

Unternehmens- transaktionen

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

Von

Prof. Dr. Stefan Behringer

3., neu bearbeitete 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/978-3-503-23801-9

1. Auflage 2012
2. Auflage 2020

ISBN 978-3-503-23801-9

Alle Rechte vorbehalten

© Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG, Berlin 2024

www.ESV.info

Die Nutzung für das Text und Data Mining ist ausschließlich dem Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG vorbehalten. Der Verlag untersagt eine Vervielfältigung gemäß § 44b UrhG ausdrücklich.

Satz: Herbert Kloos, ES-Editionssupport, Berlin

Druck und buchbinderische Verarbeitung: docupoint, Barleben

Vorwort zur 3. Auflage

Auch die zweite Auflage dieses Lehrbuchs ist bereits nach kurzer Zeit ausverkauft gewesen. Dies gibt die Chance, in der neuen Auflage auf aktuelle Entwicklungen im Bereich Unternehmenstransaktionen einzugehen. So wurden Aspekte der Digitalisierung, der Nachhaltigkeit, der Künstlichen Intelligenz und Auswirkungen der verschiedenen globalen strategischen Krisen (Covid-19, Ukraine-Krieg, der Krieg im Nahen Osten) berücksichtigt. Der gesamte Text ist wiederum überarbeitet worden, aktuelle Literatur und neue Studien fanden Berücksichtigung und es sind neue praktische Beispiele ergänzt worden.

Ich bedanke mich wiederum bei den vielen Leserinnen und Lesern, die Anregungen zur Verbesserung des Buches gemacht haben. Ganz besonders danke ich meiner Familie für die Unterstützung. Insbesondere danke ich meiner Frau Anna von dem Berge, die mich mit viel Liebe in allem unterstützt.

Hamburg und Rotkreuz, im Dezember 2023

Prof. Dr. Stefan Behringer

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 kauf-

dem 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.

Hamburg, im September 2012

Prof. Dr. Stefan Behringer

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur 3. Auflage	5
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 Mergerwellen	31
2.2.1 Die erste Mergerwelle: 1887 bis 1904	32
2.2.2 Die zweite Mergerwelle: 1916 bis 1929	35
2.2.3 Die dritte Mergerwelle: Die 1960er Jahre	37
2.2.4 Die vierte Welle: Von 1984 bis 1989	38
2.2.5 Die fünfte Welle: Von 1995 bis 2000	39
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	42
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	53
3.1.4 Economies of Scope	55
3.1.5 Einsparung von Transaktionskosten	57
3.1.6 Zugang zu Fähigkeiten und Ressourcen	63
3.2 Finanzwirtschaftliche Gründe	65
3.2.1 Bildung eines internen Kapitalmarkts	65
3.2.2 Diversifikation	67
3.2.3 Steuerliche Vorteile	73
3.2.4 Unterbewertung von Unternehmen	75
3.2.5 Raidertheorie: Wohlfahrtstransfer zwischen Käufer und Verkäufer...	78

3.3	Irrationale Gründe für Unternehmenstransaktionen	79
3.3.1	Principal-Agent Theorie und Motive für Unternehmenstransaktionen	80
3.3.1.1	Empire Building und die Free Cashflow Hypothese	81
3.3.1.2	Sicherung des Arbeitsplatzes des Managements	83
3.3.2	Die Hybris-Hypothese	85
4	Formen von Unternehmenstransaktionen	89
4.1	Formen nach der Rolle in der Wertschöpfungskette	89
4.1.1	Vertikale Unternehmenstransaktionen	89
4.1.2	Horizontale Unternehmenstransaktionen	94
4.1.3	Laterale Unternehmenstransaktionen	95
4.2	Unternehmenstransaktionen nach Art der Kooperation mit dem Zielunternehmen	95
4.2.1	Freundliche Übernahme	95
4.2.2	Feindliche Übernahmen	97
4.2.2.1	Grundlegende Überlegungen zu feindlichen Übernahmen	97
4.2.2.2	Präventive Maßnahmen zur Abwehr von feindlichen Übernahmen ..	100
4.2.2.3	Reaktive Maßnahmen zur Abwehr von feindlichen Übernahmen ...	105
4.3	Unternehmenstransaktionen nach Art der übernommenen Vermögensgegenstände	117
4.3.1	Asset Deal	117
4.3.2	Share Deal	120
4.4	Formen der Unternehmenstransaktion nach Art des Zusammenschlusses	122
4.4.1	Akquisition	122
4.4.2	Fusionen (Mergers)	124
4.5	Formen der Unternehmenstransaktion nach Art der Finanzierung – Leveraged Buy-outs (LBOs)	125
4.6	Formen der Unternehmenstransaktion nach der Person des Käufers ..	129
4.6.1	Managements Buy-outs (MBO), Management Buy-ins (MBI) oder Buy-in Management Buy-outs (BIMBO)	131
4.6.2	Employee Buy-outs (EBO)	132
4.6.3	Finanzinvestoren	133
4.6.3.1	Private Equity und Venture Capital Gesellschaften	134
4.6.3.2	Hedgefonds	143
4.6.3.3	Sovereign Wealth Fonds	144
5	Ablauf einer Unternehmenstransaktion	151
5.1	Identifikation geeigneter Unternehmen	153
5.1.1	Analyse der Makroumwelt: Die PESTEL-Analyse	153
5.1.2	Auswahl der Branche: Der 5 Forces Paradigm	155

5.1.3	Erstellen einer „Shortlist“	159
5.2	Ansprache geeigneter Kandidaten und Abschluss eines Letters of Intent	161
5.3	Due Diligence	166
5.3.1	Grundlagen und Begriffsabgrenzung	166
5.3.2	Market oder Commercial Due Diligence	171
5.3.3	Financial Due Diligence	172
5.3.4	Tax Due Diligence	176
5.3.5	Legal Due Diligence	177
5.3.6	Integrity Due Diligence	180
5.3.7	Environmental Due Diligence	186
5.3.8	Due Diligence Report	187
5.3.9	Vendor Due Diligence und Reverse Due Diligence	189
5.4	Unternehmensbewertung	190
5.5	Preisverhandlungen	190
5.6	Signing and Closing	192
5.7	Zeitlicher Rahmen für Akquisitionsprojekte	196
6	Unternehmensbewertung	199
6.1	Die Stellung der Unternehmensbewertung im Akquisitionsprozess ..	199
6.2	Wert und Preis eines Unternehmens	200
6.3	Funktionen der Unternehmensbewertung	206
6.3.1	Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung	206
6.3.1.1	Beratungsfunktion	207
6.3.1.2	Schiedsfunktion	209
6.3.1.3	Argumentationsfunktion	210
6.3.2	Nebenfunktionen	214
6.3.2.1	Steuerbemessungsfunktion	215
6.3.2.2	Vertragsgestaltungsfunktion	216
6.3.2.3	Entscheidungshilfefunktion	218
6.3.2.4	Bilanzhilfefunktion	219
6.4	Systematisierung der Bewertungssituation	220
6.4.1	Unternehmensbewertung und Entscheidungstheorie	220
6.4.2	Bestandteile der entscheidungsorientierten Bewertungskonzeption ..	224
6.4.2.1	Abbildung der Entscheidungsfelder der Bewertungsparteien	224
6.4.2.2	Abbildung der Zielsysteme der Bewertungsparteien	226
6.5	Bewertungsverfahren	227
6.5.1	Substanzwertorientierte Bewertungsverfahren	229
6.5.1.1	Traditioneller Substanzwert	229
6.5.1.2	Liquidationswertverfahren	230
6.5.2	Ertragswertorientierte Bewertungsverfahren	231
6.5.2.1	Wesen des Kapitalisierungsvorganges	231
6.5.2.2	Ertragswertverfahren	236

6.5.2.2.1	Bewertungsprinzip	236
6.5.2.2.2	Der Kalkulationszinsfuß	238
6.5.2.2.3	Die Überschussgröße	244
6.5.2.2.4	Berücksichtigung von Steuern	255
6.5.2.2.5	Behandlung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens	257
6.5.2.2.6	Beurteilung des Ertragswertverfahrens	258
6.4.2.2.7	Fallstudie zum Ertragswertverfahren	260
6.5.2.3	Discounted Cashflow-Verfahren	264
6.5.2.3.1	Bewertungsprinzip und Ausprägungen	264
6.5.2.3.2	Finanzierungstheoretische Voraussetzungen	266
6.5.2.3.3	Die gewichteten Kapitalkosten als Diskontierungsfaktor	269
6.5.2.3.3	Die Überschussgröße	276
6.5.2.3.4	Das DCF-Verfahren mit Steuern	277
6.5.2.3.5	Wert des Eigenkapitals	279
6.5.2.2.6	Beurteilung des DCF-Verfahrens und Vergleich mit dem Ertragswertverfahren	279
6.5.3	Marktwertorientierte Bewertungsverfahren	280
6.5.3.1	Multiplikatorverfahren	280
6.5.3.2	Comparable Company Analysis	283
6.6	Sonderfragen der Unternehmensbewertung	285
6.6.1	Unternehmensbewertung beim Squeeze-out	285
6.6.2	Besonderheiten bei internationalen Unternehmensbewertungen	290
6.6.3	ESG und Unternehmensbewertung	292
7	Preisfindung bei Unternehmenstransaktionen	297
7.1	Verfahren der Preisfindung	298
7.1.1	Verhandlungen	298
7.1.1.1	Theoretische Betrachtung der Verhandlungssituation	298
7.1.1.2	Persönliche und psychologische Faktoren bei Verhandlungen	304
7.1.1.3	Kulturelle Faktoren bei Verhandlungen	307
7.1.2	Einschaltung eines Schiedsgutachters	311
7.1.3	Auktionen bei Unternehmenstransaktionen	314
7.2	Zahlungsmodalitäten bei Unternehmenstransaktionen	321
7.2.1	Barzahlung des Kaufpreises	321
7.2.2	Bedingte Kaufpreise: Earn-out Klauseln	323
7.2.3	Zahlung des Kaufpreises in Aktien	330
8	Rechtliche Rahmenbedingungen von Unternehmenstransaktionen	337
8.1	Wettbewerbsrecht	337
8.1.1	Kartellrechtliche Prüfung auf europäischer Ebene	338
8.1.2	Kartellrechtliche Prüfung auf nationaler deutscher Ebene	343

8.1.3	Kartellrechtliche Prüfung in den USA und Kanada	346
8.2	Steuerrecht	347
8.3	Bilanzrecht	349
8.3.1	Grundlagen der Bilanzierung im Konzern	349
8.3.2	Unternehmenstransaktionen im Konzernabschluss: Die Kapitalkon- solidierung	353
8.3.3	Bedeutung der Goodwill Bilanzierung bei Unternehmenstrans- aktionen	362
9	Post Merger Integration	367
9.1	Begriff und Einordnung der Post Merger Integration	367
9.2	Voraussetzungen der Post Merger Integration	369
9.3	Konstitutive Entscheidungen bei der Post Merger Integration	371
9.3.1	Integrationsgrad	371
9.3.2	Integrationsgeschwindigkeit	373
9.4	Bereiche der Integration	374
9.4.1	Strategische Integration	374
9.4.2	Organisatorische und administrative Integration	375
9.4.3	Personelle Integration	379
9.4.4	Kulturelle Integration	383
9.4.5	Operative Integration	394
9.4.6	Externe Integration	395
9.5	Controlling der Post Merger Integration	397
10	Erfolg von Unternehmenstransaktionen	401
10.1	Empirische Studien zu Kapitalmarktreaktionen	403
10.1.1	Methodik	403
10.1.2	Ausgewählte Untersuchungen	404
10.2	Empirische Studien zum strategischen Erfolg	407
10.3	Empirische Untersuchungen zu Human Resources und Erfolg von Unternehmenstransaktionen	409
10.4	Epilog: Unternehmenstransaktion – (K)ein Paradox	412
	Aufgabenteil	415
	Lösungsteil	445
	Literaturverzeichnis	467
	Register	507