbau der vorliegenden Arbeit.....	8
Abbildung 5: M&A-Forschungsfelder.....	16
Abbildung 6: Motive für M&A.....	17
Abbildung 7: Arten von Synergien .....	18
Abbildung 8: Strategische Richtung von Akquisitionen.....	24
Abbildung 9: Felder der Diversifikationsforschung.....	34
Abbildung 10: Inhaltliche Positionierung der Arbeit.....	41
Abbildung 11: Methodische Positionierung der Arbeit .....	44
Abbildung 12: Konzept der realisierten Strategie .....	45
Abbildung 13: Strategie-Serien-Konsistenz und Intra-Serien-Konsistenz .....	46
Abbildung 14: Schematisches Beispiel zur Strategie-Serien-Konsistenz.....	47
Abbildung 15: Schematisches Beispiel zur Intra-Serien-Konsistenz.....	47
Abbildung 16: Strategie-Serien-Konsistenz und Intra-Serien-Konsistenz .....	48
Abbildung 17: Strategische Konsistenz und Erfolg .....	51
Abbildung 18: Forschungsmodell.....	53
Abbildung 19: Variablenkonzept.....	54
Abbildung 20: Datenquellen für die Stichprobe.....	57
Abbildung 21: Regressionsstruktur .....	70
Abbildung 22: Variablenstruktur .....	70
Abbildung 23: Variablenkategorien.....	71
Abbildung 24: Testverfahren in der linearen Regression.....	76
Abbildung 25: Firmen mit mindestens einer Serie nach Industrie und Land.....	95
Abbildung 26: Anzahl Serien nach Seriengröße .....	99
Abbildung 27: Zeitlicher Abstand und relative Größe nach Serienrang.....	111
Abbildung 28: Häufigkeit strategischer Serienrichtungen .....	113
Abbildung 29: Intra-Serien-Konsistenz im Serienverlauf.....	115
Abbildung 30: Häufigkeit von Quartilen der Richtungsübereinstimmung.....	116

Abbildung 31: CAR nach Entropie-Quartilen .....	126
Abbildung 32: CAR nach Quartilen strategischer Konsistenz.....	127
Abbildung 33: CAR nach Klassen von ATS, TTS und strategischer Konsistenz ...	128
Abbildung 34: CAR nach Serienrang .....	130
Abbildung 35: Ergebnisse der univariaten Hypothesenprüfung .....	133
Abbildung 36: Ergebnisse der multivariaten Hypothesenprüfung .....	156
Abbildung 37: Verteilung der Residuen aus Ebene I- und Ebene II-Regressionen.	161
Abbildung 38: Zusammenfassung der Testergebnisse .....	162
Abbildung 39: Übersicht Robustheitsprüfung zur Variablenspezifikation.....	163
Abbildung 40: Übersicht Robustheitsprüfung zur Stichprobenspezifikation .....	165
Abbildung 41: Übersicht Robustheitsprüfung zur Modellspezifikation.....	167
Abbildung 42: Ergebnisse der Hypothesenprüfung .....	170
Anhang – Abbildung 43: M&A-Forschungsperspektiven .....	IX
Anhang – Abbildung 44: Anteil Marktkapitalisierung Stichprobenländer.....	IX
Anhang – Abbildung 45: Teilstichproben der Serienabgrenzung (Illustration) .....	XVI
Anhang – Abbildung 46: Entwicklung Diversifikationsgrad 1995–2008 .....	XIX
Anhang – Abbildung 47: Literaturübersicht CAR-Ergebnisse für Bieter.....	XIX

## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Forschungsüberblick M&A-Serien 1983–2009 .....	33
Tabelle 2: Firmenstichprobe nach Selektionsschritten.....	59
Tabelle 3: Nomenklatur statistischer Signifikanzniveaus (p-Werte) .....	75
Tabelle 4: Gesamtstruktur der Modellvariablen .....	91
Tabelle 5: Berechnung und Datenquellen der Modellvariablen.....	92
Tabelle 6: Anzahl Firmen nach M&A-Aktivität und Land .....	94
Tabelle 7: Firmeneigenschaften nach M&A-Aktivität .....	96
Tabelle 8: Anzahl Akquisitionen nach Land des Bieters .....	97
Tabelle 9: Anzahl Akquisitionen nach Jahr.....	97
Tabelle 10: Anzahl Serien nach Auszeitkategorie und Land des Bieters .....	98
Tabelle 11: Kontextvariablen vor einer Akquisition .....	100
Tabelle 12: Relative Größe von Akquisitionen .....	101
Tabelle 13: Transaktionsbezogene Charakteristika von Akquisitionen.....	102
Tabelle 14: Anzahl Akquisitionen nach strategischer Akquisitionsrichtung.....	103
Tabelle 15: Relative Größe nach strategischer Akquisitionsrichtung.....	105
Tabelle 16: Anzahl Akquisitionen nach geographischer Richtung.....	105
Tabelle 17: Bietercharakteristik vor einer Akquisition .....	106
Tabelle 18: (Serien-)Prozessbezogene Variablen nach Serienrichtung .....	109
Tabelle 19: Konsistenzbezogene Charakteristika nach Serienrichtung .....	112
Tabelle 20: CAR der Bieterunternehmen nach Messintervall.....	117
Tabelle 21: CAR nach Einzel- und Serienakquisitionen.....	118
Tabelle 22: CAR nach Land und Jahr.....	119
Tabelle 23: Ebene I – Pearson-Korrelationsmatrix .....	120
Tabelle 24: Ebene II – Pearson-Korrelationsmatrix .....	121
Tabelle 25: CAR nach strategischer Richtung.....	124
Tabelle 26: CAR nach strategischer Serienrichtung, ATS- und Entropie-Klasse ...	126
Tabelle 27: CAR nach Serienrang .....	130
Tabelle 28: Literaturübersicht zu CAR nach Serienrang .....	132
Tabelle 29: Ebene I-Regression – Einfluss kontext- und transaktionsbezogener Faktoren .....	135

Tabelle 30: Ebene II-Regression – Auswahl Standardmodell.....	140
Tabelle 31: Ebene II-Regression – Einfluss strategische Serienrichtung .....	142
Tabelle 32: Ebene II-Regression – Einfluss Strategie-Serien-Konsistenz .....	144
Tabelle 33: Ebene II-Regression – Einfluss Intra-Serien-Konsistenz.....	147
Tabelle 34: Ebene II-Regression – Einfluss Intra-Serien-Konsistenz nach Serienrang .....	150
Tabelle 35: Test auf Heteroskedastizität.....	158
Tabelle 36: Test auf Multikollinearität und Variance Inflation Factors .....	159
Tabelle 37: Test auf serielle Korrelation .....	160
Anhang – Tabelle 38: Literaturüberblick zu Ansätzen der Serienabgrenzung .....	X
Anhang – Tabelle 39: Stichprobenfirmen mit mindestens einer Akquisition.....	XI
Anhang – Tabelle 40: Basis zur Berechnung der relativen Größe / Korrelationen	XVI
Anhang – Tabelle 41: 12er-Industrieklassifizierung nach Fama-French (FF).....	XVII
Anhang – Tabelle 42: Anzahl Akquisitionen nach Industrie .....	XVII
Anhang – Tabelle 43: Anzahl Serien nach Land und Industrie .....	XVIII
Anhang – Tabelle 44: Transaktionsbezogene Variablen nach Jahr und Land.....	XVIII
Anhang – Tabelle 45: Häufigkeit strategischer Serienrichtungen (Serienende).....	XIX
Anhang – Tabelle 46: Ebene I + II – Pearson-Korrelationsmatrix.....	XX
Anhang – Tabelle 47: Ebene II – Einfluss Strategie-Serien-Konsistenz und ATS.	XXI
Anhang – Tabelle 48: Variation der Einsatzebene bieterbezogener Variablen .....	XXII
Anhang – Tabelle 49: Kovarianz von unabhängigen Variablen und Fehlerterm	XXIII
Anhang – Tabelle 50: Strategie-Serien-Konsistenz – Robustheit Variablen- Spezifikation (Univariat) .....	XXIV
Anhang – Tabelle 51: Strategie-Serien-Konsistenz – Robustheit Stichproben- Spezifikation (Univariat) .....	XXV
Anhang – Tabelle 52: Strategie-Serien-Konsistenz – Robustheit Variablen- Spezifikation .....	XXVI
Anhang – Tabelle 53: Intra-Serien-Konsistenz – Robustheit Variablen-Spez.	XXVIII
Anhang – Tabelle 54: Strategie-Serien-Konsistenz – Robustheit Stichpr.-Spez.	XXX
Anhang – Tabelle 55: Intra-Serien-Konsistenz – Robustheit Stichproben-Spez.	XXXI
Anhang – Tabelle 56: Strategie-Serien-Konsistenz – Robustheit Modell-Spez.	XXXII
Anhang – Tabelle 57: Intra-Serien-Konsistenz – Robustheit Modell-Spez.....	XXXIII

**Abkürzungsverzeichnis**

Abh. Var.	Abhängige Variable
APT	Arbitrage Pricing Theory
AR	Abnormal Return
ATS	Acquirer-Target-Similarity
BLUE	Best Linear Unbiased Estimator
BHAR	Buy-And-Hold Abnormal Return
BSIC	beliebiger SIC(-Code)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	Cumulated Abnormal Return
FF	Fama-French(-Industrieklassifizierung)
Koeff.	Koeffizient
Kum.	Kumuliert
M&A	Mergers & Acquisitions
n/a	not applicable
OLS	Ordinary Least Squares
PSIC	Primärer SIC(-Code)
ROA	Return on Assets
RES	Residuen
SIC	Standard Industrial Classification
Std.-Abw.	Standardabweichung
t-Stat.	t-Statistik
TTS	Target-Target-Similarity
VIF	Variance Inflation Factor

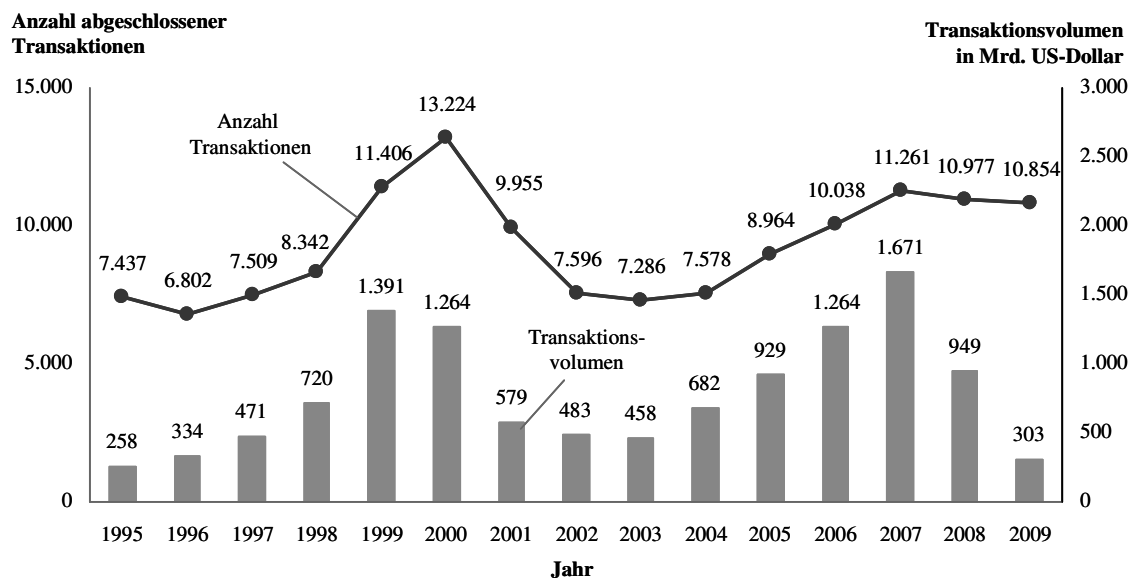
# 1 Einleitung

## 1.1 Relevanz

Das Thema Mergers & Acquisitions (M&A) ist sowohl in der Unternehmenspraxis als auch in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung von hoher Relevanz.

M&A-Aktivitäten sind in der *Unternehmenspraxis* häufig zu beobachten. Abbildung 1 zeigt die M&A-Transaktionen in Europa über die letzten Jahre. Es ist festzustellen, dass M&A zwar ein zyklisches Phänomen ist. Zu erwähnen sind insbesondere Aufstieg und Fall des M&A-Volumens im Zuge der „New Economy“-Blase über den Jahrtausendwechsel, die folgende Erholung und der erneute Einbruch als Folge der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise ab Ende des dritten Quartals 2008. Trotzdem bleibt das Thema auch in Zeiten von Rezession und Konsolidierung aktuell, was in Abbildung 1 durch eine Art „Grundlast“ in der Anzahl durchgeführter Akquisitionen bei tendenziell geringerem Dollar-Volumen dokumentiert ist. Für das erste Quartal 2010 wird bereits wieder ein globales M&A-Volumenwachstum im Vergleich zum Vorjahr berichtet, jedoch noch stark getrieben durch Wachstumsmärkte in Asien.<sup>1</sup>

**Abbildung 1: M&A-Aktivität in Europa**



Quelle: eigene Darstellung auf Basis *Thomson Financial SDC*

<sup>1</sup> Vgl. Financial Times (2010); siehe z. B. auch Dow Jones (2010) und ZEW (2010), S. 2 zu aktuellen Indikatoren der konjunkturellen Erholung auf dem internationalen M&A-Markt.

M&A-Ankündigungen (z. B. „Lufthansa to Buy Controlling Stake in U.K.'s BMI“<sup>2</sup>) nehmen einen großen Teil der täglichen Wirtschaftsnachrichten ein. Es entsteht öffentlicher Druck auf das Management, die strategischen Ziele und versprochenen Effekte einzulösen: „Lufthansa under pressure to make bmi purchase pay“<sup>3</sup>. M&A betrifft dabei eine Vielzahl von Interessensgruppen. Dazu gehören direkt Anteilseigner, Manager und Mitarbeiter von übernehmenden und übernommenen Firmen. Indirekt betroffen sind Wettbewerber, Kunden und Lieferanten sowie Analysten, Medien, staatliche Institutionen und die interessierte Öffentlichkeit. Aufgrund der großen Zahl von „Stakeholdern“ ist die Debatte über Erfolgsfaktoren bzw. Implikationen von M&A nur selten faktenbasiert und oft ideologisch geführt. Durch das spektakuläre Scheitern einzelner großer Transaktionen (z. B. BMW und Rover) stehen M&A-Aktivitäten gleichzeitig unter dem Generalverdacht, Wert zu vernichten.<sup>4</sup>

Die Mehrheit der M&A-Aktivitäten läuft indes fernab medialer Aufmerksamkeit in anderer Struktur. Viele Unternehmen akquirieren eher mehrere, kleinere Unternehmen in Folge. Das Phänomen mehrerer zusammenhängender Akquisitionen als *M&A-Serie* ist jedoch meist ein implizites. M&A-Serien oder -Programme werden oft nicht öffentlich oder nur indirekt und verklausuliert angekündigt (z. B. „LVMH watch boss not ruling out acquisitions“<sup>5</sup>). Das Auftreten von mehreren Akquisitionen in Folge ist jedoch evident. So hat beispielsweise das deutsche Einzelhandelsunternehmen Douglas Holding in den Jahren 2000 bis 2007 eine Sequenz von mehr als zehn Akquisitionen zur weiteren Ausdehnung ihres Filialgeschäfts im Einzelhandel durchgeführt.<sup>6</sup> Ein weiteres Beispiel ist der Konzernumbau von Preussag zu TUI ab 1997, der eine Reihe an Akquisitionen zum Eintritt in ein völlig neues Geschäftsfeld (Tourismus) bei gleichzeitiger Abkehr von einem diversifizierten Industriegeschäft beinhaltete.<sup>7</sup> Man könnte nun behaupten, dass die Akquisitionen in den genannten Beispielen vollständig voneinander losgelöst und rein opportunistisch durchgeführt wurden. Weitaus wahrscheinlicher ist jedoch die Annahme, dass zumindest für einen Großteil derartiger M&A-Sequenzen ein *strategischer Zusammenhang* zwischen den einzelnen Serienakquisitionen sowie zwischen Serie und Unternehmensstrategie existiert. Somit ist zur Analyse dieses Zusammenhangs die gesamthafte Betrachtung von M&A-Serien von hoher Relevanz.

---

<sup>2</sup> Vgl. Bloomberg (2008).

<sup>3</sup> Vgl. Reuters (2009).

<sup>4</sup> Vgl. Moeller et al. (2005), S. 781; Vgl. Focus (2000) für Hintergründe zu BMW und Rover.

<sup>5</sup> Vgl. Reuters (2010).

<sup>6</sup> Umschließt nur größenmäßig bedeutsame Akquisitionen, die genaue Gesamtzahl liegt ggf. darüber.

<sup>7</sup> Vgl. Dittmann et al. (2008), S. 571 ff. für eine umfassende Fallstudienanalyse hierzu.

Manager kommunizieren bei Ankündigung von einzelnen Akquisitionen gerne ihre damit verbundenen strategischen Ziele zur Wertsteigerung an den Kapitalmarkt und die Öffentlichkeit. Investoren bewerten dann, ob diese Motive konsistent mit der Unternehmensstrategie sowie mit anderen Akquisitionen in einer Abfolge und tatsächlich wertsteigernd sind. Somit ist auch im Zuge der Unternehmens- und Kapitalmarktpraxis die Analyse „strategischer Konsistenz“<sup>8</sup> von hoher Relevanz.

Auch in der *theoretischen und empirischen Forschung* kommt dem M&A-Thema eine hohe Relevanz zu, da Fusionen und Übernahmen ein elementares Instrument zur Umsetzung der Unternehmensstrategie darstellen. Die Wichtigkeit dieses Instruments ist wiederum dadurch belegt, dass M&A-Entscheidungen institutionell im Top-Management angesiedelt sind. Eine Vielzahl von Literatur aus der Corporate-Finance-Forschung und der Strategieforschung hat sich mit M&A-Fragestellungen aus unterschiedlichen Perspektiven über viele Jahrzehnte hinweg auseinandergesetzt.

<sup>9</sup> Die große Mehrheit dieser Arbeiten richtet ihren Analysefokus jedoch klar auf einzelne, isoliert voneinander betrachtete Akquisitionen. Die Betrachtung von M&A-Serien ist bereits als Paradigmawechsel und als *Forschungslücke* im weiteren Sinne zu bewerten.<sup>10</sup> Die Erforschung von Zusammenhängen im Kontext von M&A-Serien ist insbesondere durch Forscher der Corporate Finance-Disziplin in den letzten Jahren zwar verstärkt aufgekommen.<sup>11</sup> Diese orientieren sich jedoch stark an finanzwirtschaftlichen Erklärungsansätzen von Serien, weniger an strategischen Aspekten. Die wenigen Arbeiten aus der Strategieforschung beziehen sich stark auf Erklärungsmuster der organisationalen Lerntheorie.<sup>12</sup> Strategische Konsistenz als Erklärungsansatz und Einflussfaktor für den Erfolg von M&A-Serien wurde bisher nach Kenntnis des Autors in keiner existierenden Arbeit umfassend beleuchtet.<sup>13</sup> Dies ist als wesentliche Forschungslücke im Forschungsgebiet zu bewerten.

Große M&A-Volumina sind sowohl von dem US-amerikanischen Markt als auch seit einigen Jahren verstärkt aus Europa zu berichten.<sup>14</sup> Aus diesem Grunde ist es umso erstaunlicher, dass die überwiegende Mehrheit der publizierten Untersuchungen im M&A-Kontext auf US-amerikanischen Stichproben basiert und die Zahl von Arbei-

---

<sup>8</sup> Dieser Begriff wird in Kapitel 2.1.3 näher spezifiziert.

<sup>9</sup> Vgl. z. B. Moeller et al. (2005), S. 757 ff., Seth et al. (2002), S. 781 ff., Andrade et al. (2001), S. 103 ff., Datta et al. (1992), S. 67 ff., Jensen / Ruback (1983), S. 5 ff.

<sup>10</sup> Siehe Abbildung 43 im Anhang für eine schematische Darstellung dazu.

<sup>11</sup> Vgl. z. B. Aktas et al. (2009), S. 2 ff., Ismail (2008), S. 72 ff., Croci (2005), S. 2 ff., Fuller et al. (2002), S. 1763 ff.

<sup>12</sup> Vgl. insbesondere Laamanen / Keil (2008), S. 663 ff., Hayward (2002), S. 21 ff., Halebian / Finkelstein (1999), S. 29 ff.

<sup>13</sup> Eine erste Hinführung zu dieser Thematik findet sich bisher nur bei Hopkins (1987), S. 557 ff.

<sup>14</sup> Vgl. Middelmann (2007), S. 129, Campa / Hernando (2004), S. 48.

ten mit europäischer Perspektive überschaubar bleibt.<sup>15</sup> Zu M&A-Serien gibt es keine europäische, dem Autor bekannte empirische Untersuchung.<sup>16</sup>

Es lässt sich festhalten, dass Einzelakquisitionen als wissenschaftliches Untersuchungsobjekt intensiv erforscht sind, insbesondere mit Fokus auf US-Stichproben. Die Betrachtung von M&A-Serien im Allgemeinen und strategischer Konsistenz im Speziellen können jedoch als Felder mit Forschungsbedarf erachtet werden. Dies gilt insbesondere, aber nicht ausschließlich im Hinblick auf europäische Stichproben. Abbildung 2 zeigt zusammenfassend eine Übersicht bisheriger Forschungsintensität aus den wissenschaftlichen Strömungen und die identifizierte Forschungslücke.

**Abbildung 2: Forschungslücke**

		Forschungsströmung	
		Strategisches Management	Corporate Finance
Forschungs- objekt	Einzelakquisitionen	✓	✓
	M&A-Serien	-	(✓)

✓ Hohe bisherige Forschungsintensität  
 (✓) Geringe bisherige Forschungsintensität  
 - Keine bisherige Forschung

Forschungslücke:  
 Strategische Aspekte (z. B. Konsistenz)  
 in M&A-Serien

Quelle: eigene Darstellung

## 1.2 Forschungsziele und Vorgehen

Das vorherige Kapitel zeigt die Relevanz von strategischer Konsistenz von M&A-Serien für Wissenschaft und Praxis auf. Gleichzeitig arbeitet es eine Lücke in der Erforschung von Zusammenhängen in diesem Bereich heraus. Die vorliegende Arbeit hat zum Ziel, in diese Lücke hineinzustoßen und einen Beitrag dazu zu leisten, sie zu schließen. Basierend auf der beschriebenen Relevanz und den ermittelten Forschungslücken lassen sich entlang von drei Dimensionen Zielrichtungen für diese Arbeit formulieren (siehe Abbildung 3).

<sup>15</sup> Vgl. z. B. Faccio / Masulis (2005), S. 1345 ff., Goergen / Renneboog (2004), S. 9 ff., Hughes (1993), S. 9 ff., Franks et al. (1990), S. 191 ff.

<sup>16</sup> Ausnahmen: Conn et al. (2004), S. 3 ff. (nicht veröffentlicht, Fokus auf Großbritannien) und Gregory (1997), S. 971 ff. (Fokus auf Großbritannien, nur ergänzende Betrachtung Serienakquisitionen).

**Abbildung 3: Forschungsziele**

Quelle: eigene Darstellung

Erstens soll eine *konzeptionelle Weiterentwicklung* erreicht werden. Im Zuge dessen wird das Konzept der strategischen Konsistenz in den Kontext von M&A-Serien eingeführt und diskutiert. Dies soll als rationale Ergänzung und Alternative zu bestehenden lerntheoretischen, finanz- und verhaltensökonomisch fundierten Erklärungsmustern von Serien und deren Erfolg dienen. Zweitens soll eine *methodische Weiterentwicklung* stattfinden. Dies wird durch eine alternative Perspektive im Hinblick auf Erfolg und Einflussfaktoren von M&A-Serien vorgenommen. Zur methodischen Weiterentwicklung des derzeitigen Forschungsstandes gehört auch eine Verfeinerung der Messung der strategischen Serienrichtung<sup>17</sup> im Vergleich zu bestehender Literatur. Drittens soll eine *stichprobenbezogene Weiterentwicklung* vorgenommen werden. Dies äußert sich in einer veränderten geographischen Verortung der Stichprobenfirmen im Vergleich zu einem Großteil der Literatur. Neben den genannten Zielen zur Weiterentwicklung bestehen „Sekundärziele“ im konkreten Umfeld der M&A-Serienforschung. Hierunter fallen z. B. die Prüfung theoretischer Erklärungsansätze aus der Corporate Finance- und Strategieforschung. Darüber hinaus ist es mittels empirischer Analysen zu strategischer Konsistenz in M&A-Serien indirekt möglich, einen Beitrag zur „Conglomerate Discount“-Theorie im Rahmen der Diversifikationsforschung zu leisten.<sup>18</sup>

Insbesondere die Forschungsziele in der Dimension der konzeptionellen Weiterentwicklung lassen sich anhand von Forschungsfragen weiter konkretisieren. Diese Fragen dienen über die gesamte Arbeit hinweg als Leitplanken der Hypothesengenerierung und der empirischen Analyse.

<sup>17</sup> Richtung einer Serie in Relation zum Bieterunternehmen (z. B. horizontal). Siehe auch Kapitel 3.3.2.

<sup>18</sup> Siehe Kapitel 2.3.1 für weitere Details zu Diversifikation und „Conglomerate Discount“.

Die *Forschungsfragen* sind wie folgt formuliert:

- Welche Strukturen von M&A-Serien lassen sich identifizieren?
- Wie erfolgreich sind M&A-Serien?
- Wie lässt sich strategische Konsistenz im Kontext von M&A-Serien operationalisieren?
- Welcher Zusammenhang besteht zwischen strategischer Konsistenz und M&A-Serienerfolg?
- Welche Rolle spielt die strategische Serienrichtung in diesem Zusammenhang?

Diese Fragen sollen mit Hilfe eines datenbankgestützten, empirischen *Forschungsvorgehens* beantwortet werden. Hierzu werden für eine Stichprobe von 414 Unternehmen aus den drei europäischen Kernmärkten Großbritannien, Deutschland und Frankreich insgesamt 379 Serien mit 2.220 Akquisitionen im Zeitraum von 1995 bis 2008 auf Grundlage eines theoretisch fundierten Kriteriensets identifiziert und ausgewertet. Im Anschluss werden diese Serien auf strategische Konsistenz analysiert und mit abnormalen Renditen als Erfolgsmaß über uni- und multivariate *Regressionsanalysen* in Zusammenhang gebracht. Diese Ergebnisse werden auf Robustheit überprüft und inferenzstatistisch interpretiert.

Der konzeptionell-theoretische Rahmen wird dabei aus den Strömungen der Corporate Finance- sowie der strategischen Managementforschung gespeist. Die Basis der Hypothesenbildung, -prüfung und interpretativen Synthese bilden die Ansätze des organisationalen Lernens<sup>19</sup> und die klassische Strategieforschung<sup>20</sup> aus der Strömung der strategischen Managementforschung. Aus dem Corporate-Finance-Umfeld rekurriert die vorliegende Arbeit auf Literatur mit neoklassischem Hintergrund<sup>21</sup> und auf Arbeiten mit Behavioural-Finance-Hintergrund<sup>22</sup>. Im Hinblick auf das für diese Ar-

---

<sup>19</sup> Vgl. z. B. Laamanen / Keil (2008), S. 663 ff., Hayward (2002), S. 21 ff., Halebian / Finkelstein (1999), S. 29 ff.

<sup>20</sup> Vgl. v. a. Venkatraman (1989), S. 423 ff., Hopkins (1987), S. 557 ff., Mintzberg (1978), S. 934 ff.

<sup>21</sup> Vgl. v. a. Moeller et al. (2004), S. 201 ff., Fuller et al. (2002), S. 1763 ff.; Die wissenschaftliche Strömung der Neoklassik basiert auf der Grundannahme des rational handelnden „homo oeconomicus“ bei vollkommener Effizienz der Märkte (Siehe z. B. Fama et al. (1969); Gort (1969))

<sup>22</sup> Vgl. v. a. Jensen (1986), S. 323 ff., Roll (1986), S. 197 ff.; Behavioural Finance beschäftigt sich mit Einflüssen der Psychologie auf das Verhalten von Finanzmarktakteuren und daraus entstehenden Wirkungen (Siehe z. B. Kahnemann / Tversky (1979); Daniel et al. (1998); Barberis et al. (1998)).

beit relevante Feld der Diversifikationsforschung werden Ansätze und empirische Ergebnisse aus beiden Strömungen zugrunde gelegt.<sup>23</sup>

### ***1.3 Aufbau der Arbeit***

Die vorliegende Arbeit untergliedert sich in *fünf Hauptkapitel* (siehe Abbildung 4 für eine Übersicht der Hauptkapitel und wesentlicher inhaltlicher Themenblöcke). Der Grad an eigener, forschungsbezogener Wertschöpfung je Hauptkapitel wird durch die Unterteilung in „Kernkapitel“ und „unterstützendes Kapitel“ zum Ausdruck gebracht.

In Kapitel 1 wurde in Form des Einleitungskapitels erläutert, welche Motivation der Autor hat und welche Relevanz das Forschungsthema theoretisch für die Wissenschaft sowie als Phänomen für die Managementpraxis besitzt. Darüber hinaus wurde in Kapitel 1.2 dargelegt, inwiefern Lücken in der Erforschung dieses Themenbereichs bestehen. Darauf aufbauend wurden konkrete Forschungsziele bzw. -fragen formuliert sowie das Forschungsvorgehen skizziert.

In Kapitel 2 erfolgt zunächst eine Bestimmung bzw. Definition der für diese Arbeit grundlegenden Begriffe. Die dann folgenden Abschnitte geben einen Literaturüberblick zur M&A-Forschung, der Diversifikationsforschung sowie der Forschung zu strategischer Konsistenz. Unter Berücksichtigung der Forschungsfragen und -ziele aus Kapitel 1 und der Synopse bestehender Forschung wird die Arbeit im Anschluss inhaltlich und methodisch positioniert. Hypothesen werden darauf aufbauend formuliert und im Folgeabschnitt in einen umfassenden Forschungsrahmen eingebettet. Dieser Forschungsrahmen zielt auf die inhaltlich und methodisch bestmögliche Beantwortung der aufgestellten Forschungsfragen und -ziele ab.

Kapitel 3 legt im Sinne eines „Werkzeugkastens“ das methodologische Fundament für die im Anschluss folgende empirische Analyse. Dieses Fundament umschließt das Verfahren und die Definition von Kriterien der Stichprobenbildung. Darüber hinaus erfolgt eine Beschreibung und Diskussion verwendeter statistischer Analysemethoden sowie die Definition und Operationalisierung der Modellvariablen.

Das Kapitel 4 kann als Ergebniskapitel neben dem konzeptionellen Teil aus Kapitel 2 als Herzstück der vorliegenden Arbeit bezeichnet werden. In diesem Kapitel werden zunächst in deskriptiver Form die Stichproben sowie die eingesetzten Variablen dargestellt. Mittels univariater Analysen werden Hinweise für Zusammenhänge im multivariaten Kontext eingeholt sowie erste Hypothesentests durchgeführt. Im Zentrum stehen das Unterkapitel der multivariaten (Regressions-)Analyse und deren Ro-

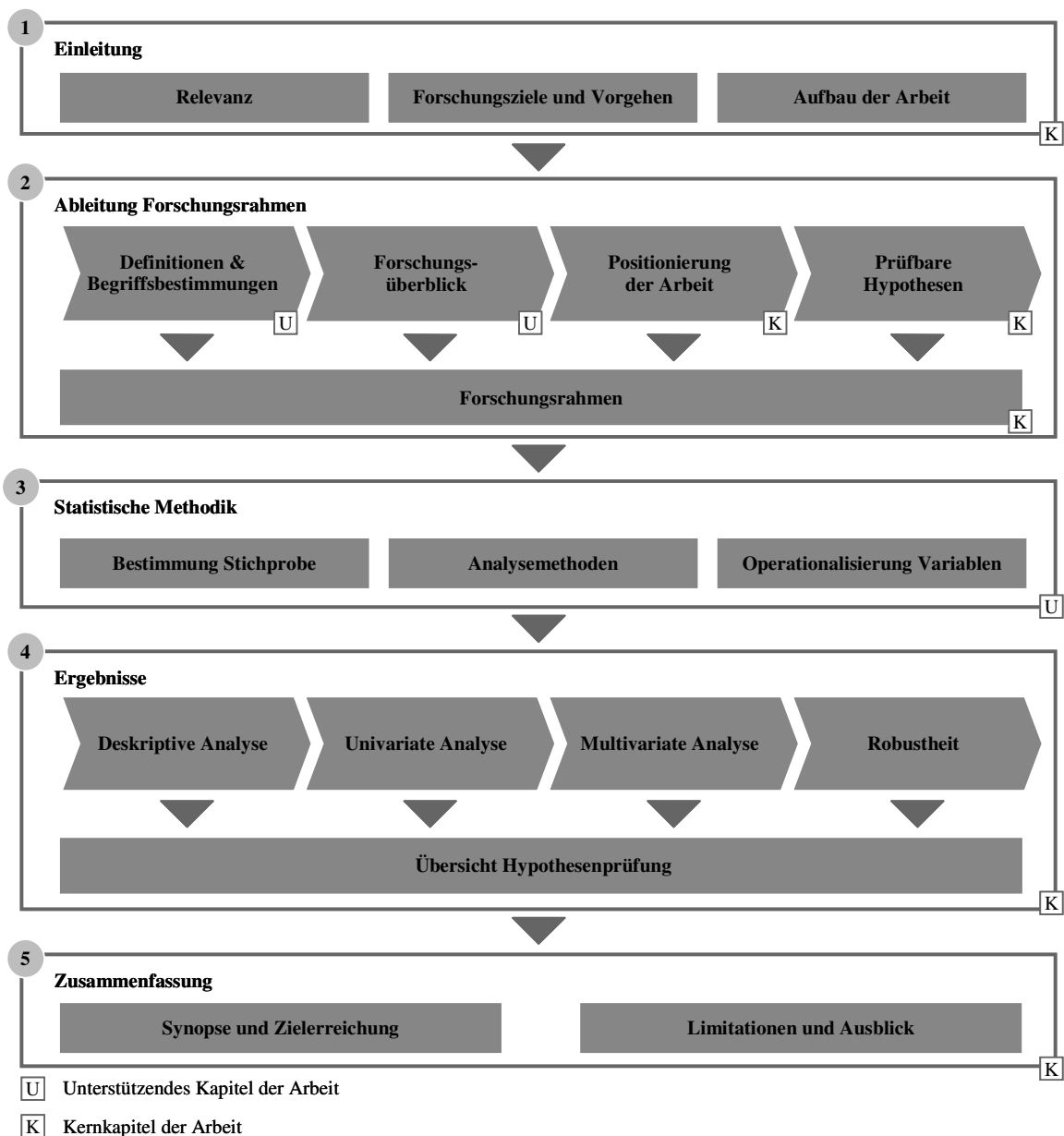
---

<sup>23</sup> Aus der Strategieforschung v. a.: Fan / Lang (2000), S. 629 ff., Lubatkin (1987), S. 39 ff., Rumelt (1974), S. 1 ff.; aus der Corporate-Finance-Forschung v. a.: Campa / Kedia (2002), S. 1731 ff., Berger / Ofek (1995), S. 39 ff.

bustheitsprüfung. Den Abschluss bildet eine Ergebnisübersicht der geprüften Hypothesen und Zusammenhänge.

Kapitel 5 kann als übergreifende Conclusio betrachtet werden. Zunächst erfolgen eine Synopse der Ergebnisse und deren Forschungsimplicationen sowie eine Reflexion bezüglich der Erreichung der Forschungsziele. Den Abschluss der Arbeit bildet eine kritische Würdigung, inklusive eines Diskurses über bestehende Limitationen und eines Ausblicks auf eine erstrebenswerte zukünftige Forschung im betrachteten Themengebiet.

**Abbildung 4: Aufbau der vorliegenden Arbeit**



Quelle: eigene Darstellung

## 2 Ableitung Forschungsrahmen

### 2.1 Definitionen und Begriffsbestimmungen

#### 2.1.1 Mergers & Acquisitions

Unter dem Begriff Mergers & Acquisitions (M&A)<sup>24</sup> wird im Rahmen dieser Arbeit der mehrheitliche Übergang von Eigentums- und Kontrollrechten von Anteilseignern eines Zielunternehmens („Ziel“) auf ein Bieterunternehmen („Bieter“) verstanden.<sup>25</sup>

Der M&A-Begriff umschließt die vollständige oder partielle *Akquisition* (englisch: „acquisition“) von Anteilen des Zielunternehmens („share deal“) oder von separaten Vermögensgegenständen („asset deal“) durch den Bieter und die nachfolgende Eingliederung in den Unternehmensverbund.<sup>26</sup> Teil eines „asset deal“ ist beispielsweise die Akquisition von Vermögensgegenständen einer vollständig integrierten, rechtlich unselbstständigen strategischen Geschäftseinheit eines Konzerns<sup>27</sup>. Für den Akquisitionsbegriff gibt es eine Vielzahl von Synonymen. Hierunter fallen beispielsweise die Begriffe Unternehmensübernahme („takeover“)<sup>28</sup>, Unternehmens- / Anteilskauf („stake purchase“)<sup>29</sup> oder Unternehmenstransaktion („transaction“)<sup>30</sup>.

Der M&A-Begriff umfasst auch *Fusionen* (englisch: „merger“), die wiederum als Teilmenge von Akquisitionen gelten.<sup>31</sup> Im Falle eines Mergers gehen entweder zwei Unternehmen in einem neu gegründeten, rechtlich selbstständigen Unternehmen auf (Fusion im engeren Sinne).<sup>32</sup> Alternativ kann ein Zielunternehmen nach vollständiger

---

<sup>24</sup> Die Begriffe „merger“ und „acquisition“ werden in der angelsächsischen Literatur oftmals nicht differenziert betrachtet oder synonym verwendet. Vgl. z. B. Andrade et al. (2001), S. 103, Healy et al. (1992), S. 138, Halpern (1983), S. 297.

<sup>25</sup> Vgl. Jensen / Ruback (1983), S. 5 ff. Dies umschließt neben dem Einsetzen eines neuen Managements auch Leitungsrechte über die Unternehmensressourcen.

<sup>26</sup> Vgl. Achleitner (2002), S. 141. Siehe Franks et al. (1990), S. 194 für eine Nuancierung zwischen England, Frankreich und Deutschland. Beispielsweise sind auf Grund regulatorischer Besonderheiten in Frankreich und Deutschland partielle Akquisitionen üblich, in England vollständige Akquisitionen.

<sup>27</sup> Vgl. Bühner / Digmayer (2003), S. 657 sowie Franks et al. (1990), S. 201 zur wachsenden Bedeutung des An- und Verkaufs von Geschäftseinheiten.

<sup>28</sup> Vgl. Böhmer / Löffler (1999), S. 299 ff.; sinngemäß aus dem Englischen z. B. Franks et al. (1990), S. 191 ff., Travlos (1987), S. 943, Jensen / Ruback (1983), S. 6, Firth (1980), S. 235.

<sup>29</sup> Vgl. sinngemäß aus dem Englischen z. B. Franks et al. (1990), S. 194.

<sup>30</sup> Vgl. z. B. Bühner (1990), S. 5.

<sup>31</sup> Vgl. Dodd / Ruback (1977), S. 351.

<sup>32</sup> Vgl. Neumann (1994), S. 37 f.

Übertragung der Vermögenswerte an ein Bieterunternehmen in genau jenem aufgehen und seine rechtliche Selbständigkeit verlieren (Fusion im weiteren Sinne).<sup>33</sup> In einem Fusionsprozess verhandelt der Bieter direkt mit dem Management oder Aufsichtsrat des Zielunternehmens, mit nachrangiger Überzeugung individueller Anteilseigner des Zielunternehmens.<sup>34</sup> Im Zuge einer Fusion wird synonym auch von Unternehmensverschmelzung<sup>35</sup> oder Unternehmensvereinigung („business combination“)<sup>36</sup> gesprochen.

Eine alternative M&A-Form ist das *Tenderangebot*.<sup>37</sup> Ein Tenderangebot ist ein öffentliches Cash- oder Aktienangebot durch ein Bieterunternehmen für einen mehrheitlichen Anteil am (börsennotierten) Zielunternehmen. Das Angebot erfolgt direkt an die Anteilseigner des Zielunternehmens unter Umgehung des bestehenden Ziel-Managements.<sup>38</sup> Das Tenderangebot gilt als erfolgreich, wenn die Aktienmehrheit an das Bieterunternehmen übertragen wird. Diesem Vorgang folgt meist ein Merger-vorschlag.<sup>39</sup> Eine feindliche Übernahme hingegen ist dadurch definiert, dass das erstmalige Angebot an das Zielunternehmen von dessen Anteilseignern zurückgewiesen wird.<sup>40</sup>

Es ist festzuhalten, dass sich ein Großteil der angloamerikanischen Literatur bisher auf Merger und Tenderangebote börsennotierter Zielunternehmen beschränkt. Neuere Studien beziehen immer häufiger auch Akquisitionen privater Zielunternehmen mit in ihre Stichprobe bzw. ihr Untersuchungsfeld ein.<sup>41</sup>

### 2.1.2 M&A-Serien

M&A-Serien setzen sich aus einzelnen Mergers & Acquisitions zusammen und bauen somit auf deren oben dargestellter Definition auf. Wesentlich im Kontext der

---

<sup>33</sup> Vgl. Schwert (1996), S. 161, Dodd (1980), S. 105; siehe Gaughan (2007), S. 12 für eine definitorische Abgrenzung von „Mergern“ und Neumann (1994), S. 38 f. für eine definitorische Abgrenzung von „Fusionen“.

<sup>34</sup> Vgl. Franks / Harris (1989), S. 229, Jensen / Ruback (1983), S. 6.

<sup>35</sup> Vgl. z. B. Rose / Glorius-Rose (1995), S. 162 für eine Einordnung im deutschen Recht.

<sup>36</sup> Vgl. z. B. Elgers / Clark (1980), S. 66.

<sup>37</sup> Vgl. Gaughan (2007), S. 240 für eine Übersicht gängiger Varianten sowie Soderquist (1987), S. 236 für eine Darstellung des „8-Faktoren-Tests“ zum Vorliegen eines Tenderangebotes in den USA.

<sup>38</sup> Vgl. Loughran / Vijh (1997), S. 1767, Jarrell et al. (1988), S. 51, Jensen / Ruback (1983), S. 6.

<sup>39</sup> Vgl. Agrawal et al. (1992), S. 1607. Siehe Dodd / Ruback (1977), S. 351 f., Bradley (1980), S. 349. für Details zur Definition von Tenderangeboten.

<sup>40</sup> Vgl. Franks / Mayer (1996), S. 165.

<sup>41</sup> Vgl. z. B. Ismail (2008), S. 75, Officer (2007), S. 578 f., Faccio / Masulis (2005), S. 1353, Fuller et al. (2002), S. 1770, Chang (1998), S. 775.

M&A-Serie ist die Frage der initialen Abgrenzung. Hierbei lässt sich eine *explizite Abgrenzung* durch die offizielle Ankündigung eines Akquisitionsprogramms nach Schipper / Thompson (1983) aufführen.<sup>42</sup> Daneben kann von einer *impliziten Abgrenzung* dann gesprochen werden, wenn über ein festgelegtes Kriterienset eine M&A-Serie aus einer Stichprobe von angekündigten und durchgeführten Akquisitionen ex post oder zumindest kumulativ über den Zeitverlauf identifiziert wird.

M&A-Serien bestehen in der Minimalanforderung bei impliziter Abgrenzung aus mindestens zwei Akquisitionen eines Bieterunternehmens.<sup>43</sup> Diese Minimaldefinition kann jedoch entlang einer quantitativen und zeitlichen Dimension verschärft werden. In der quantitativen Dimension wird eine Abfolge an M&A-Aktivität erst ab einer bestimmten Anzahl von Akquisitionen in einem Stichprobenzeitraum als Serie definiert.<sup>44</sup> In der zeitlichen Dimension wird von einer Akquisitionsabfolge verlangt, dass sie in einem festgelegten Zeitraum (z. B. fünf Jahre) erfolgt.<sup>45</sup> Dadurch entsteht eine Art Frequenzanforderung (z. B. x Akquisitionen in y Jahren).<sup>46</sup> Eine weitere Verschärfung ist die Einführung einer Mindestauszeit (z. B. zwei Jahre) vor Beginn einer Serie und / oder nach Ende einer Serie.<sup>47</sup> Dies hilft dabei, den Start- und ggf. Endpunkt der Serie mit deren Initial- und Finalakquisition eindeutig isolieren zu können.<sup>48</sup> Diese Auszeit-Anforderung lässt sich mit der quantitativen Dimension über ein Minimum an geforderten Akquisitionen<sup>49</sup> und zusätzlich mit der zeitlichen Dimension über einen eingeschränkten Betrachtungszeitraum kombinieren<sup>50</sup>. Tabelle 38 im Anhang gibt eine Übersicht und weitere Details über die genannten Abgrenzungsmuster und Definitionen.

---

<sup>42</sup> Vgl. Schipper / Thompson (1983), S. 85 f.; analog Bhabra (2008), S. 163 f., Bhabra et al. (1999), S. 4, Malatesta / Thompson (1985), S. 243.

<sup>43</sup> Vgl. v.a. Ismail (2008), S. 75, Ahern (2007), S. 8 f., Conn et al. (2004), S. 10, Rosen (2004), S. 6 f., Gregory (1997), S. 992, Hopkins (1987), S. 560; implizit Hayward (2002), S. 26.

<sup>44</sup> Vgl. v.a. Laamanen / Keil (2008), S. 666, Ahern (2007), S. 8 f., Bradley / Sundaram (2004), S. 10 f.

<sup>45</sup> Dieser Zeitraum ist kleiner als der Stichprobenzeitraum.

<sup>46</sup> Vgl. Aktas et al. (2009), S. 10 f., Antoniou et al. (2007), S. 1222, Billet / Qian (2005), S. 8, Rovit et al. (2004), S. 18 ff., Fuller et al. (2002), S. 1771.

<sup>47</sup> Vgl. insbesondere Loderer / Martin (1990), S. 28 mit 2 Jahren Auszeit, Asquith et al. (1983), S. 125 mit 8 Jahren Auszeit; ähnlich auch Ismail (2008), S. 76 (im Zuge eines Robustheits-tests), Conn et al. (2004), S. 10, Finkelstein / Halebian (2002), S. 41, Lubatkin (1987), S. 42.

<sup>48</sup> Diese Definition umschließt implizit einen maximalen zeitlichen Abstand zwischen zwei Akquisitionen einer Serie, da bei Überschreitung eventuell das Kriterium der Auszeitperiode erfüllt ist und damit eine neue Serie qua Definition beginnen würde.

<sup>49</sup> Vgl. Klasa / Stegemöller (2007), S. 4.

<sup>50</sup> Vgl. Croci (2005), S. 8.

Die für diese Arbeit gewählte Definition folgt grundsätzlich der Anforderung von mindestens zwei Akquisitionen innerhalb von zwei Jahren. Diese Definition wird jedoch im Kapitel 3.1.3 zur Stichprobenableitung weiter detailliert und mit Variationen versehen.

### 2.1.3 Strategische Konsistenz

Als Grundlage für die Definition von strategischer Konsistenz und deren konzeptioneller Einordnung sollen zunächst die Begriffe der Strategie und Diversifikation kurz umrissen werden.

*Strategie* kann im klassischen Sinne nach Chandler (1962) verstanden werden als „*the determination of the basic long-term goals and objectives of an enterprise, and the adoption of courses of action and allocation of resources necessary for carrying out these goals*“<sup>51</sup>. Für Andrews (1974) ist in Ergänzung zu Chandlers Definition Strategie „*stated in such a way as to define what business the company is in or is to be in and the kind of company it is or is to be*“<sup>52</sup>. Für Mintzberg (1978) ist Strategie „*a pattern in a stream of decisions*“<sup>53</sup>. Strategie umschreibt somit, in welchen Industrien ein Unternehmen aktiv sein will sowie die Maßnahmen und Ressourcen zur Zielerreichung. An dieser Stelle kommt die Diversifikationsforschung ins Spiel.

Grundlegende Unterscheidung bei der Definition von *Diversifikation* ist die relative Perspektive. Diversifikation kann als Status eines Unternehmens oder als Handlung bzw. Richtung verstanden werden. Statusbezogen versteht Gort (1962) Diversifikation als Output-Heterogenität im Hinblick auf die Anzahl bedienter Abnehmermärkte. Für Berry (1971) ist zusätzlich zur Anzahl auch die Verteilung der Produktionsaktivität über die Geschäftsfelder für die Beschreibung von Diversifikation elementar.<sup>54</sup> Rumelt (1974) macht den Diversifikationsstatus eines Unternehmens anhand von neun Basistypen fest.<sup>55</sup> Ansoff (1966) wählt eine handlungsbezogene Definition, indem er unter Diversifikation den Eintritt mit neuen Produkten in neue Märkte versteht.<sup>56</sup> Diese Charakterisierung lässt sich ergänzen um den Modus der Diversifikati-

---

<sup>51</sup> Vgl. Chandler (1962), S. 13.

<sup>52</sup> Vgl. Andrews (1974), S. 28.

<sup>53</sup> Vgl. Mintzberg (1978), S. 935.

<sup>54</sup> Vgl. Gort (1962), S. 8 ff., Berry (1971), S. 373; ähnlich Salter / Weinhold (1979), S. 6; analog Pitts / Hopkins (1982), S. 620, diese nutzen bewusst den Terminus „Business“ anstatt „Industry“;

<sup>55</sup> Vgl. Rumelt (1974), S. 29 ff. Die neun Typen sind „Single Business“, „Dominant Business“ mit „Dominant Vertical“, „Dominant Constrained“, „Dominant Linked“, „Dominant Linked“, „Dominant Unrelated“; „Related Business“ mit „Related Constrained“, „Related Linked“, „Unrelated Business“ mit „Unrelated Passive“ und „Acquisitive Conglomerates“.

<sup>56</sup> Vgl. Ansoff (1966), S. 149.