

Andreas R. Dombret



© 2008 [AGI-Information Management Consultants](#)
May be used for personal purposes only or by
libraries associated to [dandelion.com](#) network.

Übernahmeprämien im Rahmen von M&A-Transaktionen

Bestimmungsfaktoren und Entwicklungen in
Deutschland, Frankreich, Großbritannien und
den USA

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Wolfgang Gerke

Deutscher Universitäts-Verlag

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	XIII
Abbildungsverzeichnis	XIX
Tabellenverzeichnis	XXI
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
1 Einleitung	1
1.1 Untersuchungsgegenstand, Zielsetzung und Thesen	1
1.2 Aufbau der Arbeit	3
2 Begriffsbestimmungen und Unternehmensbewertungsansätze	5
2.1 Begriffsbestimmungen	6
2.1.1 Mergers and Acquisitions	6
2.1.2 Wesentliche M&A-Klassifizierungen	7
2.1.3 Übernahmepremien	10
2.2 M&A-Transaktionen im zeitlichen Ablauf	12
2.3 Unternehmensbewertungsansätze und ihre Anwendungen	14
2.3.1 Liquidationswertverfahren	17
2.3.2 Substanzwertverfahren	17
2.3.3 Bewertung mittels Multiplikatoren	18
2.3.3.1 Handelsmultiplikatoren	20
2.3.3.2 Transaktionsmultiplikatoren	20
2.3.4 Sum of the Parts	21
2.3.5 Ertragswertverfahren	21
2.3.6 Discounted Cash Flow-Methode	23
2.3.6.1 Weighted Average Cost of Capital	25
2.3.6.2 Arbitrage Pricing Theory	27

2.3.6.3	Capital Asset Pricing Model.....	28
2.3.6.4	Ewige Rente.....	31
2.3.7	Gordon Growth Model	32
2.3.8	Exkurs: Besonderheiten bei Bankbewertungen	33
2.3.8.1	Grundlegende Unterschiede	33
2.3.8.2	Unterschiede bei der Bewertung mittels Multiplikatoren	34
2.3.8.3	DDM versus DCF.....	36
2.3.9	Zusammenfassung der Bewertungsmethoden.....	36
3	Juristische Rahmenbedingungen für M&A-Transaktionen.....	39
3.1	Grundlegende juristische Bemerkungen.....	39
3.2	Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen für M&A-Transaktionen.....	40
3.2.1	M&A-relevante Rechtsnormen in Deutschland	40
3.2.2	M&A-relevante Rechtsnormen in Frankreich.....	46
3.2.3	M&A-relevante Rechtsnormen in Großbritannien.....	49
3.2.4	M&A-relevante Rechtsnormen in den USA	53
3.3	<i>Wettbewerbsrechtliche</i> Rahmenbedingungen für M&A-Transaktionen.....	56
3.3.1	<i>Wettbewerbsrechtliche</i> Bestimmungen in Deutschland.....	57
3.3.2	<i>Wettbewerbsrechtliche</i> Bestimmungen in Frankreich	59
3.3.3	<i>Wettbewerbsrechtliche</i> Bestimmungen in Großbritannien	63
3.3.4	<i>Wettbewerbsrechtliche</i> Bestimmungen in den USA.....	65
3.4	Zusammenfassende Wertung juristischer Rahmenbedingungen für M&A.....	68
4	Bestimmungsfaktoren von Übernahmeprämien.....	72
4.1	Grundlagen zu Übernahmeprämien.....	72
4.2	Markt- und länderspezifische Faktoren von Prämien.....	74
4.2.1	Kapitalmarkt- versus Bankorientierung	74
4.2.2	Corporate Governance und M&A.....	77
4.2.2.1	Wachsende Bedeutung moderner Corporate Governance-Systeme.....	77

4.2.2.2	Corporate Governance-Praxis in Deutschland	79
4.2.2.3	Corporate Governance im Ländervergleich	83
4.3	Branchenspezifische Faktoren von Prämien.....	85
4.3.1	Bedeutung branchenspezifischer Determinanten	85
4.3.2	Branchenspezifika in der wissenschaftlichen Literatur.....	86
4.4	Transaktionsspezifische Faktoren von Prämien	88
4.4.1	Transaktionsspezifische Motive für Übernahmeprämien	88
4.4.1.1	Unterbewertung des Zielunternehmens	89
4.4.1.2	Missmanagement des Zielunternehmens.....	90
4.4.1.3	Synergieeffekte mit dem Zielunternehmen	92
4.4.1.4	Erwartete Zusatzgewinne durch Einsatz überschüssiger Liquidität....	94
4.4.1.5	Manager-Hybris als Ursache von Unternehmensübernahmen	97
4.4.2	Transaktionsspezifische Einflussfaktoren auf Prämien	102
4.4.2.1	Zahlungsmodalität	103
4.4.2.2	Übernahmeverhalten von Bieter- und Zielunternehmen	108
4.4.2.3	Wettbewerbssituation	114
4.4.2.4	Höhe des Kaufpreises	116
4.4.2.5	Synergien	116
4.4.2.6	Finanzielle Situation der Zielgesellschaft	117
4.4.2.7	Höhe des angestrebten Anteils an der Zielgesellschaft	118
4.5	Zwischenfazit zu den Determinanten von Übernahmeprämien	118
5	Betrachtungsgegenstand und Datenbasis	120
5.1	Auswahl des betrachteten Zeitraums	120
5.1.1	Identifizierung von fünf M&A-Wellen.....	120
5.1.2	Ursachen für die identifizierten fünf M&A-Wellen.....	122
5.1.3	Abgrenzung des Betrachtungszeitraums dieser Arbeit	123
5.2	Auswahl der betrachteten Länder	123
5.2.1	Größe der nationalen M&A-Märkte.....	124

5.2.2	Größe der nationalen Volkswirtschaften.....	125
5.2.3	Größe der nationalen Kapitalmärkte und Börsen.....	126
5.2.4	M&A-Volumina und nationale Aktienmärkte	130
5.3	Auswahl der betrachteten Branchen	133
5.3.1	Branchenabgrenzung.....	134
5.3.2	M&A-Volumina pro Branche	135
5.3.3	Branchenkonzentration der größten M&A-Transaktionen	139
5.4	Verwendete Daten	141
5.4.1	Datenquelle.....	141
5.4.2	Art und Umfang der Daten.....	142
6	Empirische Analyse wesentlicher Entwicklungen bei Übernahmeprämien	144
6.1	Verteilung der Übernahmeprämien nach Ländern und Branchen.....	144
6.2	Entwicklung der Übernahmeprämien in der jüngeren Vergangenheit.....	147
6.3	Drei Hypothesen zu Übernahmeprämien	154
6.3.1	These 1: Zusammenhang von Prämien mit Ländern und Branchen	154
6.3.2	These 2: Abhängigkeit der Prämien von Transaktionsspezifika.....	156
6.3.3	These 3: Korrelation von Prämien mit M&A- und Aktienzyklen	157
6.4	Empirische Untersuchungsergebnisse im Einzelnen.....	158
6.4.1	Zu These 1: Abhängigkeit von Länder- und Brancheneinflüssen.....	158
6.4.1.1	Analyse des regionalen Einflusses auf die Prämienhöhe	158
6.4.1.2	Analyse des sektoralen Einflusses auf die Prämienhöhe.....	161
6.4.1.3	Analyse der Sonderrolle der Finanzbranche.....	164
6.4.1.4	Analyse von branchen- und länderübergreifenden Transaktionen....	166
6.4.1.5	Analyse des regionalen vs. sektoralen Einflusses auf die Prämien...	169
6.4.1.6	Fazit zu Hypothese 1	172
6.4.2	Zu These 2: Abhängigkeit der Prämien von Transaktionsspezifika	172
6.4.2.1	Analyse des Einflusses der M&A-Größe auf die Prämienhöhe	173
6.4.2.2	Analyse des Einflusses der Ertragskraft auf die Prämienhöhe.....	174

6.4.2.3	Fazit zu Hypothese 2	175
6.4.3	Zu These 3: Abhängigkeit der Prämien von M&A- und Aktienzyklen	176
6.4.3.1	Analyse der 1 Tag- vs. 1 Monat-Prämien.....	177
6.4.3.2	Analyse der Korrelation von M&A-Zyklen und Prämienhöhe	180
6.4.3.3	Analyse der Korrelation von Aktienzyklen und Prämienhöhe.....	185
6.4.3.4	Fazit zu Hypothese 3	188
6.5	Schlussfolgerungen aus den empirischen Auswertungen.....	189
7	Zusammenfassende Wertung der Ergebnisse	192
	Literaturverzeichnis	197