

2. BEGRIFFE UND DEFINITIONEN

2.1. Akquisition

Der Begriff der Akquisition tritt zumeist im Begriffspaar Mergers & Acquisitions (M&A) auf und stammt in dieser Form aus dem angloamerikanischen Raum, wo er seit der ersten Übernahmewelle zum Ende des 19. Jahrhunderts verbreitet Verwendung findet.²¹ Im deutschen Sprachraum rückt das Phänomen erst in den 1980er Jahren verstärkt in den Fokus der wissenschaftlichen Forschung.²² Zusammengefasst entspricht das Begriffspaar M&A weitestgehend den deutschen Begriffen Fusionen und Akquisitionen bzw. Übernahmen.²³

Mit dem Ziel der Definition und Eingrenzung des Akquisitionsbegriffs werden zunächst allgemein folgende Feststellungen getroffen:²⁴

- Der Begriff der Akquisition stellt einen Sammelbegriff dar, dem es an präziser Abgrenzung mangelt.²⁵
- Zur Verwendung dieses Begriffs als Untersuchungsgegenstand einer wissenschaftlichen Arbeit ist eine trennscharfe Beschreibung und Abgrenzung von Einzelphänomenen nötig, welche dem Sammelbegriff oder einem Teil desselben zuzuordnen sind.²⁶
- Eine solche Abgrenzung hat sich an der konkreten Problemstellung der wissenschaftlichen Arbeit zu orientieren. Die Abgrenzung ist weniger in den Kategorien richtig oder falsch, sondern vor allem im Hinblick auf die Zweckmäßigkeit zu beurteilen.²⁷

Eine Akquisition bezeichnet grundsätzlich den Erwerb von Unternehmen oder Unternehmensteilen.²⁸ Wie hoch der Anteil am gekauften Unternehmen dabei mindes-

²¹ Vgl. Wirtz (2003), S. 10.

²² Vgl. Jansen (2008), S. 91; Hinne (2007), S. 5.

²³ Vgl. Pausenberger (1989), S. 624; Eschen (2002), S. 20.

²⁴ Vgl. Grünert (2007), S. 46.

²⁵ Vgl. Pausenberger (1989), S. 621 ff.; Brealey/Myers (1991), S. 817 ff.; Vogel (2002), S. 3.

²⁶ Vgl. Jansen (2008), S. 92.

²⁷ Vgl. Gerpott (1993), S. 19.

²⁸ Vgl. zum Akquisitionsbegriff Jung W. (1993), S. 421; Hagemann (1996), S. 57; zum Begriff des Mergers siehe Bressmer (1989), S. 5; Macharzina, K. (1999), S. 530; Jansen (2008), S. 92.

tens sein muss, ist in der Literatur umstritten. Einige Autoren definieren nur einen kompletten Besitzübergang der Aktien des Zielunternehmens als Akquisition.²⁹ Zumeist findet sich allerdings der Hinweis auf einen Erwerb in Höhe von mindestens 50 % um diesen als Akquisition zu klassifizieren.³⁰ Dieser Schwellenwert wird auch in der vorliegenden Arbeit angewendet.³¹ Akquisitionen können als Share Deals in Form einer gesellschaftsrechtlichen Beteiligungsübertragung, oder als Asset Deals in Form des Transfers von Wirtschaftsgütern ausgestaltet sein.³² Massgebliche Auswirkungen auf den Akquisitionserfolg werden der Wahl der Erwerbsmethode in der Literatur dabei nicht zugeschrieben.³³ Die vorliegende Arbeit bezieht beide Erwerbsmethoden gleichermassen in die Analyse mit ein.

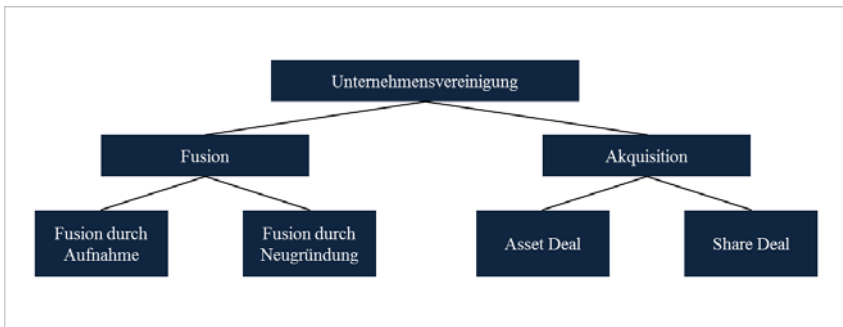


Abbildung 2: Klassifizierung von Unternehmensvereinigungen³⁴

Tatsächlich ist nicht nur die Abgrenzung von M&A-Transaktionen zu Nicht-M&A-Transaktionen, sondern auch die Unterscheidung zwischen Mergers und Acquisitions in der Theorie und Praxis unpräzise. Buono/Bowditch (1989) stellen hierzu fest, dass die Begriffe Merger, Acquisition und Consolidation oft austauschbar verwendet

²⁹ Vgl. z. B. Zimmerer (1993), S. 4294. Auch der Schwellenwert von 75 % findet sich in der Literatur. Siehe z. B. Sieben/Sielaß (1989), S. 15.

³⁰ Vgl. Lubatkin/Shrieves (1986), S. 503; Kirchner (1991), S. 31 f.; Scheller (1999), S. 17; Coenenberg/Jakoby (2000), S. 177 f.

³¹ In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass dieses Vorgehen eine Vereinfachung darstellt. Prinzipiell determiniert die Streuung der Besitzanteile für jeden Einzelfall die Schwelle für einen kontrollierenden Einfluss. Vgl. hierzu Eckhardt (1999), S. 27 f.

³² Vgl. Berens/Brauner (1999), S. 23.

³³ Vgl. Beitel (2002), S. 13.

³⁴ Darstellung basierend auf Pausenberger (1989), S. 625; Gerpott (1993), S. 39; Schön (2013), S. 30.

werden.³⁵ Im Schrifttum wird zumeist darauf hingewiesen, dass derartige Transaktionen unabhängig von der konkreten Bezeichnung vergleichbare Auswirkungen auf die Unternehmen haben und dass der Unterschied somit hauptsächlich semantischer Natur sei.³⁶ Auch wenn es gegen diese Feststellung aus prozessualer und integrationsstechnischer Sicht Einwände geben mag, trifft sie für die Analyse der Ankündigung von Akquisitionen in der vorliegenden Arbeit zu.³⁷ Die theoretischen Herleitungen und die Forschungsfragen sind für Fusionen in gleichem Masse relevant, können allerdings aufgrund des Forschungsaufbaus nur untersucht werden, falls ein übernehmendes Unternehmen identifiziert werden kann. Konstitutionsmerkmale der betrachteten Transaktionen sind daher die Identifizierbarkeit eines übernehmenden Unternehmens sowie der Erwerb der Kontrollmehrheit eines Unternehmens oder einer Unternehmenseinheit im Rahmen der Transaktion.³⁸ Diesen Ausführungen folgend bezieht sich die vorliegende Arbeit grundsätzlich auf Unternehmensakquisitionen, berücksichtigt jedoch zusätzlich auch Fusionen durch Aufnahme.³⁹ Eine solche umfassendere Klassifizierung von Akquisitionen im Sinne ihrer wirtschaftlichen Substanz ist in neueren Forschungsarbeiten verbreitet.⁴⁰

2.2. Akquisitionserfolg

Erfolg lässt sich allgemein als das Erreichen von Zielen definieren.⁴¹ In Bezug auf Unternehmen existieren zahlreiche unterschiedliche Anspruchsgruppen, welche teilweise konfligierende Zielvorstellungen haben. Abbildung 3 stellt die verschiedenen Ansprüche möglicher Stakeholder überblicksartig dar. Dabei werden Aktionäre, Kunden, Mitarbeiter und die Gesellschaft als Ganzes durch das Handeln des Unternehmens tangiert und vertreten dementsprechend potentiell eine eigene Perspektive

³⁵ Vgl. Bueno/Bowditch (1989), S. 60.

³⁶ Vgl. Schweiger/Ivancevich (1987). Siehe für die unterschiedliche Perzeption des „guten“ Merger-Begriffs und des „negativen“ Akquisitionsbegriffs seitens des Managements: Mace/Montgomery (1962), S. 3-4. Zu der prozessualen Ähnlichkeit der beiden Übernahmeformen siehe Reed/Lajoux (1998), S. 11 ff.; Gerds (2000), S. 11.

³⁷ Zu den Einwänden siehe z. B. Krekel et al. (1969).

³⁸ Diese Definition ähnelt derjenigen von Müller-Stewens/Spickers/Deiss (1999), S. 1. Eine andere Definition, welche ebenfalls den Übergang der Kontrolle als konstituierendes Merkmal der Akquisition umfasst, findet sich in Achleitner (2001), S. 140 f.

³⁹ Vgl. Aurora et al. (2011), S. 81.

⁴⁰ Vgl. z. B. die Arbeiten von Dombret (2006); Kaup (2008); Roediger (2010).

⁴¹ Vgl., Lücke (1983), S. 105; Bierich, M. (1988), S. 43; Kirchner (1991), S. 90; Glaum et al. (2006), S. 296.

auf den Unternehmenserfolg. Da der Erfolg oder Misserfolg einer Akquisition eine Teilmenge des Unternehmenserfolgs darstellt, sind die jeweiligen Anspruchsgruppen und deren Erfolgsperspektiven konzeptionell deckungsgleich.

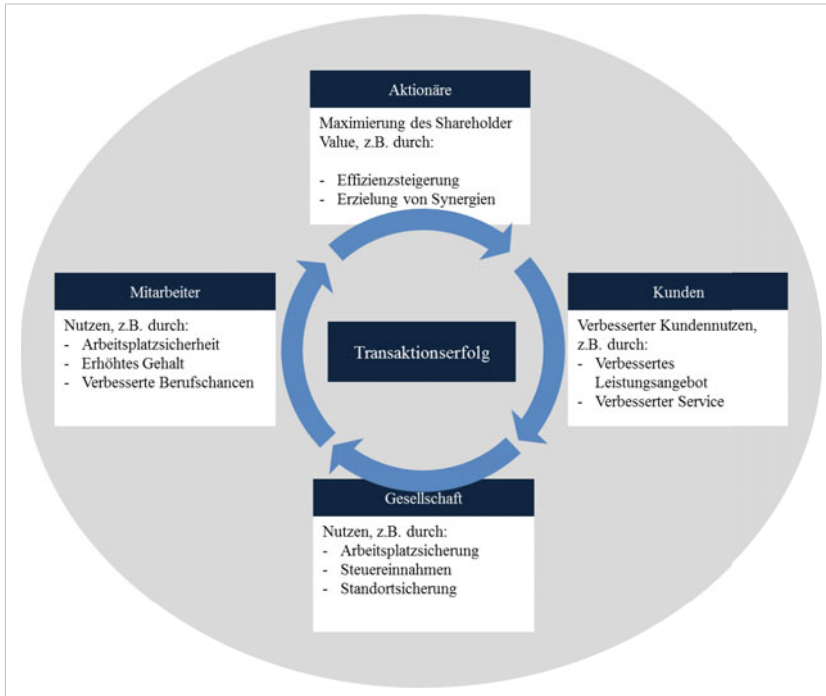


Abbildung 3: Dimensionen und Perspektiven des Transaktionserfolgs.⁴²

Um den Grad der Zielerreichung als Ausdruck der Erfolgsrealisation genauer quantifizieren zu können, sind Erfolgsmasse festzulegen. Im Kontext von Unternehmensakquisitionen werden diese zumeist aus den strategischen Zielen des akquirierenden Unternehmens abgeleitet.⁴³ Da diese Ziele jedoch stark unternehmensspezifisch sind, ist eine darauf basierende Messung des Akquisitionserfolgs entsprechend uneinheitlich. Aus diesem Grund werden statt strategischen Erfolgsmassen in der empirischen Kapitalmarktforschung bevorzugt finanzielle Erfolgsmasse eingesetzt. Hier wird davon ausgegangen, dass sich die strategischen Erfolgsgrößen schluss-

⁴² Abbildung in Anlehnung an Beitel (2002), S. 32; Pauser (2007), S. 64.

⁴³ Vgl. Bamberger (1994), S. 9; Wübben (2007), S. 12.

endlich, evtl. mit zeitlicher Verzögerung, in ihren Auswirkungen auf die finanziellen Grössen zeigen.⁴⁴ Die finanziellen Erfolgsgrössen orientieren sich dabei an der langfristigen Gewinnmaximierung als dem obersten Ziel marktwirtschaftlicher Unternehmen.⁴⁵ Die zentrale finanzielle Erfolgsgrösse, welche diese Prämisse erfüllt, ist der Börsenwert eines Unternehmens.⁴⁶ Die vorliegende Arbeit stützt sich auf diese Erfolgsgrösse und definiert den Akquisitionserfolg als denjenigen Teil der Aktienkursreaktion, welcher zum Zeitpunkt der Akquisitionsankündigung über ein geschätztes normales Niveau hinausgeht.⁴⁷ Durch die Wahl der Kapitalmarktbewertung als massgeblicher Erfolgsgrösse wird zum einen dem Shareholder-Value-Ansatz Rechnung getragen und zum anderen die Voraussetzung für den Einsatz einer adäquaten Methodik zur Beantwortung der Forschungsfragen geschaffen.⁴⁸

2.3. Liquidität

Der Begriff der Liquidität ist im Unternehmenskontext unterschiedlichen Definitionen und Interpretationen unterworfen; er ist daher für die vorliegende Arbeit nach dem Kriterium der Zweckadäquanz zu wählen und zu begründen. Die verbreiteten Blickwinkel auf die Liquidität finden sich in Tabelle 1 zusammengefasst:⁴⁹

⁴⁴ Vgl. Lucks/Meckl (2002), S. 15.

⁴⁵ Vgl. Wöhe/Döring (2000), S. 118 f.

⁴⁶ Vgl. zu diesem Thema z. B. auch Fechtel (2001) sowie anwendungsbezogen Neubürger (2000)..

⁴⁷ Die Darstellung der Methodik der Ereignisstudie erfolgt ausführlich im empirischen Teil der vorliegenden Arbeit.

⁴⁸ Die Begründung der Wahl der Methodik erfolgt im empirischen Teil der vorliegenden Arbeit.

⁴⁹ Die Zusammenfassung orientiert sich an Schäfer (2002), S. 32.

Perspektive	Liquiditätsverständnis
1. Definitorisch	Liquidität als die Fähigkeit, zu jedem Zeitpunkt alle erforderlichen Auszahlungen aus (zeitgleichen) Einzahlungen und/oder Zahlungsmittelbeständen zu bestreiten.⁵⁰ Liquidität bzw. ein finanzielles Gleichgewicht liegt vor, wenn die finanziellen Mittel mindestens dem Bedarf für die fälligen Verbindlichkeiten entsprechen.⁵¹
2. Als (erstrebenswerter) Unternehmenszustand in Abgrenzung zur Illiquidität	Liquidität als positiver Zahlungsmittelbestand
3. Als Steuerungsgrösse des Unternehmens/ bzw. Zielgrösse des Liquiditätsmanagements	Liquidität als Deckungsverhältnis von geldnahen Bilanzpositionen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten (Liquiditätsgrade)
4. Als Eigenschaft einzelner Bilanzposten/Vermögensgegenstände	Liquidität als Eigenschaft von Vermögenswerten zur Rückverwandlung in Geld (Liquidierbarkeit)

Tabelle 1: Zum Verständnis des Liquiditätsbegriffs

Die vorliegende Arbeit betrachtet die Bestandshöhe der Liquidität in Unternehmen als quantifizierbare Steuerungs- bzw. Zielgrösse gemäss der dritten Kategorie aus Tabelle 1. Die Definition der liquiden Mittel wird gemäss der vierten Kategorie anhand der Liquidierbarkeit hergeleitet. Mithilfe der Abgrenzung von Liquiditätsstufen werden Vermögenswerte dahingehend beurteilt, wie schnell sie sich in flüssige Mittel umwandeln lassen; eine Vermögenseigenschaft, mit der die Geldnähe von Vermögenspositionen gekennzeichnet wird.⁵² Demzufolge sind unter den liquiden Mitteln vor allem Bankguthaben, Tages- bzw. Festgelder und kurzfristige Wertpapiere zu verstehen. Zu den weniger liquiden Positionen sind der Reihenfolge nach Forderungen, Fertigwaren, Hypotheken und Grundschulden, Grundstücke und Maschinen

⁵⁰ Vgl. Domschke/Scholl (2005), S. 235.

⁵¹ Vgl. Gutenberg (1958), S. 114.

⁵² Vgl. Töpfer (2007), S. 444 f.

zu zählen. Die vorliegende Arbeit definiert Liquidität bzw. die liquiden Mittel in diesem Sinne als Cash & Cash Equivalents per Eröffnungsbilanz, also als Barmittel und kurzfristige Anlagen mit Fälligkeiten von unter drei Monaten.⁵³

2.4. Liquiditätsreserve und Überschussliquidität

Der Begriff der Liquiditätsreserve stellt eine Quantifizierung des Begriffs der Liquidität unter der im vorausgegangenen Kapitel gewählten Definition dar. Konzeptuell entstehen Liquiditätsreserven aus der Akkumulation freier Cashflows, welche nicht an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Die primäre Funktion einer Liquiditätsreserve nach traditioneller Lesart ist es, dem Unternehmen zu ermöglichen, jederzeit seine aus der operativen Geschäftstätigkeit resultierenden kurzfristigen Zahlungsverpflichtungen decken zu können. Dieser zumeist als „betriebsnotwendig“ bezeichnete Teil der Liquiditätsreserve soll die geplanten Netto-Zahlungsausgänge abdecken und so das Risiko der Zahlungsunfähigkeit vermindern.⁵⁴ Aufgrund der Planungsunsicherheit muss zusätzlich ein Puffer für zusätzliche unvorhergesehene Mindereingänge bzw. Mehrausgänge gehalten werden. Weiterhin ist neben der aus dem operativen Geschäft begründeten Liquiditätsreserve eine Reserve auch für kurzfristig unerwartet fällig werdende Finanzverbindlichkeiten zu bilden.⁵⁵ Je stärker die geschätzten zukünftigen Schwankungen sind, desto höher sollte die Liquiditätsreserve sein.⁵⁶ Abbildung 4 zeigt schematisch die verschiedenen Bestandteile der Liquiditätsreserve. Grenze 1 bildet dabei das notwendige Liquiditätsniveau zur Bewältigung der geplanten Liquiditätsabflüsse. Grenze 2 kann als das in der klassischen Betrachtungsweise definierte maximal sinnvolle Mass der Liquiditätsreserve verstanden werden, welches ausreicht, um auch seltene finanzielle Stresssituationen ohne Gefahr der Illiquidität zu bestehen.

⁵³ Dies entspricht der Liquiditätsdefinition der Datenbank Thomson Financials.

⁵⁴ Vgl. Nguyen (2008), S. 116.

⁵⁵ Vgl. Held et al. (2007), S. 379. [56001]

⁵⁶ Vgl. Gutenberg (1958), S. 115.

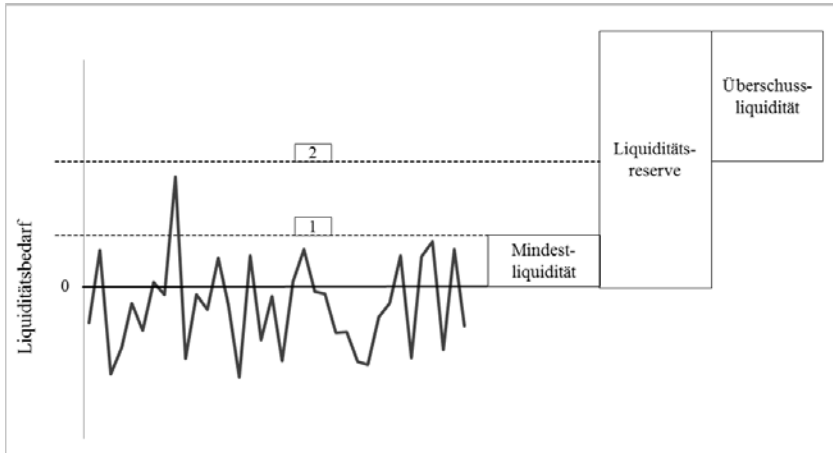


Abbildung 4: Liquiditätsbedarf und -reserven⁵⁷

Die vorliegende Arbeit definiert einen über dieses benötigte Mass zur Deckung des betrieblichen Risikos (Grenze 2) hinausgehenden Liquiditätsbestand konzeptionell als Überschussliquidität.⁵⁸ Diese konzeptionelle Definition ist im Hinblick auf die empirische Untersuchung zu operationalisieren. Das konkrete Vorgehen variiert hierbei in der Literatur zwischen den verschiedenen wissenschaftlichen Studien erheblich. Während einige Autoren unterschiedlich komplexe Modelle zur Berechnung des normalen Liquiditätsniveaus verwenden, beziehen andere Arbeiten der Einfachheit halber die gesamten Liquiditätsreserven in die Analyse ein.⁵⁹ Die vorliegende Arbeit beurteilt die Höhe der Liquiditätsreserven eines Unternehmens relativ zu anderen Unternehmen der gleichen Branche. Ausgangsgrösse ist dabei die Liquidität nach der Definition in Kapitel 2.3. Da die liquiden Mittel eine Grösse darstellen, welche starken kurzfristigen Schwankungen ausgesetzt sein kann, sollte auf Daten zurückgegriffen werden, welche möglichst zeitnah vor der Akquisitionsan-

⁵⁷ Eigene schematische Darstellung.

⁵⁸ Diese Definition deckt sich z. B. mit Dittmar/Smith (2007) und Frésard/Salva (2010), welche denjenigen Teil der Liquiditätsreserven als Überschussliquidität bezeichnen, der den Liquiditätsbedarf für das operative Geschäft und damit zusammenhängende Investitionen übersteigt.

⁵⁹ So formulieren z. B. Opler et al (1999), Dittmer/Mahrt-Smith (2007) und Frésard/Salva (2010) in ihren Studien multiple Regressionsmodelle zur Schätzung normaler bzw. optimaler Liquiditätsniveaus, während die Studien von Mickelsson/Partch (2003) und Lee/Powel (2011) beispielsweise lediglich die Höhe der Gesamtliquidität analysieren. Ein anderes Vorgehen wählt Lie (2000), welcher von der Ausschüttung von Spezialdividenden auf das vorherige Vorhandensein von Überschussliquidität schliesst.

kündigung liegen. Im vorliegenden Fall sind dies die aktuellsten Jahresabschlüsse, da die Verfügbarkeit der Halbjahreszahlen in den verwendeten Datenbanken stark lückenhaft ist.⁶⁰ Zur Identifizierung von Unternehmen mit Überschussliquidität werden sowohl die jeweilige Unternehmensgrösse als auch branchenspezifische Unterschiede in den Liquiditätsniveaus berücksichtigt. Zunächst werden die liquiden Mittel der Unternehmen daher mit ihrer Börsenkapitalisierung gewichtet. Anschliessend werden die Unternehmen anhand der ersten Stelle ihres SIC-Branchen-Codes eingeteilt und der jeweilige Medianwert der liquiden Mittel wird für jede dieser Untergruppen berechnet. Unternehmen, deren Quotient aus den eigenen gewichteten liquiden Mitteln und dem jeweiligen Medianwert grösser als eins ist, werden als Unternehmen mit Überschussliquidität definiert.

Prinzipiell können zu den liquiden Mitteln und damit zu der Liquiditätsreserve auch freie Kreditlinien gerechnet werden. Eventuell vorhandene Kreditlinien werden in der vorliegenden Arbeit allerdings je aus einem konzeptionellen und methodischen Grund nicht berücksichtigt. Zum einen sind Kreditlinien in der Praxis normalerweise mit sogenannten Covenants, also Zusicherungen seitens des Unternehmens im Rahmen eines Kreditgeschäfts, verbunden. Diese basieren auf der Einhaltung bestimmter Kennzahlen oder der Unterlassung bestimmter Aktionen; bei Nichteinhaltung droht die Kündigung der Kreditlinie.⁶¹ Aus dieser Sicht erweisen sich Kreditlinien damit als konzeptionell ungeeignet, um in die Liquiditätsreserven- bzw. Überschussliquiditätsdefinition der vorliegenden Arbeit einbezogen zu werden. Denn einer der Hauptvorteile von Liquiditätsreserven in Form von liquiden Mitteln liegt in der uneingeschränkten Verfügbarkeit, welche die finanzielle Flexibilität in Krisenzeiten garantieren können; einem Umfeld, in dem Kreditlinien aufgrund der Nichteinhaltung von Covenants eventuell nicht oder nur eingeschränkt zur Verfügung stehen. Diese Konstellation ist auf dem Höhepunkt einer Wirtschaftskrise besonders wahrscheinlich.⁶² Da sich der Untersuchungszeitraum über die Finanzkrise 2007/2008 erstreckt, ist die Nichtberücksichtigung von Kreditlinien damit inhaltlich gerechtfertigt.

⁶⁰ Die verwendeten Daten bzw. Datenbanken werden im empirischen Teil erläutert.

⁶¹ Zur Vertiefung dieses Sachverhalts siehe z. B. Grunow/Oehm (2004), S. 173 ff., und Slee (2011), S. 269, für einen allgemeinen Überblick und Holmström/Tirole (2011), S. 194 ff., für eine rigidiere mathematische Analyse.

⁶² So finden z. B. Lins et al. (2010), dass Kreditlinien hauptsächlich zur Liquiditätsversorgung in wirtschaftlich guten Zeiten dienen, während liquide Mittel eher als Notreserve in schlechten Zeiten eingesetzt werden.

tigt. Der zweite Grund liegt in der mangelnden öffentlichen Verfügbarkeit von Informationen zu Kreditlinien, da diese grundsätzlich private Informationen der Unternehmen darstellen und somit auch aus methodischer Sicht in der Analyse nicht berücksichtigt werden können.⁶³

⁶³ Die einzige Möglichkeit zur empirischen Untersuchung besteht daher in Interviews. Siehe z. B. Campello et al. (2011), welche dazu weltweit bei 800 CFOs eine Befragung durchführen.

Überschussliquidität des Käufers als strategischer
Faktor bei Unternehmensakquisitionen

Becker, R.

2015, XXIV, 286 S. 35 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-09678-6