

Unternehmens- transaktionen

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

Von

Prof. Dr. Stefan Behringer

2., neu bearbeitete und erweiterte Auflage

ERICH SCHMIDT VERLAG

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur 2. Auflage	5	
Vorwort zur 1. Auflage	5	
Abbildungsverzeichnis	13	
Tabellenverzeichnis	15	
Abkürzungsverzeichnis	17	
1	Einleitung	21
1.1	Grundbegriffe	21
1.2	Aufbau dieses Buches	23
1.3	Prolog: Unternehmenstransaktionen – Ein Paradox?	26
2	Die Bedeutung von Unternehmenstransaktionen	29
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	36
2.2.4	Die vierte Welle: Von 1984 bis 1989	37
2.2.5	Die fünfte Welle: Von 1995 bis 2000	38
2.2.6	Die sechste Welle: Von 2003 bis 2008	40
2.2.7	Die siebte Welle: seit 2013	41
2.2.8	Gemeinsamkeiten der Mergerwellen	41
3	Motive für Unternehmenstransaktionen	45
3.1	Strategische Gründe	45
3.1.1	Beeinflussung des Wettbewerbs	45
3.1.2	Erschließung neuer Märkte	50
3.1.3	Economies of Scale	52
3.1.4	Economies of Scope	55
3.1.5	Einsparung von Transaktionskosten	57
3.1.6	Zugang zu Fähigkeiten und Ressourcen	62
3.2	Finanzwirtschaftliche Gründe	65
3.2.1	Bildung eines internen Kapitalmarkts	65
3.2.2	Diversifikation	66
3.2.3	Steuerliche Vorteile	72
3.2.4	Unterbewertung von Unternehmen	74
3.2.5	Raidertheorie: Wohlfahrtstransfer zwischen Käufer und Verkäufer	77

3.3	Irrationale Gründe für Unternehmenstransaktionen	78
3.3.1	Principal-Agent Theorie und Motive für Unternehmenstransaktionen	79
3.3.1.1	Empire Building und die Free Cashflow Hypothese	80
3.3.1.2	Sicherung des Arbeitsplatzes des Managements	82
3.3.2	Die Hybris-Hypothese	84
4	Formen von Unternehmenstransaktionen	87
4.1	Formen nach der Rolle in der Wertschöpfungskette	87
4.1.1	Vertikale Unternehmenstransaktionen	87
4.1.2	Horizontale Unternehmenstransaktionen	91
4.1.3	Laterale Unternehmenstransaktionen	92
4.2	Unternehmenstransaktionen nach Art der Kooperation mit dem Zielunternehmen	93
4.2.1	Freundliche Übernahme	93
4.2.2	Feindliche Übernahmen	94
4.2.2.1	Grundlegende Überlegungen zu feindlichen Übernahmen	94
4.2.2.2	Präventive Maßnahmen zur Abwehr von feindlichen Übernahmen ..	97
4.2.2.3	Reaktive Maßnahmen zur Abwehr von feindlichen Übernahmen ..	103
4.3	Unternehmenstransaktionen nach Art der übernommenen Vermö- gensgegenstände	114
4.3.1	Asset Deal	114
4.3.2	Share Deal	117
4.4	Formen der Unternehmenstransaktion nach Art des Zusammen- schlusses	119
4.4.1	Akquisition	119
4.4.2	Fusionen (Mergers)	121
4.5	Formen der Unternehmenstransaktion nach Art der Finanzierung – Leveraged Buy-outs (LBOs)	122
4.6	Formen der Unternehmenstransaktion nach der Person des Käufers	126
4.6.1	Managements Buy-outs (MBO), Management Buy-ins (MBI) oder Buy-in Management Buy-outs (BIMBO)	126
4.6.2	Employee Buy-outs (EBO)	128
4.6.3	Finanzinvestoren	129
4.6.3.1	Private Equity und Venture Capital Gesellschaften	129
4.6.3.2	Hedgefonds	139
4.6.3.3	Sovereign Wealth Fonds	140
5	Ablauf einer Unternehmenstransaktion	145
5.1	Identifikation geeigneter Unternehmen	147
5.1.1	Analyse der Makroumwelt: Die PESTEL-Analyse	147
5.1.2	Auswahl der Branche: Der 5 Forces Paradigm	149
5.1.3	Erstellen einer „Shortlist“	153

5.2	Ansprache geeigneter Kandidaten und Abschluss eines Letters of Intent	154
5.3	Due Diligence	159
5.3.1	Grundlagen und Begriffsabgrenzung	159
5.3.2	Market oder Commercial Due Diligence	164
5.3.3	Financial Due Diligence	165
5.3.4	Tax Due Diligence	169
5.3.5	Legal Due Diligence	170
5.3.6	Integrity Due Diligence	173
5.3.7	Environmental Due Diligence	176
5.3.8	Due Diligence Report	177
5.3.9	Vendor Due Diligence und Reverse Due Diligence	178
5.4	Unternehmensbewertung	179
5.5	Preisverhandlungen	180
5.6	Signing and Closing	182
5.7	Zeitlicher Rahmen für Akquisitionsprojekte	186
6	Unternehmensbewertung	189
6.1	Die Stellung der Unternehmensbewertung im Akquisitionsprozess	189
6.2	Wert und Preis eines Unternehmens	190
6.3	Funktionen der Unternehmensbewertung	195
6.3.1	Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung	195
6.3.1.1	Beratungsfunktion	196
6.3.1.2	Schiedsfunktion	198
6.3.1.3	Argumentationsfunktion	199
6.3.2	Nebenfunktionen	204
6.3.2.1	Steuerbemessungsfunktion	205
6.3.2.2	Vertragsgestaltungsfunktion	205
6.3.2.3	Entscheidungshilfefunktion	207
6.3.2.4	Bilanzhilfefunktion	209
6.4	Systematisierung der Bewertungssituation	210
6.4.1	Unternehmensbewertung und Entscheidungstheorie	210
6.4.2	Bestandteile der entscheidungsorientierten Bewertungskonzeption	214
6.4.2.1	Abbildung der Entscheidungsfelder der Bewertungsparteien	214
6.4.2.2	Abbildung der Zielsysteme der Bewertungsparteien	215
6.5	Bewertungsverfahren	217
6.5.1	Substanzwertorientierte Bewertungsverfahren	218
6.5.1.1	Traditioneller Substanzwert	218
6.5.1.2	Liquidationswertverfahren	220
6.5.2	Ertragswertorientierte Bewertungsverfahren	220
6.5.2.1	Wesen des Kapitalisierungsvorganges	220
6.5.2.2	Ertragswertverfahren	226
6.5.2.2.1	Bewertungsprinzip	226

6.5.2.2.2	Der Kalkulationszinsfuß	228
6.5.2.2.3	Die Überschussgröße	234
6.5.2.2.4	Berücksichtigung von Steuern	244
6.5.2.2.5	Behandlung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens	246
6.5.2.2.6	Beurteilung des Ertragswertverfahrens	248
6.4.2.2.7	Fallstudie zum Ertragswertverfahren	249
6.5.2.3	Discounted Cashflow-Verfahren	253
6.5.2.3.1	Bewertungsprinzip und Ausprägungen	253
6.5.2.3.2	Finanzierungstheoretische Voraussetzungen	255
6.5.2.3.3	Die gewichteten Kapitalkosten als Diskontierungsfaktor	258
6.5.2.3.3	Die Überschussgröße	265
6.5.2.3.4	Das DCF-Verfahren mit Steuern	266
6.5.2.3.5	Wert des Eigenkapitals	268
6.5.2.2.6	Beurteilung des DCF-Verfahrens und Vergleich mit dem Ertragswertverfahren	268
6.5.3	Marktwertorientierte Bewertungsverfahren	269
6.5.3.1	Multiplikatorverfahren	269
6.5.3.2	Comparable Company Analysis	272
6.6	Sonderfragen der Unternehmensbewertung	274
6.6.1	Unternehmensbewertung beim Squeeze-out	274
6.6.2	Besonderheiten bei internationalen Unternehmensbewertungen ...	278
7	Preisfindung bei Unternehmenstransaktionen	283
7.1	Verfahren der Preisfindung	284
7.1.1	Verhandlungen	284
7.1.1.1	Theoretische Betrachtung der Verhandlungssituation	284
7.1.1.2	Persönliche und psychologische Faktoren bei Verhandlungen	290
7.1.1.3	Kulturelle Faktoren bei Verhandlungen	293
7.1.2	Einschaltung eines Schiedsgutachters	297
7.1.3	Auktionen bei Unternehmenstransaktionen	300
7.2	Zahlungsmodalitäten bei Unternehmenstransaktionen	307
7.2.1	Barzahlung des Kaufpreises	307
7.2.2	Bedingte Kaufpreise: Earn-out Klauseln	309
7.2.3	Zahlung des Kaufpreises in Aktien	316
8	Rechtliche Rahmenbedingungen von Unternehmenstransaktionen	321
8.1	Wettbewerbsrecht	321
8.1.1	Kartellrechtliche Prüfung auf europäischer Ebene	322
8.1.2	Kartellrechtliche Prüfung auf nationaler deutscher Ebene	326
8.1.3	Kartellrechtliche Prüfung in den USA und Kanada	330

8.2	Steuerrecht	331
8.3	Bilanzrecht	333
8.3.1	Grundlagen der Bilanzierung im Konzern	333
8.3.2	Unternehmenstransaktionen im Konzernabschluss: Die Kapitalkon- solidierung	337
8.3.3	Bedeutung der Goodwill Bilanzierung bei Unternehmenstrans- aktionen	345
9	Post Merger Integration	351
9.1	Begriff und Einordnung der Post Merger Integration	351
9.2	Voraussetzungen der Post Merger Integration	353
9.3	Konstitutive Entscheidungen bei der Post Merger Integration	355
9.3.1	Integrationsgrad	355
9.3.2	Integrationsgeschwindigkeit	357
9.4	Bereiche der Integration	358
9.4.1	Strategische Integration	358
9.4.2	Organisatorische und administrative Integration	359
9.4.3	Personelle Integration	363
9.4.4	Kulturelle Integration	367
9.4.5	Operative Integration	378
9.4.6	Externe Integration	379
9.5	Controlling der Post Merger Integration	381
10	Erfolg von Unternehmenstransaktionen	385
10.1	Empirische Studien zu Kapitalmarktreaktionen	387
10.1.1	Methodik	387
10.1.2	Ausgewählte Untersuchungen	388
10.2	Empirische Studien zum strategischen Erfolg	390
10.3	Empirische Untersuchungen zu Human Resources und Erfolg von Unternehmenstransaktionen	393
10.4	Epilog: Unternehmenstransaktion – (K)ein Paradox	396
	Aufgabenteil	399
	Lösungsteil	429
	Literaturverzeichnis	451
	Register	487