

# Martin Weinmann

## Wertorientiertes Management von Unternehmens- zusammenschlüssen



**PETER LANG**

Europäischer Verlag der Wissenschaften

# Inhaltsverzeichnis

<b>Verzeichnis der Abbildungen, Tabellen und Beispielrechnungen</b>	<b>XVII</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b>	<b>XXI</b>
<b>1. Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung	1
1.2 Aufbau der Arbeit	5
<b>2. Grundlegung</b>	<b>8</b>
2.1 Unternehmenszusammenschluss als betriebswirtschaftliches Phänomen	8
2.2 Bindungsrichtung als Klassifikationskriterium	9
2.3 Unternehmenszusammenschlüsse als Teilbereich von Mergers & Acquisitions	11
2.4 Akquisition und Fusion als Unternehmenszusammenschluss i.e.S.	15
2.4.1 Akquisition	15
2.4.1.1 Akquisition als Unternehmenszusammenschluss i.e.S.	15
2.4.1.2 Share Deal und Asset Deal als Basisformen der Akquisition	18
2.4.2 Fusion	21
2.4.2.1 Fusion als Unternehmenszusammenschluss i.e.S.	21
2.4.2.2 Arten von Fusionen	22
2.5 Phasen des Unternehmenszusammenschlusses	25
<b>3. Motivtheorien für Unternehmenszusammenschlüsse</b>	<b>27</b>
3.1 Nicht wertorientierte Motivtheorien	28
3.1.1 Economic Disturbance-Theorie nach Gort	28
3.1.2 Prozesstheorie	30
3.1.3 Hybris-Theorie nach Roll	32
3.1.4 Managertheorien	34
3.1.4.1 Principal Agent-Ansatz als Hintergrund der Managertheorien	34
3.1.4.2 Free Cashflow-Theorie	37
3.1.4.3 Corporate Control-Theorie	38
3.1.4.4 Empire Building-Theorie	41
3.1.4.5 Risikoreduzierung als Managementzielsetzung	42
3.1.4.6 Zusammenfassende kritische Würdigung der Managertheorien	44
3.2 Wertorientierte Motivtheorien	45
3.2.1 Synergie- bzw. Effizienztheorie	45

3.2.2 Monopol- bzw. Marktmachttheorie	4fr
3.2.3 Steuerliche Motive	50
3.2.4 Theorie des ineffizienten Managements	52
3.2.5 Informationstheorie	54
3.3 Zwischenfazit	56
<b>4. Bedeutung der Unternehmensbewertung bei Unternehmens-</b> <b>zusammenschlüssen</b>	<b>59</b>
4.1 Begriffe der Unternehmensbewertung	60
4.1.1 Wert und Preis	60
4.1.2 Bedeutung des Grenzpreises bei der Unternehmensbewertung	61
4.2 Grundlagen der Unternehmensbewertung	62
4.2.1 Anlässe der Unternehmensbewertung	62
4.2.2 Werttheorien: objektiver, objektivierter und subjektiver Unternehmenswert	64
4.2.3 Funktionale Unternehmensbewertung	66
4.2.3.1 Beratungsfunktion	68
4.2.3.2 Vermittlungsfunktion	69
4.2.3.3 Argumentationsfunktion	70
4.2.3.4 Steuerungsfunktion	71
4.2.3.5 Nebenfunktionen	72
4.3 Zwischenfazit: Kriterien einer wertorientierten Unternehmens-	
Bewertung	73
4.4 Verfahren der Unternehmensbewertung	74
4.4.1 Traditionelle Verfahren	78
4.4.1.1 Substanzwert	78
4.4.1.2 Liquidationswert	80
4.4.1.3 Ertragswert	81
4.4.1.3.1 Verschiedene Auffassungen des Ertragswertes	81
4.4.1.3.2 Aussagefähigkeit des Ertragswertes	85
4.4.1.4 Kombinierte Verfahren	88
4.4.2 Markt- und wertorientierte Konzepte der Unternehmensbewertung	89
4.4.2.1 Unzulänglichkeiten der traditionellen Bewertungsverfahren	89
4.4.2.2 Methodische Ansätze einer wertorientierten Unternehmensbewertung	91
4.4.2.3 Discounted Cashflow-Methode	92
4.4.2.3.1 Komponenten der Discounted Cashflow-Methode	94
4.4.2.3.1.1 Freier Cashflow als Erfolgsgröße der DCF-Methode	94
4.4.2.3.1.2 Bestimmung der Kapitalkosten	98
4.4.2.3.1.2.1 Bestimmung der Eigenkapitalkosten	98
4.4.2.3.1.2.2 Kritik an der Bestimmung des Diskontierungsfaktors	103

4.4.2.3.1.3 Ermittlung des Restwertes	105
4.4.2.3.1.3.1 Ewig konstante Cashflows	106
4.4.2.3.1.3.2 Ewig konstant wachsende Cashflows	107
4.4.2.3.1.3.3 Multiplikator-Verfahren	108
4.4.2.3.1.3.4 Weitere Verfahren zur Restwertbestimmung	109
4.4.2.3.2 Kritische Würdigung der Discounted Cashflow- Verfahren	110
4.4.2.4 Strategisch-dynamische Unternehmensbewertung mittels Realoptionen	112
4.4.2.4.1 Begriffliche Grundlagen	114
4.4.2.4.2 Bewertungsverfahren von Optionen	116
4.4.2.4.2.1 Binomialmodell nach Cox et al.	116
4.4.2.4.2.2 Black/Scholes-Modell	118
4.4.2.4.3 Kritische Würdigung der Unternehmensbewertung mittels Realoptionen	120
4.4.2.4.3.1 Fundamentalkritik	120
4.4.2.4.3.2 Detailkritik	121
4.4.2.4.4 Fazit: Bedeutung der Optionspreisbewertung	122
4.5 Zwischenfazit	125
4.6 Akquisitionsspezifische Komponenten der Unternehmensbewertung	127
4.6.1 Restrukturierungswert	128
4.6.2 Synergiewert	130
4.6.2.1 Begriff der Synergie	131
4.6.2.1.1 Allgemeine Synergiekonzeptionen	131
4.6.2.1.2 Synergiebegriff im ökonomischen Kontext	132
4.6.2.2 ökonomische Erklärungsansätze für Synergien	133
4.6.2.2.1 Mikroökonomische Konzepte	133
4.6.2.2.1.1 EconomiesofScale	133
4.6.2.2.1.2 EconomiesofScope	135
4.6.2.2.2 Empirisch fundierte Konzepte der strategischen Planung	136
4.6.2.2.2.1 Lern-und Erfahrungskurve	136
4.6.2.2.2.2 PIMS-Programm	138
4.6.2.2.3 Transaktionskostentheoretische Fundierung	139
4.6.2.3 Synergiemanagement zur Transformation von Synergiepotenzialen in Synergieeffekte	143
4.6.2.4 Klassische Synergieansätze zur Identifikation von Synergiepotenzialen	145
4.6.2.4.1 Synergieansatz von Ansoff	146
4.6.2.4.1.1 Einordnung der Synergien in das Konzept von Ansoff	146
4.6.2.4.1.2 Verschiedene Arten von Synergien	149

4.6.2.4.1.3 Kritische Würdigung des Synergieansatzes von Ansoff	151
4.6.2.4.2 Synergieansatz von Porter	153
4.6.2.4.2.1 Einordnung der Synergien in das Konzept von Porter	153
4.6.2.4.2.2 Klassifikation von Verflechtungen	154
4.6.2.4.2.3 Kritische Würdigung der Synergieansatzes von Porter	158
4.6.2.4.3 Synergieansatz von Coenberg/Sautter	159
4.6.2.4.3.1 Darstellung des Synergieansatzes nach Coenberg/Sautter	159
4.6.2.4.3.2 Kritische Beurteilung des Synergieansatzes von Coenberg/Sautter	163
4.6.2.4.4 Synergieansatz von Weber	163
4.6.2.4.4.1 Darstellung des Synergieansatzes von Weber	163
4.6.2.4.4.2 Kritische Beurteilung des Synergieansatzes von Weber	165
4.6.2.4.5 Weitere Ansätze	166
4.6.2.5 Dissynergien	170
4.6.2.6 Quantifizierung von Synergien	172
4.6.2.6.1 Verfahren zur Quantifizierung von Synergien	172
4.6.2.6.2 Probleme der Quantifizierung von Synergien	175
4.6.2.7 Zwischenfazit zum Synergiephänomen	178
4.6.3 Risiken und Kosten der Transaktion	179
4.6.3.1 Risiken der Transaktion	179
4.6.3.2 Kosten der Transaktion	185
4.7 Fazit zur Unternehmensbewertung bei Unternehmenszusammenschlüssen	186
<b>5. Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen</b>	<b>188</b>
5.1 Messung des Akquisitionserfolges	188
5.1.1 Erfolgsmessung durch Managerbefragung	188
5.1.2 Erfolgsmessung auf Grundlage der Desinvestitionsrate	189
5.1.3 Erfolgsmessung anhand von Jahresabschlusszahlen	191
5.1.4 Erfolgsmessung anhand von Börsenkursentwicklungen	193
5.1.4.1 Vorgehensweise der Erfolgsmessung anhand von Börsenkursentwicklungen	193
5.1.4.2 Kritische Würdigung der kapitalmarktorientierten Untersuchungen	197
5.1.4.2.1 Problem der Wahl des Ereigniszeitraumes	198
5.1.4.2.2 Problem der Wahl des Ereigniszeitpunktes	199

5.1.4.2.3 Problem der Wahl der Schätzperiode	201	*
5.1.4.2.4 Sonstige Mängel der Ereignisstudien		201
5.2 Ergebnisse der Erfolgsmessung		204
5.3 Gründe für den Misserfolg von Akquisitionen		214
5.3.1 Ex ante-Ursachen für den Misserfolg		214
5.3.1.1 Überschätzung von Synergie- und Restrukturierungspotenzialen		214
5.3.1.2 Überhöhter Kaufpreis als Ergebnis des Verhandlungsprozesses		216
5.3.1.3 Mangelhafte strategische Vorplanung		218
5.3.1.4 Überschätzung des eigenen Managements		218
5.3.2 Ex post-Ursachen für den Misserfolg		219
5.3.2.1 Strukturelle Mängel		219
5.3.2.2 Kulturelle Konflikte		220
5.3.2.3 Personelle Widerstände		222
5.3.2.4 Unzureichende Integrationsgeschwindigkeit		222
5.3.2.5 Sonstige Ursachen		223
5.4 Erfolgsfaktoren für Unternehmenszusammenschlüsse		225
5.4.1 Ex ante-Erfolgsfaktoren		225
5.4.1.1 Due Diligence		225
5.4.1.1.1 Begriff der Due Diligence		226
5.4.1.1.2 Funktionen der Due Diligence		228
5.4.1.1.2.1 Käuferbezogene Funktionen der Due Diligence		229
5.4.1.1.2.2 Weitere Funktionen der Due Diligence		232
5.4.1.1.3 Formen der Due Diligence		232
5.4.1.1.3.1 Marktorientierte Due Diligence		234
5.4.1.1.3.2 Finanzwirtschaftliche Due Diligence		234
5.4.1.1.3.3 Steuerliche Due Diligence		235
5.4.1.1.3.4 Rechtliche Due Diligence	23	5
5.4.1.1.3.5 Umweltorientierte Due Diligence		237
5.4.1.1.4 Methoden der Due Diligence		238
5.4.1.1.5 Organisatorische Gestaltung der Due Diligence		240
5.4.1.1.5.1 Aufbauorganisation		240
5.4.1.1.5.2 Ablauforganisation		242
5.4.1.1.6 Fazit zum Erfolgsfaktor „Due Diligence“		243
5.4.1.2 Zahlungsmodus des Kaufpreises		244
5.4.1.2.1 Barzahlung des Kaufpreises		245
5.4.1.2.2 Aktientausch		246
5.4.1.2.2.1 Festlegung der Anzahl der Aktien		247

5.4.1.2.2.2	Determinierung eines fixen Aktienwertes	248
5.4.1.2.3	Gestaltungsempfehlungen bezüglich des Zahlungsmodus	248
5.4.1.2.3.1	Allgemeine Gestaltungsempfehlungen	248
5.4.1.2.3.2	Gestaltungsempfehlungen anhand von Kontextfaktoren	250
5.4.1.2.3.2.1	Tatsächlicher Wert der Aktien des Erwerbers	250
5.4.1.2.3.2.2	Synergierisiken	251
5.4.1.2.3.2.3	Marktrisiken vor Vertragsschluss	252
5.4.1.2.3.3	Shareholder Value at Risk als Kennzahl der Risikobewertung	253
5.4.1.2.4	Fazit zum Erfolgsfaktor „Zahlungsmodus des Kaufpreises“	254
5.4.1.3	Weitere ex ante-Erfolgsfaktoren	255
5.4.1.3.1	Nationale versus internationale Unternehmenszusammenschlüsse	255
5.4.1.3.2	Diversifikationsrichtung	256
5.4.1.3.3	Relative Größe der beteiligten Unternehmen	258
5.4.1.3.4	Freundliche versus feindliche Übernahme	260
5.4.1.3.5	Akquisitionserfahrung	261
5.4.2	Kommunikation als bedeutsamer ex post-Erfolgsfaktor	263
5.4.2.1	Begriff der Kommunikation	263
5.4.2.2	Funktionen der Kommunikation	265
5.4.2.3	Grundregeln der Kommunikation	267
5.4.2.4	Medien der Kommunikation	268
5.4.2.5	Institutionalisierung der Kommunikation	270
5.4.2.6	Fazit zum Erfolgsfaktor „Kommunikation“	272
5.4.3	Abschließendes Fazit zu den Erfolgsfaktoren	272
<b>6.</b>	<b>Akquisitionscontrolling als Synthese aus ex ante- und ex post- Erfolgsfaktoren</b>	<b>274</b>
6.1	Akquisitionsprozess als Gegenstand des Akquisitionscontrolling	274
6.2	Begriff und Aufgaben des Akquisitionscontrolling	276
6.3	Balanced Scorecard als geeignetes Instrument zur Steuerung des Erfolges von Unternehmenszusammenschlüssen	279
6.3.1	Visionstransformation	280
6.3.2	Integrierte und ausgewogene Berücksichtigung ver- schiedener für den Akquisitionserfolg bedeutsamer Aspekte	281
6.3.3	Synthese aus hard fact- und soft fact-Orientierung	282

6.3.4 Identifikation von Ursache- Wirkungsbeziehungen und Kausalitätsketten	283
6.3.5 Ausrichtung der Organisation auf Synergiebildung	283
6.3.6 Wertorientierte Ausrichtung	284
6.3.7 Erweiterung für Zwecke der externen Berichterstattung	285
6.3.8 Synthese langfristiger und kurzfristiger Ziele	286
6.3.9 Verbindung der strategischen und operativen Perspektive	287
6.3.10 Interne Kommunikationsförderung	288
6.3.11 Verringerung der Akquisitionsrisiken	289
6.3.12 BSC als Instrument der Akquisitionskontrolle	290
6.3.13 Ergänzung durch ein BSC-kompatibles Anreizsystem	292
6.3.14 Strategieimplementierung	293
6.4 Akquisitionsspezifische Anwendung der BSC - die Balanced Acquisition Scorecard (BASC)	294
6.4.1 Anwendungsbereich der BASC in der Vorfeldphase	296
6.4.2 Anwendungsbereich der BASC in der Transaktionsphase	297
6.4.3 Anwendungsbereich der BASC in der Integrationsphase	299
6.4.3.1 Finanzperspektive	301
6.4.3.2 Kundenperspektive	302
6.4.3.3 Mitarbeiterperspektive	304
6.4.3.4 Struktur- und Innovationsperspektive	306
6.4.3.5 Kulturperspektive	308
6.4.3.6 Perspektive weiterer bedeutsamer Stakeholder	311
6.4.3.7 Gesamtsicht der Balanced Acquisition Scorecard	313
6.4.3.8 Kritische Reflexion der Balanced Acquisition Scorecard	314
6.4.3.8.1 Fundamentalkritische Würdigung der Balanced Acquisition Scorecard	315
6.4.3.8.2 Detailkritische Würdigung der Balanced Acquisition Scorecard	320
<b>7. Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>323</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>326</b>