

MANAGEMENT VON UNTERNEHMENS- AKQUISITIONEN



Handelsblatt
WIRTSCHAFTS- UND FINANZZEITUNG

**SCHÄFFER
POESCHEL**

Oliver-Christian Knop*

Die Bewertung internationaler Unternehmens- akquisitionen in der modernen Finanztheorie

1. Grundlagen
 - 1.1 Themenstellung und grundlegende Begriffe
 - 1.2 Kapitalkostenanalyse mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM)
 - 1.3 Besonderheiten im internationalen Fall
2. Aussagen des Kapitalmarktmodells zu internationalen Unternehmensakquisitionen
 - 2.1 Einfluß der Wahl des Akquisitionsobjektes
 - 2.2 Einfluß der Kapitalstrukturentscheidung
3. Die Bedeutung von Kapitalverkehrsbeschränkungen für die Kapitalkostenwirkungen internationaler Unternehmensakquisitionen
4. Die Bedeutung von Konkurskosten für die Kapitalkostenwirkungen internationaler Unternehmensakquisitionen
5. Die Bedeutung von Synergieeffekten für die Kapitalkostenwirkungen internationaler Unternehmensakquisitionen
6. Zusammenfassung

Literaturverzeichnis

* Dr. Oliver-Christian Knop, Procter & Gamble GmbH, Schwalbach/Ts.

1. Grundlagen

1.1 Themenstellung und grundlegende Begriffe

Dieser Beitrag beschäftigt sich mit der Frage, wie die Kapitalkosten multinationaler Unternehmen (MNU's) durch internationale Unternehmensakquisitionen beeinflusst werden. Die Lösung erfolgt auf der Basis einer internationalen Version des bekannten Capital Asset Pricing Models (CAPM).

Kapitalkosten werden allgemein als Renditeforderungen der Kapitalgeber (Aktionäre und Bondhalter) an die investierende Unternehmung verstanden. Die Kapitalkosten dienen zunächst der Unternehmensführung als Maßstab für ihre strategischen Entscheidungen: Läßt eine Unternehmensakquisition die Kapitalkosten sinken, ist das gleichbedeutend mit einer Steigerung des Unternehmenswertes. Umgekehrt bedeutet ein Ansteigen der Kapitalkosten eine Abnahme des Unternehmenswertes. Daher ist das Kapitalkostenkonzept auch ein wichtiges Instrument der Wertpapieranalyse.

Als internationale Unternehmensakquisition wird der Erwerb eines zur Ausübung der wirtschaftlichen Kontrollmacht ausreichenden Anteils an einem, außerhalb des Sitzlandes der MNU residierenden Übernahmeobjekt verstanden.

In der Praxis kommt es unmittelbar vor und nach Unternehmenszusammenschlüssen häufig zu starken Schwankungen der Kapitalkosten. Dieser Text konzentriert sich auf die mittel- bis langfristigen Auswirkungen.

1.2 Kapitalkostenanalyse mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Das CAPM ist ein geschlossener Modellansatz zur Ableitung von Gleichgewichtsrenditen riskanter Wertpapiere. Die Gleichgewichtsrendite der Wertpapiere der MNU entspricht ihrem Kapitalkostensatz. Das Risiko ist in diesem Zusammenhang als Streuung (Standardabweichung/Varianz) der erwarteten Erträge um einen Mittelwert (Ertragserwartungswert) definiert. Die Rendite von Wertpapieren und somit die Kapitalkosten von Unternehmen lassen sich im Rahmen des CAPM folgendermaßen bestimmen:

$$k = V_f + \beta(r_m - i)$$

wobei: k : Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber
 V_f : Risikofreier Zins
 r_m : Rendite des Marktportfolios
 β : Maßgröße für das systematische Risiko

Das Modell unterstellt vollkommene Kapitalmärkte und rational handelnde Investoren, für die Ertrag erwünscht, Risiko hingegen unerwünscht ist. Die Prämissen lauten im einzelnen wie folgt:

- Alle Investoren haben einheitliche Erwartungen über die Rendite/Risiko-Kombination sämtlicher Anlagen.
- Alle Investoren sind hinreichend vermögend, sich optimale Wertpapierportfolios zusammenzustellen.
- Finanz- und Realinvestoren können in beliebiger Höhe Kapital zum risikofreien Zinssatz (Rendite auf öffentliche Anleihen) aufnehmen.
- Es besteht Freiheit von Steuern und Transaktionskosten.

Unter diesen Bedingungen ist für die Bestimmung der Gleichgewichtsrendite eines Wertpapiers lediglich das nach Portfoliodiversifikation verbleibende Risiko (systematisches Risiko) ausschlaggebend, da sämtliche Finanzinvestoren effizient über alle am Markt erhältlichen Wertpapiere diversifiziert sind. Das systematische Risiko einer Anlage wird auch als ihr Risikobeitrag zum Marktrisiko bezeichnet. Der Standardabweichung oder Varianz der Rendite kommt keine eigenständige Bedeutung für die Ableitung der gleichgewichtigen Kapitalkosten zu. Entscheidend ist lediglich die relative Fluktuation der Wertpapiererträge zum Ertrag des «Marktportfolios» aus allen gehandelten Anlagemöglichkeiten. Der analytische Ausdruck dieses systematischen Risikos ist der β -Faktor.

Je höher der β -Faktor, desto höher ist auch das systematische Risiko und folglich der gleichgewichtige Kapitalkostensatz.

Auf der Basis des Kapitalmarktmodells kann die Frage nach der Beeinflussung der Kapitalkosten durch Unternehmensakquisitionen auf Änderungen des β -Faktors reduziert werden. Sinkt der β -Faktor nach einer Übernahme ab, sinken auch die Kapitalkosten. Steigende β -Faktoren bedeuten dagegen ein Zunehmen der Kapitalkosten.

1.3 Besonderheiten im internationalen Fall

Für die Untersuchung internationaler Unternehmensakquisitionen mit dem Kapitalmarktmodell müssen weitergehende Annahmen getroffen werden.

Das obige Modell geht davon aus, daß alle Finanzinvestoren effizient in nationale Anlagen diversifiziert sind. Zur Ableitung der gleichgewichtigen Kapitalkosten ist daher der Beitrag zum nationalen Wertpapiermarktrisiko entscheidend. Will man jedoch die internationalen Investitionen auf der Ebene der MNU untersuchen, muß man einen analytischen Rahmen zugrunde legen, der auch internationale Investitionen auf der Ebene der Finanzinvestoren zuläßt.

Existieren reale Wechselkursrisiken (Wechselkursschwankungen werden nicht durch entgegengesetzte Inflationsratenentwicklungen kompensiert), erfahren Wertpapiere durch Investoren unterschiedlicher Sitzländer eine abweichende Bewertung. Es besteht dann kein international einheitliches optimales Marktportfolio, anhand dessen Risikobeiträge bemessen werden können. Entsprechend nimmt der β -Faktor der Einzelanlage auch je nach Sitzland des Finanzinvestors einen unterschiedlichen Wert an. Die Erklärung liegt darin, daß internationale Anlagen mit einem doppelten Risiko behaftet sind: Einerseits

besteht das Risiko von Ertragsschwankungen in der Anlagewährung. Andererseits ist auch ein in der Anlagewährung gegebener Ertrag in der Währung des Sitzlandes des Investors ungewiß, da er der zusätzlichen Gefahr von Wechselkursschwankungen unterliegt. Damit ist selbst die Investition in Staatsanleihen fremder Währungen nicht mehr risikofrei.

Um diesem Problem zu begegnen, muß das Modell um die folgenden Annahmen erweitert werden:

- Es existieren weltweit vollkommene Güter- und Kapitalmärkte.
- Es besteht eine weltweit einheitliche, risikofreie Anlage- und Aufnahmemöglichkeit.
- Die Konsumpräferenzen sind weltweit einheitlich.

Im Ergebnis wird von einer Gültigkeit der Kaufkraftparitätentheorie ausgegangen. Wechselkurse haben so nur den Charakter von Umrechnungsfaktoren, mit deren Hilfe in verschiedenen Währungen anfallende Erträge gleichnamig gemacht werden. Unabhängig vom Herkunftsland des Investors verfügen alle Wertpapiere über eine einheitliche Rendite-/Risikokombination und einen einheitlichen β -Faktor. Die Kapitalkostendiskussion kann damit auf eine internationale Basis gestellt werden.

2. Aussagen des Kapitalmarktmodells zu internationalen Unternehmensakquisitionen

2.1 Einfluß der Wahl des Akquisitionsobjektes

Unter den Annahmen des Kapitalmarktmodells besteht zwischen einer Unternehmensakquisition und einer Portfoliodiversifikation auf der Ebene der Finanzinvestoren kein Unterschied. Zur Ableitung der Kapitalkostenwirkung einer Unternehmensakquisition wird daher die Vorstellung zugrunde gelegt, die MNU und das Zielobjekt bildeten ein Zweierportfolio.

Um die Auswahl des Akquisitionsobjektes losgelöst von der Finanzierung zu betrachten, wird modellhaft von einer konstanten Kapitalstruktur ausgegangen. Entscheidend ist jetzt, in welcher Weise sich der gemeinsame β -Faktor aus den Einzelbetas von übernehmender und übernommener Gesellschaft ergibt; Sharpe bewies den linearen Zusammenhang zwischen den β -Faktoren zweier Einzelanlagen. Im Ergebnis folgen die Kapitalkosten der MNU nach der Übernahme aus dem gewogenen Durchschnitt ihrer eigenen Kapitalkosten vor der Übernahme und denen des Akquisitionsobjektes. Wird eine Unternehmung mit einem niedrigeren β -Faktor übernommen, sinken die Kapitalkosten, andernfalls steigen sie an. Die Begründung ist, daß die MNU mit ihren Unternehmensakquisitionen keine Handlung vornimmt, die die Finanzinvestoren nicht durch Portfoliodiversifikation in kostenloser Weise selbst durchführen könnten.

Dieses Resultat ist unbefriedigend, weil Änderungen des Unternehmensrisikos in Form von abnehmenden oder zunehmenden Ertragsstreuungen ohne Einfluß auf die Ableitung der Kapitalkosten bleiben. Selbst wenn die Übernahme eines niedrig korrelierenden Zielobjektes eine Abnahme des Konkursrisikos auslöst, steigen die Kapitalkosten an, sofern der β -Faktor des Zielobjektes über dem der MNU liegt.

2.2 Einfluß der Kapitalstrukturentscheidung

Entgegen der bisherigen Annahme geht mit Unternehmensakquisitionen fast durchweg eine Änderung der Kapitalstruktur der MNU einher.

Entweder löst die zusätzliche Begebung von Anleihen eine Zunahme des Verschuldungsgrades aus oder es wird zur Finanzierung der Übernahme die Eigenkapitalbasis erweitert. Selbst wenn Innenfinanzierungsmittel eingesetzt werden, folgt aus der Konsolidierung zwischen Übernahmeobjekt und MNU eine Verschiebung der Eigen/Fremdkapitalrelation. Die Diskussion um Änderungen der Kapitalstruktur im Zusammenhang mit Unternehmensakquisitionen stimmt mit der allgemeinen Diskussion um die Kapitalkostenwirkungen alternativer Verschuldungsgrade überein.

Aus den Untersuchungen zur Leveragewirkung ist bekannt, daß zunehmende Verschuldungsgrade die Eigenkapitalrentabilität erhöhen, solange die Gesamtkapitalrentabilität über den Fremdkapitalkosten liegt. Liegt sie darunter, kommt es zur Eigenkapitalaufzehrung. Durch zunehmende Verschuldungsgrade erhöht sich die Ertragsunsicherheit und damit das Konkursrisiko. Im Rahmen des Kapitalmarktmodells sind die bekannten Thesen von Modigliani/Miller gültig:

- Vernachlässigt man Steuerwirkungen, steigen mit wachsendem Fremdkapitalanteil die Eigenkapitalkosten linear an, während die Gesamtkapitalkosten konstant bleiben.
- Berücksichtigt man einen proportionalen Ertragsteuersatz, steigen die Eigenkapitalkosten ebenfalls linear an, die Gesamtkapitalkosten nehmen jedoch aufgrund der Abschreibungsfähigkeit der Fremdkapitalkosten ab.

Auch dieses Ergebnis ist unbefriedigend, bedenkt man, daß das mit zunehmendem Verschuldungsgrad ansteigende Konkursrisiko ohne Rückwirkungen auf die Kapitalkosten bleibt. Dies läßt sich damit erklären, daß die Finanzinvestoren durch eigene Finanzierungsmaßnahmen sämtliche Kapitalstrukturen auf Unternehmensebene replizieren könnten.

In den folgenden Abschnitten werden nun einige der idealisierten Annahmen des Kapitalmarktmodells aufgelöst, um zu einer realistischeren Einschätzung der Kapitalkostenwirkungen internationaler Unternehmensakquisitionen zu gelangen.

3. Die Bedeutung von Kapitalverkehrsbeschränkungen für die Kapitalkostenwirkungen internationaler Unternehmensakquisitionen

Im Kapitalmarktmodell werden international integrierte Kapitalmärkte unterstellt. Die Realität ist jedoch von Marktunvollkommenheiten geprägt, die die bisherigen Ergebnisse in Frage stellen.

Kapitalverkehrsbeschränkungen lassen sich in solche klassifizieren, die für Finanz- und Direktinvestoren gleichermaßen bestehen und in solche, die Finanzinvestoren behindern, sich aber auf Unternehmensebene überwinden lassen.

Die Kapitalverkehrsbeschränkungen der erstgenannten Art behindern entweder den Kapalexport – und damit das Halten ausländischer Wertpapiere durch Inländer – oder den Kapitalimport – und damit das Halten inländischer Wertpapiere durch Ausländer.

Darunter fallen z.B. unterschiedlich hohe Steuersätze für in- und ausländische Kapitalanlagen, Devisenbewirtschaftungsmaßnahmen, oder die Beschränkung im Besitztum inländischer Wertpapiere durch Ausländer. Darüber hinaus sind in- und ausländische Anlagen meist mit unterschiedlich hohen Transaktionskosten verbunden.

Für die Überlegungen im Rahmen des Kapitalmarktmodells folgt daraus, daß internationale Transaktionen nicht mehr von den Investoren aller Sitzländer einheitlich bewertet werden. Der β -Faktor der MNU variiert je nach Sitzland des Finanzinvestors, und Unternehmensakquisitionen führen nicht mehr einheitlich zu Ab- oder Zunahmen der Kapitalkosten.

Von direkter Bedeutung für die Kapitalkostenüberlegungen bei internationalen Unternehmensakquisitionen sind jedoch die Kapitalverkehrsbeschränkungen mit unterschiedlicher Bedeutung für Finanz- und Direktinvestoren. Hierzu zählen Informationsunvollkommenheiten, politische Risiken, Währungsrisiken oder auch irrationale Ängste vor internationalen Engagements seitens der Finanzinvestoren. Informationsunvollkommenheiten haben dann ein geringeres Gewicht für die akquirierende MNU, wenn ihr im Zuge einer freundlichen Übernahme Daten aus dem internen Berichtssystem des Zielobjektes zugänglich werden, die für Finanzinvestoren nicht erreichbar sind. Politische Risiken lassen sich auf der Ebene multinationaler Konzerne durch Absprachen mit der Gastlandsregierung reduzieren. Beim Währungsrisiko ist die MNU gegenüber den Finanzinvestoren im Vorteil, wenn sie durch ein internationales Cash Management ihre Devisenkursrisikoposition verringert.

Kapitalverkehrsbeschränkungen solcher Art führen dazu, daß die MNU zu niedrigeren Kosten international diversifizieren kann als die Finanzinvestoren. Durch Investitionen in die Wertpapiere einer international diversifizierten Unternehmung umgehen die Finanzinvestoren diese zusätzlichen Kosten und erreichen internationale Anlagestreuung auf indirektem Weg. Durch internationale Unternehmensakquisitionen leistet die MNU einen Diversifikationsservice für die Finanzinvestoren, den diese ihr durch eine Senkung der Renditeforderungen (Kapitalkosten) honorieren.

Dieser Schluß ist theoretisch einwandfrei, es muß jedoch bemerkt werden, daß

aussagekräftige empirische Ergebnisse nicht vorliegen, da es an geeigneten Untersuchungsmethoden mangelt.

4. Die Bedeutung von Konkurskosten für die Kapitalkostenwirkungen internationaler Unternehmensakquisitionen

Empirisch belegt ist die Existenz von Konkurskosten. Sie lassen sich in eine explizite, cash flow-wirksame und in eine implizite Größe unterteilen. Ihr Vorhandensein bewirkt, daß Änderungen der Konkurswahrscheinlichkeit in Form der Standardabweichung/Varianz des Unternehmensertrages an Bedeutung für die Ableitung der Kapitalkosten gewinnen.

Zu den expliziten Konkurskosten zählen vor allem bei der Abwicklung anfallende Gebühren und Abgaben an die verschiedenen beteiligten Institutionen (Konkursrichter und -Anwälte, Gutachter, Auktionäre, etc.). Kommt es zu einer Reorganisation des bankrotten Unternehmens, fallen als typische Kosten z.B. solche der Refinanzierung an. Empirische Untersuchungen belegen, daß diese Kosten je nach Unternehmensgröße zwischen 5 und 10% des Firmenwertes (Ertragswert) zum Konkurszeitpunkt betragen.

Schwieriger sind die impliziten Konkurskosten zu messen. Zu ihren Bestimmungsfaktoren zählen außerordentliche Absatzrückgänge, die bereits vor dem Konkursfall eintreten, wenn das Vertrauen in die Leistungskontinuität schwindet, steigende Beschaffungskosten, wenn Lieferanten Zahlungsausfälle befürchten, die vorzeitige Abwanderung qualifizierten Personals und anderes mehr. Die Höhe der impliziten Konkurskosten wird auf 10 bis 25% des Firmenwertes zum Konkurszeitpunkt geschätzt.

Aus der Sicht der die Kapitalkosten bestimmenden Finanzinvestoren lassen sich die Konkurskosten als Erwartungswert formulieren, der mit zunehmender Streuung der Unternehmenserträge ansteigt. Entsprechend reagieren sie auf eine zunehmende Variabilität des Unternehmenserfolges mit einer Erhöhung ihrer Renditeforderungen (Kapitalkosten).

Geht man jetzt zunächst zurück zu den Überlegungen zum Verschuldungsgrad, bewirken Konkurskosten, daß im Gegensatz zu den Modigliani/Miller-Thesen eine kapitalkostenminimale Finanzierungsstruktur existiert, die nicht ausschließlich Fremdkapital enthält. Die Gesamtkapitalkostenkurve verläuft zunächst über einen weiten Bereich zunehmender Verschuldungsgrade flach, um dann überproportional anzusteigen.

Für die Kapitalkostenwirkungen internationaler Unternehmensakquisitionen soll nun angenommen werden, die MNU befände sich vor der Übernahme auf dem Optimalpunkt ihrer Kapitalkostenkurve. Akquiriert sie nun ein Unternehmen, dessen Erträge niedrig zu den eigenen korrelieren, nimmt die Konkurswahrscheinlichkeit und damit der Erwartungswert der Konkurskosten ab. Die optimale Kapitalstruktur enthält mehr Fremdkapital als zuvor, d.h. wenn der Verschuldungsgrad durch die Finanzierung der

Übernahme ansteigt, gehen die Gesamtkapitalkosten zurück. Wird umgekehrt eine Akquisition durchgeführt, die die Streuung der Unternehmenserträge zunehmen läßt, steigen die Kapitalkosten an, sofern nicht durch die Placierung zusätzlicher Eigenkapitaltitel der Verschuldungsgrad gesenkt wird.

Wichtig ist dabei, daß es sich um einen potentiellen Kapitalkosteneffekt handelt, der nur dann eintritt, wenn die finanzielle Führung der MNU die entsprechenden Anpassungen der Kapitalstruktur durchführt. Es ist jedoch gerade dieser Effekt, der internationale Unternehmensakquisitionen häufig interessanter macht als nationale Transaktionen. Während sich auf nationaler Ebene häufig nur durch industrieübergreifende Übernahmen Senkungen der Ertragsstreuung bewirken lassen, sind sie auf internationaler Ebene aufgrund der Verschiebung konjunktureller Zyklen auch durch industrieinterne Übernahmen erzielbar.

5. Die Bedeutung von Synergieeffekten für die Ableitung der Kapitalkostenwirkungen internationaler Unternehmensakquisitionen

Das wohl umstrittenste Thema im Rahmen von Unternehmensakquisitionen sind die Synergieeffekte. In den bisherigen Betrachtungen wurde implizit davon ausgegangen, daß die MNU dem Akquisitionsobjekt gegenüber lediglich eine Holdingfunktion ausüben würde. Tatsächlich besteht jedoch gerade in dem Gebrauch der neu erworbenen wirtschaftlichen Verfügungsmacht ein wichtiges Merkmal, das die Akquisition von der Finanzinvestition abgrenzt.

Im allgemeinen geht mit dem Zusammenschluß zweier Unternehmen zumindest in Teilbereichen eine Zusammenlegung der wirtschaftlichen Aktivitäten einher. Aus solchen Verknüpfungen ergibt sich ein potentieller Wettbewerbsvorteil, der als Synergieeffekt bezeichnet wird. Das Synergiekonzept besagt, daß das Ganze (hier aus MNU und Akquisitionsobjekt) die Summe der Einzelteile übersteigt. Übertragen auf das Kapitalmarktmodell:

- eine Steigerung des Einkommensstroms, die die durch Wertpapierkombination erzielbare übersteigt.
- Eine Senkung der Ertragsstreuung unter das durch Wertpapierkombination erzielbare Niveau (Senkung des systematischen Risikos).

Das Ausnutzen von Synergieeffekten führt folglich zu Kapitalkostensenkungen. Den Synergiepotentialen steht jedoch ein Potential für antagonistische Effekte gegenüber, das eine Umkehrung der beschriebenen Effekte auslösen kann.

Allgemein wird in operative und finanzierungswirtschaftliche Synergiepotentiale unterschieden. Im folgenden werden einige Synergiepotentiale ohne Anspruch auf Vollständigkeit aufgeführt.

(1) Operative Synergiepotentiale ergeben sich aus der vor allem bei industrieinternen Übernahmen möglichen Zusammenlegung betrieblicher Funktionen.

- Handelt es sich um Unternehmen, die im gleichen Abnehmersegment tätig sind, können Synergieeffekte aus der Zusammenlegung der Vertriebsaktivitäten folgen. Bei einer konstanten Zahl von Außendienstmitarbeitern kann eine individuellere Kundenbetreuung erfolgen, wenn jeder Mitarbeiter das gesamte Sortiment an eine nun geringere Zahl von Kunden vertreibt. Wird hingegen die Anzahl der Außendienstmitarbeiter reduziert, können antagonistische Effekte folgen, wenn der einzelne Mitarbeiter durch die Fülle des Sortiments und die Anzahl der Kunden überfordert wird.
- Im Marketing liegen Synergiepotentiale, wenn bisher kaum geförderte, jedoch renommierte Marken durch Produktinnovationen und Mediaunterstützung zu neuem Leben erweckt werden.
- Schließen sich Unternehmen der gleichen Branche zusammen, kann sowohl Lieferanten als auch Abnehmern gegenüber eine Art Monopolstellung entstehen, die günstige Konditionen bzw. hohe Absatzpreise ermöglicht.
- Zusammenlegungen im Produktionsbereich ermöglichen Spezialisierungsvorteile durch wachsende Arbeitsteilung.
- Die Zusammenführung von Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten eröffnet die Chance innovativer, bereichsübergreifender Lösungen.
- Schließlich kann im gesamten Verwaltungsbereich (Rechnungswesen, Controlling, Treasury, Revision) aufgrund fehlender branchenmäßiger Spezialisierung zentralisiert werden.

(2) Auch finanzielle Synergiepotentiale ergeben sich unabhängig von den Branchen der sich zusammenschließenden Unternehmen. Sie entstehen, wenn es der MNU durch die Übernahme gelingt, auf dem Kapitalmarkt des Zielobjektes zu begeben, auf dem sie über kein eigenes Rating verfügt. Ein finanzielles Synergiepotential liegt auch in möglichen Verlustvorträgen auf der Ebene des Zielobjektes, die mit Gewinnen der Dachorganisation steuermindernd verrechnet werden können. Außerdem wird die bereits erwähnte Minderung der Streuung des Unternehmenserfolges häufig als Synergiepotential ausgelegt.

Die tatsächliche Ausschöpfung der angeführten Vorteilspotentiale hängt jedoch in starkem Maße vom Erfolg der Bestrebungen zur Eingliederung des Akquisitionsobjektes in den Unternehmensverbund der MNU ab. Häufig führt bereits die bloße Tatsache der Übernahme zu einer Abwanderung von Schlüsselpersonen in der Führung der akquirierten Gesellschaft. Eine übereilte Neudefinition der Kompetenzen zugunsten von Persönlichkeiten der übernehmenden Gesellschaft kann Konflikte aufbrechen lassen, die den Geschäftsbetrieb beeinträchtigen. Als schwierige Aufgabe erweist sich oft auch der Zusammenschluß der Informationssysteme. Bedingt durch unterschiedliche Datenverarbeitungs- und Berichtssysteme entsteht ebenso häufig doppelte Arbeit wie durch unterschiedliche Ablauforganisationen, die auch nach der Übernahme nebeneinander fortbestehen.

6. Zusammenfassung

Dieser Beitrag untersuchte die Kapitalkostenwirkungen internationaler Unternehmensakquisitionen mit Hilfe des Capital Asset Pricing Models.

Die Aussage des Modellansatzes ist, daß bei vollkommenen Märkten multinationale Unternehmen durch Unternehmensakquisitionen ihren Wertpapierhaltern keine Vorteile bringen, die diese nicht durch eigene Portfoliodiversifikationen erzielen könnten. Kapitalstrukturentscheidungen im Rahmen von Übernahmen bleiben ohne Einfluß auf die Kapitalkosten, da die Portfolioinvestoren durch eigene Finanzierungsmaßnahmen in der Lage sind, die Kapitalstrukturentscheidungen der Unternehmung zu replizieren.

Im weiteren Verlauf wurden einige der restriktiven Annahmen des Kapitalmarktmodells aufgelöst, um zu fundierteren Erkenntnissen zu den Kapitalkostenwirkungen internationaler Unternehmensakquisitionen zu gelangen.

Kapitalverkehrsbeschränkungen, die sich auf der Ebene der akquirierenden Gesellschaft überwinden lassen, jedoch Portfolioinvestoren behindern, bewirken, daß internationale Unternehmensakquisitionen eine Diversifikationshandlung darstellen, die Finanzinvestoren nicht in kostenloser Weise selbst durchführen können. Diesen Diversifikationsservice honorieren die Finanzinvestoren mit Kapitalkostenenkungen.

Die Existenz von Konkurskosten bewirkt, daß die Streuung des Unternehmenserfolges an Bedeutung für die Ableitung der Kapitalkosten gewinnt. Wird durch eine Akquisition die Konkurswahrscheinlichkeit gesenkt, können durch Anpassungen der Kapitalstruktur die Kapitalkosten gesenkt werden.

Synergieeffekte lassen den Unterschied zwischen Portfolio- und Direktinvestition deutlich werden. Durch das Verschmelzen der betrieblichen Funktionen von übernehmender Gesellschaft und Akquisitionsobjekt können Gewinne entstehen, die die durch Portfoliodiversifikation erzielbaren übersteigen. Dem steht ein Potential für antagonistische Effekte gegenüber, das ein außerordentliches Ansteigen der Kapitalkosten auslösen kann.

Literaturverzeichnis

- Grauer, F. L. A./Litzenberger, R. H./Stehle, R. E.: Sharing Rules and Equilibrium in an International Capital Market under Uncertainty, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, S. 233-256.
- Knop, O.-Chr.: Kapitalkosten und internationale Unternehmensakquisitionen. (Diss.). Wiesbaden 1992.
- Weston, J. F./Copeland, T. E.: *Managerial Finance*. 8th ed., New York (NY) u.a. 1986.