Dieter H. Vogel

M & A – Ideal und Wirklichkeit

Dieter H. Vogel

M & A

Ideal und Wirklichkeit

Unter Mitarbeit von Wolfgang Schumann

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme
Ein Titeldatensatz für diese Publikation ist bei
Der Deutschen Bibliothek erhältlich

Dr. Dieter H. Vogel, ehemaliger Vorsitzender des Vorstands der Thyssen AG, Partner einer Private Equity-Firma und Inhaber zahlreicher Aufsichtsratsmandate, hat mehr als 100 M&A-Transaktionen erfolgreich durchgeführt. Als Lehrbeauftragter an der TU München hält er Vorlesungen zum Thema M & A.

1. Auflage Juni 2002

Alle Rechte vorbehalten

© Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden 2002

Softcover reprint of the hardcover 1st edition 2002

Lektorat: Ulrike Lörcher

Der Gabler Verlag ist ein Unternehmen der Fachverlagsgruppe BertelsmannSpringer.
www.gabler.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Ulrike Weigel, www.CorporateDesignGroup.de

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

ISBN 978-3-322-91293-0 ISBN 978-3-322-91292-3 (eBook)
DOI 10.1007/978-3-322-91292-3

Vorwort

Es ist schon seltsam. Die jüngste, fünfte M&A-Welle des 20. Jahrhunderts schaukelte sich in den 1990er Jahren zu einer bisher nicht gekannten Flut von Transaktionen auf. Im Jahr 2000 betrug der Wert aller abgeschlossenen Fusionen und Übernahmen 3.700 Milliarden US \$, 38 % des Brutto sozialprodukts der Vereinigten Staaten von Amerika im gleichen Jahr. Dabei ist allen Akteuren auf der großen Bühne dieses globalen Schauspiels namens M&A längst bekannt, welche hohen Risiken das Mitschwimmen in dieser Flut zur Folge hat. In der Tat sind kaum andere unternehmerische Optionen mit einer so geringen Erfolgsquote bekannt, wie sie das Fusionieren und Akquirieren aufweist. Selbstverständlich sehen M&A-Deals auf dem Papier immer gut aus. Vorstände starten das Rennen mit dem Versprechen nachhaltiger Wertsteigerung für die Aktionäre und beenden es nicht selten mit der Erklärung, ohne die Transaktion wäre alles deutlich schlechter verlaufen. Aufsichtsräte und Boards votieren, meist einstimmig, für das überzeugende Fusionskonzept oder den stichhaltigen Erwerbsvorschlag, um sich alsbald in drei von vier Fällen mit einem herben Misserfolg konfrontiert zu sehen. Fast sträubt sich die Feder bei der Feststellung, dass die Statistik noch schlechter ausfiele, käme nicht hin und wieder die unverhoffte Gnade eines längeren konjunkturellen Hochs mit einer alle Probleme überdeckenden Kurseuphorie zu Hilfe.

Ist M&A deshalb ein Muster ohne Wert, eine Modeerscheinung von kurzer Haltbarkeit, ein unglückseliges Marketingprodukt von Investmentbanken? Keineswegs! Das Gegenteil ist der Fall. M&A-Transaktionen sind nicht notwendigerweise ein unberechenbares Glücksspiel - selbst wenn sie stets einer Menge unvorhersehbarer Störgrößen ausgesetzt sind. Eine auf solider Logik aufgebaute Transaktion, die strategisch gut durchdacht, kenntnisreich strukturiert, nüchtern und umfassend geplant, und schließlich kraftvoll, aber doch flexibel umgesetzt wird, entbehrt im Grunde jeder Analogie zu Kategorien wie Glück oder Unglück. Alles in allem kann die strategische Option M&A zu höchster unternehmerischer Kunst geraten, wenn ihre Mechanismen beherrscht, mit kühlem Kopf eingesetzt und mit heißem Herzen zum Erfolg gebracht werden.

Mag die deutliche Verringerung der Anzahl der Transaktionen in 2001 auch eine Konsolidierung der davor liegenden Übertreibungsphase sein, so haben doch gewiss auch weltweite rezessive Tendenzen, der Terroranschlag gegen die freie Welt vom 11.09.2001 und nicht zuletzt die schmerzreichen Erfahrungen nicht weniger Unternehmer, Manager und Aufsichtsgremien mit der Diskrepanz von Erwartung und Realität zum Rückgang beigetragen. Auf diesem Niveau sollte eine „gesunde“ Basis für die künftige Entwicklung des M&A-Geschäfts gegeben sein. Die Lemminge, die fusioniert und akquiriert haben, weil es alle taten, haben ihre Lektion ebenso erhalten, wie diejenigen, die Transaktionen als Vehikel zum Verdecken von Problemen im eigenen Haus angesehen haben. Die Botschaft, dass M&A-Transaktionen schnell und wirkungsvoll neue strategische Optionen eröffnen, bleibt jedoch unverändert gültig. Schon deshalb, weil der konfliktreiche Prozess der Integration der Weltwirtschaft, der objektive Zwang zur Konsolidierung von Industrien und die Notwendigkeit, angemessen auf die rasante Technologieentwicklung zu reagieren, weiterbestehen. Solange die Märkte im Zeichen der Globalisierung und der Beseitigung von Handelsschranken schneller wachsen als die Unternehmen, sind M&A-Transaktionen in vielen Fällen

ohne Alternative, wenn es um die Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit geht. In der immer wieder zu hinterfragenden Balance von Kostenoptimierung, Wachstum aus eigener Kraft und M&A-Transaktionen besteht insbesondere in Deutschland ein Nachholbedarf für die dritte Option, die externe Expansion. Schon deshalb ist die Beherrschung des M&A-Instrumentariums zur Bewältigung der Herausforderungen in der Zukunft unverzichtbar.

Seit mehr als 20 Jahren verfolge ich den Spannungsbogen zwischen Schein und Wirklichkeit, Gefahren und Potenzialen des M&A-Geschäfts. Nicht als letztlich unbeteiligter externer Ratgeber, nicht als Wissenschaftler, sondern als unmittelbar Verantwortlicher. Wer sich die Lehrmeinungen und Moden für Wachstumsstrategien über diesen Zeitraum vor Augen führt, gewinnt eine Vorstellung davon, welch bunte Welt von der Diversifikation über die Internationalisierung und die Fokussierung bis hin zur New Economy mir dabei begegnet ist. Der aktive Umgang mit einer großen Anzahl von Transaktionen aller Größenordnungen bildet ein breites Spektrum an Erfahrungen. Das persönliche Erleben und Gestalten umfasst alle gängigen Arten der Unternehmensverbindungen von Fusionen, Akquisitionen und Desinvestitionen bis hin zu den unterschiedlichsten Kooperationen. Die Erfahrungen schließen Venture Investments, Buy-outs, freundliche Übernahmen und Ansätze zu feindlichen Übernahmeversuchen ebenso mit ein wie den Auftritt als „White Knight“.

Als bekennendem Nutzer des M&A-Instrumentariums zur strategischen Unternehmensführung sind mir viele positive Überraschungen begegnet, aber auch manche Enttäuschungen nicht erspart geblieben. Der Aufbau von M&A-Abteilungen und deren Nutzung als Elitepool insbesondere jüngerer Manager begleitet meinen Berufsweg ebenso wie die Beschäftigung mit der wissenschaftlichen Literatur zu diesem Themenkreis. Dabei bin ich immer wieder zwei Phänomenen begegnet: Zum einen war vieles in der Literatur umfänglich behandelt, ohne dass Unternehmen in der Praxis davon Kenntnis genommen hätten. Zum anderen war nicht wenigen Veröffentlichungen anzumerken, dass sie fernab jeder betrieblichen Realität entstanden waren. Der Gedanke, M&A-Praxis und -Wissenschaft zu einem verständlichen und nutzbringenden Ganzen in einem Buch zu verbinden, entwickelte sich dann im Zusammenhang mit meinen Mergers & Acquisitions-Vorlesungen im Studiengang „Master of Business Administration“ an der Technischen Universität München.

M&A-Transaktionen erfordern interdisziplinäres Wissen. Ihre positiven wie negativen Potenziale sind häufig so bedeutend für das Wohl und Wehe der betroffenen Unternehmen, dass die Verantwortlichen sich nicht allein auf die Zuarbeit interner und externer Spezialisten der beteiligten Fachbereiche verlassen dürfen. Um nicht missverstanden zu werden: Ich plädiere ausdrücklich für die Einbeziehung der fachspezifischen Kenntnisse und Erfahrungen eigener Experten des Finanz- und Rechnungswesens, des Gesellschafts- und Wettbewerbsrechts, des Steuerbereichs, des Personalwesens, des Marketings, der Produktion, der Forschung und Entwicklung, des Umweltbereichs, des IT-Bereichs und der Organisation. Auch Investmentbanken, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Rechtsanwaltskanzleien und Strategieberater können wertvolle Beiträge für den Erfolg einer M&A-Transaktion liefern. In den entscheidenden Phasen der Strategiefestlegung, der Initiierung eines Deals, der Transaktion selbst, der Integration und der Deal-begleitenden Kommunikation ist die Unternehmensleitung jedoch selbst gefordert.

Deshalb ist das Buch für all jene Praktiker und Berater geschrieben, die als Spezialisten eines Segments ihre Kenntnisse des gesamten Prozesses erweitern wollen. Es soll aber auch den Entscheidungsträgern in Unternehmen den notwendigen Grundstock an Wissen vermitteln, um verantwortlich mit dem Strategieinstrument M&A umgehen zu können. Aufsichtsräten soll es das Rüstzeug zur Argumentation und ausgewogenen Entscheidung geben. Kapitalsammelstellen und Investoren soll es bei ihren Anlageentscheidungen helfen. Last, not least ist das Buch geschrieben worden, um den mit dem Thema befassten Studenten und Wissenschaftlern einen Einblick in die Anwendung der Theorie und deren Grenzen in der unternehmerischen Praxis zu geben.

Der Untertitel „Ideal und Wirklichkeit“ hat zweifache Bedeutung. Er unterstreicht die Diskrepanz zwischen den Vorstellungen der Wissenschaft und der Realität im Unternehmen. Und er weist gleichzeitig darauf hin, wie weit der tatsächliche Umgang mit dem Thema M&A in der Praxis von der aus beidem, Wissenschaft und unternehmerischer Realität, definierten „Ideallinie“ abweicht.

Ich danke Prof. Dr. Horst Wildemann für die Idee und Ermunterung zu diesem Buch und Wolfgang Schumann für die aufopfernde und kenntnisreiche Mitarbeit, insbesondere bei der wissenschaftlichen Recherche. Jörg Bredy und Dr. Jörn Schulte von Pricewaterhouse Coopers haben bei der Durchsicht der Kapitel Due Diligence und Unternehmensbewertung konstruktive Anregungen eingebracht. Mein Mitarbeiter Dr. Jan Heitmüller hat mich bei den Analysen zum Kapitel Erfolgsmessung unterstützt. Ihnen allen gilt mein Dank.

Dieter H. Vogel

Inhaltsübersicht

I Grundlagen	3
I.1 M&A als Sammelbegriff.....	3
I.2 Ziele von M&A-Aktivitäten.....	32
I.3 M&A-Aktivitäten und Volkswirtschaft	43
I.4 M&A-Entwicklungsphasen.....	62
 II Finanzierung von M&A-Transaktionen	 69
II.1 Instrumente der Innenfinanzierung.....	69
II.2 Instrumente der Außenfinanzierung	72
II.3 Nicht liquiditätswirksame Finanzierungsformen.....	98
II.4 Auswahlkriterien der Finanzierungsinstrumente	100
 III M&A-Management.....	 103
III.1 Bedeutung der Organisationsform.....	103
III.2 Mögliche Organisationskonzepte	104
III.3 Rolle externer Berater.....	109
 IV Konzeptionsphase.....	 113
IV.1 Ermittlung der Unternehmensstrategie.....	115
IV.2 Fallbeispiel Strategie	141
IV.3 Konzeption der M&A-Aktivitäten	147
IV.4 Fallbeispiel M&A-Konzeption.....	154
 V Wertanalyse von M&A-Transaktionen.....	 159
V.1 Due Diligence	159
V.2 Unternehmensbewertung	171
 VI Kommunikation.....	 191
VI.1 Ziele und Risiken	192
VI.2 Phasenmodell.....	194
VI.3 Fallbeispiel Kommunikation	203

VII Transaktionsphase.....	209
VII.1 Akquisitionsprozess	209
VII.2 Fusionsprozess	223
VII.3 Fallbeispiel Transaktion.....	229
 VIII Integration	 235
VIII.1 Definition	236
VIII.2 Merger-Syndrom	237
VIII.3 Arbeitsrechtlicher Rahmen	240
VIII.4 Organisatorischer Rahmen	244
VIII.5 Phasen der Integration	245
VIII.6 Fallbeispiel Integration	265
 IX Erfolgskontrolle.....	 271
IX.1 Erfolgskriterien.....	273
IX.2 Verfahren zur Messung des M&A-Erfolgs	276
IX.3 Fallbeispiele Erfolgsmessung.....	291
 X Schlussbetrachtung.....	 301
 Literaturverzeichnis	 305

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	V
Abbildungsverzeichnis	XVII
Tabellenverzeichnis	XXI
Abkürzungsverzeichnis.....	XXIII

Einleitung.....	1
------------------------	----------

I Grundlagen	3
---------------------------	----------

I.1 M&A als Sammelbegriff.....	3
---	----------

I.1.1 Definition Mergers & Acquisitions	3
---	---

I.1.2 Teilbereiche	5
--------------------------	---

I.1.2.1 Fusion (Merger)	5
-------------------------------	---

I.1.2.2 Akquisition	9
---------------------------	---

I.1.2.2.1 Beteiligungserwerb (Share Deal)	10
---	----

I.1.2.2.2 Vermögenserwerb (Asset Deal)	11
--	----

I.1.2.3 Kooperation	12
---------------------------	----

I.1.2.3.1 Begriffsdefinition und gesetzliche Grundlage	12
--	----

I.1.2.3.2 Strategische Allianz	14
--------------------------------------	----

I.1.2.3.3 Joint Venture	16
-------------------------------	----

I.1.2.4 Feindliche Übernahme (Hostile Takeover)	18
---	----

I.1.2.5 Verschiedene Formen des Buyout	27
--	----

I.1.3 M&A-Marktentwicklung.....	28
---------------------------------	----

I.2 Ziele von M&A-Aktivitäten	32
--	-----------

I.2.1 Synergien.....	33
----------------------	----

I.2.1.1 Ursachen von Synergien	34
--------------------------------------	----

I.2.1.2 Erweiterte Synergietyologie	35
---	----

I.2.1.3 Synergiepotenziale.....	36
---------------------------------	----

I.2.2 Kernkompetenzen und Kerngeschäfte.....	38
--	----

I.2.3 Motive von Finanzinvestoren	39
---	----

I.2.4 Emotionale und persönliche Motive.....	41
--	----

I.3 M&A-Aktivitäten und Volkswirtschaft.....	43
---	-----------

I.3.1 Volkswirtschaftliche Auswirkungen von M&A-Aktivitäten	43
---	----

I.3.2 Ordnungspolitischer Rahmen für M&A-Aktivitäten	45
--	----

I.3.2.1 Rahmenbedingungen in Deutschland	45
I.3.2.1.1 Wirtschaftspolitisches Umfeld.....	45
I.3.2.1.2 Fusionskontrolle.....	46
I.3.2.1.3 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG).....	51
I.3.2.2 Rahmenbedingungen in der Europäischen Union	53
I.3.2.2.1 Fusionskontrolle.....	53
I.3.2.2.2 Übernahmeregelungen	58
I.3.2.3 Rahmenbedingungen in den Vereinigten Staaten von Amerika.....	58
I.3.2.3.1 Wettbewerbsrecht.....	59
I.3.2.3.2 Kapitalmarktrecht.....	60
I.3.2.3.3 Gesellschaftsrecht	61
I.3.2.4 Weltweite Rahmenbedingungen.....	62
I.4 M&A-Entwicklungsphasen.....	62
I.4.1 Produktivitätsphase.....	63
I.4.2 Vermögensaktivierungsphase.....	65
I.4.3 Vermögensumschichtungsphase	67
II Finanzierung von M&A-Transaktionen	69
II.1 Instrumente der Innenfinanzierung	69
II.1.1 Selbstfinanzierung.....	70
II.1.2 Kapitalfreisetzung	71
II.2 Instrumente der Außenfinanzierung.....	72
II.2.1 Beteiligungsfinanzierung	72
II.2.1.1 Unternehmen ohne Börsenzugang.....	73
II.2.1.1.1 Private Equity	74
II.2.1.1.2 Venture Capital.....	78
II.2.1.2 Unternehmen mit Börsenzugang.....	82
II.2.1.2.1 Börsennotierte Gesellschaften	82
II.2.1.2.2 Börseneinführung (IPO)	85
II.2.2 Fremdfinanzierung	94
II.2.2.1 Unternehmensanleihen	95
II.2.2.2 Schuldscheindarlehen.....	96
II.2.2.3 Einzelkredite.....	97

II.3 Nicht liquiditätswirksame Finanzierungsformen.....	98
II.3.1.1 Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen	99
II.3.1.2 Vermögenstransfer	99
II.3.1.3 Kaufpreisstundung.....	99
II.4 Auswahlkriterien der Finanzierungsinstrumente	100
 III M&A-Management.....	 103
III.1 Bedeutung der Organisationsform.....	103
III.2 Mögliche Organisationskonzepte	104
III.2.1 M&A-Management durch die Unternehmensleitung	105
III.2.2 M&A-Management durch Fachabteilungen	106
III.2.3 M&A-Management durch operative Bereiche	107
III.2.4 Spezielle M&A-Abteilung.....	107
III.2.5 Mischformen	109
III.3 Rolle externer Berater	109
 IV Konzeptionsphase.....	 113
IV.1 Ermittlung der Unternehmensstrategie	115
IV.1.1 Einleitende Bemerkungen	115
IV.1.2 Analyse	116
IV.1.2.1 Umfeldanalyse	117
IV.1.2.2 Unternehmensanalyse	121
IV.1.3 Erstellung einer strategischen Bilanz	126
IV.1.3.1 Portfoliomethode	127
IV.1.3.2 Realoptionen	137
IV.1.4 Festlegung der Unternehmensstrategie.....	140
IV.2 Fallbeispiel Strategie.....	141
IV.3 Konzeption der M&A-Aktivitäten	147
IV.3.1 Festlegung der M&A-Strategie	148
IV.3.2 Kandidatenauswahl (Screening).....	152
IV.4 Fallbeispiel M&A-Konzeption	154

V Wertanalyse von M&A-Transaktionen	159
V.1 Due Diligence.....	159
V.1.1 Informationsquellen	161
V.1.2 Teilbereiche.....	163
V.1.2.1 Strategische Due Diligence	164
V.1.2.2 Operationale Due Diligence	165
V.1.2.3 Finanzwirtschaftliche Due Diligence.....	167
V.1.2.4 Steuerliche Due Diligence.....	169
V.1.2.5 Personalbezogene Due Diligence.....	169
V.1.2.6 Rechtliche Due Diligence	170
V.1.2.7 Umweltbezogene Due Diligence.....	171
V.2 Unternehmensbewertung.....	171
V.2.1 Einzelbewertungsverfahren	174
V.2.2 Gesamtbewertungsverfahren	175
V.2.2.1 Marktvergleichsverfahren	176
V.2.2.2 Ertragswertmethode	177
V.2.2.3 Kombinationsmethoden	180
V.2.2.4 Discounted-Cash-Flow-Methode	181
V.2.2.4.1 WACC-Ansatz.....	183
V.2.2.4.2 Adjusted-Present-Value-Ansatz	188
VI Kommunikation.....	191
VI.1 Ziele und Risiken.....	192
VI.2 Phasenmodell.....	194
VI.2.1 Situationsanalyse	194
VI.2.1.1 Stakeholder-Analyse.....	195
VI.2.1.2 Antizipation phasenspezifischer Probleme.....	198
VI.2.2 Entwicklung einer Kommunikationsstrategie	198
VI.2.2.1 Formulierung von Kommunikationszielen	198
VI.2.2.2 Abgrenzung strategischer Kommunikationsfelder	199
VI.2.3 Umsetzung	202
VI.3 Fallbeispiel Kommunikation	203

VII Transaktionsphase.....	209
VII.1 Akquisitionsprozess	209
VII.1.1 Erwerbswege	210
VII.1.1.1 Initiative des Käufers.....	210
VII.1.1.2 Initiative des Verkäufers.....	212
VII.1.2 Prozessphasen.....	214
VII.1.2.1 Vorvertragliches Verhandlungsstadium	215
VII.1.2.2 Vertragsverhandlungen.....	220
VII.1.2.3 Closing.....	222
VII.2 Fusionsprozess	223
VII.2.1 Fusionsformen	224
VII.2.2 Prozessphasen.....	225
VII.3 Fallbeispiel Transaktion	229
 VIII Integration	 235
VIII.1 Definition	236
VIII.2 Merger-Syndrom.....	237
VIII.3 Arbeitsrechtlicher Rahmen.....	240
VIII.3.1 Betriebsübergang	240
VIII.3.2 Betriebsverfassung	241
VIII.3.3 Entlassungen	243
VIII.4 Organisatorischer Rahmen	244
VIII.5 Phasen der Integration	245
VIII.5.1 Integrationsdesign	246
VIII.5.1.1 Festlegung des Integrationsgrades	246
VIII.5.1.2 Zeitrahmen der Integration.....	249
VIII.5.1.3 Integrationsteam	251
VIII.5.1.4 Integrationsmaßnahmen	252
VIII.5.2 Integrationsphase	253
VIII.5.2.1 Strategische Integration.....	254
VIII.5.2.2 Personelle Integration.....	255
VIII.5.2.3 Strukturelle Integration	257
VIII.5.2.4 Kulturelle Integration	259
VIII.5.3 Integrationscontrolling.....	263

VIII.6 Fallbeispiel Integration.....	265
IX Erfolgskontrolle.....	271
IX.1 Erfolgskriterien	273
IX.2 Verfahren zur Messung des M&A-Erfolgs.....	276
IX.2.1 Jahresabschlussorientierte Messverfahren.....	277
IX.2.2 Kapitalmarktorientierte Messverfahren.....	282
IX.2.3 Insider-Befragungen	288
IX.2.4 Analyse der Desinvestitionsprojekte	289
IX.3 Fallbeispiele Erfolgsmessung	291
X Schlussbetrachtung.....	301
Literaturverzeichnis	305

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Die wichtigsten Arten von M&A-Transaktionen.....	5
Abbildung 2: Kumulierte Abnormale Rendite des Zielunternehmens nach einem feindlichen Übernahmeversuch (vgl. Asquith 1983, S.70)	19
Abbildung 3: Kumulierte Abnormale Rendite des Bieters nach einem feindlichen Übernahmeversuch (vgl. Asquith 1983, S.71).....	20
Abbildung 4: M&A-Marktentwicklung in USA und Europa (Quelle: Thomson Financial).....	29
Abbildung 5: M&A-Marktentwicklung in Deutschland (Quelle: Thomson Financial).....	30
Abbildung 6: Entwicklung der LBO-Transaktionen (Quelle: Thomson Financial).....	31
Abbildung 7: Finanzierungspotenzial aus Selbstfinanzierung (Beispielfall).....	71
Abbildung 8: Private-Equity-Transaktionen in Prozent des BIP 2000 (Quelle: EVCA and Altassets Research).....	75
Abbildung 9: Durchschnittliche Rendite von Buyout-Fonds (Quelle: Thomson Financial).....	75
Abbildung 10: Leverage-Effekt.....	77
Abbildung 11: Durchschnittliche Rendite von Venture-Fonds (Quelle: Thomson Financial).....	78
Abbildung 12: Ergebnisverlauf junger Unternehmen (Prinzipskizze).....	81
Abbildung 13: DAX-Verlauf (Quelle: Deutsche Börse).....	87
Abbildung 14: MDAX-Verlauf seit Erstnotierung (Quelle: Deutsche Börse).....	88
Abbildung 15: SMAX- und SDAX-Verlauf seit Erstnotierung (Quelle: Deutsche Börse)	89
Abbildung 16: NEMAX-All-Share- und NEMAX-50-Verlauf (Quelle: Deutsche Börse)	91
Abbildung 17: Weltweiter Umsatz (2000, Milliarden US \$) der größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (Quellen: Angaben der Unternehmen).....	111
Abbildung 18: Betreute Fusionsvolumina (2000, Milliarden €) der größten M&A-Kanzleien (Quelle: mergermarket.com).....	112
Abbildung 19: Honorarvolumen (2000, Millionen US \$) der größten Strategieberatungen (Quelle: Consultants News, June 2001).....	112
Abbildung 20: Prozessübersicht über eine M&A-Transaktion	114

Abbildung 21: Prozess des Strategischen Managements (vgl. Welge, Al-Laham 1999; S.101 ff. und Steinmann, Schreyögg 2000, S.157 ff.).....	116
Abbildung 22: Konzeption der Umfeldanalyse (Welge, Al-Laham 1999, S.185)	118
Abbildung 23: Modell der Wettbewerbskräfte (Porter 1998a, S.4)	119
Abbildung 24: Wertkette und Wertaktivitäten (Porter 1998b, S.37)	122
Abbildung 25: Detaillierung der Wertkette (Porter 1998b, S.46).....	124
Abbildung 26: Kompetenz-Produkt-Matrix (Hamel, Prahalad 1994, S.227)	126
Abbildung 27: Gap-Analyse (vgl. Kreikebaum 1997, S.134).....	127
Abbildung 28: Balance der Unternehmensformen	129
Abbildung 29: Produktlebenszyklen (Prinzipiskizze).....	130
Abbildung 30: Portfolio in Anlehnung an die Boston Consulting Group (Beispielfall).....	131
Abbildung 31: Portfolio in Anlehnung an McKinsey & Company (Beispielfall).....	133
Abbildung 32: Technologie-Portfolio (Beispielfall).....	134
Abbildung 33: Alternativenszenario der Unternehmensplanung (Beispielfall).....	135
Abbildung 34: Risikoprofil der Planvarianten (Beispielfall)	136
Abbildung 35: Qualität der Strategievarianten (Beispielfall).....	137
Abbildung 36: Werttreiber von Realoptionen (vgl. Leithner, Liebler 2001, S.140 und Leslie, Michaels 2000, S.100).....	139
Abbildung 37: Fallbeispiel Novartis; der Weg von Ciba und Sandoz zu Novartis (Quelle: Geschäftsberichte, Erläuterungen für Aktionäre).....	143
Abbildung 38: Strategische Alternativen externer Expansion (vgl. Ansoff 1987, S.123)	148
Abbildung 39: Due Diligence Process (vgl. Rockholtz 1999, S.87).....	161
Abbildung 40: Nutzungshäufigkeit (in %) der Teilbereiche der Due Diligence (vgl. Markus 1990, S.401).....	164
Abbildung 41: Unternehmenswert im Zeitverlauf bei einer Akquisition (Prinzipiskizze).....	173
Abbildung 42: Unternehmenswert im Zeitverlauf bei einer Fusion (Prinzipiskizze).....	174
Abbildung 43: Direkte Cash-Flow-Ermittlung (vgl. Bühner 1994, S.15).....	182
Abbildung 44: Indirekte Free-Cash-Flow-Ermittlung (vgl. IDW S1, Tz.127)	182
Abbildung 45: Übersicht über die verschiedenen DCF-Methoden	183

Abbildung 46: Werttreiber des Shareholder-Value-Ansatzes (vgl. Rappaport 1999, S. 68ff.).....	184
Abbildung 47: Shareholder-Value-Netzwerk (vgl. Rappaport 1999, S.68).....	185
Abbildung 48: Free Cash Flow und Werttreiber (vgl. Copeland, Koller, Murrin 1994, S.167 ff.)	186
Abbildung 49: Determinanten der M&A-Kommunikation (vgl. Salecker 1995, S.13)	193
Abbildung 50: Kommunikationsauftrag einer M&A-Transaktion (vgl. Müller-Stewens, Salecker 1991, S.108).....	197
Abbildung 51: Interessendivergenzen zwischen Käufer und Verkäufer (vgl. Jansen 2001, S.181).....	210
Abbildung 52: Fallbeispiel Daimler-Benz/Chrysler; Merger-Stufe 1 (Quelle: Verschmelzungsbericht).....	231
Abbildung 53: Fallbeispiel Daimler-Benz/Chrysler; Merger-Stufe 2 (Quelle: Verschmelzungsbericht).....	232
Abbildung 54: Projektorganisation als Integrationsträger (vgl. Gut-Villa 1997, S.204)	244
Abbildung 55: Integrationsansätze	248
Abbildung 56: Maßnahmen während der Integration	254
Abbildung 57: Alternativen möglicher Organisationsstrukturen (vgl. Gomez, Weber 1989, S.73).....	258
Abbildung 58: Kriterienmodell der ablauforientierten Organisation (vgl. Clever 1993, S.88).....	259
Abbildung 59: Drei-Ebenen-Modell der Unternehmenskultur	260
Abbildung 60: Fallbeispiel E.ON; Integrationsorganisation auf Holdingebene	268
Abbildung 61: Shareholder Returns nach der Transaktion (Quelle: A.T. Kearney Global PMI-Survey 1999)	272
Abbildung 62: Komponenten des M&A-Erfolgs	274
Abbildung 63: Problemfelder der M&A-Erfolgsmessung (vgl. Gerpott 1993, S.190 ff.).....	274
Abbildung 64: Einfacher Unternehmenswertvergleich (Prinzipskizze).....	278
Abbildung 65: Total Shareholder Return (Prinzipskizze).....	279
Abbildung 66: Soll-Ist-Vergleich (Prinzipskizze).....	280
Abbildung 67: Zeitliche Bezugspunkte und gemessene Effekte (vgl. Kirchner 1991, S.95)	283
Abbildung 68: Erfolgsmessung anhand der Marktkapitalisierung (Prinzipskizze).....	287

Abbildung 69: Kapitalmarktorientierte Erfolgsanalyse mit Marktindizes (Prinzipiskizze).....	287
Abbildung 70: Plan-Ist-Ergebnisvergleich Bayerische Hypo- und Vereinsbank (Quellen: Verschmelzungsbericht, Geschäftsberichte).....	292
Abbildung 71: Plan-Ist-Ergebnisvergleich DaimlerChrysler (Quellen: Verschmelzungsbericht, Geschäftsberichte).....	293
Abbildung 72: Verlauf der Marktkapitalisierung Bayerische Hypo- und Vereinsbank (Quelle: Thomson Financial Datastream).....	294
Abbildung 73: Verlauf der Marktkapitalisierung DaimlerChrysler (Quelle: Thomson Financial Datastream)	294
Abbildung 74: Verlauf der Marktkapitalisierung Novartis (Quelle: Thomson Financial Datastream)	295
Abbildung 75: Vergleich Bayerische Hypo- und Vereinsbank/Marktindizes (Quellen: Thomson Financial Datastream, the Bloomberg Professional™ service).....	296
Abbildung 76: Vergleich DaimlerChrysler/Marktindizes (Quellen: Thomson Financial Datastream, the Bloomberg Professional™ service)	297
Abbildung 77: Vergleich Novartis/Marktindizes (Quellen: Thomson Financial Datastream, the Bloomberg Professional™ service)	298

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Teilbereiche des M&A gemäß US-Definition (vgl. Copeland, Weston 1988, S.677, Gaughan 1999 und Weston 2001)	4
Tabelle 2:	Feindliche Übernahmeversuche in Deutschland bzw. von Deutschland ausgehend (vgl. Bästlein 1997, S.281 ff.; Jansen 2001, S.61)	23
Tabelle 3:	Auswahl offensiver Techniken der Feindlichen Übernahme.....	24
Tabelle 4:	Auswahl präventiver Abwehrmaßnahmen bei feindlichen Übernahmeversuchen	26
Tabelle 5:	Auswahl von Ad-hoc-Abwehrmaßnahmen bei feindlichen Übernahmeversuchen	27
Tabelle 6:	Synergiepotenziale nach Funktionsbereichen (vgl. Kogeler 1992, S.46 ff.).....	37
Tabelle 7:	Beratungsschwerpunkte externer Berater (vgl. Achleitner 2001, S.156)	110
Tabelle 8:	M&A-Transaktionsvolumen (2000, Milliarden US \$) der größten Investmentbanken (Quelle: Thomson Financial).....	110
Tabelle 9:	Segmente der globalen Umfeldanalyse (vgl. Welge, Al-Laham 1999, S.186 und Voigt 1994, S.88).....	118
Tabelle 10:	Stakeholder im Rahmen einer M&A-Transaktion (vgl. Schüller 1991, S.177)	195
Tabelle 11:	Mögliche phasenspezifische Probleme der Kommunikation.....	198
Tabelle 12:	Mögliche Kommunikationsmedien bei M&A-Transaktionen (vgl. Salecker 1995, S.194)	200
Tabelle 13:	Kommunikationsinhalte nach Stakeholdern (vgl. Salecker 1995, S.191)	201
Tabelle 14:	Möglicher Inhalt eines Informationsmemorandums (vgl. Philippi-Beck, Rock 1999, S.420).....	217
Tabelle 15:	Anzeichen für ein Merger-Syndrom (vgl. Marks, Mirvis 1986, S.38)	239
Tabelle 16:	Vorteile unterschiedlicher Integrationsgeschwindigkeiten	250
Tabelle 17:	Auswahl an Untersuchungen des M&A-Erfolgs mittels der jahresabschlussorientierten Analyse (vgl. Kerler 2000, S.129)	282
Tabelle 18:	Auswahl an Untersuchungen des M&A-Erfolgs mittels der Kumulierten Abnormalen Rendite (KAR) (vgl. Kerler 2000, S.116 f.).....	286

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
APV	Adjusted Present Value
AR	Abnormale Rendite
AktG	Aktiengesetz
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBO	Employee Buyout
EBT	Earnings before Taxes
EK	Eigenkapital
EU	Europäische Union
EVA	Economic Value Added
EW	Ertragswert
EWGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft
FCF	Free Cash Flow
FK	Fremdkapital
F&E	Forschung und Entwicklung
FKVO	Fusionskontrollverordnung
FTC	Federal Trade Commission
GK	Gesamtkapital
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
G+V	Gewinn- und Verlustrechnung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
KAR	Kumulierte Abnormale Rendite
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien

KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KSchG	Kündigungsschutzgesetz
KWG	Kreditwesengesetz
LBO	Leveraged Buyout
LoI	Letter of Intent
M&A	Mergers and Acquisitions
MBI	Management Buyin
MBO	Management Buyout
MoU	Memorandum of Understanding
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NCF	Net Cash Flow
NGO	Non Governmental Organization
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
NYSE	New York Stock Exchange
OHG	Offene Handelsgesellschaft
o.S.	ohne Seitenangabe
o.V.	ohne Verfasser
PMI	Post Merger Integration
PMM	Post Merger Management
ROE	Return on Equity
ROI	Return on Investment
Rz.	Randziffer
SEC	Securities and Exchange Commission
SGE	Strategische Geschäftseinheit
Sp.	Spalte
SW	Substanzwert
TSR	Total Shareholder Return
Tz.	Textzeichen
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
UmwG	Umwandlungsgesetz
UmwStG	Umwandlungssteuergesetz
UW	Unternehmenswert
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz