

ESV

# *Unternehmens- transaktionen*

**Basiswissen – Unternehmensbewertung –  
Ablauf von M&A**

Von

**Prof. Dr. Stefan Behringer**

---

ERICH SCHMIDT VERLAG

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

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

**Weitere Informationen zu diesem Titel finden Sie im Internet unter**

[ESV.info/978 3 503 14188 3](http://ESV.info/9783503141883)

ISBN 978 3 503 14188 3

Alle Rechte vorbehalten

© Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG, Berlin 2013

[www.ESV.info](http://www.ESV.info)

Druck und Bindung: Danuvia Druckhaus, Neuburg a. d. Donau

## Vorwort

Unternehmenstransaktionen oder in englischer Begrifflichkeit Mergers & Acquisitions werden manchmal als die Königsdisziplin der Betriebswirtschaftslehre tituliert. Sicherlich ist bei einer Unternehmenstransaktion die Gesamtheit von kaufendem Unternehmen und Zielunternehmen zu berücksichtigen. Damit sind Unternehmenstransaktionen ein Gegenstand des strategischen Managements. Eine besondere Rolle spielt aber auch der finanzwirtschaftliche Aspekt. In der Unternehmensbewertung spiegeln sich die Erfolgsaussichten des Unternehmens wider. Mit Hilfe von finanzwirtschaftlichen Instrumenten werden die Erfolgsaussichten in eine Geldgröße transformiert. Dabei ist zu berücksichtigen, wie erfolgreich das Unternehmen am Markt agieren kann, wie es Innovationen entwickelt, welche steuerlichen Gegebenheiten vorhanden sind oder welche personelle Situation gegeben ist. All dies ist eingerahmt in vielfältige juristische Fragestellungen wie der Vertragsschließung oder der kartellrechtlichen Prüfung. Schließlich spielen psychologische Fragestellungen bei der Verhandlung eine Rolle. Von daher ist die Vielfalt der Themen, die mit einer Unternehmenstransaktion in Zusammenhang stehen, immens. In diesem Lehrbuch werden Unternehmenstransaktionen in ihrer Ganzheit und Interdisziplinarität dargestellt. Allerdings wird immer der rote Faden offensichtlich bleiben.

Dieses Lehrbuch gibt das notwendige theoretische Rüstzeug, zeigt aber immer wieder mit Case Studies und anderen praktischen Beispielen die tatsächliche Relevanz der dargestellten Probleme. Daneben gibt es vielfache didaktische Hilfsmittel wie Lernziele, Hinweisen zu weiterführender Lektüre, Wiederholungsfragen, Aufgaben zu weiterführenden Problemen und Vertiefungen. Ein besonderes Anliegen ist es, die Theorien in den Gesamtzusammenhang einzubetten. Zielgruppen des Buches sind daher Studenten von Universitäten und Fachhochschulen sowohl auf Bachelor- als auch auf Masterniveau. Das Buch richtet sich aber auch an Praktiker. Ihnen wird insbesondere ein Rahmen mit theoretischen Konzepten geboten, mit denen sie die praktisch angewendeten Methoden einordnen aber auch kritisch betrachten können.

Interdisziplinarität und Ganzheit sind schwierige Felder, da man sich des Vorwurfs der „Anmaßung von Wissen“ nicht erwehren kann. Die in jedem Falle vollständige und tiefeschürfende Darstellung kann nicht Ziel eines solchen Lehrbuchs sein. Vielfältige Literaturhinweise sollen aber zum weitergehenden Studium anregen.

Bedanken möchte ich mich beim Erich Schmidt Verlag für die wiederholt sehr angenehme und konstruktive Zusammenarbeit. Meine Freundin Anna von dem Berge hat mir beigestanden und mich immer wieder ermuntert. Ihr gilt mein ganz besonderer Dank.

Ich würde mich über Anregungen von Leserinnen und Lesern sehr freuen, um dieses Buch in der Zukunft (noch) besser zu machen. Ich freue mich auf Rückmeldungen von kritischen Leserinnen und Lesern unter [stefan.behringer@hamburg.de](mailto:stefan.behringer@hamburg.de).

Hamburg, im Dezember 2012

Prof. Dr. Stefan Behringer

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	5
Abbildungsverzeichnis .....	13
Tabellenverzeichnis .....	15
Abkürzungsverzeichnis .....	17
<b>1 Einleitung</b> .....	<b>21</b>
1.1 Grundbegriffe .....	21
1.2 Aufbau dieses Buches .....	23
1.3 Prolog: Unternehmenstransaktionen – Ein Paradox? .....	26
<b>2 Die Bedeutung von Unternehmenstransaktionen</b> .....	<b>29</b>
2.1 Der Markt für Mergers & Acquisitions .....	29
2.2 Merger Wellen .....	31
2.2.1 Die erste Merger Welle: 1887 bis 1904 .....	31
2.2.2 Die zweite Merger Welle: 1916 bis 1929 .....	34
2.2.3 Die dritte Mergerwelle: Die 1960er Jahre .....	35
2.2.4 Die vierte Welle: Von 1984 bis 1989 .....	36
2.2.5 Die fünfte Welle: Von 1995 bis 2000 .....	37
2.2.6 Die sechste Welle: Von 2003 bis 2008 .....	39
2.2.7 Gemeinsamkeiten der Mergerwellen .....	40
<b>3 Motive für Unternehmenstransaktionen</b> .....	<b>43</b>
3.1 Strategische Gründe .....	43
3.1.1 Beeinflussung des Wettbewerbs .....	43
3.1.2 Erschließung neuer Märkte .....	47
3.1.3 Economies of Scale .....	49
3.1.4 Economies of Scope .....	51
3.1.5 Einsparung von Transaktionskosten .....	53
3.1.6 Zugang zu Fähigkeiten und Ressourcen .....	58
3.2 Finanzwirtschaftliche Gründe .....	60
3.2.1 Bildung eines internen Kapitalmarkts .....	60
3.2.2 Diversifikation .....	62
3.2.3 Steuerliche Vorteile .....	67
3.2.4 Unterbewertung von Unternehmen .....	69
3.2.5 Raidertheorie: Wohlfahrtstransfer zwischen Käufer und Verkäufer .....	71
3.3 Irrationale Gründe für Unternehmenstransaktionen .....	73
3.3.1 Principal-Agent Theorie und Motive für Unternehmens- transaktionen .....	73

3.3.1.1	Empire Building und die Free Cash-flow Hypothese . . . . .	74
3.3.1.2	Sicherung des Arbeitsplatzes des Managements . . . . .	76
3.3.2	Die Hybris-Hypothese . . . . .	78
<b>4</b>	<b>Formen von Unternehmenstransaktionen . . . . .</b>	<b>81</b>
4.1	Formen nach der Rolle in der Wertschöpfungskette . . . . .	81
4.1.1	Vertikale Unternehmenstransaktionen . . . . .	81
4.1.2	Horizontale Unternehmenstransaktionen . . . . .	85
4.1.3	Laterale Unternehmenstransaktionen . . . . .	86
4.2	Unternehmenstransaktionen nach Art der Kooperation mit dem Zielunternehmen . . . . .	86
4.2.1	Freundliche Übernahme . . . . .	86
4.2.2	Feindliche Übernahmen . . . . .	87
4.2.2.1	Grundlegende Überlegungen zu feindlichen Übernahmen . . . . .	87
4.2.2.2	Präventive Maßnahmen zur Abwehr von feindlichen Übernahmen . . . . .	91
4.2.2.3	Reaktive Maßnahmen zur Abwehr von feindlichen Übernahmen . .	96
4.3	Unternehmenstransaktionen nach Art der übernommenen Vermögensgegenstände . . . . .	106
4.3.1	Asset Deal . . . . .	106
4.3.2	Share Deal . . . . .	108
4.4	Formen der Unternehmenstransaktion nach Art des Zusammen- schlusses . . . . .	110
4.4.1	Akquisition . . . . .	111
4.4.2	Fusionen (Mergers) . . . . .	112
4.5	Formen der Unternehmenstransaktion nach Art der Finanzierung – Leveraged Buy-outs (LBOs) . . . . .	113
4.6	Formen der Unternehmenstransaktion nach der Person des Käufers . . . . .	117
4.6.1	Managements Buy-outs (MBO), Management Buy-ins (MBI) oder Buy-in Management Buy-outs (BIMBO) . . . . .	117
4.6.2	Employee Buy-outs (EBO) . . . . .	119
4.6.3	Finanzinvestoren . . . . .	120
4.6.3.1	Private Equity und Venture Capital Gesellschaften . . . . .	120
4.6.3.2	Hedgefonds . . . . .	129
4.6.3.3	Sovereign Wealth Fonds . . . . .	130
<b>5</b>	<b>Ablauf einer Unternehmenstransaktion . . . . .</b>	<b>135</b>
5.1	Identifikation geeigneter Unternehmen . . . . .	137
5.1.1	Analyse der Makroumwelt: Die PESTEL-Analyse . . . . .	137
5.1.2	Auswahl der Branche: Der 5 Forces Paradigm . . . . .	139
5.1.3	Erstellen einer „Shortlist“ . . . . .	142

---

5.2	Ansprache geeigneter Kandidaten und Abschluss eines Letters of Intent .....	144
5.3	Due Diligence .....	148
5.3.1	Grundlagen und Begriffsabgrenzung .....	148
5.3.2	Market oder Commercial Due Diligence .....	152
5.3.3	Financial Due Diligence .....	153
5.3.4	Tax Due Diligence .....	157
5.3.5	Legal Due Diligence .....	158
5.3.6	Integrity Due Diligence .....	159
5.3.7	Environmental Due Diligence .....	162
5.3.8	Due Diligence Report .....	164
5.3.9	Vendor Due Diligence und Reverse Due Diligence .....	165
5.4	Unternehmensbewertung .....	166
5.5	Preisverhandlungen .....	166
5.6	Signing and Closing .....	168
5.7	Zeitlicher Rahmen für Akquisitionsprojekte .....	171
<b>6</b>	<b>Unternehmensbewertung .....</b>	<b>173</b>
6.1	Die Stellung der Unternehmensbewertung im Akquisitionsprozess .....	173
6.2	Wert und Preis eines Unternehmens .....	174
6.2	Funktionen der Unternehmensbewertung .....	179
6.2.1	Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung .....	179
6.2.1.1	Beratungsfunktion .....	180
6.2.1.2	Schiedsfunktion .....	182
6.2.1.3	Argumentationsfunktion .....	183
6.2.2	Nebenfunktionen .....	187
6.2.2.1	Steuerbemessungsfunktion .....	188
6.2.2.2	Vertragsgestaltungsfunktion .....	189
6.2.2.3	Entscheidungshilfefunktion .....	190
6.2.2.4	Bilanzhilfefunktion .....	192
6.3	Systematisierung der Bewertungssituation .....	193
6.3.1	Unternehmensbewertung und Entscheidungstheorie .....	193
6.3.2	Bestandteile der entscheidungsorientierten Bewertungskonzeption .....	197
6.3.2.1	Abbildung der Entscheidungsfelder der Bewertungsparteien .....	197
6.3.2.2	Abbildung der Zielsysteme der Bewertungsparteien .....	198
6.4	Bewertungsverfahren .....	200
6.4.1	Substanzwertorientierte Bewertungsverfahren .....	201
6.4.1.1	Traditioneller Substanzwert .....	201
6.4.1.2	Liquidationswertverfahren .....	202
6.4.2	Ertragswertorientierte Bewertungsverfahren .....	203

6.4.2.1	Wesen des Kapitalisierungsvorganges . . . . .	203
6.4.2.2	Ertragswertverfahren . . . . .	208
6.4.2.2.1	Bewertungsprinzip . . . . .	208
6.4.2.1.2	Der Kalkulationszinsfuß . . . . .	210
6.4.2.1.3	Die Überschussgröße . . . . .	216
6.4.2.1.4	Berücksichtigung von Steuern . . . . .	225
6.4.2.1.5	Behandlung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens . . . . .	227
6.4.2.1.6	Beurteilung des Ertragswertverfahrens . . . . .	229
6.4.2.1.7	Fallstudie zum Ertragswertverfahren . . . . .	230
6.4.2.2	Discounted Cash-flow-Verfahren . . . . .	234
6.4.2.2.1	Bewertungsprinzip und Ausprägungen . . . . .	234
6.4.2.2.2	Finanzierungstheoretische Voraussetzungen . . . . .	236
6.4.2.2.3	Die gewichteten Kapitalkosten als Diskontierungsfaktor . . . . .	239
6.4.2.2.3	Die Überschussgröße . . . . .	246
6.4.2.2.4	Das DCF-Verfahren mit Steuern . . . . .	246
6.4.2.2.5	Wert des Eigenkapitals . . . . .	248
6.4.2.2.6	Beurteilung des DCF-Verfahrens und Vergleich mit dem Ertragswertverfahren . . . . .	248
6.4.3	Marktwertorientierte Bewertungsverfahren . . . . .	249
6.4.3.1	Multiplikatorverfahren . . . . .	249
6.4.3.2	Comparable Company Analysis . . . . .	252
6.5	Sonderfragen der Unternehmensbewertung . . . . .	254
6.5.1	Unternehmensbewertung beim Squeeze-out . . . . .	254
6.5.2	Besonderheiten bei internationalen Unternehmensbewertungen . . . . .	258
<b>7</b>	<b>Preisfindung bei Unternehmenstransaktionen . . . . .</b>	<b>263</b>
7.1	Verfahren der Preisfindung . . . . .	264
7.1.1	Verhandlungen . . . . .	264
7.1.1.1	Theoretische Betrachtung der Verhandlungssituation . . . . .	264
7.1.1.2	Persönliche und psychologische Faktoren bei Verhandlungen . . . . .	269
7.1.1.3	Kulturelle Faktoren bei Verhandlungen . . . . .	273
7.1.2	Einschaltung eines Schiedsgutachters . . . . .	276
7.1.3	Auktionen bei Unternehmenstransaktionen . . . . .	279
7.2	Zahlungsmodalitäten bei Unternehmenstransaktionen . . . . .	285
7.2.1	Barzahlung des Kaufpreises . . . . .	285
7.2.2	Bedingte Kaufpreise: Earn-out Klauseln . . . . .	287
7.2.3	Zahlung des Kaufpreises in Aktien . . . . .	294
<b>8</b>	<b>Rechtliche Rahmenbedingungen von Unternehmens-</b>	
	<b>transaktionen . . . . .</b>	<b>299</b>
8.1	Wettbewerbsrecht . . . . .	299
8.1.1	Kartellrechtliche Prüfung auf europäischer Ebene . . . . .	299

---

8.1.2	Kartellrechtliche Prüfung auf nationaler deutscher Ebene . . . . .	304
8.1.3	Kartellrechtliche Prüfung in den USA und Kanada . . . . .	307
8.2	Steuerrecht . . . . .	308
8.3	Bilanzrecht . . . . .	310
8.3.1	Grundlagen der Bilanzierung im Konzern . . . . .	310
8.3.2	Unternehmenstransaktionen im Konzernabschluss: Die Kapital- konsolidierung . . . . .	314
8.3.3	Bedeutung der Goodwill Bilanzierung bei Unternehmens- transaktionen. . . . .	322
<b>9</b>	<b>Post Merger Integration</b> . . . . .	<b>327</b>
9.1	Begriff und Einordnung der Post Merger Integration. . . . .	327
9.2	Voraussetzungen der Post Merger Integration. . . . .	329
9.3	Konstitutive Entscheidungen bei der Post Merger Integration. . . . .	330
9.3.1	Integrationsgrad . . . . .	330
9.3.2	Integrationsgeschwindigkeit. . . . .	333
9.4	Bereiche der Integration. . . . .	334
9.4.1	Strategische Integration . . . . .	334
9.4.2	Organisatorische und administrative Integration. . . . .	335
9.4.3	Personelle Integration. . . . .	339
9.4.4	Kulturelle Integration . . . . .	342
9.4.5	Operative Integration . . . . .	353
9.4.6	Externe Integration. . . . .	354
9.5	Controlling der Post Merger Integration . . . . .	356
<b>10</b>	<b>Erfolg von Unternehmenstransaktionen</b> . . . . .	<b>361</b>
10.1	Empirische Studien zu Kapitalmarktreaktionen . . . . .	363
10.1.1	Methodik. . . . .	363
10.1.2	Ausgewählte Untersuchungen . . . . .	364
10.2	Empirische Studien zum strategischen Erfolg. . . . .	366
10.3	Empirische Untersuchungen zu Human Resources und Erfolg von Unternehmenstransaktionen . . . . .	368
10.4	Epilog: Unternehmenstransaktion – (K)ein Paradox. . . . .	371
	Aufgabenteil . . . . .	375
	Lösungsteil . . . . .	405
	Literaturverzeichnis . . . . .	425
	Sachregister . . . . .	459
	Personen- und Unternehmensregister . . . . .	467