



# *Unternehmens- transaktionen*

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

Von

**Prof. Dr. Stefan Behringer**

2., neu bearbeitete und erweiterte Auflage

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/978-3-503-19405-6](http://ESV.info/978-3-503-19405-6)

ISBN 978-3-503-19405-6

Alle Rechte vorbehalten

© Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG, Berlin 2020

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

Dieses Papier erfüllt die Frankfurter Forderungen der Deutschen Nationalbibliothek und der Gesellschaft für das Buch bezüglich der Alterungsbeständigkeit und entspricht sowohl den strengen Bestimmungen der US Norm Ansi/Niso Z 39.48-1992 als auch der ISO-Norm 9706

Satz: Herbert Kloos, ES-Editionssupport, Berlin

Druck und buchbinderische Verarbeitung: docupoint, Barleben

## **Vorwort zur 2. Auflage**

Die erste Auflage dieses Buches hat eine erfreulich positive Aufnahme gefunden. An vielen Hochschulen ist es Begleiter von Vorlesungen und Seminaren geworden. Aus dieser intensiven Nutzung sind viele Anregungen hervorgegangen, die in die Neuauflage eingeflossen sind. Des Weiteren ist der gesamte Text überarbeitet worden, Beispiele wurden hinzugefügt bzw. aktualisiert, neue gesetzliche und praktische Entwicklungen wurden aufgenommen. Außerdem ist die Literatur vollständig aktualisiert worden.

Ich bedanke mich bei vielen Leserinnen und Lesern für Anregungen. Insbesondere danke ich meinem Kollegen Oliver Wojahn, der mir viele Anregungen und Empfehlungen gegeben hat. Ganz besonders danke ich meiner Familie, insbesondere meiner Frau Anna von dem Berge, für die Unterstützung.

Rotkreuz, im März 2020

Prof. Dr. Stefan Behringer

## **Vorwort zur 1. Auflage**

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 September 2012

Prof. Dr. Stefan Behringer

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur 2. Auflage .....	5
Vorwort zur 1. Auflage .....	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 .....	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
<b>3 Motive für Unternehmenstransaktionen .....</b>	<b>45</b>
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
<b>4</b>	<b>Formen von Unternehmenstransaktionen .....</b>	<b>87</b>
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
<b>5</b>	<b>Ablauf einer Unternehmenstransaktion .....</b>	<b>145</b>
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
<b>6</b>	<b>Unternehmensbewertung .....</b>	<b>189</b>
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
<b>7</b>	<b>Preisfindung bei Unternehmenstransaktionen .....</b>	<b>283</b>
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
<b>8</b>	<b>Rechtliche Rahmenbedingungen von Unternehmenstransaktionen .....</b>	<b>321</b>
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
<b>9</b>	<b>Post Merger Integration</b> .....	<b>351</b>
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
<b>10</b>	<b>Erfolg von Unternehmenstransaktionen</b> .....	<b>385</b>
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

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Volumen der M&A Transaktionen global und für Europa in Mrd. USD .....	29
Abbildung 2: Beim Bundeskartellamt angemeldete Zusammenschlüsse 2005 bis 2018 .....	30
Abbildung 3: Ableitung des gewinnmaximalen Preises im Monopol (Cournotscher Punkt) .....	47
Abbildung 4: Transaktionskosten und Koordinationsform .....	59
Abbildung 5: Aktien nach Art der rechtlichen Übertragung .....	99
Abbildung 6: Steuerliche Vermögensarten .....	118
Abbildung 7: Beteiligungsstufen bei einer Akquisition (Aktiengesellschaft)	120
Abbildung 8: Schematische Darstellung der Fusion durch Neubildung .....	121
Abbildung 9: Schematische Darstellung der Fusion durch Aufnahme mit der B AG als aufnehmender Gesellschaft .....	122
Abbildung 10: Struktur einer Private Equity Beteiligung .....	131
Abbildung 11: Phasen der Private Equity Finanzierung .....	132
Abbildung 12: Typischer Verlauf einer Unternehmenstransaktion .....	146
Abbildung 13: 5 Forces Paradigm zur Branchenstrukturanalyse nach Michael Porter .....	150
Abbildung 14: Trichterförmige Einschränkung des Suchfeldes bei Erstellung einer Shortlist .....	153
Abbildung 15: Mögliche Formen der Kontaktaufnahme zu Akquisitionskandidaten .....	155
Abbildung 16: Systematische übersicht über die einzelnen Prüffelder einer Due Diligence .....	161
Abbildung 17: Grafische Darstellung des hockey-stick Effekts der Planung ..	168
Abbildung 18: Prüffelder einer Integrity Due Diligence .....	173
Abbildung 19: Zeitlicher Rahmen für ein Akquisitionsprojekt .....	186
Abbildung 20: Funktionen der Unternehmensbewertung nach der Kölner Funktionenlehre .....	196
Abbildung 21: Transaktionsbereich .....	199
Abbildung 22: Bestandteile eines Entscheidungsmodells .....	213
Abbildung 23: Grafische Darstellung der Fisher-Separation .....	223
Abbildung 24: Zeitreihe mit Trendgerade .....	242
Abbildung 25: Schematische Darstellung des Ertragswertverfahrens .....	247
Abbildung 26: Die Varianten der DCF-Verfahren .....	254
Abbildung 27: Transaktionsbereich einer normalen Verhandlungssituation ..	314
Abbildung 28: Schematischer Verlauf des deutschen Fusionskontrollverfahrens .....	328

---

Abbildung 29: Überblick über verschiedene Integrationsgrade .....	355
Abbildung 30: Holding ohne Integration .....	360
Abbildung 31: Integriertes Kerngeschäft mit autonomen Tochtergesellschaften .....	361
Abbildung 32: Unabhängige in sich integrierte Geschäftsbereiche .....	361
Abbildung 33: Vollständig integriertes Unternehmen .....	362
Abbildung 34: Akkulturation aus Sicht des übernommenen Unternehmens ..	370
Abbildung 35: Akkulturation aus Sicht des übernehmenden Unternehmens ..	371
Abbildung 36: Auswirkungen des Kulturwandels nach Kulturtypen .....	372
Abbildung 37: Entwicklung einer hybriden Unternehmenskultur für Skoda ..	377
Abbildung 38: Gewollte und ungewollte Kommunikation mit und zwischen Stakeholdergruppen .....	380
Abbildung 39: Balanced Scorecard für das Post Merger Management .....	382

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Die acht größten (bekanntesten) Private Equity Transaktionen zwischen 2014 und 2017 .....	135
Tabelle 2: Die größten Staatsfonds der Welt .....	142
Tabelle 3: Checkliste zur Anwendung der PESTEL-Analyse .....	149
Tabelle 4: Praktische Verbreitung von Teilbereichen einer Due Diligence ..	162
Tabelle 5: Herleitung des Cashflow nach DVFA/SG .....	167
Tabelle 6: Risikozuschläge und Sicherheitsäquivalente .....	232
Tabelle 7: Schema zur Berechnung der Einzahlungsüberschüsse eines Unternehmens .....	236
Tabelle 8: Verkürzte GuV der HelloKitty Fitness GmbH für die Jahre 2018 bis 2020 .....	249
Tabelle 9: Prognostizierte Einzahlungsüberschüsse vor Steuern der HelloKitty Fitness GmbH .....	250
Tabelle 10: Ermittlung der Steuern der HelloKitty Fitness GmbH .....	251
Tabelle 11: Abgezinsten Einzahlungsüberschüsse der HelloKitty Fitness GmbH .....	252
Tabelle 12: Beherrschender Einfluss nach §290 Abs. 2 HGB .....	335
Tabelle 13: Größenkriterien des Publizitätsgesetzes (§11 PublG) .....	335
Tabelle 14: Größenkriterien zur Befreiung von der Aufstellungspflicht für einen Konzernabschluss (§293 HGB) .....	336