Günter Müller-Stewens und Inga Voss

Die Umsetzung von Wachstumsstrategien durch (inhaltlich) verbundene Akquisitionsserien

1	Perspektivenwechsel: Von der Einzelakquisition zur Akquisitionsserie.....	3
2	Stand der Forschung zu Akquisitionsserien	6
2.1	Akquisitionsserien in der Finanzökonomie	6
2.2	Akquisitionsserien in der Prinzipal-Agent-Forschung.....	8
2.3	Akquisitionsserien in der Strategieforschung.....	9
2.4	Akquisitionsserien in Lern- und Wissensforschung.....	12
3	Vergleichende Analyse.....	14
4	Akquisitionsserien: Klassifizierung und Bezugsrahmen.....	17
4.1	Klassifizierung von M&A.....	17
4.2	Bezugsrahmen für die Untersuchung von Akquisitionsserien.....	20
5	Fazit	21
	Literaturverzeichnis.....	22

1 Perspektivenwechsel: Von der Einzelakquisition zur Akquisitionsserie

Die bisherige Forschung zu Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions)¹ wurde von großzahligen, quantitativen Studien dominiert.² Sie messen den durchschnittlichen Akquisitionserfolg anhand einer großen Stichprobe von Einzeltransaktionen³ und kommen meist zu dem Ergebnis, dass zwischen 50% und 70% der realisierten Akquisitionen keinen Mehrwert für das Käuferunternehmen schaffen⁴. Im Schnitt sind Akquisitionen nicht in der Lage, das Unternehmensergebnis des Käufers nachhaltig zu verbessern.⁵

Dennoch ist die Anzahl und das Volumen der M&A-Aktivitäten während der letzten Dekaden – trotz zyklischem Verlauf – signifikant gestiegen. Fusionen und Übernahmen sind heutzutage schon beinahe zu einem Phänomen des unternehmerischen Alltags geworden. M&A ist – neben der internen Entwicklung und den strategischen Allianzen – zu einem zentralen Mechanismus bei der Umsetzung ambitionierter Wachstumsstrategien geworden. Man verspricht sich davon Zugang zu Ressourcen, die einem sonst verschlossen geblieben wären, Zeitvorteile, Effizienz- und Machtgewinne etc. Und trotz des hohen Risikos, mit seinen Transaktionen zu scheitern, darf nicht übersehen werden, dass auch die genannten alternativen Mechanismen alles andere als risikolos sind.⁶

Doch trotz der wirtschaftlichen Bedeutung von Unternehmenstransaktionen sind die Empfehlungen der Wissenschaft an Unternehmen, wie sie aus ihren offensichtlich hoch risiko-behafteten Investitionen trotzdem Wert schöpfen können, stark fragmentiert und oft widersprüchlich.⁷ Manche Wissenschaftler argumentieren, dass dies aus einer unzureichenden Spezifizierung der Modelle, mittels derer der Akquisitionserfolg gemessen werden soll, resultiert.⁸ Vor allem ist die bisherige M&A-Forschung sehr stark auf die Analyse der Einzeltransaktionen gerichtet. Strategie oder Akquisitionshistorie beim Käuferunternehmen bleiben unberücksichtigt.

¹ Wir verwenden die Termini Fusion und Akquisition in diesem Beitrag synonym.

² Vgl. Datta/Pinches/Narayanan (1992); King/Dalton/Daily/Covin (2004); Sirower (1997).

³ Vgl. Côté/Langley/Pasquero (1999); Hopkins (1987b).

⁴ Häufig zitiert werden in der Literatur außerdem die hohen Raten des Scheiterns nach Studien von: McKinsey (1987) mit 77 %, Michell/EIU (1987) mit 70 %, Mercer Management Consulting (1995) mit 50 %, Booz Allen & Hamilton (1998) mit 66 %.

⁵ Vgl. Blackburn/Lang/Johnson (1990); Chatterjee (1986); Datta et al. (1992); Elgers/Clark (1980); King et al. (2004); Larsson/Finkelstein (1999); Lubatkin (1987); Matsusaka (1993); Seth (1990); Singh/Montgomery (1987); Sirower (1997).

⁶ Vgl. Rovit/Harding/Lemire (2004).

⁷ Vgl. Zollo/Singh (2004).

⁸ Vgl. King (2002).

Abbildung 1-1: Perspektiven der Akquisitionsforschung

Berücksichtigt man jedoch, dass diese Einzeltransaktionen oft Bestandteil einer umfassenderen Abfolge von Akquisitionen sind, mittels derer eine neue Strategie umgesetzt werden soll, so mag für eine Analyse und Erfolgsbeurteilung der Blick auf die gesamte Akquisitionsserie lohnend sein. So fordern die Autoren einer aktuellen Studie der Boston Consulting Group, dass statt des Erfolgs einzelner Transaktionen vielmehr akquisitionsgetriebene Wachstumsstrategien einzelner Unternehmen untersucht werden sollten.⁹ Diese Forderung ist nicht neu: im Jahr 1983 wiesen Asquith/Bruner/Mullins¹⁰ bereits daraufhin, dass aus Sicht vieler Käuferunternehmen eine Akquisition oft Teil einer umfassenden Investitionsstrategie ist. Daher sollten man eher ausgehend vom Käuferunternehmen und seiner Wachstumsstrategie dessen **Akquisitionsserie** zur Umsetzung der Strategie untersuchen (vgl. Abbildung 1-1).

Was soll nun genauer unter einer Akquisitionsserie verstanden werden? Eine Akquisitionsserie ist für einige Forscher ein Oberbegriff, mit dem sie jede Sequenz bzw. Abfol-

⁹ Vgl. Cools/King/Neenan/Tsusaka (2004).

¹⁰ Vgl. Asquith/Bruner/Mullins (1983).

ge mehrerer (mindestens zwei) Einzeltransaktionen eines einzelnen Unternehmens bezeichnen.¹¹ In der Literatur wird häufig auch der Begriff "Akquisitionsprogramm"¹² verwendet. Wir verwenden im Folgenden die Termini Akquisitionsprogramm und Akquisitionsserie synonym und schließen uns – genau wie einige aktuelle Autoren¹³ – der Definition von Schipper/Thompson¹⁴ an: Ein Akquisitionsprogramm ist für uns eine "Serie von miteinander verbundenen Akquisitionen, die auf ein spezifisches strategisches Ziel gerichtet ist". Aufbauend auf dieser Definition entwickeln wir in diesem Artikel eine Typologie potenzieller strategischer Ziele von Akquisitionsprogrammen.

Mit dem Wechsel auf die Ebene der Akquisitionsserie stellen sich andere Fragen als bei der Einzeltransaktion, wie etwa: Wie explizit wird M&A bereits in der Strategie als Umsetzungsmechanismus angesprochen? Welche Rolle spielen dabei die alternativen Mechanismen? Wird gleich von Anfang an von einer Akquisitionsserie ausgegangen oder ergibt sie sich im Nachhinein betrachtet? Was sind die Gründe für die Bündelung zu einer Akquisitionsserie? Mittels welcher Merkmale beschreibt man sie? Auf welcher Ebene im Unternehmen findet eine Bündelung zur Serie statt bzw. welche Akteure tragen dazu bei? Wie interagieren die einzelnen Akquisitionen innerhalb einer Serie bzw. wie gestalten sich die Rückkoppelungsprozesse? Gibt es ein Lernen von Akquisition zu Akquisition? Falls ja, wie findet es statt? Wie und wann entsteht der erhoffte Mehrwert aus dem Zusammenfügen der einzelnen Bausteine? Welche Rolle spielt dabei die Marktdynamik etc.?

In der Management-Forschung gibt es bisher auffallend wenig Literatur zu Akquisitionsserien. Man argumentierte zunächst, dass nur wenige Unternehmen regelmäßig akquirieren.¹⁵ Doch eine Vielzahl von Unternehmen treten immer wieder als Käufer auf, da Akquisitionen ein wesentliches Element ihrer Wachstumsstrategie sind. Eine aktuelle Studie kommt sogar zu dem Ergebnis, dass die überwiegende Mehrheit der Akquisitionen im Rahmen von Akquisitionsserien einzelner Unternehmen realisiert wird.¹⁶

Im Folgenden geben wir einen Überblick über die existierende Literatur in verschiedenen Theorieströmungen zu Akquisitionsserien, beleuchten bisherige Annahmen und hinterfragen diese kritisch im Rahmen eines Vergleichs anhand ausgewählter Kriterien mit dem Ziel, bisher noch nicht beantwortete Fragen herauszuarbeiten. Im Anschluss stellen wir herkömmliche Klassifizierungsarten für Transaktionen vor und entwickeln einen Analyserahmen für Akquisitionsserien, die als Grundlage zur Analyse der herausgefilterten offenen Fragen dienen können.

¹¹ Vgl. Conn/Cosh/Guest/Hughes (2006).

¹² Vgl. Schipper/Thompson (1983).

¹³ Vgl. Côté et al. (1999); Laamanen/Keil (2006); Marks/Mirvis (2001).

¹⁴ Vgl. Schipper/Thompson (1983).

¹⁵ Vgl. Jemison/Sitkin (1986).

¹⁶ Vgl. Rosen (2004).

2 Stand der Forschung zu Akquisitionsserien

Akquisitionsserien wurden bisher aus den folgenden **vier Theorieperspektiven** untersucht:

- Finanzökonomie (Abschnitt 2.1),
- Prinzipal-Agent-Forschung (Abschnitt 2.2),
- Strategieforschung (Abschnitt 2.3) sowie
- Lern- und Wissensforschung (Abschnitt 2.4).

Im Folgenden stellen wir die Studien und Ergebnisse aus diesen vier Teilforschungsgebieten kurz vor und vergleichen sie im Anschluss anhand ausgewählter Kriterien (Abschnitt 3).

2.1 Akquisitionsserien in der Finanzökonomie

Basisannahmen: In der Finanzökonomie wird die Auswirkung von Akquisitionsserien auf die Marktkapitalisierung des Unternehmens untersucht. Gemäß dem Neoklassizismus, auf dessen Annahmen die traditionelle Finanzökonomie beruht, tätigen Firmen nur Akquisitionen, die den Wert des Unternehmens steigern. Unternehmen akquirieren also dann in Serie, wenn durch das Unternehmen eine Reihe brach liegender Wertsteigerungs- bzw. Synergiepotenziale per Akquisition ausgeschöpft werden kann. Eine Akquisitionsserie ist hier jede Aneinanderreihung von Akquisitionen durch ein Unternehmen.¹⁷ Eine weitere Annahme ist, dass Akquisitionsserien als Antwort auf wirtschaftliche Schocks wie ein radikaler Wandel der Umwelt durch Deregulierung oder technologische Neuerungen entstehen.¹⁸ Sie haben also einen gemeinsamen Auslöser. Akquisitionsprogramme reflektieren dann die Anpassung der Unternehmen an veränderte Umweltbedingungen. Damit haben sie – bezogen auf den Auslöser – auch ein gemeinsames Ziel. Beispiel ist hier die Firma Kodak, die durch eine Serie von Akquisitionen versucht, die Verluste aus dem klassischen Filmgeschäft aufgrund der Substituierung durch die digitale Fotografie zu kompensieren.

Studien: Die zunehmende Dominanz von Konglomeraten in den 60er Jahren führte zu der logischen Schlussfolgerung, dass ein signifikanter Anteil der Einzelakquisitionen, die Gegenstand vieler M&A-Studien waren, innerhalb von Akquisitionsserien statt

¹⁷ Vgl. Fuller/Netter/Stegemoller (2002); Malatesta/Thompson (1985); Rosen (2004).

¹⁸ Vgl. Ahuja/Katila (2001); Rosen (2004).

fanden.¹⁹ Ausgelöst durch die Portfolio-Theorie dienten diese dazu, das Risiko des Unternehmens zu diversifizieren. Eine Reihe von Forschern beschäftigte sich dann mit Unternehmen, die regelmäßig akquirieren. Die Resultate waren widersprüchlich: In einigen Studien fahren Vielkäufer deutliche Gewinne ein,²⁰ in anderen sind sowohl die Viel-, als auch die Einzelkäufer erfolglos, erstere aber weniger erfolglos als zweite.²¹ Eine aktuelle Erkenntnis, die konform mit den Empfehlungen vieler Beratungsfirmen geht,²² ist, dass Unternehmen, die über kleine Akquisitionen in Serien wachsen, erfolgreicher sind als die, die große Targets akquirieren.²³

Einige Autoren kommen auch zu dem Ergebnis, dass die reine Ankündigung von Akquisitionsserien positive Kapitalmarkterträge bewirkt.²⁴ Allerdings gibt es auch Anzeichen dafür, dass die erwarteten Effekte zukünftiger Akquisitionen im Rahmen einer Akquisitionsserie bei der Ankündigung nicht gleich voll bewertet werden, da auch die dann nach und nach tatsächlich getätigten Akquisitionen innerhalb einer angekündigten Serie noch positive Kapitalmarktreaktionen bewirken.²⁵ Verschiedene Autoren haben sich daraufhin mit der Wertentwicklung im Laufe einer Akquisitionsserie beschäftigt. Asquith et al.²⁶ finden keine bedeutenden Schwankungen während der ersten vier Akquisitionen einer Serie, während Fuller/Netter/Stegemoller²⁷ höheren Wertzuwachs bei der ersten als bei der fünften und den darauf folgenden Akquisitionen feststellen. Ein differenzierteres Ergebnis erzielen hier Conn et al.²⁸: Wenn die erste Akquisition innerhalb einer Serie erfolgreich war, fallen die darauf folgenden im Ergebnis ab. War die erste jedoch ein Misserfolg, lässt sich eine Steigerung bei den späteren Akquisitionen erkennen.

Zusammenfassend kann man sagen, dass die finanzökonomischen Studien noch zu keinen einheitlichen Ergebnissen bei der Untersuchung von Akquisitionsserien gekommen sind. Es ist auch fraglich, ob hier Gleiches mit Gleichem verglichen wurde. Eine leichte Tendenz lässt sich dahingehend erkennen, dass Vielkäufer erfolgreicher sind als Einzelkäufer und frühe Akquisitionen in einer Akquisitionsserie Erfolg versprechender sind als spätere. Dies widerspricht in Teilen den Annahmen der Lern- und Wissensforschung, laut denen spätere Akquisitionen aufgrund des Erfahrungszuwachses erfolgreicher sein sollen als anfängliche.²⁹

¹⁹ Vgl. Schipper et al. (1983).

²⁰ Vgl. Asquith et al. (1983); Schipper et al. (1983).

²¹ Vgl. Gregory (1997); Stegemoller (2001).

²² Vgl. Cools et al. (2004); Rovit et al. (2004).

²³ Vgl. Bradley/Sundaram (2005).

²⁴ Vgl. Bhabra/Bhabra/Boyle (1999); Rosen (2004); Schipper et al. (1983).

²⁵ Vgl. Asquith et al. (1983); Malatesta et al. (1985).

²⁶ Vgl. Asquith et al. (1983).

²⁷ Vgl. Fuller/Netter/Stegemoller (2002).

²⁸ Vgl. Conn et al. (2006).

²⁹ Vgl. Halebian/Finkelstein (1999); Hayward (2002); Zollo et al. (2004).

2.2 Akquisitionsserien in der Prinzipal-Agent-Forschung

Basisannahmen: Aus Sicht der Prinzipal-Agent-Forschung werden Akquisitionsserien im Lichte möglicher Interessenkonflikte zwischen Management und Eigentümern betrachtet. Die Geschäftsführer von Firmen, die über Akquisitionen wachsen, erhalten häufig bedeutende Gehaltserhöhungen oder Boni – sogar dann, wenn diese Akquisitionen den Anteilseignern keine Erträge bringen. Auch die Vergütungen von Aufsichtsräten sind nicht selten an die Umsatzgröße des Unternehmens gebunden. Folgende Logik liegt der Prinzipal-Agent-Theorie zugrunde: Bei einer zu losen Kontrolle der "Agenten" (Top Management) durch die "Principals" (Eigentümer) und aufgrund von asymmetrischer Informationsverteilung kann eine Geschäftsleitung Ziele durchsetzen, die von den Interessen der Eigentümer abweichen ("agency costs"). Den Agenten wird hier eigennütziges und opportunistisches Verhalten unterstellt, das es durch entsprechende Verträge einzudämmen gilt.³⁰ Also kann eines der Motive für Akquisitionsserien in den persönlichen Interessen der Geschäftsführer begründet liegen,³¹ etwa in Form der Ausweitung von Macht oder in dem Wunsch nach erhöhter Entlohnung.³² Ein weiterer Verhaltensaspekt kann zu Akquisitionsserien führen: Die Hybris oder auch Selbstüberschätzung der Manager.³³ Manager schreiben hier vergangenen Akquisitionserfolg irrtümlich ihren Fähigkeiten zu, entwickeln dadurch ein überzogenes Selbstvertrauen und streben weiteres Wachstum durch Akquisitionen an, das dann aber weniger erfolgreich verläuft.³⁴

Studien: Die Empirie zeigt, dass Geschäftsführer ihr Gehalt durch Umsetzung einer Akquisitionsserie deutlich steigern können.³⁵ Rosen³⁶ kommt zu dem Ergebnis, dass Akquisitionen im Rahmen einer Serie deutlich stärker zu Gehaltssteigerungen der Geschäftsführer beitragen als Einzeltransaktionen oder gar internes Wachstum. "Agency"-Probleme können also auf direktem Wege zu Akquisitionsserien führen: Manager, denen ihr persönliches Einkommen wichtiger ist als der Unternehmenswert, werden mit hoher Wahrscheinlichkeit Akquisitionen in Serie tätigen.

Hybris kann zu denselben Problemen führen wie der oben beschriebene Fokus auf die persönlichen Interessen. Billett/Qian³⁷ kommen in einer aktuellen Studie zu dem Ergebnis, dass ein anfänglicher Akquisitionserfolg mit höherer Wahrscheinlichkeit zu weiteren Deals führt als ein Misserfolg. Diese Transaktionen zeitigen dann aber wie

³⁰ Vgl. Coase (1937); Jensen/Meckling (1976).

³¹ Vgl. Hopkins (1987a); Morck/Shleifer/Vishny (1990).

³² Vgl. Rosen (2004).

³³ Vgl. Roll (1986).

³⁴ Vgl. Billett/Qian (2005).

³⁵ Vgl. Bliss/Rosen (2001); Grinstein/Hribar (2004).

³⁶ Vgl. Rosen (2004).

³⁷ Vgl. Billett/Qian (2005).

bereits erwähnt meist schlechtere Ergebnisse als die erste. Auch Conn et al.³⁸ kommen zum selben Ergebnis. Bradley/Sundaram³⁹ stellen dies wiederum in Frage: Die Ergebnisse ihrer Finanzmarkt-Studie zeigen, dass ein bedeutender Anteil von M&A-Aktivität mit wertmaximierendem Verhalten konform ist. Sie vertreten daher die Meinung, dass die Bedeutung von Hybris und "Agency"-Problemen überschätzt wird.

Die Ergebnisse der wenigen Studien zu Akquisitionsserien im Bereich der Prinzipal-Agent-Forschung sind konform mit den, wenn auch unscharfen, Ergebnissen in der Finanzökonomie: Spätere Akquisitionen sind weniger erfolgreich als anfängliche und insgesamt sind Akquisitionsserien nicht besonders erfolgreich.

2.3 Akquisitionsserien in der Strategieforschung

Basisannahmen: Die Strategieforschung beschäftigt sich mit Akquisitionsserien vor dem Hintergrund der Fragestellung, weshalb manche Unternehmen mit ihren Akquisitionsstrategien mehr oder weniger erfolgreich sind als andere. Lange Zeit befasste sich die M&A-Forschung im Bereich des Strategischen Managements ausschließlich mit Einzelakquisitionen und nicht mit Akquisitionsserien.⁴⁰ Dies steht in scharfem Kontrast zu der Vielzahl an Studien zu Diversifikationsstrategien⁴¹, die Akquisitionsstrategien entweder ignoriert, nur eine mögliche Akquisitionsstrategie identifiziert⁴² oder nicht zwischen verschiedenen Akquisitionsstrategien unterschieden haben.⁴³ Dennoch wurde in der Strategieforschung bereits früh der Ruf laut, die Akquisitionsstrategie eines Unternehmens anhand des Erfolgs einer ganzen Akquisitionsserie zu untersuchen.⁴⁴ Wir unterscheiden im Folgenden Studien, die sich allgemein mit Wachstumsstrategien beschäftigen sowie Studien, die gezielt Akquisitionsstrategien untersuchen.

Studien zu Wachstumsstrategien: Unternehmerische Wachstumsstrategien können sehr unterschiedlich gestaltet sein: Einige Unternehmen akquirieren gar nicht bzw. so gut wie nicht, sondern setzen ausschließlich auf (1) internes Wachstum.⁴⁵ Andere legen ein opportunistisches Akquisitionsverhalten an den Tag, akquirieren also, wenn sich eine Gelegenheit bietet.⁴⁶ Hier kann es sowohl unfokussierte (2a) Vielkäufer als auch (2b) Einzelkäufer geben. Für wieder andere sind Akquisitionen zwar Teil ihrer Wachs-

³⁸ Vgl. Conn et al. (2006).

³⁹ Vgl. Bradley/Sundaram (2005).

⁴⁰ Vgl. Hopkins (1987a u. b).

⁴¹ Vgl. Pitts/Hopkins (1982).

⁴² Vgl. Rumelt (1974).

⁴³ Vgl. Pitts (1976); Yip (1982).

⁴⁴ Vgl. Kusewitt (1985).

⁴⁵ Vgl. Rovit et al. (2004).

⁴⁶ Vgl. Hopkins (1987 a u. b); Rovit et al. (2004).

tumsstrategie, sie wachsen jedoch zusätzlich durch interne Entwicklung, verfolgen also eine (3) Mix-Strategie.⁴⁷ Außerdem gibt es Unternehmen, die regelmäßig Akquisitionen tätigen und damit hoch fokussierte und konsistente Wachstumsstrategien verfolgen.⁴⁸ Bei diesem letzten Typus treffen Cools et al.⁴⁹ eine weitere Unterteilung in (4a) schnell und (4b) langsam durch Akquisitionen wachsende Unternehmen. Hier kann z.B. der Fall der Schweizer Universalbank UBS genannt werden, die seit Jahren mittels einer Vielzahl kleinerer, regionaler Akquisitionen ihre Position im internationalen Wealth Management systematisch ausbaut. Im Zuge dessen wurde beispielsweise in 2005 die deutsche Vermögensberatung Sauerborn erworben.

Studien zu Akquisitionsstrategien: Folgende Arbeiten beschäftigen sich mit den Wachstumsstrategien des Typus (4), also Akquisitionsstrategien. Hier können zwei Arten von Studien unterschieden werden: solche, die der strategischen Konsistenz einer Akquisitionsserie hohe Bedeutung zumessen und solche, die diesem Aspekt keine Beachtung schenken.

- Keine Bedeutung strategischer Konsistenz: Die Ergebnisse einer aktuellen, von Bain & Co. durchgeführten Praxis-Studie zeigen, dass die Unternehmen, die am erfolgreichsten Shareholder Value generieren, häufig sowie regelmäßig akquirieren.⁵⁰ Es werden fünf Akquisitionsstrategien unterschieden: (1) "Mountain Climbing" – häufiges Akquirieren von zunächst kleinen zu dann größeren Zielunternehmen, (2) "Stringing Pearls" – häufiges Akquirieren von kleinen Zielunternehmen, (3) "Betting small" – unregelmäßiges Akquirieren von kleinen Zielunternehmen, (4) "Rolling the Dice" – wenige, große Akquisitionen und (5) "Refraining" – gar keine Akquisitionen (vgl. Abbildung 2-1). Gemessen am Shareholder Value verlaufen die Strategien "Mountain Climbing" und "Stringing Pearls" am erfolgreichsten.⁵¹ Außerdem sind die Akquisiteure erfolgreicher, die konstant durch alle Wirtschaftszyklen hindurch akquirieren.⁵² Die Bedeutung der strategischen Konsistenz der Akquisitionsstrategien lassen die Autoren hier außen vor. Sie betrachten nur die Größe der Zielunternehmen und die Akquisitionshäufigkeit.

⁴⁷ Vgl. Cools et al. (2004); Kusewitt (1985).

⁴⁸ Vgl. Hopkins (1987b).

⁴⁹ Vgl. Cools et al. (2004).

⁵⁰ Vgl. Rovit et al. (2004).

⁵¹ Vgl. Rovit et al. (2004).

⁵² Vgl. Rovit/Lemire (2003).

Abbildung: 2-1: Akquisitionsstrategien-Matrix⁵³

- Hohe Bedeutung strategischer Konsistenz: Bereits im Jahr 1972 fand Didrichsen in Unternehmen bis zu 50 Jahre lange, konsistente Akquisitionsstrategien.⁵⁴ Der Autor klassifiziert Akquisitionsstrategien in Technologie-Verwandte (dem Käufer ähnlich hinsichtlich bestimmter Produktions- und technischer Eigenschaften), Marketing-Verwandte (dem Käufer ähnlich hinsichtlich bestimmter Absatz-Eigenschaften) und Finanziell-Motivierte (also nicht verwandte). Darauf aufbauend definiert Hopkins⁵⁵ konsistente langfristige Akquisitionsstrategien als "Muster von Akquisitionsaktivität, konsistent hinsichtlich des akquirierten Unternehmens-typs" und meint damit, dass Käufer tendenziell immer wieder Unternehmen akquirieren, die zu ihnen im selben Verwandtschaftsverhältnis stehen. Er kommt ebenfalls zu dem Ergebnis, dass die überwiegende Mehrheit der Unternehmen konsistente Akquisitionsstrategien verfolgt, erweitert jedoch die Typologie von Didrichsen. Hopkins⁵⁶ teilt die konsistenten Akquisitionsstrategien nach Grad ihres Fokus auf eine Kernkompetenz weiter ein in: erstens Strategien mit strategischem Fit (Marketing- und Technologie-Verwandt) sowie zweitens weniger fokussierte Strategien (Nicht-Diversifiziert, Verwandt/Nicht-Diversifiziert, Gemischt-Verwandt, Finanziell-Motiviert). Im Ergebnis verliefen die Strategien mit strategischem Fit erfolgreicher als die weniger konsistenten.⁵⁷ Diese Erkenntnis könnte

⁵³ Vgl. Rovit et al. (2004).

⁵⁴ Vgl. Didrichsen (1972).

⁵⁵ Vgl. Hopkins (1987a u. b).

⁵⁶ Vgl. Hopkins (1987b).

⁵⁷ Vgl. Hopkins (1987b).

auch frühere Ergebnisse erklären: So fand beispielsweise Kusewitt⁵⁸ in einer Studie zu Akquisitionsserien enorme Bandbreiten in der Erfolgswirkung.

2.4 Akquisitionsserien in Lern- und Wissensforschung

Basisannahmen: Die Lern- und Wissensforschung stellt sich in Bezug auf Akquisitionsserien die Frage, ob Akquisitionserfahrung höheren Akquisitionserfolg mit sich bringt. Organisationen lernen, indem sie "Rückschlüsse aus ihrer Geschichte in Routinen übersetzen, die dann ihr Verhalten steuern"⁵⁹. Doch Lernen ist nicht immer zuträglich.⁶⁰ Unternehmen können falsche Rückschlüsse aus früheren Erfahrungen ziehen oder diese falsch anwenden.⁶¹ Erfahrungskurveneffekte, wie sie in der Fertigung beobachtet werden können, kommen nach Meinung zahlreicher Wissenschaftler bei Akquisitionen aus den folgenden Gründen häufig nicht vor:

- Akquisitionen sind heterogen⁶² und Rückschlüsse aus früheren Akquisitionen können häufig nicht auf die gegenwärtige Transaktion angewendet werden.⁶³
- Der Akquisitionserfolg ist unterschiedlich und damit auch die Möglichkeit, Rückschlüsse aus diesen Erfahrungen zu ziehen.⁶⁴
- Akquisitionen geschehen unregelmäßig.⁶⁵
- Der kausale Zusammenhang zwischen Akquisitionsentscheidung/-handhabung und Wertentwicklung des Unternehmens ist häufig unklar ("causally ambiguous").⁶⁶

Aus diesen Gründen kann Akquisitionserfahrung allein nicht höheren Akquisitionserfolg erklären.⁶⁷ Daher hat die Forschung weitere Faktoren vorgeschlagen, die auf die Beziehung zwischen Akquisitionserfahrung und Akquisitionserfolg einwirken: der Unternehmenstyp, der akquiriert wird, der Erfolg früherer Akquisitionen, die zeitli-

⁵⁸ Vgl. Kusewitt (1985).

⁵⁹ Vgl. Levitt/March (1988), S. 320; Weick (1979).

⁶⁰ Vgl. Hayward (2002).

⁶¹ Vgl. Halebian et al. (1999).

⁶² Vgl. Ahuja et al. (2001); Hayward (2002).

⁶³ Vgl. Halebian et al. (1999).

⁶⁴ Vgl. Conn et al. (2006); Hayward (2002); Levinthal/March (1993).

⁶⁵ Vgl. Hayward (2002).

⁶⁶ Vgl. Zollo/Winter (2002).

⁶⁷ Vgl. Halebian et al. (1999).

chen Intervalle zwischen den einzelnen Akquisitionen⁶⁸ sowie die wahrgenommene Homogenität der einzelnen Akquisitionen.⁶⁹

Während es im Organisationalen Lernen in erster Linie um "learning by doing" geht, beschäftigt sich die **Wissensorientierte Perspektive** mit dem konkreten "Ob" und "Wie" der Entwicklung spezifischer Fähigkeiten zum Akquisitionsmanagement⁷⁰ und liefert dadurch wichtige zusätzliche Ansätze zum Verständnis von erfolgreichem Lernen in Akquisitionsserien.

Studien: Grundsätzlich einmal liegt die Vermutung nahe, dass ein wiederholtes Akquirieren beim Käufer aufgrund der dabei ablaufenden Lernprozesse zu mehr Erfahrung führt, die dazu beitragen sollte, dass "Serien-Akquisiteure" eine geringere Floprate bei M&A vorzuweisen haben als "Einzeltäter".⁷¹ Zunächst ging man daher gemäß dem klassischen Lernkurveneffekt davon aus, dass bereits vorhandene Akquisitionserfahrung die Wahrscheinlichkeit von Misserfolgen bei späteren Akquisitionen verringert.⁷² Auf der anderen Seite befürchtete man jedoch, dass zu hohe Akquisitionsaktivität zu einer Art unternehmerischen "Verstopfung" führen könne⁷³ und die Beziehung zwischen Akquisitionserfahrung und Akquisitionserfolg daher komplexer sein könnte als die klassische Lernkurve.⁷⁴

Empirische Studien zu Akquisitionserfahrung zeigten dann auch tatsächlich widersprüchliche Ergebnisse. Einige fanden einen positiven Effekt von früherer Akquisitionserfahrung,⁷⁵ andere keinen signifikanten,⁷⁶ einen negativen⁷⁷ oder einen konkaven.⁷⁸ Ob Unternehmen mit Akquisitionserfahrung also erfolgreicher sind als solche mit wenig oder gar keiner M&A-Erfahrung, konnte bisher nicht eindeutig festgestellt werden.⁷⁹

Kann also ein Unternehmen überhaupt eine Art "Meta"-Fähigkeit zum Akquisitionsmanagement aufbauen und, wenn ja, wie? Eine aktuelle Studie zeigt, dass die explizite Kodifizierung von Wissen das Akquisitionsergebnis stark positiv beeinflusst, während das für rein implizite Erfahrungssammlung nicht der Fall ist.⁸⁰ Wer sich ausschließlich auf Lernkurveneffekte verlässt, läuft also Gefahr, keine bzw. unzureichende Lerneffekte für das Management von Akquisitionen zu erzielen oder Erfahrungen aus vorheri-

⁶⁸ Vgl. Hayward (2002).

⁶⁹ Vgl. Zollo/Gottschalg (2004).

⁷⁰ Vgl. Zollo et al. (2004).

⁷¹ Vgl. Lubatkin (1983); Rovit et al. (2004).

⁷² Vgl. Booz, Allen & Hamilton (1960); Lubatkin (1983); Rockwell (1968).

⁷³ Vgl. McCarthy (1963); Reid (1968); Reid (1969); Terry (1982).

⁷⁴ Vgl. Kusewitt (1985).

⁷⁵ Vgl. Bruton/Oviatt/White (1994); Fowler/Schmidt (1989); Pennings/Barkema/Douma (1994).

⁷⁶ Vgl. Hayward (2002); Zollo et al. (2004).

⁷⁷ Vgl. Kusewitt (1985).

⁷⁸ Vgl. Haleblan et al. (1999).

⁷⁹ Vgl. Haleblan et al. (1999).

⁸⁰ Vgl. Zollo et al. (2004).

gen Akquisitionen fälschlicherweise unreflektiert eins zu eins auf das nächste Projekt zu übertragen. Doch dies entspricht auch der Aussage der Lernkurve: Sie gilt nur, wenn die zur Verfügung stehenden Rationalisierungspotenziale auch ausgeschöpft werden und dies bedeutet hier – folgt man Zollo/Singh⁸¹ (2004)– offensichtlich, dass die Unternehmen ihre Akquisitionserfahrung explizit machen und kodifizieren. Dies bestätigen auch die Aktivitäten der M&A-Abteilungen einzelner Großunternehmen wie GE Capital⁸² oder Siemens⁸³, die über Prozesstemplates ihre Erfahrung kodifizieren und in Standards überführen.

Alles in allem kann man sagen, dass Akquisitionserfahrung allein nicht ausreicht, den Akquisitionserfolg positiv zu beeinflussen.⁸⁴ Konsistent mit der Strategieforschung lässt sich auch hier die Tendenz ablesen, dass ähnliche Akquisitionen innerhalb einer Serie zu größerem Erfolg führen.⁸⁵

3 Vergleichende Analyse

Was ergibt sich nun gesamthaft zur Beurteilung des Erfolgs von Akquisitionsserien, wenn man die bestehenden Studien miteinander vergleicht?

Art der Performance-Messung: Hinsichtlich der Definition von Wertentwicklung in einem Unternehmen nach einer Akquisition sowie hinsichtlich der für diese verwendeten Messkriterien existiert beträchtliche Heterogenität.⁸⁶ Soll man den Gewinn des Käuferunternehmens, den des Zielunternehmens oder den der kombinierten Einheit heranziehen? Und sollen Zahlen aus dem Rechnungswesen oder Kapitalmarktreaktionen zur Messung verwendet werden? Überwiegend messen die untersuchten Studien den Erfolg einer Akquisitionsserie quantitativ anhand kurz- oder langfristiger Kapitalmarktreaktionen und/oder Bilanzzahlen auf Seiten des Käuferunternehmens. Einzelne Wissenschaftler im Bereich der Strategieforschung ziehen weitere Kriterien wie Marktposition, Absatzentwicklung oder die Kapitalmarktentwicklung der kombinierten Einheit heran. So plädieren Haspeslagh/Jemison⁸⁷ für eine Erfolgsmessung anhand der mit der Akquisition verfolgten Ziele wie Marktposition oder Aufbau relevanter unternehmerischer Fähigkeiten. Das heißt, wenn mit einer Akquisitionsserie die Absicht verfolgt wird, einen neuen Markt zu betreten und diesen zu entwickeln oder an

⁸¹ Vgl. Zollo/Singh (2004).

⁸² Vgl. Ashkenas/DeMonaco/Francis (1998).

⁸³ Vgl. Lucks (2005).

⁸⁴ Vgl. Hitt/Harrison/Ireland/Best (1998); Zollo et al. (2004).

⁸⁵ Vgl. Bruton et al. (1994); Finkelstein/Haleblian (2002); Haleblian et al. (1999).

⁸⁶ Vgl. Zollo et al. (2004).

⁸⁷ Vgl. Haspeslagh/Jemison (1992).

eine neue Technologie zu gelangen, dann sind eventuell Kriterien wie Marktwachstum im relevanten Markt oder der Innovationsgrad eines Unternehmens für die Erfolgsmessung angemessen.⁸⁸ In der Lern- und Wissensforschung messen einige Studien den Erfolg einer Akquisition anhand deren Überlebensdauer oder ziehen subjektive Einschätzungen wie Expertenmeinungen heran. Auch die Basis der Erfolgsmessung ist immer unterschiedlich. In der Finanzökonomie untersuchen einige die Kennzahlen direkt nach der Ankündigung einer Akquisitionsserie, die langfristige Wertentwicklung des gesamten Unternehmens, den kurzfristigen Erfolg einzelner Transaktionen innerhalb einer Serie entweder für sich allein oder im Vergleich zu den durch Einzelkäufer abgewickelte Transaktionen. Wieder andere vergleichen Cluster von Unternehmen mit unterschiedlichen Akquisitionsstrategien.

Verständnis von Akquisitionsserien: Die bestehende Forschung in der Finanzökonomie untersucht beinahe ausschließlich erstens die tatsächlich realisierte M&A-Aktivität oder zweitens die Reaktionen auf die Ankündigung, ein Akquisitionsprogramm durchführen zu wollen, ohne Rücksicht auf die zugrunde liegenden Strategien. So sprechen zwar sowohl Schipper/Thompson⁸⁹ als auch Bhabra et al.⁹⁰ von einem "Akquisitionsprogramm" und messen die Auswirkung der Ankündigung eines solchen Programms, sie definieren diesen Begriff jedoch nicht weiter. Auch in der Prinzipal-Agent-Forschung wird diesem Aspekt keine Bedeutung beigemessen. In der Lern- und Wissensforschung ist die Ähnlichkeit vorheriger Akquisitionen mit der aktuellen Transaktion relevant für die Übertragbarkeit von Gelerntem. Dies ist zwar den meisten Autoren durchaus bewusst, sie beziehen diesen Aspekt aber bis auf eine Ausnahme⁹¹ nicht in ihr Forschungsdesign mit ein. Am ehesten wird der strategischen Konsistenz noch in der Strategieforschung Bedeutung beigemessen. Dort werden Akquisitionsstrategien hinsichtlich ihrer Beziehung zum Zielunternehmen bzw. hinsichtlich ihrer Nähe zu einer Kernkompetenz kategorisiert. Viele Firmen realisieren eine Vielzahl von Akquisitionen als Teil eines umfassenden und konsistenten strategischen Plans.⁹² Ein Kriterium zur Beurteilung einer "Akquisitionsserie" sollte deshalb aus unserer Sicht auch sein, inwieweit die Einzelakquisitionen konsistent waren zur Strategie, die hinter der Akquisitionsserie steht. Die Frage bezogen auf derartige Serien ist dann "Does consistency matter?".

Rolle von Informationsasymmetrien: In seinem Aufsatz "The Nature of the Firm" leitet Coase⁹³ aus der Existenz von Transaktionskosten eine Begründung dafür her, dass es Unternehmen gibt und nicht alle zur Erstellung von Gütern notwendigen Transaktionen über den Markt abgewickelt werden. Die Transaktionskostentheorie geht zwar von dem Bestreben der Mitarbeiter und Führungskräfte nach rationalem

⁸⁸ Vgl. Hayward (2002).

⁸⁹ Vgl. Schipper/Thompson (1983).

⁹⁰ Vgl. Bhabra et al. (1999).

⁹¹ Vgl. Zollo/Gottschalg (2004).

⁹² Vgl. Ahuja et al. (2001); Hopkins (1987b); Rosen (2004).

⁹³ Vgl. Coase (1937).

Handeln aus, gesteht diesen aber zu, aufgrund von Informationsasymmetrien nur begrenzt rational handeln zu können. Eine effiziente Koordination durch den Markt ist dann nicht mehr gewährleistet.⁹⁴ In der traditionellen Finanzökonomie geht man von vollkommenen Märkten aus, in denen alle Marktteilnehmer der jeweiligen Situation angemessen agieren und reagieren. Allerdings gibt es Anzeichen, dass die zukünftigen Akquisitionen im Rahmen einer Akquisitionsserie bei der Ankündigung nicht sofort umfassend bewertet werden, da auch die späteren Akquisitionen innerhalb einer angekündigten Serie Kapitalmarktreaktionen bewirken.⁹⁵ Das lässt auf unvollkommene Märkte bzw. Informationsasymmetrien schließen. Dieses Ergebnis ist konsistent mit der Prinzipal-Agent-Theorie: Hier agieren die Manager häufig nicht so, wie der Markt es von ihnen verlangen würde, sondern stellen ihr Eigeninteresse in den Vordergrund bzw. überschätzen sich. In der Strategieforschung, deren Annahmen häufig auf dem klassischen "Resource-based View of the Firm"⁹⁶ basieren, streben die Unternehmen bei ihren Akquisitionsstrategien und sonstigen unternehmerischen Aktivitäten nach einzigartigen Ressourcenbündeln, die zu Wettbewerbsvorteilen führen. Informationsasymmetrien sind hier vorausgesetzt, da nachhaltige Wettbewerbsvorteile eines Unternehmens bei vollkommenen Märkten nicht möglich wären. Auch in der Lern- und Wissensforschung spielen Informationsasymmetrien eine Rolle: eine fragmentierte Wissensbasis verhindert bzw. erschwert den Wissenstransfer innerhalb einer Akquisitionsserie von einer Akquisition zur nächsten. Um eine Akquisitionsserie zu untersuchen, sollte man unserem Erachten nach von Informationsasymmetrien sowohl auf individueller als auch auf organisatorischer Ebene ausgehen.

Prozessbetrachtung: Der Akquisitionsprozess beeinflusst den Grad, zu dem der Inhalt von Akquisitionsentscheidungen letztendlich zu Erfolg führt, maßgeblich.⁹⁷ Die Betrachtung und Analyse von Akquisitionsserien aus einer Prozessperspektive kann daher, wie wir glauben, einen wichtigen Beitrag zum besseren Verständnis von Akquisitionsserien leisten. Die meisten Theorien sind allerdings statisch und lassen prozessuale Elemente überwiegend außer Acht. Außer in der Lern- und Wissensforschung kommen den im Unternehmen ablaufenden Mikroprozessen während einer Akquisitionsserie keine Bedeutung zu. Ausführlich untersucht werden diese aber auch hier nur selten. Vor allem die überwiegend quantitativ angelegten Forschungsdesigns erschweren einen Fokus auf die Prozesse.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die äußerst heterogenen Forschungsergebnisse zu Akquisitionsserien teilweise in der unzureichenden Untersuchung der strategischen Konsistenz einer solchen Serie, den stark variierenden Arten und Einheiten der Erfolgsmessung, dem geringen den Individuen beigemessenem Gewicht sowie der fehlenden Prozessbetrachtung begründet liegen.

⁹⁴ Vgl. Coase (1937).

⁹⁵ Vgl. Asquith et al. (1983); Malatesta et al. (1985).

⁹⁶ Vgl. Barney (1991).

⁹⁷ Vgl. Jemison et al. (1986); Pablo/Sitkin/Jemison (1996).

4 Akquisitionsserien: Klassifizierung und Bezugsrahmen

Die hoch akquisitiven Konglomerate der 60er Jahre sind heutzutage längst aus der Mode geraten und damit auch die extreme Häufung sehr unterschiedlicher Akquisitionen durch ein und dasselbe Unternehmen. Dennoch kaufen auch heute viele Unternehmen regelmäßig⁹⁸ und verfolgen damit ihre unterschiedlichen Wachstumsziele.⁹⁹

Im Folgenden diskutieren wir bisherige Versuche, sowohl Einzeltransaktionen als auch Akquisitionsserien zu klassifizieren, und grenzen "Akquisitionsmotiv" begrifflich gegen "Akquisitionsrichtung/Verwandtschaftsverhältnis" ab (Abschnitt 4.1). Im Anschluss stellen wir einen groben Bezugsrahmen für Akquisitionsserien vor (Abschnitt 4.2).

4.1 Klassifizierung von M&A

Statt einer Klassifizierung von Akquisitionsserien gemäß deren strategischer Zielsetzung, wie wir sie hier vorschlagen, wurden in der Forschung bisher überwiegend Klassifizierungen verwendet, denen ein anderes Kriterium zugrunde liegt: die **Akquisitionsrichtung bzw. das Verwandtschaftsverhältnis** des einzelnen Zielunternehmens zum Käuferunternehmen und, darauf aufbauend, für Akquisitionsserien die **Konsistenz der innerhalb der Serie akquirierten Unternehmen**, gemessen an Akquisitionsrichtung bzw. Verwandtschaftsverhältnis zum Käufer.

Einzeltransaktionen: Kategorisierungskriterium ist hier die **Beziehung** eines erworbenen Unternehmens zu den existierenden Geschäftsbereichen des Käuferunternehmens (vgl. Abbildung 4-1). So unterscheidet das Bundeskartellamt horizontale, vertikale und konglomerate Akquisitionen.¹⁰⁰ Dieselbe Einteilung tätigt auch die amerikanische Kartellbehörde, die Federal Trade Commission (FTC).¹⁰¹ Dass verwandte, also horizontale und vertikale Akquisitionen, erfolgreicher sein sollen als nicht-verwandte, also konglomerate, ist eine der zentralen Thesen der M&A-Forschung im Strategischen Management.¹⁰² Bisher konnte diese theoretisch logische Vermutung aber empirisch nicht eindeutig bestätigt werden. Daher wurden auch früh kritische Stimmen laut, nach denen diese Klassifizierung zu kurz greift, wenig praxisrelevant sowie unklar in der

⁹⁸ Vgl. Rosen (2004).

⁹⁹ Vgl. Haspeslagh/Jemison (1991); Rumelt (1974).

¹⁰⁰ Vgl. Bundeskartellamt (1995); vertiefend Gocke (1997), S. 15-16.

¹⁰¹ Vgl. Howell (1970); King et al. (2004); Walter/Barney (1990).

¹⁰² Vgl. Barney (1988); Chatterjee (1986); Dierickx/Cool/Barney (1989); Singh et al. (1987).

Abgrenzung ist.¹⁰³ Als einer der ersten erweiterte Kitching¹⁰⁴ die FTC-Klassifizierung in horizontal, vertikal und konglomerat um die beiden Akquisitionstypen technologie-konzentrisch und marketing-konzentrisch, bei denen Unternehmen erworben werden, die entweder Übereinstimmungen mit dem Zielunternehmen hinsichtlich der Bereiche Produktion sowie Forschung und Entwicklung aufweisen oder aber solche, die gleiche Kundengruppen bedienen.

Abbildung 4-1: Einzeltransaktions-Klassifizierung nach Verwandtschaftsverhältnis

Akquisitionsserien: Hopkins¹⁰⁵ klassifiziert – wie unter 2.3 beschrieben – Akquisitionssstrategien anhand der akquirierten Unternehmenstypen innerhalb einer Akquisitionssserie und fügt dabei den oben genannten Arten der Beziehung zwischen Target und Käufer noch weitere hinzu. Kategorisierungskriterium ist hier die **Konsistenz des Verwandtschaftsverhältnisses** zum Zielunternehmen der innerhalb einer Akquisitionssserie erworbenen Unternehmen (vgl. Abbildung 4-2). Stehen mehr als zwei Drittel der Akquisitionen eines Unternehmens im selben Verwandtschaftsverhältnis zum Käuferunternehmen, dann kategorisiert der Autor diese in die entsprechende Akquisitionsstrategie. Im Ergebnis zeigte Hopkins Studie jedoch, dass die Konsistenz des Verwandtschaftsverhältnisses der einzelnen Targets zum Käuferunternehmen allein nicht mit höherem Akquisitionserfolg einhergeht. Nur Akquisitionsreihen mit ausgeprägtem Fokus auf eine spezifische Kernkompetenz sind tatsächlich erfolgreicher.

¹⁰³ Vgl. Howell (1970).

¹⁰⁴ Vgl. Kitching (1967).

¹⁰⁵ Vgl. Hopkins (1987a u. b).

Abbildung 4-2: Akquisitionsserien-Klassifizierung nach Verwandtschaftsverhältnis

Strategische Zielsetzung / Akquisitionsmotive: Ohne der Einteilung nach Akquisitionsrichtung / Verwandtschaftsverhältnis ihre Bedeutung abzuerkennen, sind diese Klassifizierungen für Akquisitionsserien unserem Erachten nach unzureichend. Eine viel versprechende und bisher noch wenig entwickelte Lösung, um den widersprüchlichen Ergebnissen in der M&A-Forschung Herr zu werden, ist es, das zu untersuchende Sample konsistent hinsichtlich der hinter der Akquisition stehenden Motive auszuwählen.¹⁰⁶

Abbildung 4-3: Akquisitionsserien-Klassifizierung nach Akquisitionsstrategie

Die einzelnen Akquisitionen innerhalb einer Serie können:

1. eine Wertschöpfungskette ergeben
2. horizontal zum Käuferunternehmen und/oder zueinander sein
3. vertikal zum Käuferunternehmen und/oder zueinander sein
4. gemischt oder Konglomerat zum Käuferunternehmen und/oder zueinander sein
5. ähnlich in Bezug auf eine Kernkompetenz bzw. ergänzend zueinander sein

¹⁰⁶ Vgl. Ahuja et al. (2001); King (2002); Trautwein (1990).

Hinter einer Akquisitionsserie kann eine kohärente Strategie liegen,¹⁰⁷ obwohl sich die akquirierten Unternehmenstypen sowie die Akquisitionsrichtung der einzelnen Bestandteile der Akquisitionsserie ganz erheblich unterscheiden. Kategorisierungseinheit für uns ist also die **Konsistenz der einzelnen Akquisitionen innerhalb einer Serie mit der strategischen Zielsetzung** (vgl. Abbildung 4-3), wobei diese Zielsetzung auch emergent sein kann. Diese Kategorisierung ist konsistent mit unserer eingangs vorgestellten Akquisitionsprogramm-Definition als "Serie von miteinander verbundenen Akquisitionen, die auf ein spezifisches strategisches Ziel gerichtet ist".¹⁰⁸

4.2 Bezugsrahmen für die Untersuchung von Akquisitionsserien

Die Akquisitionsstrategie eines Unternehmens kann nicht abgekoppelt von den Rahmenbedingungen betrachtet werden. Als wichtige Parameter definieren wir neben dem Inhalt der Akquisitionsserie den Unternehmenskontext, sowohl intern als auch extern, die prozessuale Umsetzung und die Ergebnisse der einzelnen Akquisitionen sowie der gesamten Akquisitionsserie (vgl. Abbildung 4-4).

Abbildung 4-4: Bezugsrahmen für die Untersuchung von Akquisitionsserien

Idealtypisch steht der Kontext am Anfang der Kausalkette und beeinflusst die Wahl der Akquisitionsstrategie bzw. deren konkrete Inhalte. Diese Wahl hat dann wiederum Einfluss auf die Umsetzung der Strategie und die dabei ablaufenden Prozesse. Alles zusammen wirkt sich dann entweder positiv oder negativ auf die Ergebnisse der einzelnen Transaktionen sowie auf die gesamte Akquisitionsserie aus. Allerdings kann es

¹⁰⁷ Vgl. Ahuja et al. (2001); Hopkins (1987b); Rosen (2004).

¹⁰⁸ Vgl. Laamanen et al. (2006); Schipper/Thompson (1983).

hier auch durchaus rekursive Wirkungen geben, d.h. auch der Prozess kann die Strategie beeinflussen oder die Ergebnisse den Kontext etc.

5 Fazit

Projektmanagement-orientierte Unternehmen, aber auch Forscher, unterliegen leicht der Versuchung, jede Akquisition schlicht und einfach als ein weiteres kurzfristiges Projekt zu betrachten.¹⁰⁹ Dies ist selbst dann der Fall, wenn diese Akquisition Teil einer bewusst definierten Akquisitionsstrategie ist. Diese Herangehensweise schränkt den Nutzen, der aus Akquisitionen gezogen werden kann, deutlich ein.

Bezüglich konkreter Aussagen über die Anzahl von Transaktionen, die eine Akquisitionsserie mindestens aufweisen muss, um als solche zu gelten, sowie über den Zeitraum, über den sie sich erstrecken sollte, halten wir uns aufgrund der relativen Unerforschtheit des Phänomens "Akquisitionsserie" bewusst zurück. Wir denken jedoch, dass aus methodischen Gründen eine Akquisitionsserie, die zur Untersuchung herangezogen wird, aus mindestens drei Akquisitionen bestehen und sich nicht über einen Zeitraum von mehr als fünf Jahren erstrecken sollte. Problematisch gestaltet sich bei Akquisitionsserien außerdem die Erfolgsmessung. Was sich wohl anbietet, ist eine "Triangulierung", d.h. eine Betrachtung der Performance aus verschiedenen Perspektiven heraus, da keine Perspektive für sich in der Lage ist, Erfolg vollständig zu erklären.

In der Praxis wird man häufig erst ex post feststellen können, um welchen Akquisitionsserientyp es sich handelt. Die hier vorgestellte Abgrenzung gibt jedoch einen theoretischen Rahmen vor, der die Untersuchung des bisher weitgehend unerforschten Phänomens "Akquisitionsserie" erleichtert, strukturiert und bei weiterer Detaillierung auch Unternehmen als Handlungsrahmen dienen kann. Die Untersuchung von verschiedenen Akquisitionsstrategien sowie deren Umsetzung im Rahmen von Akquisitionsserien im relevanten Kontext ist unserer Meinung nach ein viel versprechendes, zukünftiges Forschungsfeld.

¹⁰⁹ Vgl. Côté et al. (1999).

Literaturverzeichnis

- AHUJA, G./ KATILA, R. (2001): Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: A longitudinal study, in: *Strategic Management Journal* 2001, S. 197 ff.
- ASHKENAS, R. N./ DEMONACO, L. J./ FRANCIS, S. C. (1998): Making the deal real: How GE Capital integrates acquisitions, in: *Harvard Business Review* (1/1998), S. 165 ff.
- ASQUITH, P./ BRUNER, R. F./ MULLINS, D. W., JR. (1983): The gains to bidding firms from merger, in: *Journal of Financial Economics* (1-4/1983), S. 121 ff.
- BARNEY, J. B. (1988): Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis, in: *Strategic Management Journal* (Special Issue 1988), S. 71-78.
- BARNEY, J. B. (1991): Firm resources and sustained competitive advantage, in: *Journal of Management* (1991), S. 99-120.
- BHABRA, G. S./ BHABRA, H. S./ BOYLE, G. W. (1999): Investment opportunities, leverage, and the wealth gains from acquisition program announcements: University of Otago Working Paper 1999.
- BILLET, M. T./ QIAN, Y. (2005): Are overconfident managers born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers (pp. 42): University of Iowa Working Paper 2005.
- BLACKBURN, V. L./ LANG, J. R./ JOHNSON, K. H. (1990): Mergers and shareholder returns: The roles of acquiring firm's ownership and diversification strategy, in: *Journal of Management* (1990), S. 769-782.
- BLISS, R./ ROSEN, R. (2001): CEO compensation and bank mergers, in: *Journal of Financial Economics* (2001), S. 107 ff.
- BOOZ, ALLEN & HAMILTON. (1960): Management of new products. cited by McCarthy (1963: 33-34).
- BRADLEY, M./ SUNDARAM, A. K. (2005): Do acquisitions drive performance or does performance drive acquisitions? A re-assessment of the evidence (pp. 43): Duke University Working Paper 2005.
- BRUTON, G. D./ OVIATT, B. M./ WHITE, M. A. (1994): Performance of acquisitions of distressed firms, in: *Academy of Management Journal* (1994), S. 972 ff.
- BUNDESKARTELLAMT. (1995): Bericht des bundeskartellamts über seine tätigkeit in den jahren 1993/1994 sowie die lage und entwicklung auf seinem aufgabengebiet, Berlin 1995.

- CHATTERJEE, S. (1986): Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms, in: *Strategic Management Journal* (1986), S.119-139.
- COASE, R. (1937): The nature of the firm, in: *Economia* 1937, S. 386-405.
- CONN, R. L./COSH, A./GUEST, P. M./HUGHES, A. (2006): Why must all good things come to an end? The performance of multiple acquirers (pp. 31): Centre for Business Research, Cambridge University Working Paper 2006.
- COOLS, K./KING, K./NEENAN, C./TSUSAKA, M. (2004): Growing through acquisitions. The successful value creation record of acquisitive growth strategies. Boston, The Boston Consulting Group 2004.
- CÔTÉ, L./LANGLEY, A./PASQUERO, J. (1999): Acquisition strategy and dominant logic in an engineering firm, in: *Journal of Management Studies* 1999, S. 919-952.
- DATTA, D. K./PINCHES, G. E./NARAYANAN, V. K. (1992): Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions, in: *Strategic Management Journal* 1992, S. 67-84.
- DIDRICHSEN, J. (1972): The development of diversified and conglomerate firms in the united states, 1920-1970, in: *Business History Review* (pre-1986), 46(000002), 202.
- DIERICKX, I./COOL, K./BARNEY, J. B. (1989): Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage, in: *Management Science* 1989, S. 1504 ff.
- ELGERS, P./CLARK, J. (1980): Merger types and shareholder returns: Additional evidence, in: *Financial Management* (9/1980), S. 66-72.
- FINKELSTEIN, S./HALEBLIAN, J. (2002): Understanding acquisition performance: The role of transfer effects, in: *Organization Science* 2002, S. 36 ff.
- FOWLER, K. L./SCHMIDT, D. R. (1989): Determinants of tender offer post-acquisition financial performance, in: *Strategic Management Journal* 1989, S. 339.
- FULLER, K./NETTER, J./STEGEMOLLER, M. (2002): What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions, in: *The Journal of Finance* 2002, S. 1763 ff.
- GOCKE, A. (1997): Die vermeidung von abschmelzverlusten nach horizontalen unternehmensakquisitionen. University of St. Gallen, St. Gallen 1997.
- GREGORY, A. (1997): An examination of the long run performance of uk acquiring firms, in: *Journal of Business Finance & Accounting* 1997, S. 971 ff.
- GRINSTEIN, Y./HRIBAR, P. (2004): CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses, in: *Journal of Financial Economics* 2004, S. 119 ff.

- HALEBLIAN, J./FINKELSTEIN, S. (1999): The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective, in: *Administrative Science Quarterly* 1999, S. 29-56.
- HASPELAGH, P. C./JEMISON, D. B. (1991): The challenge of renewal through acquisitions, in: *Planning Review* (2/1991), S. 27 ff.
- HASPELAGH, P. C./JEMISON, D. B. (1992): *Akquisitionsmanagement. Wertschöpfung durch strategische Neuausrichtung des Unternehmens*, Frankfurt/New York 1992.
- HAYWARD, M. L. A. (2002): When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990-1995, in: *Strategic Management Journal* 2002, S. 21-39.
- HITT, M. A./HARRISON, J./IRELAND, R. D./BEST, A. (1998): Attributes of successful and unsuccessful acquisitions of us firms, in: *British Journal of Management* 1998, 91-114.
- HOPKINS, D. H. (1987a): Acquisition strategy and the market position of acquiring firms, in: *Strategic Management Journal* 1987, S. 535-547.
- HOPKINS, D. H. (1987b): Long-term acquisition management in the US economy, in: *Journal of Management* 1987, S. 557-572.
- HOWELL, R. A. (1970): Plan to integrate your acquisitions, in: *Havard Business Review* (Nov-Dec/1970), S. 66-76.
- JEMISON, D. B./SITKIN, S. B. (1986): Corporate acquisitions: A process perspective. *Academy of Management*, in: *The Academy of Management Review* 1986, S. 145 ff.
- JENSEN, M. C./MECKLING, W. H. (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics* 1976, S. 303-360.
- KING, D. R. (2002): Predicting post-acquisition performance: Focusing on high-technology target firms. Unpublished Doctoral Thesis, Indiana University 2002.
- KING, D. R./DALTON, D. R./DAILY, C. M./COVIN, J. G. (2004): Meta-analysis of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators, in: *Strategic Management Journal* 2004, S. 187-200.
- KITCHING, J. (1967): Why do mergers miscarry?, in: *Harvard Business Review* (6/1967), S. 84-102.
- KUSEWITT, J. (1985): An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance, in: *Strategic Management Journal* 1985, S. 151-169.
- LAAMANEN, T./KEIL, T. (2006): Performance of serial acquirers: An acquisition program perspective. On the second round of review in: *Strategic Management Journal*.

- LARSSON, R./FINKELSTEIN, S. (1999): Integrating strategic, organizational, and human resource perspective on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization, in: *Organization Science* 1999, S. 1-26.
- LEVINTHAL, D. A./MARCH, J. G. (1993): The myopia of learning, in: *Strategic Management Journal*, 14, 95.
- LEVITT, B./MARCH, J. G. (1988): Organizational learning, in: *Annual Review of Sociology* 1988, S. 319-340.
- LUBATKIN, M. (1983): Mergers and the performance of the acquiring firm. *Academy of Management*, in: *The Academy of Management Review* (pre-1986) (2/1983), S. 218 ff.
- LUBATKIN, M. (1987): Merger strategies and stockholder value, in: *Strategic Management Journal* 1987. S. 39-53.
- MALATESTA, P. H./THOMPSON, R. (1985): Partially anticipated events: A model of stock price reactions with an application to corporate acquisitions, in: *Journal of Financial Economics* 1985, S. 237 ff.
- MARKS, M. L./MIRVIS, P., H. (2001): Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation, in: *The Academy of Management Executive* (2/2001)), S. 80 ff.
- MATSUSAKA, J. G. (1993): Takeover motives during the conglomerate merger wave, in: *The Rand Journal of Economics* 1993, S. 357-379.
- MCCARTHY, G. D. (1963): *Acquisitions and mergers*, New York 1963.
- MORCK, R./SHLEIFER, A./VISHNY, R. W. (1990): Do managerial objectives drive bad acquisitions?, *Journal of Finance* 1990, S. 31-48.
- PABLO, A. L./SITKIN, S. B./JEMISON, D. B. (1996): Acquisition decision-making processes: The central role of risk, in: *Journal of Management* 1996, S. 723-746.
- PENNINGS, J. M./BARKEMA, H./DOUMA, S. (1994): Organizational learning and diversification, in: *Academy of Management Journal* 1994, S. 608 ff.
- PITTS, R. A. (1976): Diversification strategies and organizational policies of large diversified firms, in: *Journal of Economics and Business* 1976, S. 181 ff.
- PITTS, R. A./HOPKINS, H. D. (1982): Firm diversity: Conceptualization and measurement. *Academy of Management*, in: *The Academy of Management Review* 1982, S. 620.
- REID, S. (1968): *Mergers, managers, and the economy*, New York 1968.
- REID, S. (1969): Is the merger the best way to grow?, in: *Business Horizons* (2/1969), S. 41-50.

- ROCKWELL, W. F. (1968): How to acquire a company, in: Harvard Business Review (5/1968), S. 121-132.
- ROLL, R. (1986): The hubris hypothesis of corporate takeovers, in: The Journal of Business 1986, S. 197 ff.
- ROSEN, R. J. (2004): Betcha can't acquire just one: Merger programs and compensation (pp. 30): Financial Institutions Center, Wharton School Working Paper 2004.
- ROVIT, S./HARDING, D./LEMIRE, C. (2004): A simple M&A model for all seasons, in: Strategy & Leadership (5/2004), S. 18 ff.
- ROVIT, S./LEMIRE, C. (2003): Your best M&A strategy, in: Harvard Business Review? 2003, S. 16-17.
- RUMELT, R. P. (1974): Strategy, structure and economic performance, Cambridge 1974.
- SCHIPPER, K./THOMPSON, R. (1983): Do shareholders benefit from acquisition programs? in: Mergers and Acquisitions (2/1983), S. 65 ff.
- SCHIPPER, K./THOMPSON, R. (1983): Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms, in: Journal of Financial Economics (1-4/1983), S. 85 ff.
- SETH, A. (1990): Value creation in acquisitions: A reexamination of performance issues, in: Strategic Management Journal 1990, S. 99-115.
- SINGH, H./MONTGOMERY, C. A. (1987): Corporate acquisition strategies and economic performance, in: Strategic Management Journal 1987, S. 377-386.
- SIROWER, M. L. (1997): The synergy trap: How companies lose the acquisition game, New York 1997.
- STEGEMOLLER, M. (2001): The performance of frequent acquirers: College of Business, University of Georgia Working Paper 2001.
- TERRY, R. J. (1982): Ten suggestions for acquisition success, in: Managerial Planning (2/1982), S. 13 ff.
- TRAUTWEIN, F. (1990): Merger motives and merger prescriptions, in: Strategic Management Journal 1990, S. 283-295.
- WALTER, G. A./BARNEY, J. B. (1990): Research notes and communications management objectives, in: Strategic Management Journal 1990, S. 79-86.
- WEICK, K. E. (1979): The social psychology of organizing. 2. Aufl., Reading, MA 1979.
- YIP, G. S. (1982): Diversification entry: Internal development versus acquisition, in: Strategic Management Journal 1982, S. 331 ff.

- ZOLLO, M./GOTTSCHALG, O. (2004): When experience hurts: Experiential learning, perceived task homogeneity, and the confidence trap: INSEAD-Wharton Alliance Working Paper 2004.
- ZOLLO, M./SINGH, H. (2004): Deliberate learning in corporate acquisitions: Post-acquisition strategies and integration capability in U.S. Bank mergers, in: Strategic Management Journal 2004, S. 1233 ff.
- ZOLLO, M./WINTER, S. G. (2002): Deliberate learning and the evolution of dynamic capabilities, in: Organization Science 2002, S. 339-351.