Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis ..... **XVII**
Tabellenverzeichnis ..... **XIX**

0. Gegenstand und Methodik der Arbeit **1**

0.1. Forschungsziel **1**
0.2. Forschungsadressaten **2**
0.3. Allgemeine Vorbemerkungen **3**

1. Theorie und Praxis von Unternehmensübernahmen in der U.S.-Bankenbranche **5**

1.1. Begriff der Unternehmensübernahme **5**
1.1.1. Übernahme als bilateraler Merger 5
1.1.2. Andere Formen des Unternehmenswachstums 6
1.1.3. Übernahme versus Fusion 8
1.1.4. Übernahme als horizontaler Merger 8
1.2. Prozeß der Unternehmensübernahme **9**
1.2.1. Planungsphase 10
1.2.2. Selektions- und Bewertungsphase 10
1.2.3. Akquisitionsphase 11
1.2.4. Integrationsphase 11
1.3. Finanzmathematik der Unternehmensübernahme **12**
1.3.1. Synergien und Kosten 12
1.3.2. Methoden der Firmenwertermittlung 13
1.3.3. "Freie" Cash-Flows und Ertragswert 14
1.4. Erfolg von Unternehmensübernahmen **15**
1.4.1. Meßkonzepte für den Übernahmeerfolg 15
1.4.2. Bestandsaufnahme kapitalmarktorientierter Studien 16

1.4.3. Zusammenfassung der Studienergebnisse 17
1.4.4. Kritik am Forschungsstand 18
1.4.5. Innovationscharakter der vorliegenden Studie 19
1.5. Der U.S.-Bankenmarkt als Erkenntnisobjekt für Unternehmensübernahmen 19
1.5.1. Warum U.S.-Bankenmerger? 20
1.5.2. Banktypen nach Geschäftsarten 21
1.5.3. Banktypen nach Betriebsgrößen 22
1.5.4. Gründe für die Mergerwelle 23
1.5.5. Statistiken zur Mergerwelle 25

2. Ableitung der Erklärungsfaktoren und Hypothesenbildung 27

2.1. Theoretische Fundierung von Übernahmemotiven und Prüfung auf Relevanz für die Studie 28
2.1.1. Effizienztheorie: Operative Synergien 28
2.1.2. Effizienztheorie: Finanzielle Synergien 29
2.1.3. Effizienztheorie: Management-Synergien 31
2.1.4. Unterbewertungs-, Informationsasymmetrie- und Signaltheorie 31
2.1.5. Agency- und Spieltheorie 32
2.1.6. Marktmachttheorie 33
2.1.7. Vermögenstransfertheorie 34
2.2. Erklärungsfaktoren für den Übernahmeerfolg 35
2.2.1. Definition des Erklärungsfaktorbegriffes 35
2.2.2. Sechs relevante Erklärungsfaktoren 35
2.3. Kostensenkungspotential 38
2.3.1. Kostensenkungsquellen 38
2.3.2. Erwartete versus realisierte Kosteneinsparungen 39
2.3.3. Kostenoptimale Betriebsgrößen 40
2.3.4. Skaleneffekt-Hypothese 42
2.3.5. Mergertyp-Hypothese 43
2.3.6. Kulturdominanz-Hypothese 44
2.4. Ertragdiversifikationspotential 45
2.4.1. Diversifikation und erwartete Bankrottkosten 45

2.4.2. Diversifikation und Steuerschuld 46
2.4.3. Inverse Mergertyp-Hypothese 49
2.5. Zahlungsmedium 49
2.5.1. Arten des Zahlungsmediums 49
2.5.2. Bilanzielle Konsolidierung 51
2.5.3. Signalwirkung des Zahlungsmediums 52
2.5.4. Zahlungsmedium-Hypothese 53
2.6. Bilanzstrukturbeitrag 53
2.6.1. Scoringverfahren und Kapitalrichtlinien 54
2.6.2. Quellen des Bilanzstrukturbeitrages 55
2.6.3. Cash-Cow-Hypothese 56
2.7. Managementkontrolle 57
2.7.1. Ursachen potentieller Fehlentscheidungen 57
2.7.2. Kontrollinstrumente gegen Fehlentscheidungen 59
2.7.3. Managementkontroll-Hypothese 60
2.7.4. Premium-Hypothese 61
2.8. Staatliche Unterstützung 61
2.8.1. Abwicklungsformen 62
2.8.2. Quellen des Vermögenstransfers 63
2.8.3. Vermögenstransfer-Hypothese 64
2.9. Zusammenfassung der Operationalisierung der Erklärungsfaktoren 65

3. Ableitung des Übernahmeerfolgs, des Datensatzes und des Datenerhebungsdesigns 66

3.1. Definition und kritische Annahmen des Übernahmeerfolgs 66
3.2. Messung des Übernahmeerfolgs mit dem Kapitalmarktmodell 68
3.2.1. Kumulative anomale Aktienrenditen (KAR) 68
3.2.2. Methodologie der Ereignisstudie 69
3.2.3. Kritik an der Meßmethodik 71
3.3. Das Stichprobendesign 72
3.3.1. Abgrenzung der Stichprobe 72
3.3.2. Analysierte Banken 73
3.3.3. Bilanzsummenverteilung im Datensatz 76

3.3.4. "Intrapaneleffekte" 76
3.4. Das Datenerhebungsdesign 77
3.4.1. Übernahmedatum 77
3.4.2. Das Problem multipler Übernahmeveröffentlichungen 78
3.4.3. Aktienkurse 79
3.4.4. Das Problem fehlender Werte 80
3.4.5. Erhebung der unabhängigen Erklärungsfaktoren 80
3.5. Datenkodierung und Skalenniveau 82
3.5.1. Erklärungsfaktoren 82
3.5.2. Erfolgsvariable 83

4. Auswertung und Interpretation der Ergebnisse 85

4.1. Tests kritischer Hintergrundhypothesen 86
4.1.1. ∩-förmige Skaleneffekte bei den Akquisiteuren ? 86
4.1.2. Produktmixhomogenität bei den Akquisiteuren ? 88
4.1.3. Empire-Building bei den Akquisiteuren ? 88
4.2. Deskriptive Panelstatistiken 90
4.2.1. Erklärungsfaktoren 90
4.2.1.1. Skaleneffektverteilung 90
4.2.1.2. Mergertypverteilung 91
4.2.1.3. Bilanzsummenverteilung 91
4.2.1.4. Zahlungsmediumverteilung 92
4.2.1.5. Verteilung des Cash-Cow-Potentials 93
4.2.1.6. Verteilung der Managementkontrollinstrumente 94
4.2.1.7. Premiumverteilung 96
4.2.1.8. Firmenwertbezogene Kennzahlen 98
4.2.1.9. Verteilung der staatlichen Unterstützung 99
4.2.1.10. Zusammenfassung 100
4.2.2. Übernahmeerfolg 101
4.2.2.1. Ergebnisse der Kapitalmarktmodelle 101
4.2.2.2. Mittelwerte der KARs 102
4.2.2.3. Konfidenzband für die KARs 103
4.2.2.4. Extremer (Miß)erfolg 104

4.2.2.5. Selbständige versus unterstützte Übernahmen *105*
4.2.2.6. Zusammenfassung *106*
4.3. Einfache Hypothesentests und Portfolioanalyse **107**
4.3.1. Mittelwertvergleichstests 107
4.3.1.1. Selbständige Übernahmen *108*
4.3.1.2. Unterstützte Übernahmen *109*
4.3.1.3. Selbständige versus unterstützte Übernahmen *111*
4.3.2. Erklärungsfaktorportfolios 112
4.3.2.1. "Selbständige kontrollierte Betriebsgrößenoptimierung" *112*
4.3.2.2. "Selbständige preiswerte Konsolidierung" *113*
4.3.2.3. "Unterstützte suboptimale Diversifikation" *114*
4.3.2.4. "Unterstützte Diversifikation in Loan-Cows" *115*
4.3.2.5. Optimaler Erklärungsfaktortensor *116*
4.4. Multivariate Zusammenhangsanalyse **117**
4.4.1. Multikollinearität der Erklärungsfaktoren? 118
4.4.1.1. Unabhängigkeitstests bei selbständigen Übernahmen *119*
4.4.1.2. Unabhängigkeitstests bei unterstützten Übernahmen *120*
4.4.2. Varianzanalytische Zusammenhangsanalyse 121
4.4.2.1. Kritische Annahmen *121*
4.4.2.2. Allgemeines varianzanalytisches Modell *122*
4.4.2.3. Fünffaktorielles Modell für selbständige Übernahmen *123*
4.4.2.4. Dreifaktorielles Modell für unterstützte Übernahmen *125*
4.4.3. Regressionsanalytische Zusammenhangsanalyse und Erfolgswahrscheinlichkeiten 126
4.4.3.1. Kritische Annahmen klassisch linearer Modelle *127*
4.4.3.2. Linearität in der logistischen Regression *128*
4.4.3.3. Heteroskedastizität in der logistischen Regression *129*
4.4.3.4. Erfolgswahrscheinlichkeitsmodell für selbständige Übernahmen *130*
4.4.3.5. Worst- und Best-Case-Scenarien *131*
4.4.3.6. Alternativscenarien *132*
4.4.3.7. Erfolgswahrscheinlichkeitsmodell für unterstützte Übernahmen *134*
4.5. Deduktionsschluß **135**

4.5.1. Deduktionsschluß für selbständige Übernahmen 135
4.5.2. Deduktionsschluß für unterstützte Übernahmen 137
4.6. Interpretation der Ergebnisse 138
4.6.1. Akquisitionsregeln 138
4.6.2. Investitionsregeln 140
4.6.3. Subventionsregeln 142

5. Kritische Würdigung und Analogieschluß auf Europa 143

5.1. Kritische Würdigung des Forschungsprozesses 143
5.1.1. Kritik am Forschungsansatz 143
5.1.2. Kritik an den Variablen und der Zusammenhangsanalyse 145
5.2. Übernahmemotive für den deutsch-europäischen Bankenmarkt 147
5.2.1. Institutionale Rahmenbedingungen 147
5.2.2. Euro-induzierte Übernahmen 148
5.2.3. Allfinanz-induzierte Übernahmen 149
5.2.4. Betriebsgrößen-induzierte Übernahmen 150
5.2.5. Lean-Banking-induzierte Übernahmen 151
5.2.6. Aktuelle Mergerstatistik und Beispiele 151
5.3. Übertragbarkeit der Ergebnisse auf den deutsch-europäischen Bankenmarkt 154
5.3.1. Relevanz der Skaleneffekt-Hypothese 155
5.3.2. Relevanz der Mergertyp-Hypothese 155
5.3.3. Irrelevanz der Zahlungsmedium-Hypothese 156
5.3.4. Relevanz der Cash-Cow-Hypothese 158
5.3.5. Relevanz der Managementkontroll-Hypothese 159
5.3.6. Beschränkte Relevanz der Vermögenstransfer-Hypothese 160
5.3.7. Zusammenfassung der Analogieschlüsse 161
5.4. Ausblick 162

Anhang 165

Literaturverzeichnis 209

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1.1 .... Entscheidungsprozeß und Informationsfluß bei Unternehmensübernahmen 12
Abbildung 1.2 .....Veranschaulichung der Ertragswertmethode im Falle der Bewertung von Banken 15
Abbildung 1.3 .... Das U.S.-amerikanische Geschäftsbankensystem 23
Abbildung 1.4 .... Anzahl und Wert der Unternehmensübernahmen in den USA 26
Abbildung 1.5 .... Anteil der Bankübernahmen am gesamten U.S.-Übernahmemarkt 26

Abbildung 2.1 .... Der Wert einer europäischen Call-Option auf Aktien 48
Abbildung 2.2 .... Die Einnahmen der Steuerbehörden als europäische Call-Option 48

Abbildung 3.1 .... Berechnungsschema für kumulative anomale Aktienrenditen 70
Abbildung 3.2 .... Verteilung der untersuchten Bankübernahmen im Zeitablauf 74
Abbildung 3.3 .... Verteilung der untersuchten Bankübernahmen nach der Größe der Akquisiteure 75
Abbildung 3.4 .... Verteilung der untersuchten Bankübernahmen nach der Größe der Targets 75

Abbildung 4.1 .... $\cap$-förmige Skaleneffekte bei den Akquisiteuren 78
Abbildung 4.2 .... Durchschnittlicher Übernahmeerfolg und 95%-iges Konfidenzband .. 104
Abbildung 4.3 .... Extremfälle des Übernahmeerfolgs 105
Abbildung 4.4 .... "Selbständige kontrollierte Betriebsgrößenoptimierung" 113
Abbildung 4.5 .... "Selbständige preiswerte Konsolidierung" 114
Abbildung 4.6 .... "Unterstützte suboptimale Diversifikation" 115
Abbildung 4.7.... "Unterstützte Diversifikation in Loan-Cows" 116
Abbildung 4.8.... Optimaler Erklärungsfaktortensor 117
Abbildung 4.9.... Streuungszerlegung des Übernahmeerfolgs 125
Abbildung 4.10 .. Erfolgswahrscheinlichkeiten und Erklärungsfaktorscenarien 133

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1.1..... Internes versus externes Unternehmenswachstum..... 8
Tabelle 1.2..... Finanzmathematik der Unternehmensübernahme..... 13

Tabelle 2.1..... Zusammenfassung der Übernahmetheorien und Prüfung auf Relevanz..... 37
Tabelle 2.2..... Bilanzielle Konsolidierungsformen und ihre Auswirkungen auf den Firmenwert..... 52
Tabelle 2.3..... Mindestkapitalquoten im U.S.-Bankenmarkt..... 55
Tabelle 2.4..... Staatliche Unterstützungspakete bei der Übernahme insolventer Banken..... 63
Tabelle 2.5..... Erklärungsfaktoren, Hypothesen und Indikatoren auf einen Blick..... 65

Tabelle 3.1..... Die einzelnen Schritte der Ereignisstudie..... 70
Tabelle 3.2..... Abgrenzung des Datensatzes von der Grundgesamtheit..... 73
Tabelle 3.3..... Missing Values im Falle der abhängigen Variable..... 80
Tabelle 3.4..... Datenkodierung auf einen Blick..... 83

Tabelle 4.1..... Vorstandsgehälter in Abhängigkeit der Bankbilanzsumme..... 89
Tabelle 4.2..... Anomale Gehaltssteigerungen durch Unternehmensübernahmen..... 89
Tabelle 4.3..... Verteilung der Aktiva-Kosten-Elastizitäten..... 91
Tabelle 4.4..... Verteilung der Mergertypen..... 91
Tabelle 4.5..... Verteilung der Größenverhältnisse..... 92
Tabelle 4.6..... Verteilung des Zahlungsmediums..... 93
Tabelle 4.7..... Verteilung des Cash-Cow-Potentials der Targets..... 95
Tabelle 4.8..... Verteilung des Verschuldungsgrades der Akquisiteure..... 95
Tabelle 4.9..... Verteilung der relativen Dividende der Akquisiteure..... 96
Tabelle 4.10..... Verteilung der Insiderholdings bei den Akquisiteuren..... 96
Tabelle 4.11..... Verteilung der Übernahmepremia..... 97
Tabelle 4.12..... Firmenwertkennzahlen für die Targets..... 99

Tabelle 4.13.....Firmenwertkennzahlen für die Akquisiteure 99
Tabelle 4.14.....Verteilung der staatlichen Unterstützung..... 100
Tabelle 4.15.....Ergebnisse der Kapitalmarktmodelle 102
Tabelle 4.16.....40-tägige KARs aller Akquisiteure..... 103
Tabelle 4.17.....40-tägige KARs bei selbständigen Übernahmen 105
Tabelle 4.18.....40-tägige KARs bei unterstützten Übernahmen..... 106
Tabelle 4.19.....Mittelwertvergleichstests: Selbständige versus unterstützte Übernahmen 112
Tabelle 4.20.....Unabhängigkeitstests bei selbständigen Übernahmen..... 119
Tabelle 4.21.....Unabhängigkeitstest bei unterstützten Übernahmen..... 120
Tabelle 4.22.....Fünffaktorielles Varianzmodell für selbständige Übernahmen 124
Tabelle 4.23.....Dreifaktorielles Varianzmodell für unterstützte Übernahmen..... 126
Tabelle 4.24.....Ergebnisse der Logit-Analyse für selbständige Übernahmen..... 131
Tabelle 4.25.....Alternative Erfolgsscenarien 133
Tabelle 4.26.....Ergebnisse der Logit-Analyse für unterstützte Übernahmen 134
Tabelle 4.27.....Deduktionsschluß für selbständige Übernahmen..... 136
Tabelle 4.28.....Deduktionsschluß für unterstützte Übernahmen 137

Tabelle 5.1 .....Deutsch-europäische Bankübernahmen mit wettbewerbsrechtlicher Wirkung..... 153
Tabelle 5.2 .....Zusammenfassung der Analogieschlüsse 162