

# Unternehmenswachstum durch Fusion

Grundlagen einer Erklärung und Beurteilung  
des Unternehmenswachstums durch Fusion

Von

Dipl.-Kfm. Dr. Jochen Sigloch



DUNCKER & HUMBLOT / BERLIN

## Inhaltsverzeichnis

<b>I. Grundlegung</b> .....	15
A. <i>Problemstellung</i> .....	15
B. <i>Begriffliche Grundlagen</i> .....	21
1. Der Begriff der Fusion .....	21
2. Der Begriff des Unternehmenswachstums .....	25
C. <i>Methodische Anmerkungen zum Gang der Untersuchung</i> .....	27
<b>II. Die Bestimmung eines Kriteriums zur Beurteilung des Unternehmenswachstums durch Fusion</b> .....	31
A. <i>Zur Messung der Vorteilhaftigkeit</i> .....	31
B. <i>Empirische Untersuchungen zur Vorteilhaftigkeit des Fusionswachstums und ihre Beurteilungskriterien</i> .....	33
C. <i>Ermittlung eines Beurteilungskriteriums aus dem Unternehmensziel</i> .....	44
1. Bestimmung des Unternehmensziels .....	44
a) Ausgangspunkt .....	44
b) Zielbildung in der Unternehmung .....	45
aa) Zielbildung und Unternehmenstheorie .....	45
bb) Zielbildungszentren der Unternehmung .....	47
c) Zielvorstellungen der Zielbildungszentren .....	48
aa) Zielvorstellungen der Eigentümer .....	49
bb) Zielvorstellungen der Manager .....	51
cc) Die Zielbeziehungen zwischen typisiertem Eigentümer- und Managerziel .....	53
d) Unternehmensziel und Machtverteilung in der Unternehmung .....	55
aa) Machtstellung der Eigentümer .....	55
bb) Machtstellung der Manager .....	55
cc) Konsequenzen für die Formulierung eines Oberziels der Unternehmung .....	57
e) Zusammenfassung .....	59
2. Ermittlung eines Kriteriums zur Beurteilung der Fusion .....	60
a) Gewinnziel, Wachstumsziel und Fusion .....	60

b) Zur Verwendung des Aktienkurses als Beurteilungskriterium .....	63
aa) Wahl des Aktienkurses als Beurteilungskriterium .....	63
bb) Vereinfachende Annahmen zur Aktienkursbildung .....	63
cc) Aussagefähigkeit des Aktienkurskriteriums .....	66
D. Formale Darstellung des Aktienkurskriteriums .....	68
1. Formale Darstellung der Aktienkursbildung .....	68
2. Formalisierung des Aktienkurskriteriums .....	70
a) Die generelle Formalisierung .....	70
b) Die Formalisierung unter vereinfachenden Annahmen .....	74
<b>III. Untersuchung der Fusionswirkungen im Modell des aktienkursdeterminierten Übernahmepreises .....</b>	<b>76</b>
A. Grundlegung .....	76
1. Modellbeschreibung .....	76
2. Zur Systematik der Untersuchung .....	77
B. Die Beurteilung der Fusionsstrategien im einzelnen .....	82
1. Die horizontale Fusionsstrategie .....	82
a) Erlangung einer marktbeeinflussenden Stellung als Subziel der horizontalen Strategie .....	83
b) Erlangung von Größenvorteilen als Subziel der horizontalen Strategie .....	87
aa) Größenvorteile als Fusionsmotiv .....	87
bb) Fusionsinduzierte Größenvorteile in den einzelnen Funktionsbereichen .....	89
cc) Beurteilung der Teilstrategie „Erlangung von Größenvorteilen“ .....	102
c) Erlangung der erforderlichen Unternehmensgröße zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit als Subziel der horizontalen Fusion .....	103
2. Die vertikale Fusionsstrategie .....	106
a) Sicherung der Beschaffungsflanke als Subziel der Rückwärtsintegration .....	107
b) Sicherung des Absatzes als Subziel der Vorwärtsintegration .....	111
c) Verbesserung der Gewinnlage als Subziel der vertikalen Fusion .....	112
3. Die konglomerate Fusionsstrategie .....	114
a) Eindringen in Wachstumsbranchen als Subziel der konglomeraten Strategie .....	116

b)	Realisierung von Erlös- und Kostensynergie als Subziel der konzentrischen Strategie .....	119
c)	Minderung des allgemeinen Unternehmensrisikos als Subziel der rein konglomeraten Strategie .....	122
aa)	Zur Risikomessung .....	123
bb)	Darstellung der Risikominderung durch Fusion .....	128
aaa)	Formale Darstellung des Portfolio-Ansatzes .....	128
bbb)	Determinanten der Risikoveränderung .....	129
cc)	Beurteilung der Risikominderung aus der Sicht der Eigentümer und Manager .....	136
d)	Realisierung von Steuersynergie als Subziel der konglomeraten Fusion .....	141
C.	<i>Zusammenfassung</i> .....	146
<b>IV.</b>	<b>Die Beurteilung der Fusion im Modell mit Verhandlungspreisen</b> .....	<b>155</b>
A.	<i>Modellbeschreibung</i> .....	155
B.	<i>Bestimmung des Verhandlungsrahmens</i> .....	157
1.	Verhandlungsrahmen und Zuwachsstromverteilung .....	157
2.	Verhandlungsrahmen und Aktientauschverhältnisse .....	160
3.	Verhandlungsrahmen und „kritische“ Prämien .....	165
C.	<i>Ansätze zur Bestimmung eindeutiger Lösungen</i> .....	168
1.	Ausgangspunkt .....	168
2.	„Heuristische“ Lösungsversuche .....	169
3.	Spieltheoretischer Lösungsansatz .....	171
a)	Spieltheoretische Grundbegriffe .....	171
b)	Darstellung der spieltheoretischen Lösung am Beispiel .....	172
D.	<i>Zusammenfassung</i> .....	175
<b>V.</b>	<b>Die Beurteilung der Fusion im „wirklichkeitsnahen“ Modell</b> .....	<b>177</b>
A.	<i>Modellbeschreibung</i> .....	177
B.	<i>Bestimmung des Verhandlungsrahmens</i> .....	179
1.	Erweiterung der Möglichkeit vorteilhafter Fusionen .....	179
2.	Formale Darstellung des Verhandlungsrahmens .....	182
3.	Fusionsfördernde Faktoren .....	184
a)	Fusionsfördernde Faktoren auf Seiten des Verkäufers .....	184
b)	Fusionsfördernde Faktoren auf Seiten des Übernehmers .....	189
c)	Zur Bedeutung der finanzwirtschaftlichen Kennzahl „price-earnings ratio“ als fusionsfördernder Faktor .....	192

<i>C. Verhandlungspreisgewinne in Fusionen</i> .....	197
1. Möglichkeit von Verhandlungspreisgewinnen .....	197
2. Typische Verhandlungsgewinne im einzelnen .....	201
a) Market forecast bargains .....	201
b) Subnormal performance bargains .....	202
c) Mismanagement bargains .....	203
d) Cost of capital bargains .....	205
e) Tax bargains .....	207
<i>D. Zusammenfassung</i> .....	210
<b>VI. Schlußbetrachtung</b> .....	212
<b>Anhang</b> .....	215
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	217
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	247