

AUSLÖSER FÜR AKQUISITIONEN:  
SYNERGIEN ODER HYBRIS?

**Dissertation**  
**der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät**  
**der Universität Zürich**

zur Erlangung der Würde  
eines Doktors der Ökonomie

vorgelegt von  
Fabian Homberg  
aus  
Deutschland

genehmigt auf Antrag von  
Prof. Dr. Dr. h. c. Margit Osterloh  
Prof. David Seidl, PhD

Die Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Universität Zürich gestattet hierdurch die Drucklegung der vorliegenden Dissertation, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

Zürich, 14.04.2010

Der Dekan: Prof. Dr. Dr. Josef Falkinger

Für Ilse und Kurt

## **Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek**

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

### **Homberg, Fabian:**

Auslöser für Akquisitionen: Synergien oder Hybris?

ISBN 978-3-941274-47-1

Alle Rechte vorbehalten

1. Aufl. 2010, Göttingen

© Optimus Verlag

URL: [www.optimus-verlag.de](http://www.optimus-verlag.de)

Printed in Germany

Das Werk, einschließlich aller seiner Teile, ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes in Deutschland ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

# Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	I
Abbildungsverzeichnis.....	V
Tabellenverzeichnis .....	VI
Vorwort.....	VII
<b>1 Der Markt für Unternehmenskontrolle: Theoretische Grundlagen und Probleme.....</b>	<b>1</b>
1.1 Einleitung.....	2
1.2 Das Konzept des Marktes für Unternehmenskontrolle.....	3
1.3 Erklärungen für Akquisitionen .....	6
1.3.1 Weitere Argumente für Akquisitionen.....	9
1.3.2 Synergien: Definition und Quellen .....	11
1.3.3 Einschätzung von Synergien .....	15
1.4 Methoden .....	18
1.4.1 Das Problem der Kapitalmarkteffizienz.....	22
1.4.2 Die Bedeutung der Diskussion um die Markteffizienz für diese Arbeit... 24	
1.5 Übersicht und Zusammenhang der einzelnen Beiträge .....	26
1.6 Das Theorie-Praxis Verhältnis in der Managementforschung .....	29
Literatur.....	33
<b>2 Verwandte Akquisitionen: eine Meta-Analyse.....</b>	<b>41</b>
2.1 Einleitung.....	42
2.2 Verwandtschaftsdimensionen .....	44
2.2.1 Geschäftsfeldverwandtschaft .....	45
2.2.2 Größenverwandtschaft .....	47
2.2.3 Kulturelle Verwandtschaft .....	48
2.2.4 Technologieverwandtschaft .....	49
2.3 Methodik der Meta-Analyse.....	50

2.3.1	Vor- und Nachteile einer Meta-Analyse .....	50
2.3.2	Abgrenzung der eigenen Untersuchung .....	50
2.3.3	Stichprobe.....	51
2.3.4	Verzerrungen in der Stichprobe und ihre Korrekturen .....	55
2.3.5	Maße und Kodierung.....	55
2.3.6	Messung des Akquisitionserfolgs .....	57
2.3.7	Moderatoren .....	58
2.3.8	Berechnungen.....	59
2.4	Ergebnisse der Meta-Analyse .....	60
2.4.1	Wirkung der Verwandtschaft auf den Gesamterfolg .....	60
2.4.2	Die Wirkung der Verwandtschaftsvariablen auf unterschiedliche Erfolgsmaßstäbe .....	62
2.4.3	Zeiteffekte .....	64
2.4.4	Unterschiedliche Effekte der Transaktionspartner.....	64
2.4.5	Moderatorvariablen .....	67
2.5	Schlussfolgerungen aus der Meta-Analyse.....	72
	Literatur.....	75
	Anhang Beitrag 1: .....	81
<b>3</b>	<b>Fusionen und Übernahmen im Licht der Hybris - Überblick über den Forschungsstand.....</b>	<b>87</b>
3.1	Einleitung.....	88
3.2	Theoretische Grundlagen.....	90
3.3	Hybris (Selbstüberschätzung).....	92
3.3.1	Empirische Evidenz für Hybris.....	94
3.3.2	Simultanes Auftreten von Synergie, Eigennutz und Hybris .....	95
3.4	Indikatoren zur Erfassung der Hybris.....	96
3.4.1	Quantitative Indikatoren.....	96
3.4.1.1	Gewinnkorrelationen .....	96
3.4.1.2	Indikatoren unter Zuhilfenahme des Rechnungswesens .....	98
3.4.1.3	Managementvergütung .....	101
3.4.1.4	Akquisitionshäufigkeit.....	102

3.4.2	Qualitative Indikatoren.....	102
3.4.2.1	Darstellung des CEOs in der Presse .....	102
3.4.2.2	Darstellung des CEOs in firmeneigenen Publikationen .....	103
3.4.2.2.1	Pressemitteilungen .....	104
3.4.2.2.2	Jahresberichte .....	104
3.4.2.3	Nicht-monetäre Vergünstigungen & Privilegien.....	104
3.5	Würdigung der Hybris-Indikatoren .....	110
3.6	Maßnahmen gegen Hybris.....	112
3.6.1	Bedingungen für negative Wirkungen der Hybris .....	112
3.6.2	Mögliche Gegenmaßnahmen .....	112
3.7	Positive Effekte der Hybris.....	113
3.8	Fazit .....	114
	Literatur.....	116
	Anhang Beitrag 2: Kurzbeschreibung der Methoden .....	125
<b>4</b>	<b>Expansion von Baukonzernen ins Facility-Management: Erzeugt der Expansionsdrang von Baukonzernen einen Mehrwert für die Aktionäre?..</b>	<b>127</b>
4.1	Einleitung.....	128
4.2	Warum sind Facility Management Dienstleister attraktive Übernahmekandidaten für Baukonzerne?.....	130
4.3	Hypothesen .....	134
4.4	Messung der Hybris.....	135
4.5	Methode .....	138
4.5.1	M&A Erfolgsmessung anhand der Reaktion von Börsenkursen - Ablauf von Ereignisstudien.....	140
4.5.2	Probleme von Ereignisstudien.....	143
4.6	Forschungsergebnisse für die Bauindustrie.....	145
4.6.1	Beschreibung bisheriger Untersuchungen der Bauindustrie.....	146
4.6.2	Vorgehen und Abgrenzung der eigenen Untersuchung zu den bisherigen Studien.....	147
4.6.2.1	Vorgehen.....	147

4.6.2.2	Abgrenzung der vorliegenden Analyse von anderen Untersuchungen der Bauindustrie.....	151
4.7	Ergebnisse.....	151
4.7.1	Gesamte Stichprobe.....	151
4.7.2	Ergebnisse der Sub-Stichprobe 1: Vertikale Akquisitionen (Bau-FM-Akquisitionen).....	153
4.7.3	Ergebnisse der Sub-Stichprobe 2: Horizontale Akquisitionen (Bau-Bau-Akquisitionen).....	154
4.7.4	Zusammenfassung – alle Stichproben.....	155
4.7.5	Einfluss der Hybris.....	155
4.8	Schlussfolgerungen.....	161
4.9	Einschränkungen und Möglichkeiten für zukünftige Forschung der Bau/FM Studie.....	162
4.9.1	Einschränkungen.....	162
4.9.2	Zukünftige Forschung.....	164
	Literatur.....	165
<b>5</b>	<b>Schlussbetrachtung und Implikationen.....</b>	<b>177</b>
5.1	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	180
5.2	Implikationen für die Forschung.....	182
5.3	Implikationen für die Praxis.....	182
	Literatur.....	184



## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Übersicht über dominierende Akquisitionsgründe.....	90
Abbildung 2: Typen von Aktien.....	100
Abbildung 3: Akquisitionen europäischer Baukonzerne 2000-2007.....	129
Abbildung 4: Ablauf einer Ereignisstudie (eigene Darstellung) .....	143
Abbildung 5: Aufteilung der Akquisitionen auf Baukonzerne.....	148
Abbildung 6: Zusammensetzung Stichprobe 1: FM-Akquisitionen von Bauunternehmen (vertikal).....	150
Abbildung 7: Zusammensetzung Stichprobe 2: Bau-Akquisitionen von Bauunternehmen (horizontal).....	150
Abbildung 8: Kumulierte abnormale Renditen, gesamte Stichprobe .....	152
Abbildung 9: Kumulierte abnormale Renditen, Sub-Sample 1 .....	153
Abbildung 10: Kumulierte abnormale Renditen, Sub-Sample 2.....	154
Abbildung 11: Vergleich aller Stichproben (Gesamt, Bau-Bau, Bau-FM) .....	155
Abbildung 12: Vergleich „Hybris“-Stichprobe (Markt-/Buchwert) und restliche Stichprobe .....	158
Abbildung 13: Häufige vs. seltene Käufer.....	159
Abbildung 14: Vergleich „Hybris“-Stichprobe (Foto) und restliche Stichprobe .....	160

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht über die einzelnen Beiträge der Arbeit .....	5
Tabelle 2: Übersicht Analysen von verwandten M&A .....	44
Tabelle 3: Einordnung Meta-Analysen .....	52
Tabelle 4: Deskriptive Statistiken (N = 67 Primärstudien) .....	53
Tabelle 5: Wirkung der Verwandtschaft auf den Gesamterfolg (Cohen's d) .....	61
Tabelle 6: Wirkung der Verwandtschaftsvariablen auf verschiedene Erfolgsmaßstäbe .....	63
Tabelle 7: Erfolgswirkung der Verwandtschaftsvariablen gem. verschiedener Untersuchungszeiträume .....	65
Tabelle 8: Erfolgswirkung der Verwandtschaftsvariablen auf Käufer und Zielfirma..	66
Tabelle 9: Erfolgswirkung der Verwandtschaftsvariablen in Branchen unterschiedlicher Wissensintensität .....	68
Tabelle 10: Erfolgswirkung der Verwandtschaftsvariablen in Abhängigkeit der Größe .....	69
Tabelle 11: Erfolgswirkung der Verwandtschaftsvariablen für unterschiedliche Regionen .....	71
Tabelle 12: Zusammenfassung der Ergebnisse.....	73
Tabelle 13: Zusammenfassung aktueller Hybis-Studien .....	105
Tabelle 14: Übersicht über ausgewählte FM-Akquisitionen (eigene Darstellung) ....	133
Tabelle 15: Interpretation des Buch-Marktwert-Verhältnisses.....	137
Tabelle 16: Übersicht von M&A Ereignisstudien .....	144
Tabelle 17: Deskriptive Statistiken, gesamte Stichprobe, abnormale Renditen.....	149
Tabelle 18: Abnormale Renditen, gesamte Stichprobe .....	152
Tabelle 19: Abnormale Renditen, vertikale Akquisitionen .....	153
Tabelle 20: Abnormale Renditen, horizontale Akquisitionen .....	154
Tabelle 21: Zusammenfassung Hybris-Indikatoren.....	156
Tabelle 22: Relation M/B Indikator .....	157
Tabelle 23: Akquisitionen.....	170
Tabelle 24: Übersicht über die einzelnen Beiträge der Arbeit .....	179