

**Wolfgang Walther**

# Wer gewinnt bei Unternehmensfusionen?

Börseneffekte von Unternehmenskäufen

**Diplomarbeit**

## **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:**

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 2003 Diplomica Verlag GmbH  
ISBN: 9783832471675

**Wolfgang Walther**

## **Wer gewinnt bei Unternehmensfusionen?**

**Börseneffekte von Unternehmenskäufen**



---

Wolfgang Walther

# Wer gewinnt bei Unternehmensfusionen?

*Börseneffekte von Unternehmenskäufen*

**Diplomarbeit**

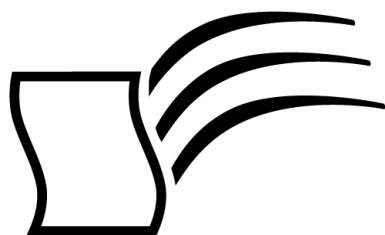
**Universität Fridericiana Karlsruhe (TH)**

**Fachbereich Wirtschaftswissenschaften**

**Institut für Entscheidungstheorie und Unternehmensforschung**

**Abteilung Finanzwirtschaft und Banken**

**Abgabe Januar 2003**



***Diplom.de***

Diplomica GmbH \_\_\_\_\_  
Hermannstal 119k \_\_\_\_\_  
22119 Hamburg \_\_\_\_\_

Fon: 040 / 655 99 20 \_\_\_\_\_  
Fax: 040 / 655 99 222 \_\_\_\_\_

agentur@diplom.de \_\_\_\_\_  
www.diplom.de \_\_\_\_\_

ID 7167

Walther, Wolfgang: Wer gewinnt bei Unternehmensfusionen? - Börseneffekte von Unternehmenskäufen

Hamburg: Diplomica GmbH, 2003

Zugl.: Universität Fridericiana Karlsruhe (TH), Technische Universität, Diplomarbeit, 2003

---

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden, und die Diplomarbeiten Agentur, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Diplomica GmbH

<http://www.diplom.de>, Hamburg 2003

Printed in Germany

**INHALTSVERZEICHNIS**

Inhaltsverzeichnis .....	III
Abbildungsverzeichnis .....	VI
Tabellenverzeichnis .....	VII
Abkürzungsverzeichnis .....	VIII
1. Einleitung.....	1
1.1. Aufgabenstellung und –abgrenzung .....	1
1.2. Gang der Untersuchung.....	2
2. Betrachtung bisheriger Untersuchungen in den USA und in Deutschland .....	5
2.1. Grundlegende Begriffe.....	5
2.1.1. Der Markt für Unternehmenskontrolle .....	5
2.1.2. Arten von Unternehmenszusammenschlüssen.....	6
2.2. Gründe und Ziele für Unternehmenszusammenschlüsse .....	7
2.2.1. Synergieeffekte.....	8
2.2.2. Die Marktmacht-Hypothese .....	9
2.2.3. Wachstum und strategische Positionierung am Markt .....	10
2.2.4. Beseitigung von Ineffizienzen .....	10
2.2.5. Unterbewertung durch den Kapitalmarkt.....	12
2.2.6. Corporate Raiding.....	14
2.2.7. Theorie der überschüssigen Cash Flows.....	17
2.2.8. Selbstüberschätzung des Managements .....	18
2.2.9. Nichtmonetäre Ziele.....	21
2.2.10. Zugang zu den Kapitalmärkten.....	22
2.2.11. Zusammenfassung.....	23
2.3. Vorgang der Übernahme .....	24
2.3.1. Gestaltung eines Übernahmeangebots.....	24
2.3.2. Bezahlung der Übernahme .....	26
2.3.3. Übernahmeaufschlag.....	27
2.3.4. Aktienerwerb vor Angebotsabgabe .....	29
2.3.5. Das Trittbrettfahrer-Problem ( <i>free-rider problem</i> ).....	30
2.3.6. Transaktionskosten der Übernahme .....	31

2.3.7.	Übernahmen auf dem US-amerikanischen Markt .....	34
2.3.7.1.	Die Bestimmungen des Williams Acts .....	34
2.3.7.2.	SEC 13d .....	36
2.3.8.	Abwehr von Übernahmeversuchen und ihre Auswirkungen ..	37
2.3.8.1.	Maßnahmen zur direkten Verhinderung von Übernahmen . .....	40
2.3.8.2.	Maßnahmen zur Erhöhung der direkt mit einer Übernahme verbundenen Kosten.....	42
2.3.8.3.	Maßnahmen zur Erhöhung der Folgekosten einer Übernahme für den Bieter.....	43
2.3.8.4.	Verhinderung von Abwehrmaßnahmen .....	45
2.4.	Messung von Übernahmeeffekten .....	46
2.4.1.	Größen zur Erfolgsmessung .....	46
2.4.1.1.	Marktmodell (Market and Risk Adjusted Returns).....	48
2.4.1.2.	Bereinigte Modelle .....	50
2.4.1.3.	Capital Asset Pricing Model (CAPM) .....	50
2.4.2.	Mögliche Probleme bei der Untersuchung .....	51
2.4.2.1.	Auswahl eines geeigneten Modells zur Ermittlung von abnormalen Renditen .....	51
2.4.2.2.	Statistische Signifikanz .....	51
2.4.2.3.	Fehler 1. und 2. Art .....	53
2.4.2.4.	Weitere zu berücksichtigende Punkte.....	53
2.4.3.	Effekte bei nicht vollendeten Unternehmenszusammenschlüssen.....	55
2.4.3.1.	Bei bietenden Unternehmen .....	55
2.4.3.2.	Bei Zielunternehmen.....	56
2.4.4.	Effekte bei erfolgreich durchgeführten Unternehmenszusammenschlüssen .....	58
2.4.4.1.	Bei bietenden Unternehmen .....	58
2.4.4.2.	Bei Zielunternehmen.....	60
2.4.4.3.	Einflüsse auf das Fremdkapital.....	62
2.4.4.4.	Volkswirtschaftliche Effekte .....	63
2.5.	Unternehmenszusammenschlüsse in Deutschland .....	66
2.5.1.	Deutsche Gesetzgebung .....	66



2.5.1.1.	Das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und die Pflicht zur Ad hoc-Publizität.....	66
2.5.1.2.	Aktiengesetz (AktG).....	68
2.5.1.3.	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) .....	69
2.5.1.4.	VW-Gesetz .....	72
2.5.1.5.	Übernahmekodex .....	72
2.5.1.6.	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz .....	74
2.5.2.	Studien des deutschen Marktes.....	76
2.5.2.1.	Bei bietenden Unternehmen .....	76
2.5.2.2.	Bei Zielunternehmen.....	80
3.	Empirische Untersuchung von Unternehmenszusammenschlüssen im deutschen Markt .....	82
3.1.	Datenerhebung und Datenzusammensetzung.....	83
3.2.	Systematik des Vorgehens .....	86
3.2.1.	Event Studies.....	86
3.2.2.	Vorgänge und Ereignisse.....	88
3.2.3.	Ermittlung von Überrenditen .....	88
3.2.4.	Überprüfung der statistischen Signifikanz.....	90
3.2.5.	Datenauswertung.....	92
3.3.	Ergebnis der empirischen Untersuchung.....	93
3.3.1.	Ergebnis für akquirierende Unternehmen .....	93
3.3.2.	Ergebnis für übernommene Unternehmen.....	100
3.4.	Interpretation des Ergebnisses .....	107
4.	Gesamtergebnis und Zusammenfassung.....	111
	Literaturverzeichnis.....	i
	Anhang .....	v

**ABBILDUNGSVERZEICHNIS**

<b>Abbildung 1:</b> Akquirierende Unternehmen – CAR (-40,+40) für Gesamtheit der Transaktionen .....	96
<b>Abbildung 2:</b> Akquirierende Unternehmen – CAR (-40,+40) für Transaktionen mit positiver CAR (-1,0).....	96
<b>Abbildung 3:</b> Akquirierende Unternehmen – CAR (-40,+40) für Transaktionen mit negativer CAR (-1,0) .....	97
<b>Abbildung 4:</b> Akquirierende Unternehmen – CAR (-30,+10) für Gesamtheit der Transaktionen .....	98
<b>Abbildung 5:</b> Akquirierende Unternehmen – CAR (-30,+10) für Transaktionen mit positiver CAR (-1,0).....	99
<b>Abbildung 6:</b> Akquirierende Unternehmen – CAR (-30,+10) für Transaktionen mit negativer CAR (-1,0) .....	100
<b>Abbildung 7:</b> Zielunternehmen – CAR (-40,+40) für Gesamtheit der Transaktionen.....	103
<b>Abbildung 8:</b> Zielunternehmen – CAR (-40,+40) für Transaktionen mit positiver CAR (-1,0) .....	104
<b>Abbildung 9:</b> Zielunternehmen – CAR (-40,+40) für Transaktionen mit negativer CAR (-1,0).....	105
<b>Abbildung 10:</b> Zielunternehmen – CAR (-30,+10) für Gesamtheit der Transaktionen.....	106
<b>Abbildung 11:</b> Zielunternehmen – CAR (-30,+10) für Transaktionen mit positiver CAR (-1,0) .....	106
<b>Abbildung 12:</b> Zielunternehmen - CAR (-30,+10) für Transaktionen mit positiver CAR (-1,0) .....	107

**TABELLENVERZEICHNIS**

<b>Tabelle 1:</b> Aufteilung der insgesamt ermittelten Ereignisse bei akquirierenden Unternehmen .....	94
<b>Tabelle 2:</b> Aufteilung der Ereignisse für akquirierende Unternehmen nach Ermittlung der Relevanz .....	95
<b>Tabelle 3:</b> Aufteilung der insgesamt ermittelten Ereignisse bei Zielunternehmen.....	101
<b>Tabelle 4:</b> Aufteilung der Ereignisse für Zielunternehmen nach Ermittlung der Relevanz .....	103

**ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS**

§, §§	Paragraph, Paragraphen
\$	Dollar
€	Euro
a.a.O.	am angeführten Ort
abgedr.	abgedruckt
Abschn.	Abschnitt
aF	alte Fassung
afp	<i>Agence France-Press</i>
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
APT	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>
AR	<i>abnormal return</i> , abnormale Rendite
Art.	Artikel
Bd.	Band
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BKartA	Bundeskartellamt
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CAR(x,y)	<i>cumulated abnormal return</i> , kumulierte abnormale Rendite (beginnend am Tag x, endend am Tag y)
DAFOX	Deutscher Aktien-Forschungsindex
d.h.	das heißt
dpa	Deutsche Presseagentur

---

eds.	<i>editors</i> , Herausgeber
entspr.	entspricht
EU	Europäische Union
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbs- beschränkungen
Hrsg.	Herausgeber
Jg.	Jahrgang
Nr.	Nummer
o.V.	ohne Verfasser
s.	siehe
S.	Seite
s.a.	siehe auch
SEC	<i>Securites and Exchange Commission</i>
Tab.	Tabelle
u.	und
US, USA	<i>United States (of Amercia)</i> , Vereinigte Staaten von Amerika
vgl.	vergleiche
Vol.	<i>Volume</i> , Band
WKN	Wertpapierkennnummer
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahme- gesetz
z.B.	zum Beispiel

## 1. EINLEITUNG

### 1.1. Aufgabenstellung und –abgrenzung

Die Bekanntgabe von geplanten oder vollzogenen Zusammenschlüssen großer Unternehmen sorgt in den Wirtschafts- und Finanzrubriken der Medien regelmäßig für eine rege Berichterstattung. Oft rufen Meldungen dieser Art Angst vor einem Ausverkauf des Wirtschaftsstandortes Deutschland oder die Furcht vor bevorstehenden Massenentlassungen hervor. Nicht selten wird auch von einem Profitstreben der Konzerne auf Kosten der Kleinanleger gesprochen.

Spektakuläre Transaktionen wie das Zusammengehen der Daimler-Benz AG mit der Chrysler Corporation, die feindliche Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone AirTouch oder die Übernahme der Dresdner Bank durch den Allianz-Konzern haben das Geschehen auf den deutschen und internationalen Kapitalmärkten in den vergangenen Jahren geprägt. Zusätzliche Stimulation erfuhr der Markt für Unternehmenskontrolle durch das Bedürfnis zahlreicher Unternehmen aus traditionellen Industriebranchen, sich durch den Zukauf aufstrebender Firmen aus neuen Marktsegmenten wie Kommunikation, Biotechnologie, Medien oder Touristik vermeintlich zukunftsfähig zu positionieren.

Die dabei gezahlten Kaufpreise erscheinen aus heutiger Sicht nach Ende der Börseneuphorie der vergangenen Jahre nicht selten überhöht. Die daraus resultierenden Abschreibungen stellen oft eine erhebliche Belastung für die akquirierenden Unternehmen dar. Nicht selten gesellen sich zu diesen rein finanziellen Problemen auch Probleme bei der Festlegung einer gemeinsamen Unternehmens- und Marktstrategie, gravierende Widerstände bei der Zusammenführung der verschiedenen Unternehmenskulturen oder sonstige Integrationsschwierigkeiten.

Diese Arbeit soll durch eine empirische Untersuchung feststellen, wie sich die Börsenkurse der beteiligten Unternehmen bei Ankündigung und Durchführung von Transaktionen auf dem deutschen Markt für Unternehmenskontrolle im Zeitraum von 1996 bis 2001 entwickelt haben. Auf diese Weise können wesentliche Erkenntnisse darüber gewonnen werden, ob