

Unternehmensbewertung



Unternehmensbewertung

Agenda

- 1.) Anlässe für Unternehmensbewertung
- 2.) Kaufpreisermittlungsverfahren
 - a) Liquidationswertverfahren
 - b) Substanzwertverfahren
 - c) Ertragswert
 - d) Discounted Cash-Flow
 - e) CCA

Agenda



Unternehmensbewertung

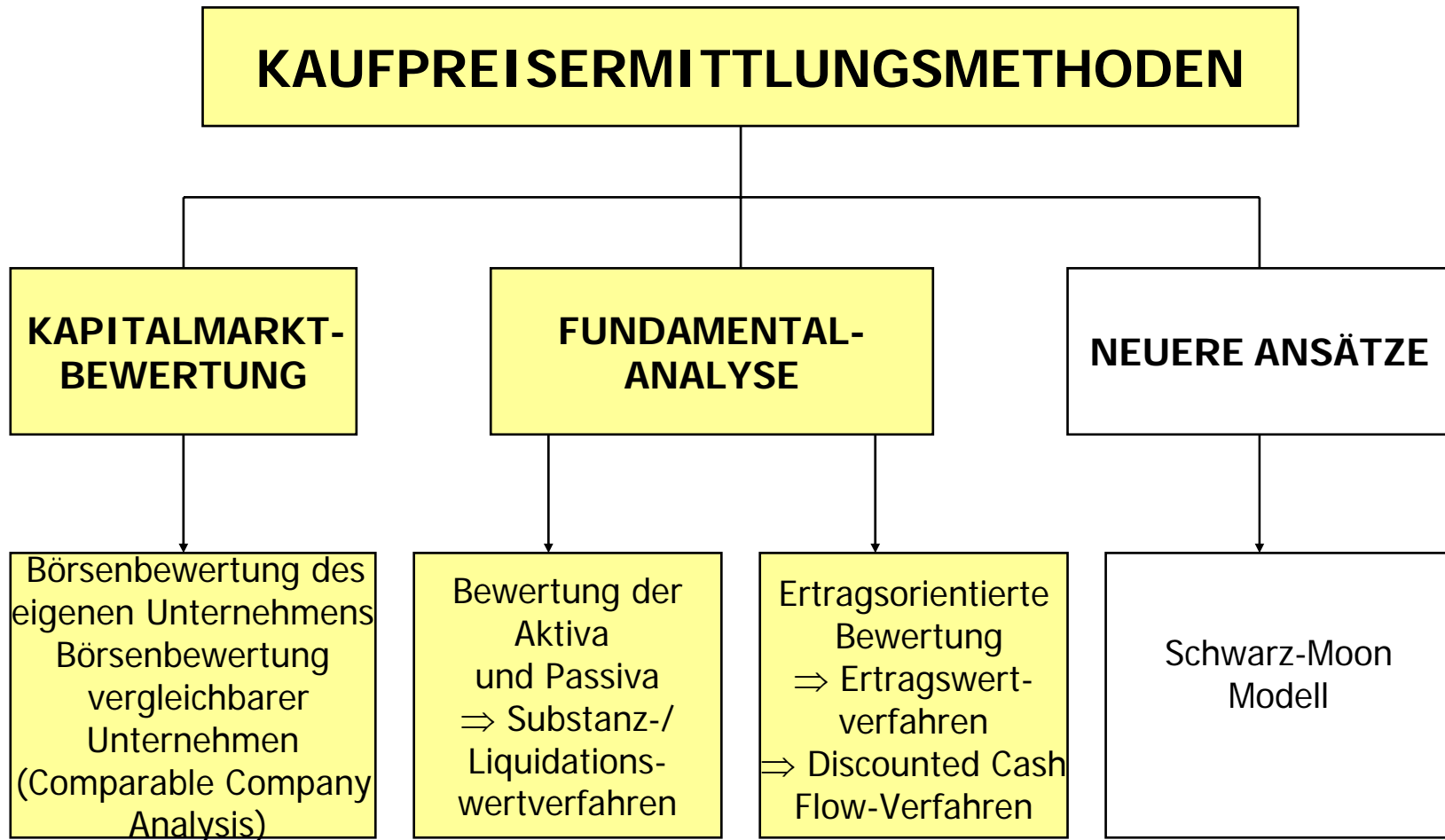
1.) Anlässe für die Unternehmensbewertung

- Übernahmen: Mergers & Acquisition's (M&A's)
- Initial Public Offering's (IPO's)
- Spin Off's (Abspaltungen von Unternehmensanteilen)
- Joint Ventures
- Gesellschafterwechsel
- Kreditgewährung
- Unternehmensverkauf
- Asset Allocation

● **Anlässe** ● ● ● ● ● ● ● ●



2.) Kaufpreisermittlungsmethoden



2. a) Liquidationswertverfahren

- Bewertungsmethodik, bei der die Vermögens- und Schuldenteile eines Unternehmens unter der Annahme der Liquidation einzeln bewertet werden und der Unternehmenswert aus der Addition resultiert.
- Die Ermittlung des Liquidationswertes umfasst
 - die Bewertung aller Aktiva mit den Zerschlagungswerten,
 - die Bewertung aller Schulden mit den Ablösebeträgen,
 - die Berücksichtigung liquidationsspezifischer Schulden, z.B. Sozialplanlasten, Ablösekosten aus Miet- und Pachtverträgen.
- Da der Liquidationswert als Grenzpreis der Fortführung des Unternehmens interpretiert werden kann, sollte eine Unternehmensbewertung auf der Basis des Liquidationswertverfahrens nur bei tatsächlicher Liquidation durchgeführt werden.

Unternehmensbewertung

2. b) Substanzwertverfahren

- Der Substanzwert entspricht dem Reproduktionswert des Unternehmens.
- Zentrale Aspekte der Substanzbewertung sind
 - die Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens mit den Wiederbeschaffungspreisen,
 - die Bewertung nichtbetriebsnotwendiger Aktiva mit zu erzielenden Verkaufserlösen,
 - die Wertminderung durch Schulden.
- Im klassischen Sinne errechnet sich der Substanzwert ausgehend von den Handelsbilanzwerten durch korrigierende Auf- und Abwertungen:
Reinvermögen zum Buchwert am Stichtag
+ Erhöhung (Verminderung) der Aktiva (Passiva) durch Aufwertung (Abwertung)
- Erhöhung (Verminderung) der Passiva (Aktiva) durch Aufwertung (Abwertung)
= Substanzwert am Stichtag

● ● ● Substanzwertverfahren ● ● ● ● ● ● ●



Unternehmensbewertung

2. c) Ertragswertverfahren

1. Bestimmung der Zukunftserfolge G

Grundsatz: Bewertungsrelevant sind die künftigen Nettozahlungen an den Eigentümer

Näherungsgrößen: * Betriebliche Nettoeinnahmen: Cash Flow - Investitionen

 * Gewinne (in D lange Zeit vorherrschende Bewertungspraxis):
 Erträge - Aufwendungen unter der Annahme der Vollausschüttung

2. Ertragswert: Gegenwartswert (Barwert) der geschätzten mit dem Unternehmen künftig erzielbaren Erfolge

A) Objektiver Ertragswert: Wert der nach dem gegenwärtigen Konzept realisierbaren Zukunftserfolge

B) Subjektiver Ertragswert: Zuzüglich Wert der Mehrerfolge aufgrund Restrukturierung bzw. Synergien (Verbundwirkungen)

3. Grundsätzliches:

- Periodenergebnis als Grundlage
- Nettoansatz, d.h. Nach Abzug von FK-Zinsen
- Kalkulationszinsfuß als Alternativrendite inkl. Risikozuschlag

2. c) Ertragswertverfahren

- Die Bewertung erfolgt auf Basis des Barwertes der ausgeschütteten Ergebnisse an die Eigentümer, wobei alle Mittel, die nicht die Unternehmenssubstanz vermindern, grundsätzlich ausgeschüttet werden können.
- Unter der Annahme der sicheren Ausschüttungszahlungen sowie fehlender Gewinnsteuer folgt für den Ertragswert EW:

$$EW = \sum_{t=1}^n \frac{S\ddot{A}(A_t)}{(1 + r_f)^t}$$

n = Planungshorizont
r_f = risikoloser Zinssatz
S \ddot{A} (A_t) = Sicherheitsäquivalent des Ausschüttungspotentials in der Periode t

● ● ● ● Ertragswertverfahren ● ● ● ● ●



2. c) Ertragswertverfahren (2)

- Das Sicherheitsäquivalent des Ausschüttungsbetrages kann dabei wie folgt ermittelt werden:

$$\Pi(A_t) = E(A_t) - S\ddot{A}(A_t)$$

- oder bei alternativer Ermittlung über das CAPM:

$$S\ddot{A}(A_t) = E(A_t) - [E(r_M) - r_f] \beta_{A_t} \cdot E(A_t)$$

2. c) Ertragswertverfahren (3)

- Ein alternativer Ansatz der Bewertung auf der Basis des Ertragswertverfahrens besteht darin, nicht die (risikoadjustierten) Sicherheitsäquivalente mit einem risikolosen Zinssatz zu diskontieren, sondern die erwarteten Ausschüttungsbeträge mit einem risikoadjustierten Zinssatz zu bewerten.

$$EW = \sum_{t=1}^n \frac{E(A_t)}{(1 + r_f + z_t)^t}$$

z_t = Risikozuschlag auf den risikolosen Zinssatz in der Periode t

$E(A_t)$ = Erwartungswert des Ausschüttungsbetrages in der Periode t

● ● ● ● Ertragswertverfahren ● ● ● ● ●



2. c) Ertragswertverfahren (4)

- Falls die Ausschüttungsbeträge in den ersten Perioden variieren und anschließend einen konstanten Wert annehmen, sind die beiden letzten Ausdrücke miteinander zu kombinieren.

$$EW = \frac{E(A_{n+1})}{(r_f + z_{n+1})} \times \frac{1}{(1 + r_f + z_{n+1})^n} + \sum_{t=1}^n \frac{E(A_t)}{(1 + r_f + z_t)^t}$$

- Von zentraler Bedeutung für die Ermittlung des Ertragswertes auf der Basis der letzten Variante ist somit die Bestimmung
 - des zukünftigen Ausschüttungspotenzials
 - des Risikozuschlags.

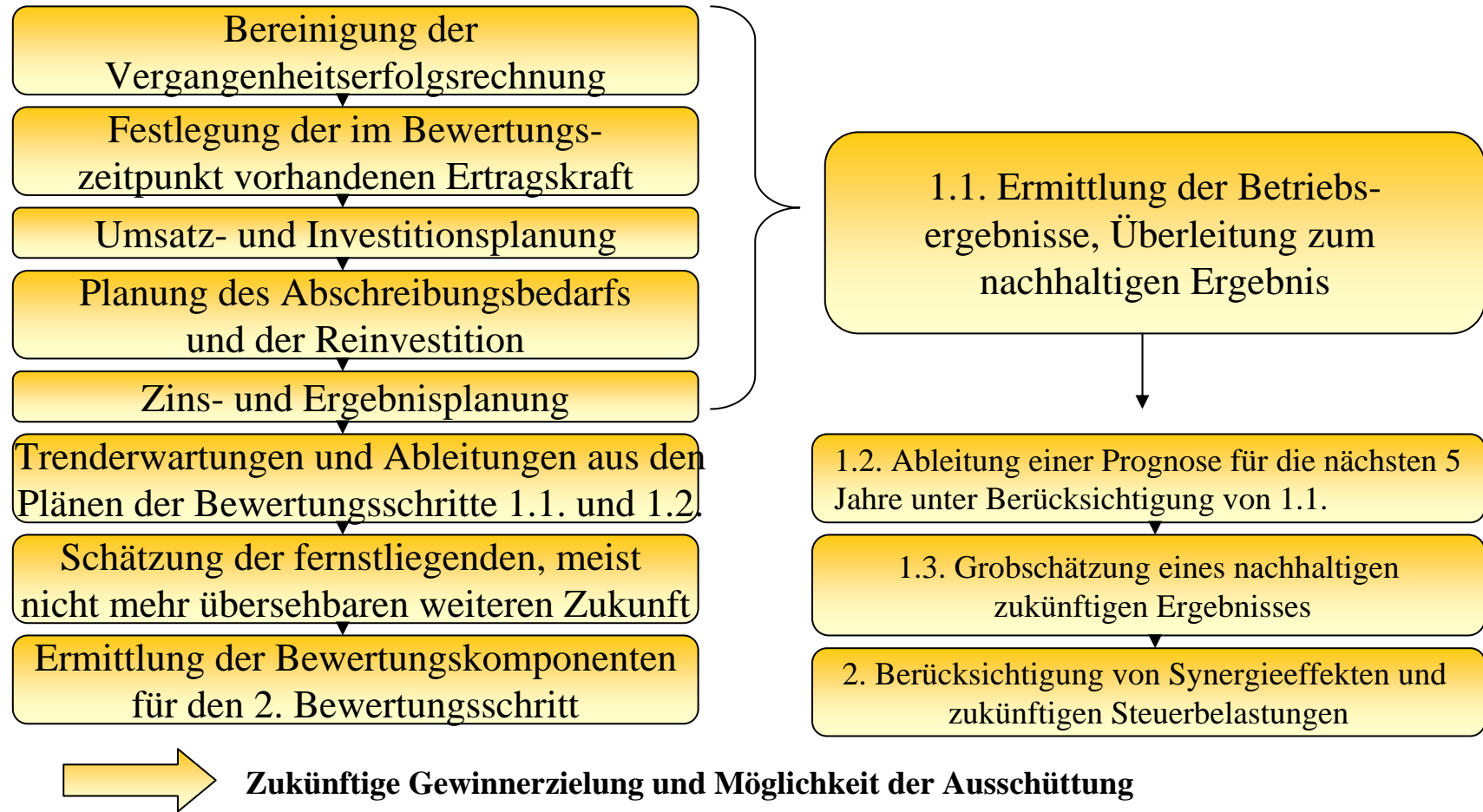
2. c) Ertragswertverfahren (5)

- Das Ausschüttungspotenzial folgt aus den Überschüssen der Einnahmen über die Ausgaben der Rechnungsperioden \Rightarrow nachhaltiges Ergebnis.
- Das nachhaltige Ergebnis ist dabei um Sondereinflüsse zu korrigieren und kann im Rahmen eines Drei-Phasenmodells ermittelt werden. Dieses wird auf der nächsten Folie näher erläutert.
- Die Bestimmung des Risikozuschlags erfolgt in der Praxis i.d.R. auf Basis des relativen Risikos der erwarteten Ausschüttungen und wird über das CAPM ermittelt.

Unternehmensbewertung

2. c) Ertragswertverfahren (5)

Das Drei-Phasen-Modell



● ● ● ● Ertragswertverfahren ● ● ● ● ●



2. d) Discounted Cash Flow-Verfahren

- Hierbei handelt es sich um angloamerikanische Bewertungsverfahren auf der Basis diskontierter Einzahlungsüberschüsse.
- Cash Flow-Bewertungen weisen den Vorteil auf, dass durch die Cash Flow-Ermittlung (international) unterschiedliche Bilanzierungspraktiken ausgeglichen werden.
- Die DCF-Verfahren der Unternehmensbewertung eignen sich besonders bei Gesellschaften, bei denen (gegenwärtig sowie zukünftig) wirtschaftliche Strukturbrüche eintreten und sich somit die zukünftige Entwicklung wesentlich von der vergangenen unterscheidet (z.B. durch M&A's, IPO's, Spin Off's).

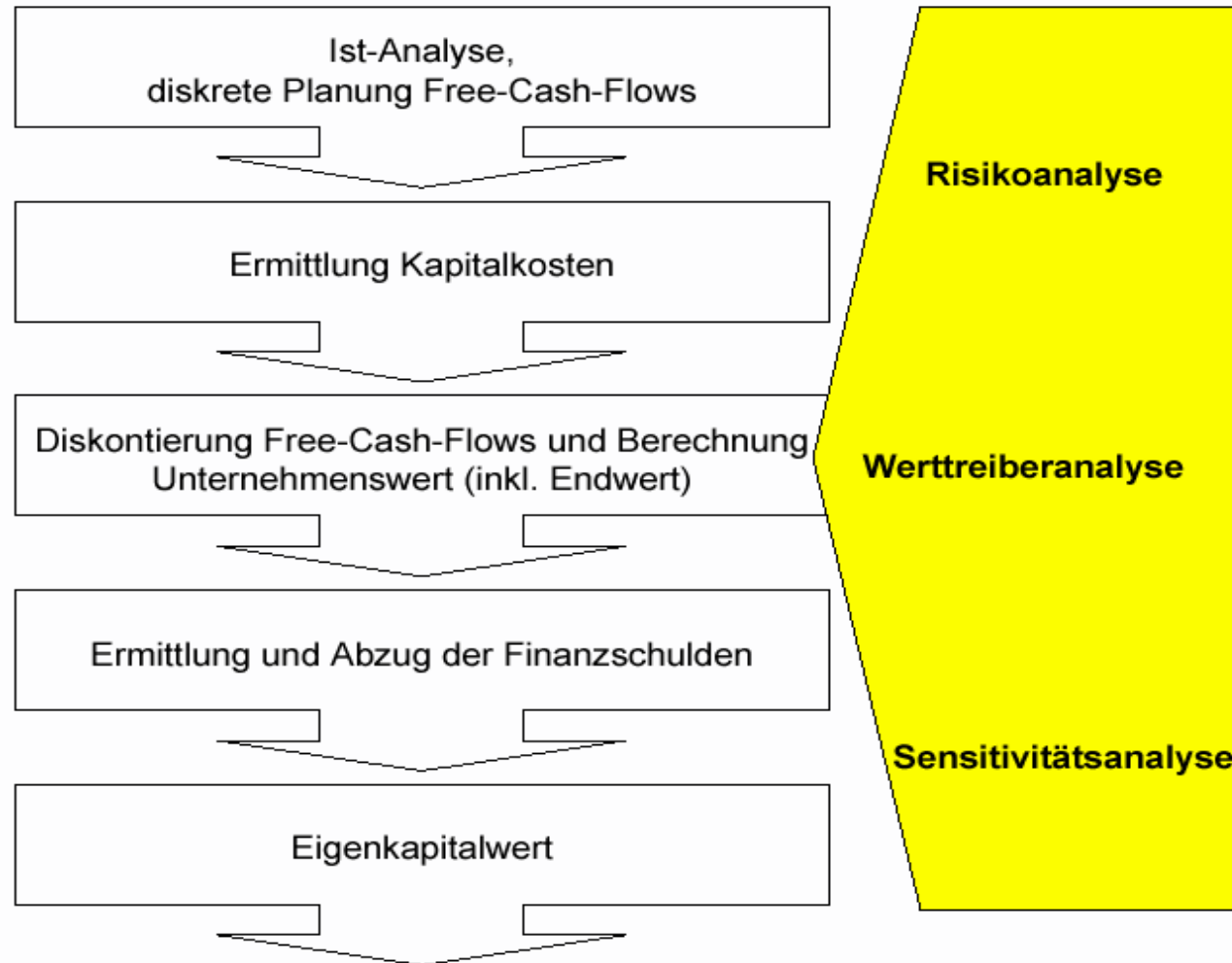
2. d) Discounted Cash Flow-Verfahren

Ermittlung des Cash Flow

- Bezieht sich die Cash Flow-Analyse nur auf publizierte Daten, so ist die Methodik der direkten Ermittlung nicht möglich, da die Rechnungslegung nicht auf Zahlungsstromgrößen aufgebaut ist.
- Die indirekte Ermittlung erfolgt durch Bereinigung des Gesamtergebnisses um Erträge, denen keine Einzahlungen gegenüberstehen, um Aufwendungen, die keine Auszahlungen zur Folge haben und um Bestandsveränderungen mit Zahlungswirkung.

Unternehmensbewertung

Ablauf der Unternehmensbewertung nach DCF-Verfahren:



● ● ● ● ● Discounted Cash Flow ● ● ● ●



2. d) Discounted Cash Flow-Verfahren

- Hierzu zählen
Flow to Equity-Verfahren (FTE)
 - Weighted Average Cost of Capital-Verfahren (WACC)
 - Total Cash Flow-Verfahren (TCF)
 - Adjusted Present Value-Verfahren (APV)
- Bei dem WACC, dem TCF und dem APV werden die Unternehmenswerte inkl. Fremdkapital ermittelt (Entity-Konzepte). Um den Shareholder Value zu bestimmen wird in einem zweiten Schritt der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen \Rightarrow Verfahren der zweistufigen Eigentümerwertermittlung.
- Der FTE errechnet hingegen direkt den Wert für die Eigentümer, indem die Ausschüttungen mit den Eigenkapitalkosten diskontiert werden (Equity-Ansatz).

Unternehmensbewertung

2. d) Discounted Cash Flow-Verfahren (2)

- Die nachfolgenden Bewertungsformeln der vier DCF-Verfahren basieren auf z.T. idealisierenden Annahmen, z.B.
 - keine Transaktionskosten und Kapitalmarktsegmentierungen
 - homogene Erwartungen
 - kostenlose Informationen
 - uniforme Zahlungsströme
 - bekannte Eigen-, Fremd- und Gesamtkapitalkosten
 - Konstanz der Besteuerung, der Fremdfinanzierungskosten und des Unternehmensrisikos
 - Eigenkapitalkosten werden ausschließlich (linear) durch die Kapitalstruktur determiniert.
 - Modigliani-Miller-Welt liegt den DCF-Verfahren zugrunde
- Durch die Berücksichtigung (diskontierter) periodischer Charakteristika lassen sich jedoch einige der Annahmen z.T. aufheben ⇒ Dies setzt jedoch die Bestimmung des Terminal Value voraus.

● ● ● ● ● Discounted Cash Flow ● ● ● ●



Unternehmensbewertung

2. d) Discounted Cash Flow-Verfahren (3)

- Unternehmensbewertungsverfahren
- Kapitalwertmethode: UW wird auf die zukünftigen Kapitalflüsse abgestellt
- Wertermittlung über Diskontierung zukünftiger Cash Flows

$$Value = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

CF_t = Cash Flow in der Periode t
 r = Diskontierungsfaktor

- Verschiedene Ansätze möglich
- Kapitalmarkttheoretische Modelle für Ermittlung des Diskontierungssatzes (i.d.R. CAPM \Rightarrow Annahme einer flachen Zinsstrukturkurve)

● ● ● ● ● Discounted Cash Flow ● ● ● ●

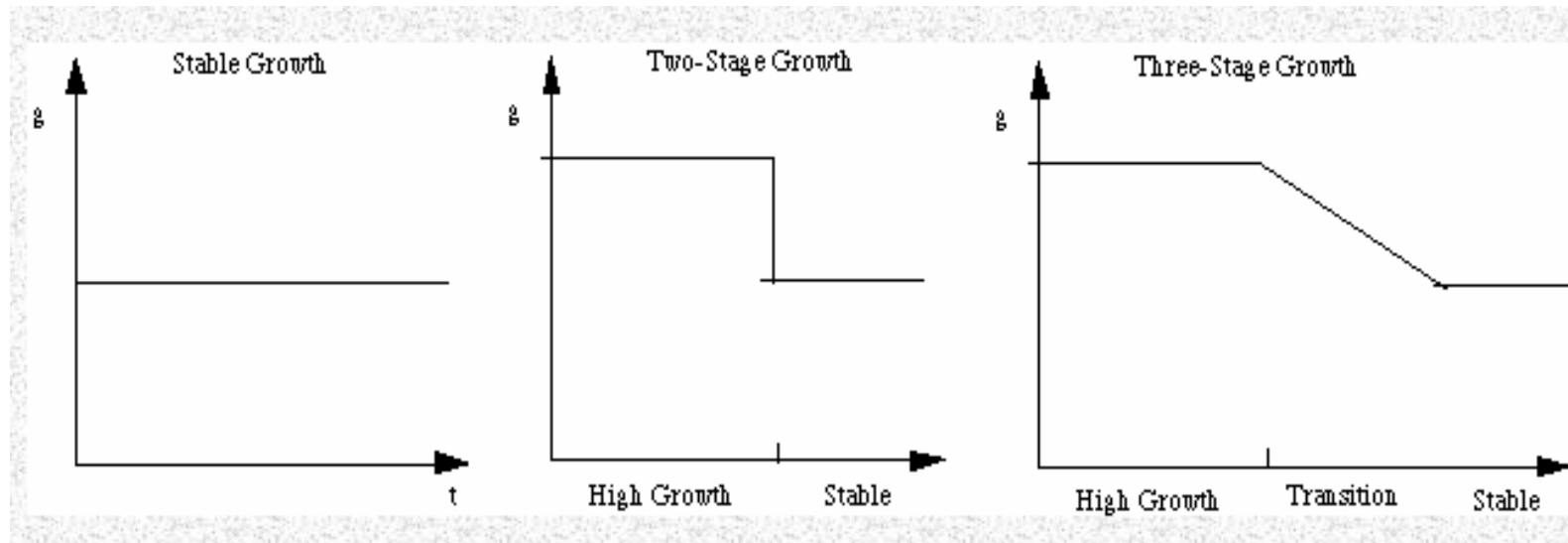


2. d) Discounted Cash Flow-Verfahren (4)

- Marktwerte sind zu bevorzugen, ansonsten Buchwerte
- Wert wird primär über die prognostizierten Cash Flows, den Diskontierungsfaktor und die ewige Wachstumsrate determiniert
- In der Regel nominelle Berechnung
- Annahme einer konstanten Kapitalstruktur bzw. leverageunabhängige Eigenkapitalkosten
- Direkte Ermittlung der Cash Flows: interne Rechnungslegungsdaten notwendig
- Indirekte Ermittlung der Cash Flows: Bereinigung des Jahresüberschusses (i.d.R. nach DVFA/SG)

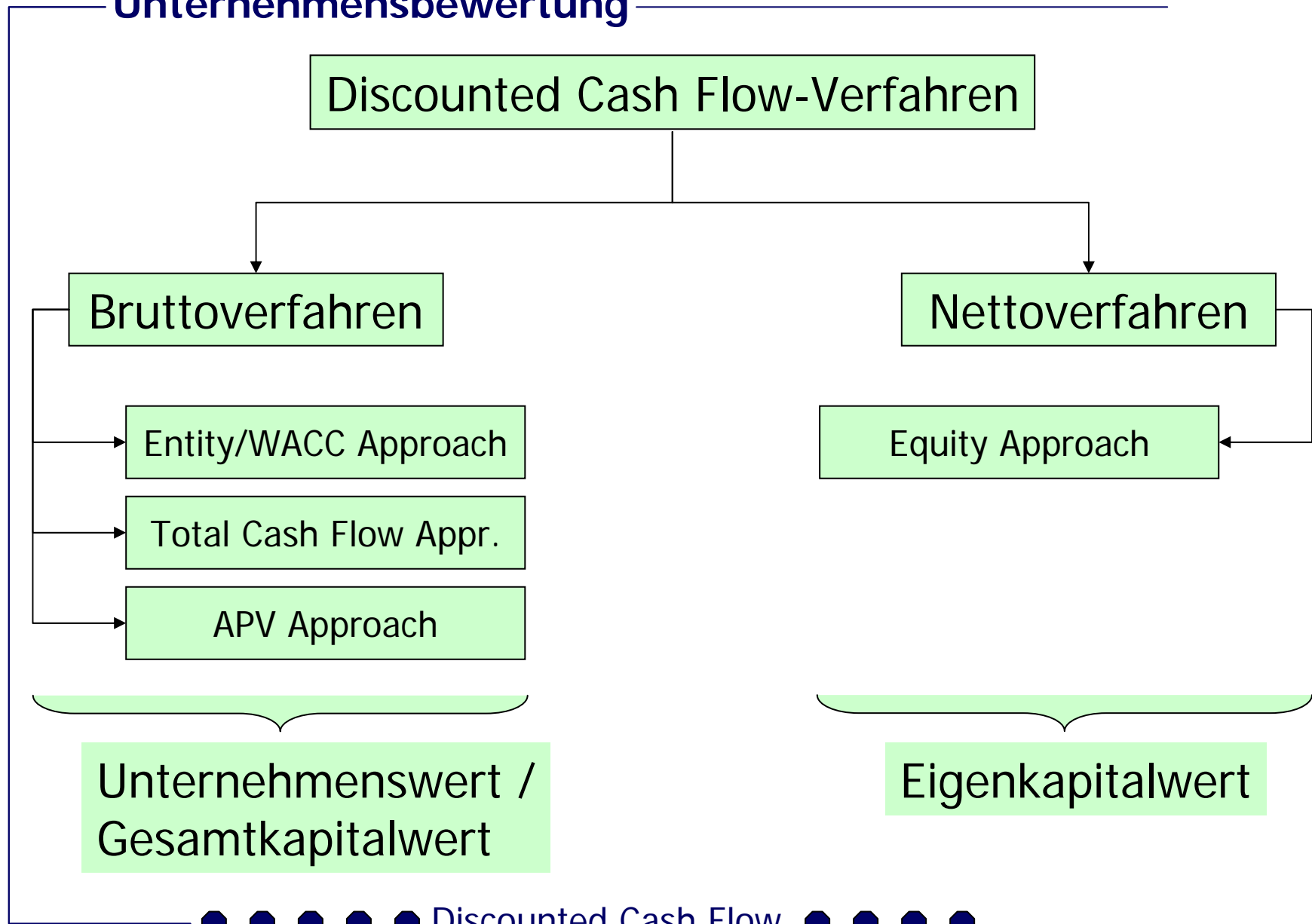
2. d) Discounted Cash Flow-Verfahren (5)

In der Regel 2-Stage Modell



- Terminal Value /Residual Wert: ewige Wachstumsrate wird unterstellt Kapitalisierung der Cash Flows mit dem um die Wachstumsrate geminderten Kapitalkosten.

Unternehmensbewertung



WACC Approach

- FCF \Rightarrow CF, der sowohl EK- als auch FK-Gebern zur Verfügung steht
- Diskontierung mit den durchschnittlich gewogenen Kapitalkosten (r_{WACC}) \Rightarrow Berücksichtigung der Tax Shields im Diskontierungsfaktor

$$r_{WACC} = r_{FK} (1 - t) \times \left(\frac{FK}{GK} \right) + r_{EK} \times \left(\frac{EK}{GK} \right)$$

- Die WACC-Berechnung setzt die Kenntnis der künftigen Verhältnisse zwischen Marktwert des EK und des verzinslichen FK voraus. Dies impliziert hinsichtlich der Bestimmung des Marktwertes des EK ein Zirkularitätsproblem, da dieser die Kenntnis des WACC voraussetzt. Es gibt 2 Lösungsansätze:

1. Annahme einer konstanten Kapitalstruktur

2. Ermittlung der Marktwertverhältnisse durch Iteration

Die erste Alternative ist in der Praxis die gängige Methode, da hierdurch eine permanente Anpassung im Zeitablauf obsolet wird.

Unternehmensbewertung

1. Alternative

- Berechnung des Terminal Values (Fortführungswert)
- Ermittlung des Eigenkapitalwertes durch Subtraktion der Nettoverbindlichkeiten
(Nettoverbindlichkeiten = Long term liabilities + short term liabilities + minority interest + preferred equity – (cash + cash equivalents))

2. Alternative

Vorgehensweise entspricht mit Ausnahme der iterativen Ermittlung der Marktwertverhältnisse der 1. Alternative. Beispiel für iterative Ermittlung der Marktwertverhältnisse.

Fremdkapitalzins: 7% p.a.

Eigenkapitalrendite: 11,5% p.a.

KSt: 34%

Free Cash Flow: 1.980

● ● ● ● ● ● WACC Approach ● ● ●



Unternehmensbewertung

Cash Flow Parameter

EBIT (operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)

- Steuern

NOPLAT (operatives Ergebnis vor Zinsen, nach adaptierten Steuern)

+ / - Abschreibungen / Zuschreibungen

+ / - Aufwendungen / Erträge aus Anlagenabgängen

+ / - Erhöhung / Verminderung der langfristigen Rückstellungen

Operativer Brutto Cash Flow

+ / - Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens (ohne liquide Mittel und kurzfristige Bankverbindlichkeiten / Erhöhung Working Capital (-))

+ / - Mittelabflüsse / -zuflüsse aus Investitionen / Desinvestitionen (CAPEX)

Operativer Free Cash Flow

+ / - nicht-operativer Cash Flow

= Free Cash Flow

● ● ● ● ● ● WACC Approach ● ● ●



Unternehmensbewertung

nach DVFA/SG

- Jahresüberschuss /-fehlbetrag
- + / - Abschreibungen / Zuschreibungen auf Gegenstände des Anlagevermögens
- + / - Veränderungen der Rückstellungen für Pensionen und andere längerfristige Rückstellungen
- + / - Veränderungen des Sonderpostens mit Rücklagenanteil
- + / - Andere nicht zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge wesentlicher Bedeutung
- + / - Bereinigung ungewöhnlicher zahlungswirksamer Aufwendungen und Erträge von wesentlicher Bedeutung
- = Cash Flow nach DVFA/SG

● ● ● ● ● ● WACC Approach ● ● ●



Unternehmensbewertung

Cash Flow Parameter

	EBIT (operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
-	Steuern
<hr/>	
	NOPLAT (operatives Ergebnis vor Zinsen, nach adaptierten Steuern)
+ / -	Abschreibungen / Zuschreibungen
+ / -	Aufwendungen / Erträge aus Anlagenabgängen
+ / -	Erhöhung / Verminderung der langfristigen Rückstellungen
<hr/>	
	Operativer Brutto Cash Flow
+ / -	Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens (ohne liquide Mittel und kurzfristige Bankverbindlichkeiten)
+ / -	Mittelabflüsse / -zuflüsse aus Investitionen / Desinvestitionen
<hr/>	
	Operativer Free Cash Flow
+ / -	nicht-operativer Cash Flow
<hr/>	
=	Free Cash Flow

● ● ● ● ● ● WACC Approach ● ● ●



Unternehmensbewertung

Total Cash Flow Approach

- Erfassung der Steuerersparnis in den Cash Flows (FCF + Tax Shield)
- Diskontierung mit dem durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten ohne Berücksichtigung einer Steuerersparnis
- Führt zum gleichen Ergebnis wie Entity Approach
- Praxisirrelevant, da neben Cash Flow Prognose auch noch Prognose der Steuern notwendig

$$EV = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCF_t + \text{"tax shield"}_t}{(1+r)^t}$$

FCF_t = Cash Flow in der Periode t

r = Diskontierungsfaktor (ohne tax shield), mit $r = r_E \times \left(\frac{E}{V}\right) + r_D \times \left(\frac{D}{V}\right)$

● ● ● ● ● ● WACC Approach ● ● ●



Unternehmensbewertung

Adjusted Present Value (APV)

- Wertadditivitätsprinzip \Rightarrow komponentenweise Ermittlung des Unternehmenswertes
- Diskontierung der operativen Cash Flows (vor Zinsen) mit Eigenkapitalkostensatz
 \Rightarrow Unternehmenswert bei vollständiger Eigenfinanzierung
- Barwertige Betrachtung der „side effects“ (z.B. Steuervorteile durch FK-Finanzierung, Subventionen etc.)
- Berücksichtigung von Kapitalstrukturveränderungen im Rahmen des Tax Shield aus der Fremdfinanzierung
- Annahme fremdkapitalunabhängiger Eigenkapitalkosten
- Vorteilhaft, wenn sich Kapitalstruktur des Unternehmens im Zeitablauf verändert

● ● ● ● ● ● ● Adjusted Present Value ● ●



Unternehmensbewertung

Adjusted Present Value (APV)

- Das APV-Verfahren wurde von Stewart Myers vom MIT entwickelt.
- Es basiert auf dem Wertadditivitätsprinzip (value additivity) und somit der komponentenweise Ermittlung des Unternehmenswertes.
- Zunächst werden die operativen („real“) Cash Flows (vor Zinsen) mit den (Eigen-) Kapitalkosten bei fiktiver, vollständiger Eigenfinanzierung kapitalisiert.
- \Rightarrow Unternehmenswert bei vollständiger Eigenfinanzierung.
- Anschließend wird barwertig, der Wert der aus dem Finanzierungsprogramm bzw. der Finanzierungsstruktur entstehenden Nebeneffekte („side effects“) (wie z.B. Steuervorteile der Fremdfinanzierung, Subventionen) addiert.

$$UW^{APV} = \frac{X(1-s)}{r_E^*} + s \cdot D$$

wobei r^* die Eigenkapitalkosten bei vollständiger Eigenfinanzierung reflektiert

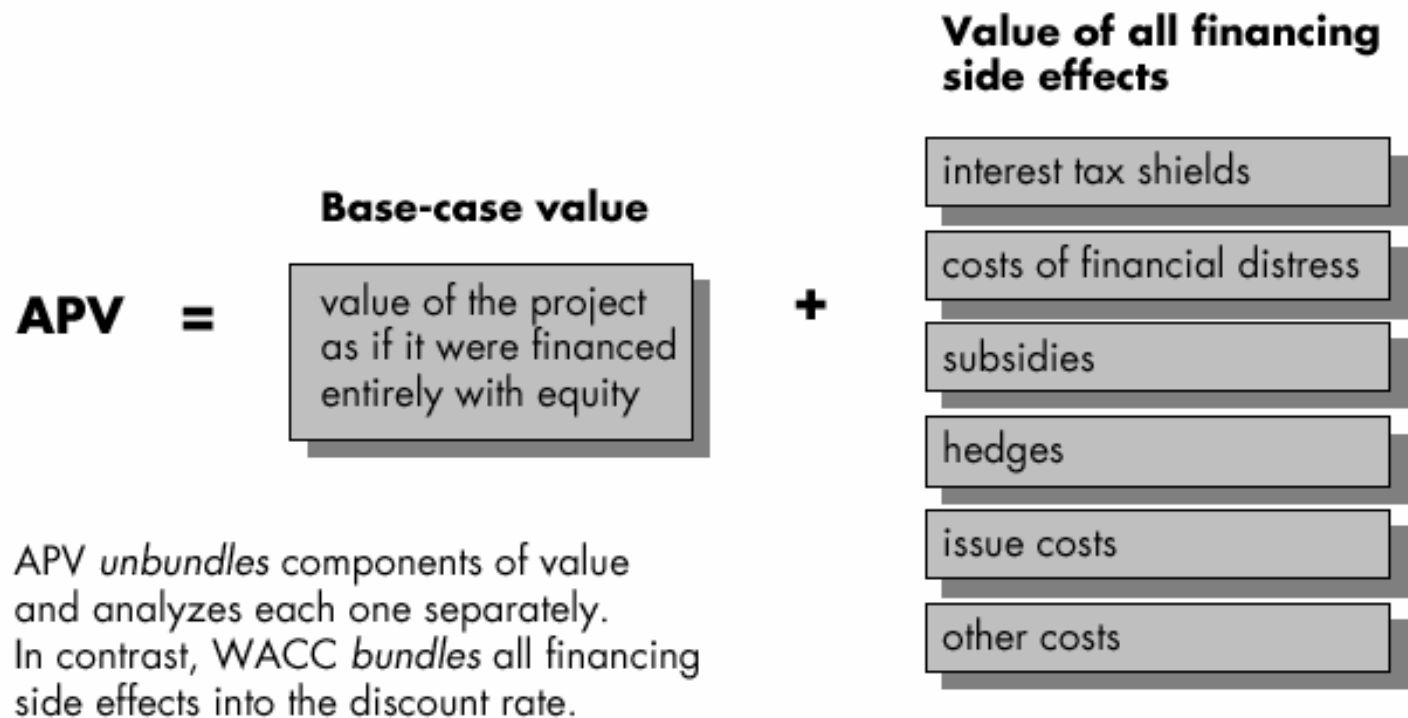
● ● ● ● ● ● ● Adjusted Present Value ● ●



Unternehmensbewertung

Die Idee:

APV: The Fundamental Idea



● ● ● ● ● ● ● Adjusted Present Value ● ●



Unternehmensbewertung

2. e) Comparable Company Analysis

Ansprüche an eine CCA

- Ziel der Comparable Company Analysis ist die Feststellung eines möglichst objektiven Unternehmenswertes respektive Wertes des Eigenkapitals.
- Die CCA ist ein kapitalmarktorientiertes Unternehmensbewertungskonzept.
- Bestandteil der CCA sind sowohl historische, als auch implizite Größen (daher im Engl. Market Approach).
- In Abgrenzung zu anderen Unternehmensbewertungskonzepten (Substanzwertmethode/ Cost Approach bzw. Zukunftserfolgswertverfahren/ Income Approach) fließen bei der CCA die Erwartungen und Bewertungen des Kapitalmarktes mit ein. Durch diese Methodik wird vermieden, dass der Unternehmenswert von subjektiven Einschätzungen einiger weniger Analysten bestimmt wird.
- Die CCA ist inzwischen ein fester Bestandteil eines jeden Researchberichtes

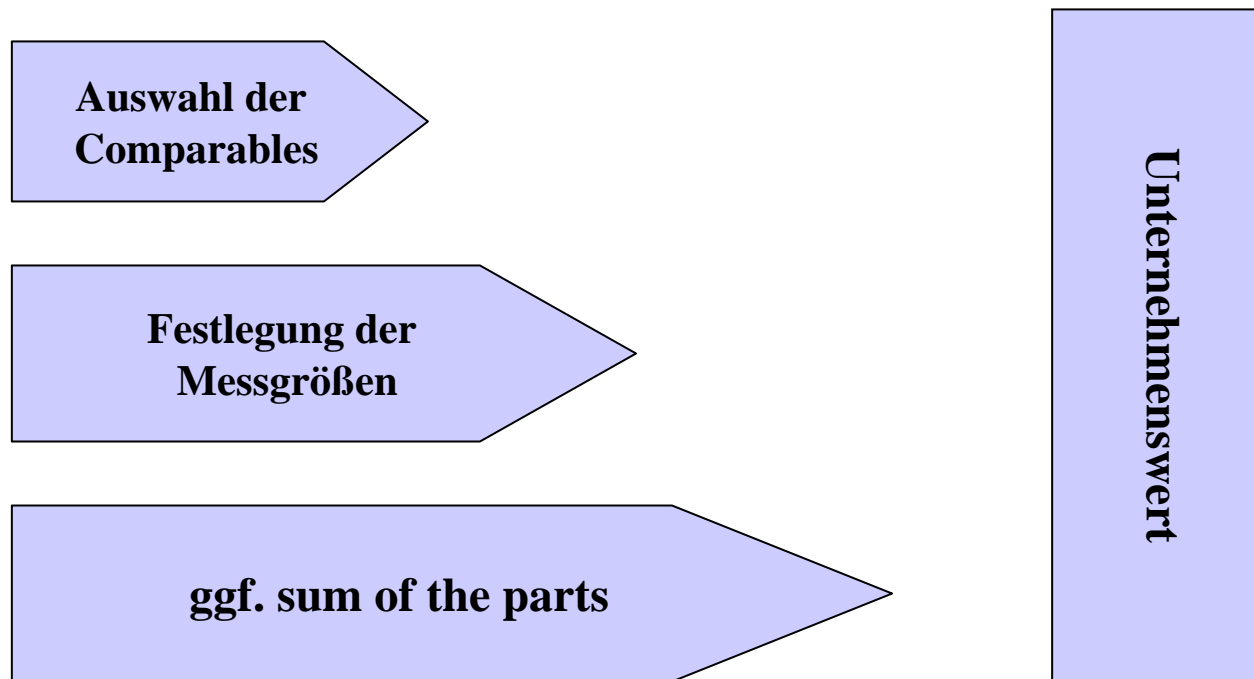


Unternehmensbewertung

2. e) Comparable Company Analysis

Ansprüche an eine CCA

Die Vorgehensweise bei der Bewertung eines Unternehmens anhand der CCA sollte wie folgt gestaltet werden:



● ● ● ● ● ● ● ● CCA ●



2. e) Comparable Company Analysis

Ansprüche an eine CCA

- 1. Auswahl der Comparables:
Das betrachtete Unternehmen wird mit Zuhilfenahme von börsennotierten Vergleichsunternehmen bewertet. Dabei empfehlen sich folgende Auswahlkriterien:
 - Comparables sollten in derselben Branche tätig sein (operative Geschäftstätigkeit -> Kennzahl z.B. Anlagenintensität).
 - Comparables sollten auf demselben Markt, wie das zu bewertende Unternehmen tätig sein bzw. in kürzester Zeit tätig sein wird. Dies bezieht sich sowohl auf die Länderauswahl, als auch auf das Kapitalmarktsegment (erschlossene Absatzmärkte).
 - Die Kundenstruktur der Comparables sollte ähnlich sein

2. e) Comparable Company Analysis

Ansprüche an eine CCA

- Comparables sollten eine ähnliche Kapitalstruktur insbesondere hinsichtlich des Kapitalstrukturrisikos aufweisen.
- Die Größe der Comparables, definiert über die Marktkapitalisierung, sollte im Schnitt nicht signifikant von der erwartenden Größe des zu bewertenden Unternehmens nach dem Börsengang abweichen.
- Ist das zu bewertende Unternehmen in mehrere Geschäftsbereiche untergliedert, so empfiehlt sich die Auswahl der Comparables für die einzelnen Divisionen vorzunehmen. Die Anzahl der Comparables für die einzelnen Geschäftsbereiche sollte dem prozentualen Umsatzanteil entsprechen.

2. e) Comparable Company Analysis

Ansprüche an eine CCA

2. Messgrößen für die CCA:

Die Auswahl von Messgrößen ist nicht standardisiert.

Denkbar wäre die Verwendung von nahezu allen Kapitalmarktdaten.

Wie jedoch aus zahlreichen Researchberichten ersichtlich ist, haben sich in der Praxis folgende Messgrößen etabliert:

- o das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV oder Price-Earnings-Ratio, PER), als der wohl bekannteste Vertreter,
- o das Kurs-Cash-Flow-Verhältnis (KCV oder Price-Cash-Flow-Ratio, PCR),
- o das Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV oder Price-Sales-Ratio, PSR, auf Anteilsebene bzw. Marktkapitalisierung zu Umsatz oder Market Capitalization-to-Sales, MC/S, auf Gesamtunternehmensebene) bei nicht vorhandenen positiven Erfolgsgrößen,
- o das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV oder Price-Book-Equity-per-Share-Ratio, PBR, bzw. als Kehrwert BPS/P-Ratio),

Unternehmensbewertung

2. e) Comparable Company Analysis

Ansprüche an eine CCA

3. Messgrößen für die CCA:

.... und im Unterschied zu den bislang genannten Multiplikatoren, die nur auf dem Wert des Eigenkapitals fußen, Multiplikatoren die auf dem Gesamtunternehmenswert (Enterprise Value, EV) basierenden, wie z.B.

- o EV/EBIT (Unternehmensgesamtwert in Relation zum operativen Ergebnis Earnings before Interest and Taxes)
- o EV/EBITDA (Unternehmensgesamtwert in Relation zu den Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization).

$EV = EK + \text{net debt (market value not book value)}$

$\text{net debt} = \text{Long term liabilities} + \text{short term liabilities}$
+ minority interest
+ preferred equity
– (cash + cash equivalents)



CCA



2. e) Comparable Company Analysis

Ansprüche an eine CCA

4. Feststellung des Unternehmenswertes:

Der Unternehmenswert ergibt sich aus den zuvor errechneten multiples. Ist ein Unternehmen auf mehreren Geschäftsfeldern tätig, wird in der Praxis eine sum of the parts durchgeführt.

- o Für jedes Geschäftsfeld werden Vergleichsunternehmen filtriert und die oben beschriebenen multiples errechnet.
- o Im zweiten Schritt werden die multiples gemittelt.
- o Da das arithmetische Mittel empfindlich gegenüber Extremwerten ist, muss es um diejenigen bereinigt werden.
- o Median als Mittelwert empfiehlt sich aus den oben beschriebenen Gründen ebenfalls.
- o Anschließend wird der Umsatz, resp. der Gewinn mit den multiples multipliziert.

Unternehmensbewertung

2. e) Comparable Company Analysis

Ansprüche an eine CCA

- o Die Werte der einzelnen Geschäftsfelder werden zu einem Unternehmenswert aufaddiert.
- o Ist der Gewinn, resp. der Umsatz der Unternehmung nicht gleichmäßig auf die einzelnen Geschäftsfelder aufgeteilt, dann werden die einzelnen Werte der Geschäftsfelder beim aufaddieren gewichtet.
- o Zwecks Berücksichtigung abweichender zukünftiger Wachstumspotentialen zwischen der peer group, kann ein prozentualer Ab- / Zuschlag des Unternehmenswertes, basierend auf der durchschnittlichen geometrischen Wachstumsrate (CAGR) der verwendeten Multiples, vorgenommen werden. Die Berechnung der Compound Annual Growth Rate (CAGR) erfolgt gemäß folgender Formel:
mit

$$CAGR = n^{-1} \sqrt[n]{\frac{\text{Endbestand}}{\text{Anfangsbestand}}} - 1$$

n: Anzahl der Jahre

Endbestand: Endwert der betrachteten Reihe

Anfangsbestand: Anfangswert der betrachteten Reihe



Unternehmensbewertung

2. e) Comparable Company Analysis

Kritische Würdigung der CCA

Vorteil der CCA als Bewertungsinstrument:

- Einfachheit seiner Handhabung
- intuitive Nachvollziehbarkeit
- relativ geringer Umfang der notwendigen Prognosedaten

Nachteile der CCA als Bewertungsinstrument:

- Vergleichbarkeit der Unternehmen hinsichtlich sämtlicher oben genannter Kriterien selten gegeben (Jedes Unternehmen weist Besonderheiten auf, die sich auch nur schwer über pauschale Zu- oder Abschläge zum bzw. von dem Multiplikator berücksichtigen lassen.)
- Stichtagskursbezogenheit des Multiplikators (Daher können die zu Grunde gelegten Stichtagskurse durch spekulative oder psychologische Momente übertrieben sein)
- Statik der Kennzahlen (außer bei PEG-Ratio)
- Strenge oder halbstrenge Informationseffizienz ist Voraussetzung zur Ermittlung eines fairen Wertes



Unternehmensbewertung

2. e) Comparable Company Analysis

Kritische Würdigung der CCA

Fazit

- Trotz der gewichtigen Kritikpunkte weite Verbreitung.
- Standard neben DCF
- Früher: CCA zur Plausibilitätskontrolle für einen mittels eines Zukunftserfolgswertverfahrens ermittelten Unternehmenswert
- Heute: Unternehmenswertbestimmung (Dies ist unter anderem durch die Schwierigkeit begründet, dass bei vielen Geschäftsmodellen gerade am Neuen Markt erst in weiter Zukunft positive Erfolgsbeiträge erwartet werden und diese entsprechend schwer zu prognostizieren sind – ein für die Anwendung eines Zukunftserfolgswertverfahrens allerdings unumgängliches Erfordernis.)



Case study „*BMW*“

Example for a Comparable Company Analysis in case of BMW



Case study „BMW“: Master Data

BMW GR € ↑ **34.19** -.36 Y 34.18/34.18 800x800 Equity**DES**
 DELAY Vol 2,473,594 Op 35.10 F Hi 35.14 Y Lo 34.11 Y ValTrd 85862272

Seite 1/11

BMW GR BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG Auto-Cars/Light Trucks
 98) Bericht erstellen

Bayerische Motoren Werke (BMW) AG manufactures and sells luxury cars and motorcycles worldwide. The Company produces everything from convertible sports cars to luxury sedans to touring motorcycles with large displacement engines.

AKTIENDATEN		EUR	DIVIDENDE		Jährl.	EUR
1)GPO	Kurs	34.19	5)DVD	Indik.Brutto Rdte		2.05%
	52Wo Hoch	5/14/2007	51.49	Dvd Wachst.	5J.	6.13%
	52Wo Tief	1/23/2008	33.77	Ex-Datum	Typ	Betr.
	YTD Ändrg	-8.53		5/16/07	Laufd.Bar	.7
	YTD % Ändrg	-19.97%				
	Round-Lot	1				
2)FA	Umlaufende	9/30/2007	601.995M	GEWINN		EUR
3)MSH	Marktkap.	EUR	22060.93M	6)ERN	Angekünd.	3/18/08 (C)
	Float		321.47M		Zurückl.12Mo	EPS
4)TRA	1.J.Gesamtertr.	-22.56%		7)EE	EPS Sch	12/2007
	BETA vs. DAX	.92		8)KV	7.91	Lfr.Wachstum
9)MON	Options, LEAPs verfügbar			9)KV	7.90	PEG Sch
						1.41

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.
 H437-592-3 08-Feb-2008 21:49:12

Source: Bloomberg

Case study „BMW“: Price Chart



Source: Bloomberg

Case study „BMW“: Company Data (Income Statement)

ARD EquityARD
1<GO> Chart-Ansicht

Unternehmensangaben

BMW GR Equity | G & V Rechnungsposten (Af- | Optionen | Verw. Ticker

Periode 5 Jahre | Sort. Absteig. | Währung EUR | Ansicht Tabelle | Standardisiert

Datenansicht Standard-Labels ARD | Bericht Neuester

	O:12/2006+	O:12/2005+	R:12/2004*+	O:12/2003*+	O:12/2002*+
2) ARD Erlöse	48999.00	46656.00	44335.00	41525.00	42282.00
3) ARD Umsatzkosten	37660.00	35992.00	34040.00	32090.00	31542.00
4) ARD Bruttogewinn	11339.00	10664.00	10295.00	9435.00	10740.00
5) ARD Allgemeine Betrie...	4972.00	4762.00	4648.00	4446.00	4903.00
6) ARD F & E Aufwendu...	2544.00	2464.00	2334.00	2146.00	2011.00
7) ARD sonstiger betriebl. ...	(227.00)	(355.00)	(461.00)	(510.00)	448.00
8) ARD Betriebsertrag	4050.00	3793.00	3774.00	3353.00	3378.00
9) ARD Beteiligungsverluste	25.00	NA	NA	NA	NA
10) ARD gesamte Finanzve...	(99.00)	506.00	191.00	148.00	81.00
11) ARD Ertrag vor Einkom...	4124.00	3287.00	3583.00	3205.00	3297.00
12) ARD Einkommenssteue...	1250.00	1048.00	1341.00	1258.00	1277.00
13) ARd Gewinn nach Mind...	2874.00	NA	NA	NA	NA
14) ARD Minderheitsbeteili...	6.00	NA	NA	0.00	0.00
15) ARD Nettoertrag	2868.00	2239.00	2242.00	1947.00	2020.00
16) ARD Unverw. EPS vor ...	NA	3.34	3.33	NA	NA
17) ARD Verwässerter EPS	NA	3.34	3.33	NA	NA

+Mit Links zu Unternehmensangaben

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.
H437-592-1 06-Feb-2008 02:16:12

Source: Bloomberg

Case study „BMW“: Peer-Group-Overview

<HELP> für Erklärungen. EquityPV

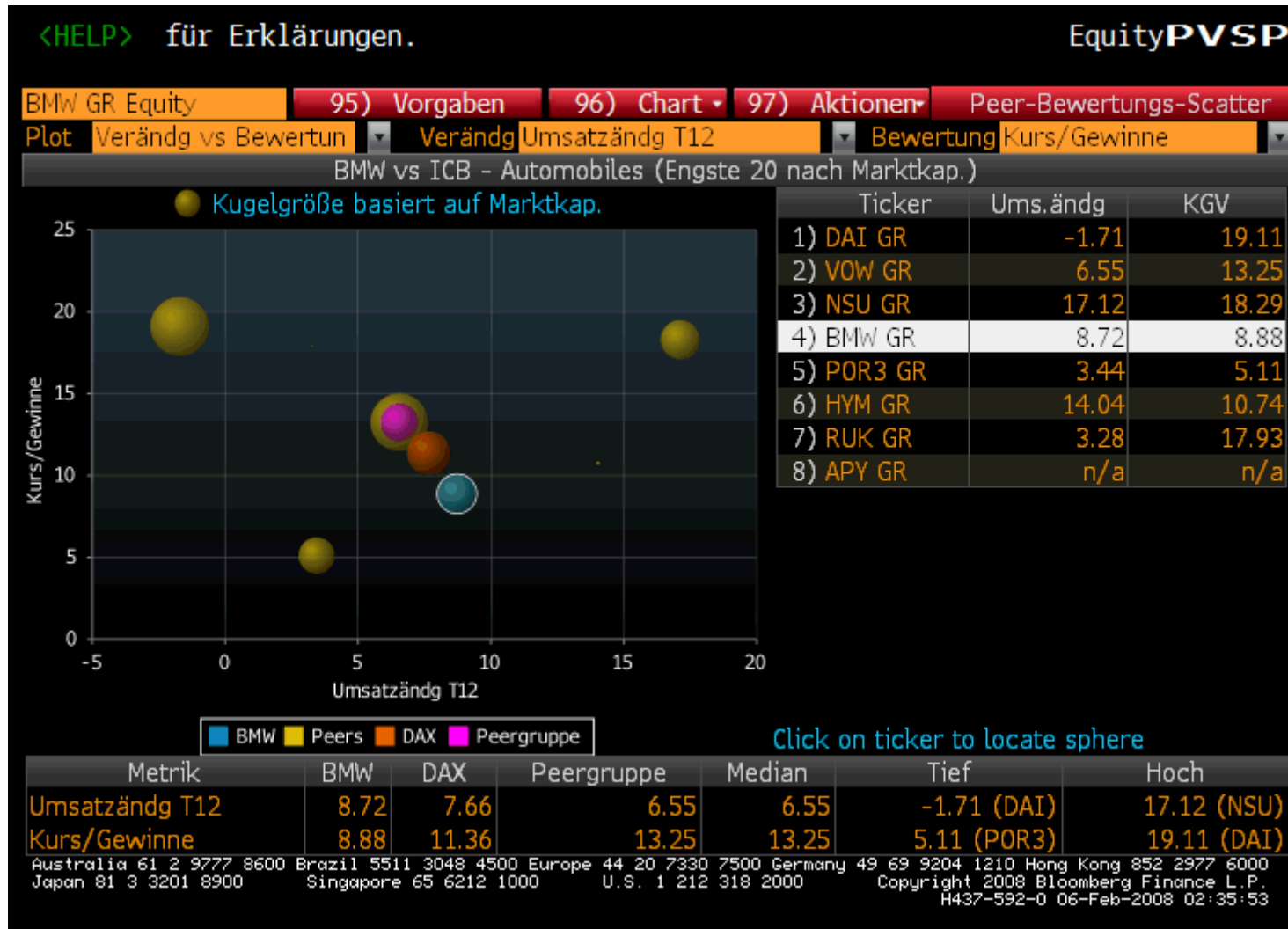
Kategorie wählen für weitere Daten, Daten auswählen für Chart der Peers

BMW GR Equity	95) Vorgaben				96) Peers				97) Aktionen			PV: Firmenansicht
Überblick	BAYER MOTOREN WK				Peers			DAX				
	Aktuell	Sch 1Jr	Vor 1 Jr	Dschn. 5	Aktuell	Przt	Sch 1Jr	Aktuell	Przt			
1) Bewertung...												
2) Kurs/Gewinn	8.88	8.72	10.77	10.55	13.25	21%	9.13	11.36	25%			
3) PEG-Verhältnis	4.17	1.47	0.35	6.06	0.29	90%	0.53	0.53	98%			
4) Kurs/Umsatz	0.47	0.44	0.63	0.54	0.51	44%	0.53	0.77	27%			
5) Kurs/Cashflow	2.67	3.76	3.09	2.68	4.55	8%	4.64	n/a	6%			
6) UW/EBITDA	5.17	7.75	5.68	5.36	5.72	42%	6.56	n/a	17%			
7) Wachstum...												
8) Umsatzändg T12	8.72	6.30	5.02	4.79	6.55	64%	6.30	7.66	35%			
9) EPS vor X0-Ändg	2.13	8.35	30.75	9.01	46.67	36%	24.84	22.33	28%			
10) Bilanz & CF...												
11) Schld/Kap	199.98	203.46	190.61	190.38	95.61	94%	101.44	405.19	80%			
12) Bardiv.-Deckg	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a			
13) Rentabilität...												
14) Bruttomarge	22.61	22.46	23.17	22.93	17.53	90%	18.57	56.27	32%			
15) Umsatzrendite	7.18	7.96	8.03	8.02	5.64	81%	6.24	9.13	30%			
16) ROA	3.42	3.44	3.73	3.44	4.40	36%	5.89	1.57	52%			
17) ROE	14.44	14.99	15.89	13.90	14.44	50%	15.33	16.92	30%			
18) Risiko & Ertrag...												
19) Ges. Ertrag 1J	-17.56	n/a	n/a	n/a	10.35	19%	n/a	1.67	23%			
20) Beta 2 J	0.87	n/a	n/a	n/a	0.69	64%	n/a	n/a	45%			

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.
H437-592-1 06-Feb-2008 02:11:11

Source: Bloomberg

Case study „BMW“: Peer-Group Scatter-Plot



Source: Bloomberg

Case study „BMW“: CCA Valuation with Microsoft Excel™

Peergroup				
	Market Cap.	Enterprise Value	Sales	EBITDA
Daimler	51.627.130.000 €	117.053.200.000 €	151.589.000.000 €	16.587.000.000 €
Volkswagen	52.912.980.000 €	103.153.800.000 €	104.875.000.000 €	12.321.000.000 €
Audi	23.860.700.000 €	17.750.000.000 €	31.142.000.000 €	4.489.000.000 €
Porsche	19.162.320.000 €	26.167.390.000 €	7.367.880.000 €	5.337.210.000 €
Average	36.890.782.500 €	66.031.097.500 €	73.743.470.000 €	9.683.552.500 €

Multiples	
EV/Sales	0,90
EV/EBITDA	6,82



Case study „BMW“: CCA Valuation with Microsoft Excel™

BWM			
Number of Shares	Sales	EBITDA	Short and Longterm Debt
654.191.000	48.999.000.000 €	11.070.000.000 €	36.456.000.000 €
Stock Exch.	34,37 €	Difference	
EV/Sales	11,34 €	-23,03 €	
EV/EBITDA	59,66 €	25,29 €	

Multiples	
EV/Sales	0,90
EV/EBITDA	6,82



Case study: Comparable Company Analysis BMW

<HELP> für Erklärungen. EquityDDM

DIVIDENDE DISKONT MODELL

BMW GR		Bayerische Motoren Werke AG	
Gewinn/Aktie FY1	4.360	Risikoloser Zinssatz	3.846%
Gewinn/Aktie FY2	4.400	Landesprämie	8.26
Gewinn/Aktie FY3	4.750	Angewandtes Beta	0.92
Dvd/Aktie FY1	0.997	1) Risikoprämie	7.600%
Wachstumsjahre	9	Payout during Growth yrs	22.867%
Jahre bis Anpassung	8	Auszahlung bei Fälligkeit	45.000%
Langfristige Wachstumsrate	5.925%	Wachstumsrate bei Fälligk.	6.295%
Schlusskurs	34.19	Währung	EUR

Berechn. Werte basieren a. obigen Annahmen

Theoretischer Kurs	26.76
Proz. Änderung z. Schlusskurs	-26.48%
Interner Zinsfuß (IRR)	10.28%
Erwartete Rendite	-5.93%
Impl. Wachstumsrate	9.40%

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.
H437-592-3 06-Feb-2008 02:57:34

Source: Bloomberg

3. Mergers & Acquisitions



Mergers&Acquisitions

3.1 Akteure und deren Motive

3.1.1 Einführung

3.1.2 Begriffliche Abgrenzung

3.1.2.1 statisch

3.1.2.2 dynamisch

3.1.3 Motive der Käufer

3.1.3.1 Strategische Motive

3.1.3.2 Finanzielle Motive

3.1.3.3 Persönliche Motive

3.1.4 Motive des Verkäufers

3.1.5 Bedeutung des Synergiepotenzials

3.1.5.1 Synergiebegriff

3.1.5.2 Art der Synergie

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Gliederung ● ● ● ● ●



Mergers&Acquisitions

3.2 Übernahmekodex (rechtliche Grundlagen)

3.2.1 Übersicht der Finanzierungsformen

3.2.2 Deal Konstruktionen

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

3.2.4 MBO / LMBO

3.2.5 LBO

3.2.6 MBI

3.3 Abwehrstrategien

3.3.1 Einführung

3.3.2 Motive für eine Übernahme

3.3.3 Finanzierung einer Übernahme

3.3.4 Angriffsmaßnahmen der Raider

3.3.5 Abwehrmaßnahmen des Target

3.3.6 Hindernisse für Raids in Deutschland

Gliederung ● ● ● ● ●



Mergers&Acquisitions

3.4 Fusionsberatung am Beispiel DaimlerChrysler

3.4.1 Motive von Fusionen

3.4.2 Mergers of Equals

3.4.3 Formen der Fusion

3.4.4 Fusion zu DaimlerChrysler

3.4.5 Anhang

3.5 RJR Nabisco Case Study

3.6 Aufgaben und Produkte der Investment Bank innerhalb von M&A

Gliederung ● ● ● ● ●



Mergers&Acquisitions

3.1.1 Einführung

- Unternehmenszusammenschlüsse, wie die Fusion von Mannesmann und Acquisitions AirTouch, sind kein neues Phänomen in der Unternehmenspraxis.
- Bereits zu Ende des neunzehnten Jahrhunderts prägten Unternehmenszusammenschlüsse unter dem Begriff „**trust movement**“ das Bild der US-amerikanischen Wirtschaft.
- Neu ist allerdings die gestiegene Bedeutung von Unternehmenszusammenschlüssen, die sich in eindrucksvoller Weise in der gestiegenen Häufigkeit und Größenordnung von Transaktionen widerspiegelt.
 - Von 1990 bis 1998 stieg das globale Transaktionsvolumen wertmäßig jährlich um über 20%.
 - Mit einem Wert von 2.105 Mrd. US-\$ erreichte das weltweite Transaktionsvolumen in 1998 erstmals ein Niveau, das über dem des Bruttoinlandsproduktes von Deutschland lag.

Mergers&Acquisitions

3.1.1 Einführung

- Diese Entwicklung hat sich in den letzten Jahren deutlich beschleunigt.
 - Stieg das wertmäßige Transaktionsvolumen von 1991 bis 1994 jährlich lediglich um rund 16%, so stieg zwischen 1995 und 1998 das Volumen weltweit um 29% pro Jahr.
 - Damit hat sich die Geschwindigkeit des „globalen Fusionskarussells“ in der zweiten Hälfte der 90er Jahre nahezu verdoppelt.
 - Auch die Anzahl der jährlichen Transaktionen hat sich weltweit zwischen 1990 und 1998 mehr als verdoppelt, jedoch blieb die mengenmäßige Entwicklung mit rund 9% pro Jahr deutlich hinter der wertmäßigen Entwicklung zurück.
 - Demnach hat das durchschnittliche Transaktionsvolumen zwischen 1990 und 1998 deutlich zugenommen:
 - Zwischen 1995 und 1998 stieg das durchschnittliche Transaktionsvolumen um 21% pro Jahr und erreichte in 1998 ein durchschnittliches Volumen pro Transaktion von mehr als 100 Mio. US-\$.

Mergers&Acquisitions

3.1.1 Einführung

- Vor diesem Hintergrund lässt sich festhalten, dass die Bedeutung von Unternehmenszusammenschlüssen in der jüngsten Vergangenheit sowohl mengen- als auch und insbesondere wertmäßig spürbar zugenommen hat.
- Nicht zuletzt aufgrund der gestiegenen Anzahl sowie des zunehmenden finanziellen Volumens von Unternehmenszusammenschlüssen erfreut sich diese Thematik in der Wirtschaftspresse großer Beliebtheit.
- In diesem Zusammenhang werden Schlagworte wie „**Elefantenhochzeit**“, „**Übernahmeschlachten**“, „**Fusionskarussell**“ etc. verwendet, wobei auf eine einheitliche Begriffsabgrenzung weitestgehend verzichtet wird.
- Auch in der betriebswirtschaftlichen Auseinandersetzung mit Unternehmenszusammenschlüssen werden die Begrifflichkeiten nur wenig einheitlich verwendet.
- Deshalb sollen im Folgenden zunächst wesentliche Begrifflichkeiten definitorisch präzisiert werden.

Mergers&Acquisitions

3.1.2 Begriffliche Abgrenzung / 3.1.2.1 Statische Abgrenzung

- Nach Maßgabe der Einschränkung der wirtschaftlichen Selbständigkeit von Unternehmen könne zwei Formen von Unternehmenszusammenschlüssen unterschieden werden.
- Wird die wirtschaftliche Selbständigkeit von Unternehmen durch den Zusammenschluss lediglich eingeschränkt, so kann von Unternehmenskooperation gesprochen werden.
 - Als Beispiele für Formen von Unternehmenskooperationen lassen sich neben Wirtschaftsverbänden und Genossenschaften auch 'strategische Allianzen' und Gemeinschaftsunternehmen („Joint Venture“) nennen.
- Wird durch einen Zusammenschluss die wirtschaftliche Selbständigkeit von Unternehmen nicht nur eingeschränkt, sondern vollständig aufgehoben, so kann von Unternehmensvereinigung gesprochen werden.



Mergers&Acquisitions

3.1.2 Begriffliche Abgrenzung / 3.1.2.1 Statische Abgrenzung

- In Abhängigkeit davon, inwieweit die beteiligten Unternehmen in Folge der Vereinigung nicht nur ihre wirtschaftliche, sondern auch ihre rechtliche Selbständigkeit verlieren, lassen sich Fusionen und Akquisitionen unterscheiden.
- Im Gegensatz zu Akquisitionen, bei denen das erworbene Unternehmen üblicherweise seine rechtliche Selbständigkeit behält, verliert mindestens eines der beteiligten Unternehmen bei Fusionen seine rechtliche Selbständigkeit.
- Gibt das erworbene Unternehmen seine rechtliche Selbständigkeit auf und wird in Folge der Vereinigung in das Käuferunternehmen eingegliedert, so kann von „Fusion durch Aufnahme“ gesprochen werden.
- Fusionen, bei denen sowohl der Erwerber als auch das erworbene Unternehmen ihre eigene Rechtspersönlichkeit aufgeben und in ein neugegründetes Unternehmen eingehen, lassen sich als „Fusion durch Neugründung“ charakterisieren.



Mergers&Acquisitions

3.1.2 Begriffliche Abgrenzung / 3.1.2.2 Dynamische Abgrenzung

- Aus einer dynamischen Perspektive können Merger nicht nur als „Zustand“, sondern auch als „Prozess“ betrachtet werden.
- Obwohl sich in der Literatur zahlreiche Beispiele für Prozessmodelle von Mergern identifizieren lassen, ist ein allgemein gültiges Prozessmodell nicht ersichtlich.
- Weitestgehend Einigkeit scheint lediglich darüber zu herrschen, dass nach Maßgabe des Zeitpunktes der Vertragsunterzeichnung der Mergerprozess idealtypisch in eine Pre-Merger-Phase und in eine Post-Merger-Phase unterteilt werden kann.
- Zu Beginn der Pre-Merger-Phase werden idealtypischerweise die zu realisierenden Unternehmensziele festgelegt.
 - Oftmals erfolgt die Zielformulierung im Rahmen einer strategischen Geschäftsfeldplanung und beinhaltet in diesem Zusammenhang auch die Bewertung von Mergern als strategische Handlungsoption für die Umsetzung der formulierten Unternehmensziele.



Mergers&Acquisitions

3.1.2 Begriffliche Abgrenzung / 3.1.2.2 Dynamische Abgrenzung

- Wird die Vereinigung von Unternehmen als strategische Handlungsoption für die Realisierung der definierten Unternehmensziele positiv bewertet, so werden anschließend im Hinblick auf einen potentiellen Mergerkandidaten Suchkriterien festgelegt.
- Diese Kriterien, die die Suche nach potentiellen Kandidaten leiten sollen, können sowohl quantitativer (z.B. Unternehmensgröße und Umsatz) als auch qualitativer Art (z.B. Produktprogramm und Unternehmenskultur) sein.
- Auf Basis der definierten Suchkriterien wird ein „Wunschprofil“ des Kandidaten erstellt und anschließend mit der Suche begonnen.
- Lassen sich geeignete Kandidaten identifizieren, so werden im nächsten Schritt Maßnahmen zur Kontaktaufnahme ergriffen, weitere Detailanalysen (Due Dilligence) durchgeführt und letztendlich Vertragsverhandlungen aufgenommen.
- Den Endpunkt der Pre-Merger-Phase bildet nach erfolgreicher Verhandlung der Vertragsabschluss.

● ● **Dynamische Abgrenzung des Mergerbegriffes** ● ● ●

Mergers&Acquisitions

3.1.2 Begriffliche Abgrenzung / 3.1.2.2 Dynamische Abgrenzung

- Die Vertragsunterzeichnung bildet gleichzeitig den idealtypischen Startpunkt der Post-Merger-Phase.
- In der Post-Merger-Phase bilden neben formaljuristischen Aktivitäten, wie z.B. die Eintragung in das Handelsregister, Maßnahmen zur organisatorischen Verzahnung der Unternehmen einen wesentlichen Aktivitätenschwerpunkt.
- Die Aktivitäten in der Post-Merger-Phase lassen sich hinsichtlich ihres zeitlichen Anfalls grob in eine Planungs- und eine Umsetzungsphase unterteilen.
 - Die Planungsphase, die sich unmittelbar an den Vertragsabschluss anschließt, dient typischerweise der Vorbereitung der eigentlichen organisatorischen Verzahnung und wird demzufolge in der Literatur auch als „stagesetting phase“ bezeichnet.
 - Sichtbarer Ausdruck der planerischen Tätigkeit bildet ein sogenannter „Integrationsplan“, der wesentliche Aktivitäten, Verantwortlichkeiten und Meilensteine im Rahmen der organisatorischen Zusammenführung festlegt.

● ● **Dynamische Abgrenzung des Mergerbegriffes** ● ● ●

Mergers&Acquisitions

3.1.2 Begriffliche Abgrenzung / 3.1.2.2 Dynamische Abgrenzung

- Hinsichtlich der zeitlichen Ausdehnung der Planungsphase besteht in der Literatur keine Einigkeit; nach Maßgabe situativer Einflussfaktoren kann die Planungsphase jedoch bis zu mehrere Monate umfassen.
- Die anschließende Umsetzungsphase ist üblicherweise dadurch gekennzeichnet, dass eine Vielzahl von Projektteams gebildet wird, die die unterschiedlichsten Aufgaben im Rahmen der organisatorischen Zusammenführung wahrnehmen können.
- Demnach wird diese zweite Post-Merger-Phase auch als „projects phase“ bezeichnet.
- Den Tätigkeitsschwerpunkt in der Umsetzungsphase bildet die eigentliche Durchführung der organisatorischen Verzahnung nach Maßgabe des in der ersten Post-Merger-Phase erstellten Integrationsplans.



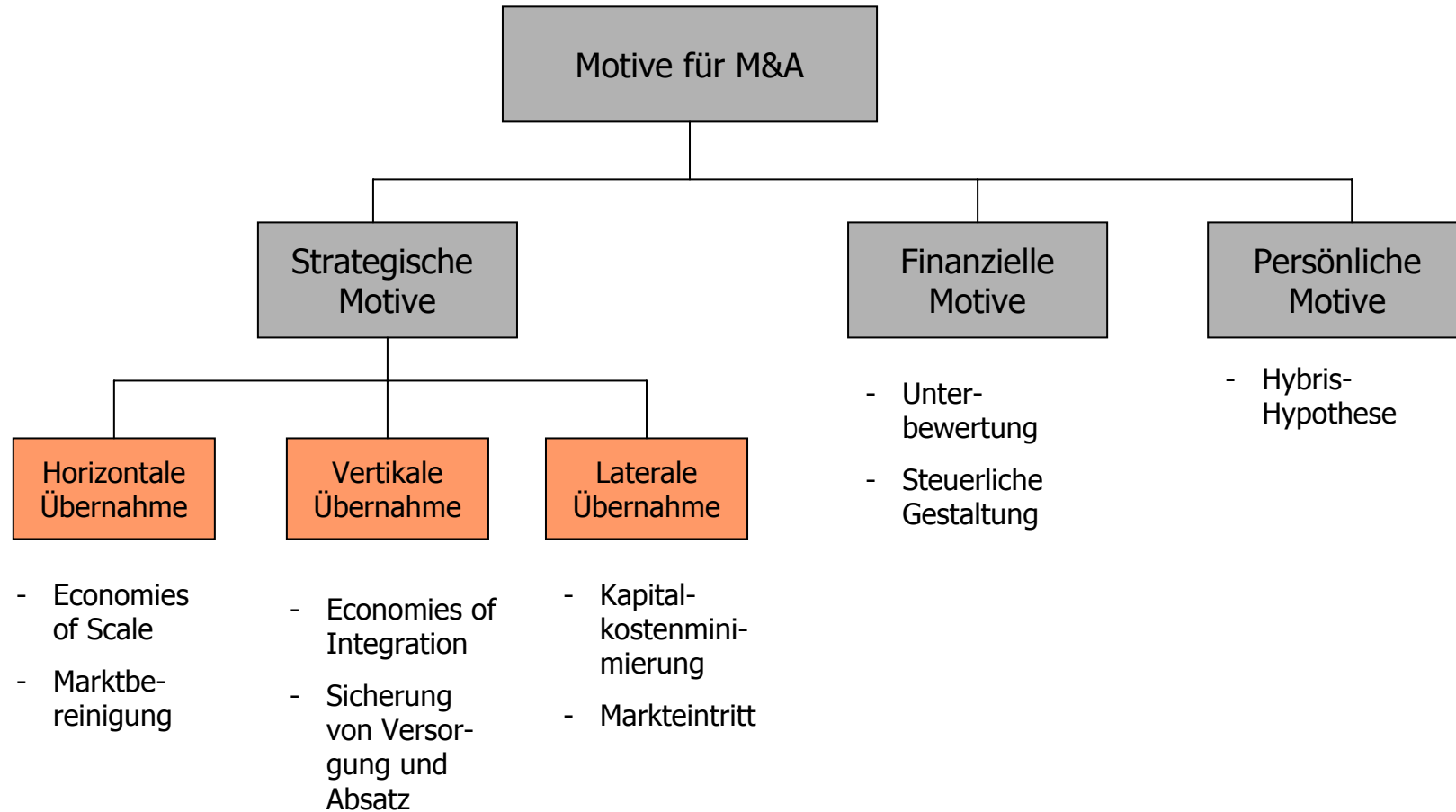
Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer

- Die Motive der an einer Transaktion beteiligten Unternehmen bestimmen den notwendigen Beratungsbedarf, den eine Investmentbank übernehmen kann.
- Im Folgenden werden daher für den Käufer und den Verkäufer eines Unternehmens Motive für die Durchführung einer M&A-Transaktion, wie sie gleichermaßen auch Fusionen zugrunde liegen können, als Ausgangspunkt der Beratungsleistung der Investmentbank behandelt.
- Obwohl im Einzelfall höchst verschiedene Anlässe die M&A-Entscheidung begründen, lassen sich bestimmte Kategorien abgrenzen, die zu unterschiedlichen Formen von M&A-Transaktionen führen können.
- Als mögliche Kategorien bieten sich auf der Käuferseite strategische, finanzielle oder persönlich motivierte Erwerbungen an.
- Eine Auswahl möglicher Motive für M&A-Entscheidungen gibt die folgende Abbildung wider.

Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer



Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.1 Strategische Motive

Strategisch motivierte M & A

- Strategische M&A bezeichnen solche Transaktionen, die Ausdruck einer Unternehmensstrategie sind bzw. diese umsetzen. Sie können anhand der verschiedenen Formen von Akquisitionen in horizontale, vertikale und laterale Übernahmen aufgliedert werden.
- ❖ Eine horizontale Akquisition, also die Übernahme eines Unternehmens der gleichen Branche und Produktionsstufe, kann vor allem auf zwei unterschiedliche Ziele ausgerichtet sein:
 - (1) Wird das übernommene Unternehmen im Rahmen einer Fusion oder als Tochtergesellschaft langfristig integriert, dient die Transaktion der Realisation von Synergiepotentialen.
 - Vergrößerte Marktanteile versprechen eine größere Marktmacht, im Extremfall bis hin zur Monopolbildung.

Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.1 Strategische Motive

- Daneben können sich Verbundvorteile („Economies of Scope“) oder Lernkurveneffekte einstellen.
- Auf der anderen Seite werden unter Umständen durch Abstimmung von Einkaufs-, Produktions-, Vertriebs- und Absatzstrukturen sowie der Zusammenlegung von allgemeinen Verwaltungsaufgaben und Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten Kosteneinsparungen angestrebt („Economies of Scale“).
- Im Gegensatz zum externen Wachstum über horizontale Akquisitionen lässt sich Wachstum auch intern durch Ausweitung der eigenen Kapazitäten erreichen.
- Entscheidungsparameter, die zur Wahl eines externen Wachstums führen können, sind vordringlich bestehende Markteintrittsbarrieren oder auch zeitliche Restriktionen, da internes Wachstum erheblich längere Zeiten in Anspruch nimmt.

● ● ● **Motive der Käufer** ● ●



Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.1 Strategische Motive

- Zudem erfordern notwendige F&E-Investitionen in einigen Branchen, z.B. Speicherchips und Medikamentenherstellung, eine Unternehmensgröße, die durch internes Wachstum kaum mehr gewährleistet werden kann.
 - Vor dem Hintergrund der schnellen Entwicklung der Märkte stellt sich hier häufig nicht die Frage, ob ein Unternehmen in eine Transaktion verwickelt wird, sondern ob es als Käufer oder Target auftritt.
- (2) Alternativ kann das erworbene Unternehmen im Anschluss an die Transaktion im Rahmen einer Einzelveräußerung der Vermögensgegenstände der Zielgesellschaft liquidiert werden.
- Ziel einer derartigen Strategie ist es nicht, Synergien zu realisieren, sondern Mitbewerber auszuschalten und im Anschluss daran durch externes oder internes Wachstum die eigene Profitabilität zu erhöhen.

● ● ● **Motive der Käufer** ● ●



Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.1 Strategische Motive

- Die Veräußerungserlöse entschädigen das übernehmende Unternehmen und können im Einzelfall sogar den gezahlten Kaufpreis übertreffen.
- ❖ Vertikale Akquisitionen sind Übernahmen von Unternehmen der gleichen Branche und einer anderen –direkt vor- oder nachgelagerten– Wertschöpfungsstufe.
 - Hier ist ebenfalls das Erzielen von Synergien Grundlage der M&A-Entscheidung.
 - Durch die Integration von Liefer- bzw. Absatzwegen können Kommunikationskosten, die bei einer mangelnden Transparenz des vor- oder nachgelagerten Marktes notwendigerweise entstehen, gesenkt werden („Economies of Integration“).
 - Außerdem kann durch Übernahme von Anbietern vorgelagerter Produktionsstufen die Versorgung mit Inputfaktoren langfristig gesichert werden.

Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.1 Strategische Motive

- So gewährleistet etwa der Kauf einer Öl-Explorationsgesellschaft durch eine Raffinerie deren Versorgung mit Rohöl.
- Gleiches gilt für die Sicherung der Absatzwege, wenn nachgelagerte Produktionsstufen oder Vertriebsgesellschaften integriert werden.
- Insgesamt lassen sich durch vertikale Integrationen größere Bereiche der Wertschöpfungskette effizient und damit profitabel aufeinander abstimmen.
- Der Trend zur Integration entlang der Wertschöpfungskette wird allerdings durch steigende Kosten der Verwaltung größerer Unternehmenseinheiten begrenzt.
- Außerdem hat sich in den letzten Jahren herausgestellt, dass vertieftes Wissen über die Märkte, in denen ein Unternehmen aktiv ist, eine wesentliche Rolle für dessen Erfolg darstellt.

● ● ● **Motive der Käufer** ● ●



Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.1 Strategische Motive

- Sofern derartige Kernkompetenzen nur für Teile der Wertschöpfungskette bestehen, bergen vertikale Akquisitionen ein hohes Misserfolgspotential.
- ❖ Als dritte Form kommt die laterale Akquisition (Conglomerate Merger), also die Übernahme eines Unternehmens einer anderen Branche, in Betracht.
 - Laterale Akquisitionen zielen neben operativen und strategischen Verbundvorteilen zumeist auf Synergien im Hinblick auf die Kapitalbeschaffung ab.
 - Indem Unternehmen aus Branchen mit einer anderen Risikostruktur erworben werden, wird die Risikostreuung des Konzerns erhöht.
 - Diese Streuung dient der Verstärkung der Ertragslage, die wiederum durch geringere Renditeforderungen der Kapitalgeber die Finanzierungskosten des gesamten Unternehmensverbundes senkt.

Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.1 Strategische Motive

- Dieser Effekt lässt sich allerdings in der Praxis des Unternehmenskaufs häufig nicht nachweisen, wie das Beispiel der Daimler Benz AG belegt, deren laterale Expansionsbemühungen in den 80er Jahren durch steigende Kapitalkosten flankiert wurden.
- Laterale Akquisitionen stellen aber darüber hinaus insbesondere für Unternehmen, deren Produkte sich in der Degenerationsphase des Produktlebenszyklus befinden, eine Möglichkeit dar, ihr langfristiges Überleben durch Diversifikation in neue Geschäftsbereiche zu sichern.



Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.2 Finanzielle Motive

Finanziell motivierte M & A

- Während die bisher erläuterten Motive innerhalb der strategischen Unternehmensplanung anzusiedeln sind, können sich M&A-Transaktionen auch aus rein finanziellen Überlegungen heraus als vorteilhaft erweisen.
- Finanziell motivierte M&A erfolgen unabhängig von der eigentlichen Wertschöpfungsaktivität des Unternehmens und sind daher keiner speziellen Akquisitionsform im Sinne von horizontal, vertikal oder lateral zuzuordnen.
- Als übergeordnetes Motiv dient ausschließlich das kurz- bis mittelfristige Erzielen von zusätzlichen Gewinnen.

Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.2 Finanzielle Motive

- Ausgangspunkt rein finanziell motivierter Transaktionen ist häufig die Bewertung von Unternehmen am Markt.
 - Sie bezieht sich daher sowohl auf börsennotierte Zielgesellschaften, deren Kurswert deutlich unter den Einschätzungen des Käufers liegt, als auch auf private Unternehmen, die etwa im Rahmen einer Unternehmensnachfolge günstig zum Kauf angeboten werden.
 - Der Grundgedanke dieser Akquisitionen basiert auf einer bestehenden Unterbewertung des Target.
 - Nach der Übernahme beseitigt das übernehmende Unternehmen diese durch Restrukturierungen, zusätzliche Akquisitionen, Fusionen und Verkäufe auf der Ebene der Zielgesellschaft oder auch durch einen Managementwechsel.
 - Teilweise erfolgt die vollständige Zerschlagung des Target und die anschließende Veräußerung der Einzelteile.

Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.2 Finanzielle Motive

- Ein derartiges Vorgehen kann als Beseitigung negativer Synergien bezeichnet werden, da die Einzelteile des Unternehmens aus Sicht des Shareholder Value mehr wert sind als das Ganze.
- Am Ende des Engagements wird das betreffende Unternehmen durch den Finanzinvestor entweder über die Börse verkauft, was bei privaten Gesellschaften eine Börseneinführung beinhalten kann, oder an strategische Investoren im Rahmen eines Trade Sale abgegeben.
- Weit verbreitet ist darüber hinaus die Übernahme und anschließende Fusion von Unternehmen mit hohen steuerlichen Verlustvorträgen.
- Unter Wahrung der steuerlichen Voraussetzungen einer Nutzbarmachung dieser Verlustvorträge können so erhebliche steuerliche Einsparungspotentiale erschlossen werden.

● ● ● **Motive der Käufer** ● ●



Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.3 Persönliche Motive

Persönliche Motive des Managements

- Neben den beschriebenen Motiven aus dem Bereich der strategischen Unternehmensplanung und der Finanzierung werden auch andere, insbesondere psychologische Anreize für M&A immer wieder angesprochen.
- Zwar bedarf die Planung und Durchführung großer Akquisitionen und Fusionen immer einiger Entscheidungsträger, die auch die persönliche Befähigung besitzen, die Verantwortung für derartige einschneidende Veränderungen in der Strategie eines Unternehmens zu tragen.
- Andererseits können bei großen Gesellschaften mit einer funktionalen Trennung von Eigentum und Unternehmensleitung die Zielsetzungen von Management und Anteilseignern divergieren.



Mergers&Acquisitions

3.1.3 Motive der Käufer / 3.1.3.3 Persönliche Motive

- Im Rahmen der sogenannten „Agency-Theorie“ steht hinsichtlich dieser Problematik beim Unternehmenskauf die Hybris-Hypothese im Vordergrund.
- Ihre Aussage ist der nachvollziehbare Schluss, dass Unternehmensübernahmen (möglicherweise vordringlich) durch persönliche Ziele des Managements determiniert werden, die nicht unbedingt den Zielvorstellungen der Eigenkapitalgeber entsprechen, wie etwa die Steigerung des eigenen Status durch einen höheren Umsatz.
- Verschiedene empirische Studien weisen darauf hin, dass derartige Verhaltensweisen des Managements evidente Auswirkungen auf die M&A-Aktivitäten großer Unternehmen haben.



Mergers&Acquisitions

3.1.4 Motive des Verkäufers

- Auf der Seite des Unternehmensverkäufers lassen sich ebenfalls bestimmte Arten von (Verkaufs-) Motiven abgrenzen.
- Zunächst ist gerade bei jungen Unternehmen für den Verkauf möglicherweise ausschlaggebend, dass die Unternehmensentwicklung aus eigener Kraft nicht mehr in gewünschtem Maße erfolgreich durchgeführt werden kann.
 - Der Unternehmer realisiert durch den Verkauf den bisher geschaffenen Wert in Form des Veräußerungserlöses und kann sich einer neuen Beschäftigung zuwenden.
- Bei kleinen und mittelständischen, familienorientierten Unternehmen kommt es im Rahmen der Unternehmensnachfolge oft zu Verkaufsabsichten, wenn kein interner Nachfolger für die ausscheidende Führungspersönlichkeit in der Familie oder dem aktuellen Management gefunden werden kann.



Mergers&Acquisitions

3.1.4 Motive des Verkäufers

- Darüber hinaus stehen Unternehmen bzw. Unternehmensteile dann zum Verkauf, wenn die übergeordnete Einheit, bspw. in Form eines Konzerns, sich von der entsprechenden Aktivität im Rahmen einer Umstrukturierung trennt oder im Zuge eines Konkursverfahrens Unternehmen(stelle) insgesamt veräußert werden.
- Außer diesen rein privatwirtschaftlich verwurzelten Motiven stellen auch zu privatisierende Staatsbetriebe oder –beteiligungen einen Bestandteil des Angebots am Markt für Unternehmenskontrolle.
 - Die Motive der öffentlichen Hand können dabei von den privatwirtschaftlichen abweichen, weshalb Privatisierungen eine eigene Kategorie von M&A-Transaktionen darstellen.
 - Ist die kurzfristige Entlastung der öffentlichen Haushalte auch ein häufiger Grund für Desinvestitionsstrategien, werden doch überwiegend ordnungspolitische Zielsetzungen verfolgt.



Mergers&Acquisitions

3.1.4 Motive des Verkäufers

- Besonderheiten dieser Transaktionsart liegen vordringlich in den abweichenden Zielvorstellungen des Staates als Verkäufer, die sich bspw. in einer Auswahl des Käufers unter anderen Aspekten, ungewöhnlichen Vertragsbedingungen, die vornehmlich aus dem Schutzgedanken resultieren, und einem ungünstigen Veräußerungszeitpunkt äußern können.
- Aus Sicht des Verkäufers muss grundsätzlich die Alternative einer Börseneinführung in Betracht gezogen werden, bei dem die Anteile des abzustoßenden Unternehmens umplatziert und an der Börse zum Handel eingeführt werden.
- Der Börsengang unterscheidet sich dabei insofern von einem Verkauf durch eine M&A-Transaktion, als bei letzterem – im Gegensatz zum Börsengang – i.d.R. an einen statt an viele Käufer und zu einem Zeitpunkt statt in zeitlich gestaffelten Tranchen verkauft wird.
- Die Beratung einer Börseneinführung ist dem gemäß auch nicht Aufgabe der M&A-Abteilung, sondern wird normalerweise vom Bereich Corporate Finance betreut.

● ● ● ● **Motive des Verkäufers** ●



Mergers&Acquisitions

3.1.5 Bedeutung des Synergiepotenzials / 3.1.5.1 Synergiebegriff

Bedeutung des Synergiepotenzials

- ❖ Um das Ergebnis einer Unternehmensübernahme möglichst realistisch einzuschätzen ist die präzise Bewertung der einzelnen, positiven wie negativen Synergiepotenziale vor Durchführung der Transaktion entscheidend.
- ❖ Unternehmen, welche der Synergiebewertung in der Phase vor dem Zusammenschluss bevorzugt Aufmerksamkeit schenken, hatten eine um 28% höhere Wahrscheinlichkeit, einen erfolgreichen Unternehmenszusammenschluss durchzuführen.

Synergiebegriff:

- Der etymologische Ursprung findet sich in der griechischen Sprache und lässt sich mit „zusammenwirken“ oder „zusammenarbeiten“ übersetzen.
- *Ansoff* definiert Synergie als eine Unternehmenspolitik, in der die Gesamtleistung größer ist als die Summe der Teile.

● ● ● ● ● Bedeutung des Synergiepotenzials



Mergers&Acquisitions

3.1.5 Bedeutung des Synergiepotenzials / 3.1.5.1 Synergiebegriff

- Im betriebswirtschaftlichen Zusammenhang wird der Begriff Synergie immer dann angewandt, wenn durch das Zusammenwirken oder die Kombination von Faktoren ein anderer, beispielsweise größerer Effekt erzielt wird, als es der Summe der getrennten, voneinander unabhängigen Einzelwirkungen entspricht.
- Ein positiver Synergieeffekt liegt vor, wenn der Marktwert zweier zusammengeschlossenen Unternehmen größer ist als die Summe der Marktwerte der einzelnen Unternehmen.

$$V(a + b) > V(a) + V(b)$$

- Mit dem Schwerpunkt auf übergeordnete, strategische Aspekte des Unternehmenszusammenschlusses werden Synergieeffekte als akquisitionsbedingte Veränderungen gemeinsamer, strategischer Erfolgspotenziale der Akquisitionsbeteiligten gegenüber ihren Einzelerfolgspotenzialen festgelegt.

● ● ● ● ● Bedeutung des Synergiepotenzials



Mergers&Acquisitions

3.1.5 Bedeutung des Synergiepotenzials / 3.1.5.1 Synergiebegriff

- Im Bezug auf Effizienz bzw. Effektivität können Synergien identifiziert werden, sobald zwei Unternehmenseinheiten effizienter (z.B. mit niedrigeren Kosten) und/oder effektiver (z.B. bezüglich der Verteilung knapper Ressourcen) arbeiten.
- Im operativen Bereich wird von Synergien gesprochen, wenn durch die Zusammenlegung von Unternehmenseinheiten Kosten bestimmter Aktivitäten oder auch Fähigkeiten und Erfahrungen bestimmter Schlüsselpersonen im Unternehmen geteilt werden können.
- Akquisitionsbedingte Synergien werden als Möglichkeit zur Steigerung des Unternehmenswertes eines oder mehrerer Akquisitionspartner durch eine geänderte Verwendung der vorhandenen materiellen sowie menschlichen Ressourcen und Ausnutzung der Marktpotenziale auf den Absatz- und Beschaffungsmärkten aller Akquisitionspartner festgelegt.



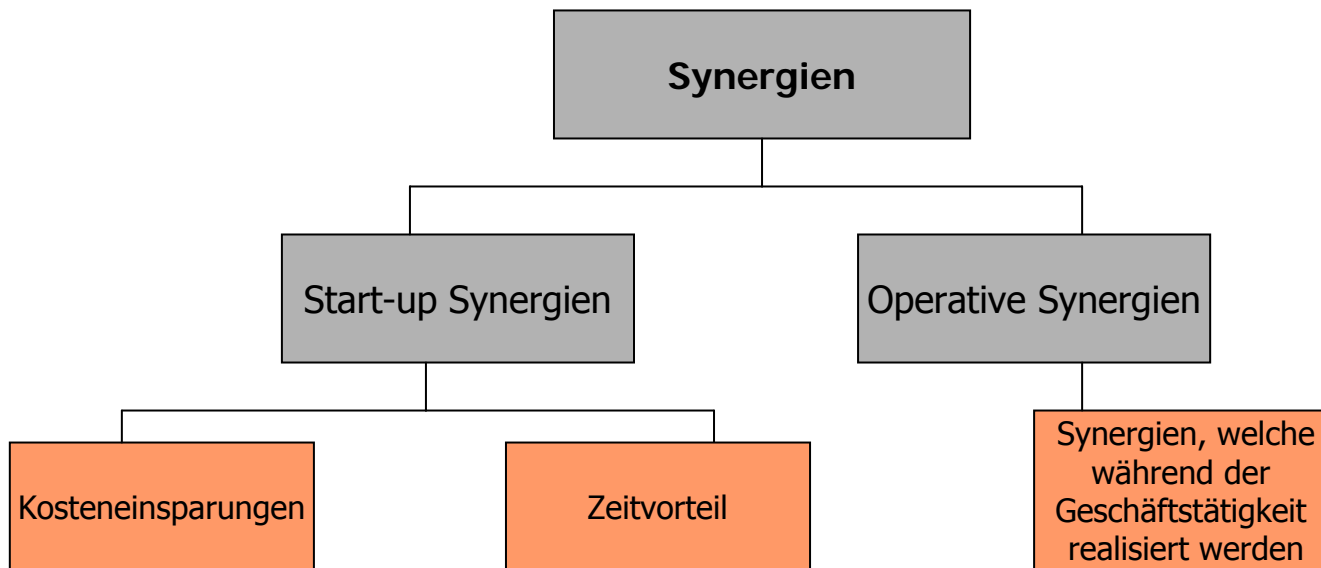
Mergers&Acquisitions

3.1.5 Bedeutung des Synergiepotenzials / 3.1.5.2 Art der Synergie

Art der Synergie

Synergien können auf der Basis unterschiedlicher Synergievorstellungen klassifiziert werden.

Ansoff differenziert im Jahr 1987 zunächst die auf den Entstehungszeitpunkt bezogenen Synergien zwischen Synergieeffekten in der Anlaufphase („Start-up Synergy“) und Synergieeffekten in der Durchführungsphase („Operating Synergy“).



● ● ● ● ● Bedeutung des Synergiepotenzials



Mergers&Acquisitions

3.1.5 Bedeutung des Synergiepotenzials / 3.1.5.2 Art der Synergie

Nach der Art des Effektes klassifiziert *Ansoff* zwischen:

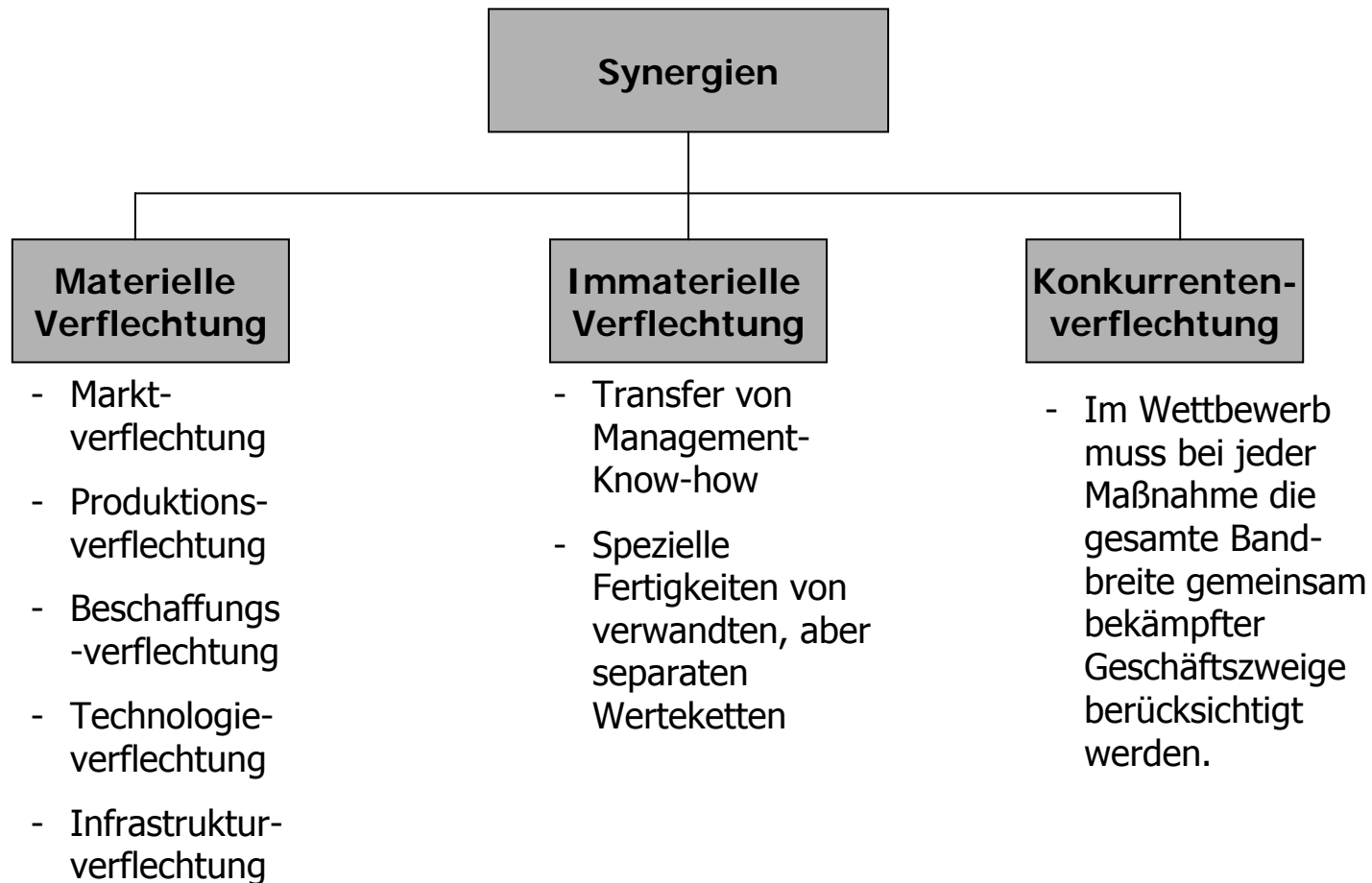
- Verkaufssynergien („Sales Synergy“), welche höhere Umsätze erzeugen
- Produktionssynergien („Operating Synergy“), die zu geringeren Herstellungskosten führen
- Investitionssynergien („Investment Synergy“), welche die durchschnittliche Kapitalbindung senken
- Managementsynergien („Management Synergy“), die zeitliche Aspekte beinhalten.



Mergers&Acquisitions

3.1.5 Bedeutung des Synergiepotenzials / 3.1.5.2 Art der Synergie

Porter definiert Synergien etwa zwei Jahrzehnte später neu:



● ● ● ● ● Bedeutung des Synergiepotenzials



Mergers&Acquisitions

3.1.5 Bedeutung des Synergiepotenzials / 3.1.5.2 Art der Synergie

Des weiteren gibt es noch folgende Synergievorstellungen:

➤ *Weber*

Unterscheidung der quantitativen Synergien in marktorientierte, kostenorientierte und steuerliche Synergieeffekte. Unter nicht quantifizierbare Synergieeffekte versteht Weber die Imageverbesserung des Unternehmens oder eine verbesserte Absicherung auf der Absatz- oder Beschaffungsseite.

➤ *Damodaran*

Synergien sind als der potenzielle zusätzliche Mehrwert des Zusammenschlusses zweier Unternehmen zu verstehen. Unterteilbar in operative und finanzielle Synergien.

➤ *Jansen*

Gliederung der Synergieeffekte in Größendegressionseffekte („Economies of Scale“) und Verbundeffekte („Economies of Scope“).

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Das Modell von Ansoff

- erstes, Synergien umfassend darstellendes Bewertungsmodell
- maximierende Größe ist die Investitionsrendite („Return on Investment“)
- beinhaltet den Discounted Cashflow als Maßgröße
- Variablen entsprechen den Verkaufssynergien, den Produktsynergien und den Investitionssynergien

Kritik:

- Ansoff bedient sich der Investitionsrendite („Return on Investment“) als zu maximierende Größe, heute ist der Shareholder Value als wertmaximierende Größe jedoch bedeutsamer.



Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

$$ROI_T = \frac{(S_T - O_T)}{I_T}$$

$$S_T = \sum_{P=1}^n S_P$$

S_T = Gesamtumsatz im Portfolio ohne Synergie
 O_T = Gesamte Herstellungskosten im Portfolio ohne Synergie
 I_T = Gesamte Investitionen im Portfolio ohne Synergie

$$O_T = \sum_{P=1}^n O_P$$

ROI_T = Return on Investment im Portfolio ohne Synergie
 ROI_S = Return on Investment im Portfolio mit Synergien

$$I_T = \sum_{P=1}^n I_P$$

T = Index für das vollkommen diversifizierte Gesamtunternehmen
P = Index für das einzelne Produkt

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Beispiel:

Die Herstellungskosten werden durch ein Verbundunternehmen gesenkt, so wird die Investitionsrendite folgendermaßen verändert:

$$S_S = S_T$$

$$O_S < O_T$$

$$I_S = I_T$$

Hieraus folgt: $ROI_S > ROI_T$

$$\text{Synergie} = ROI_S - ROI_T$$

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Auf Basis des Bewertungsmodells von *Ansoff* lässt sich folgender Ansatz herleiten:

$$DCF_{Synergie} = \sum DCF_Z - (DCF_A + DCF_B)$$

DCF_Z = DCF der zusammengeschlossenen Unternehmen

DCF_A = DCF der Unternehmung A als Einzelbewertung

DCF_B = DCF der Unternehmung B als Einzelbewertung

- ⇒ Sobald der Unternehmenswert der kombinierten Unternehmung nicht der Summe der Werte der Einzelunternehmen entspricht sind Synergien in positiver oder negativer Form vorhanden.

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Das Modell von Fama/Jensen/Fisher/Roll

- Aus der Sicht des Shareholder Value-Konzepts ist der Akquisitionserfolg allein auf Basis von Marktpreisen des Unternehmens möglich.
- Messung des Einflusses eines bestimmten Ereignisses auf die Entwicklung des Aktienkurses.
- Das Modell beinhaltet die sog. abnormale Rendite (Differenz der tatsächlichen Rendite und der Rendite, welche ohne das betreffende Ereignis erreicht worden wäre).

Grundformel: $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$

AR_{it} = Abnormale Rendite der Aktie i im Zeitraum t

R_{it} = Tatsächliche Rendite der Aktie i im Zeitraum t

$E(R_{it})$ = Erwartete Rendite der Aktie i im Zeitraum t

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Problem:

Ein Modell müsste die erwartete Rendite ohne das spezielle Ereignis ermitteln. Hierzu wurden verschiedene Ansätze von Brown/Warner beschrieben:

1. Mean Adjusted Returns

$$AR_{it} = R_{it} - K_i$$

K_i = Konstante Rendite der Aktie i

Diese Methode leitet die abnormale Rendite auf Basis von Vergangenheitswerten ab, indem sie annimmt, dass die bisherige Performance auf die zukünftige, konstante Rendite übertragbar ist.

2. Market Adjusted Returns

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

R_{mt} = Marktrendite im Zeitraum t

Diese Methode bildet die Differenz zwischen der tatsächlichen Rendite der Aktie und allgemeinen Marktbewegungen.

● ● ● ● ● Traditionelle Modelle



Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

3. Market and Risk Adjusted Returns

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt}$$

R_{mt} = Rendite des Aktienmarktes im Zeitraum t

$\alpha_i \beta_i$ = Schätzparameter der linearen Regression der Aktie i

Zwischen Aktien- und Gesamtmarktrendite wird eine lineare Beziehung unterstellt.

Um das Modell anzuwenden, sind mehrere Schritte zu vollziehen:

- Ermittlung des systematischen Risikos (β_i), welches das Ausmaß der Beeinflussung der Rendite der zu untersuchenden Aktie durch Gesamtmarkteinflüsse darstellt.

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

- Berechnung der unsystematischen Rendite (α_i), welche die Differenz zwischen Aktienrendite im Untersuchungszeitraum vor der Akquisition und dem Produkt aus systematischem Risiko und Marktrendite ist.
- Ermittlung der tatsächlichen Rendite der beobachteten Aktie, indem die Börsenkursveränderung der Aktie um die eventuelle Dividenden korrigiert wird.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{mt})$$

Durch die Addition der gesamten kumulierten Renditen erhält man die kumulierte abnormale Rendite (KAR):

$$KAR_{it} = \sum AR_{it}$$

Wenn KAR_{it} einen negativen Wert ergibt, so hat die Akquisition zu einer Vernichtung von Shareholder Value geführt.

Alternative: Capital Asset Pricing Modell

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Das Modell von Damodaran

Entwurf eines Fragebogen zur Bewertung von Synergien, der durch die Schritte der Synergiebewertung plausibilisiert wird.

In der Praxis interessant, da Fragebogen in ein Tabellenprogramm (z.B. Excel) eingefügt werden kann und somit mehrere Szenarien erstellt werden können.

Dieses Modell basiert auf dem „Discounted Cashflow“-Verfahren

Schritte zur Bewertung der Synergien:

1. Einzelne Bewertung der beiden Unternehmen mit den geplanten Cashflows.
2. Bewertung des zusammengeschlossenen Unternehmens ohne Berücksichtigung von Synergieeffekten durch die Addition der bestimmten Werte aus Schritt 1.

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

3. Vorbereitung eines Cashflow-Statements mit Berücksichtigung der im Fragebogen angegebenen Werte.
 - Bewertung der Synergieursachen (höheres Umsatzwachstum, Kosten, etc.).
5. Quantifizierung der Synergieeffekte im Cashflow-Statement des zusammengeschlossenen Unternehmens.
6. Bewertung des zusammengeschlossenen Unternehmens mit den modifizierten Werten aus Schritt 5.
7. Vergleich des berechneten Unternehmenswertes mit Berücksichtigung von Synergien mit dem aus Schritt 2 ermittelten Wert. Die Differenz zwischen diesen beiden Werten stellt den Wert der Synergien dar. Gleichzeitig ist der Wert die maximal zu zahlende Prämie.

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Beispiel:

Informationen	Akquirierendes Unternehmen	Zielunternehmen
Aktuelle Rahmendaten		
Umsatz	€ 1.000,00	€ 800,00
Operativer Aufwand in % des Umsatzes (einschl. Abschreibungen)	70,00%	75,00%
Steuersatz auf das zu versteuernde Einkommen	35,00%	35,00%
Zinsaufwand	€ 100,00	€ 100,00
Abschreibungen	€ 50,00	€ 75,00
Investitionen	€ 75,00	€ 100,00
Umlaufvermögen in % des Umsatzes	5,00%	5,00%
Erwartetes Gewinnwachstum		
Erwartete Wachstumsrate in den nächsten 5 J.	15,00%	20,00%
Erwartete Wachstumsrate nach den nächsten 5 J.	6,00%	7,00%
Risikokennzahl		
Beta der Aktie	1,10	1,25

● ● ● ● ● **Traditionelle Modelle**



Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Allgemeine Information des akquirierenden Unternehmens:

Risikoloser Zinssatz: 6,00%;

Risikoprämie:

5,50%

Informationen bezüglich der Synergieeffekte	
Welche Arten von Synergien werden generiert? 1: Kostensenkung; 2: Kostensenkung und Erhöhung der Wachstumsrate; 3: Erhöhung der Wachstumsrate	3
Gewichteter operativer Aufwand ohne Berücksichtigung von Synergien	72,22%
Gewichteter operativer Aufwand mit Berücksichtigung von Synergien	-
Erwartete Umsatzwachstumsrate in den nächsten 5 J. ohne Berücksichtigung von Synergien	16,26%
Erwartete Umsatzwachstumsrate in den nächsten 5 J. mit Berücksichtigung von Synergien	20,00%
Erwartete Umsatzwachstumsrate nach dem 5. Jahr ohne Berücksichtigung von Synergien	6,30%
Erwartete Umsatzwachstumsrate nach dem 5. Jahr mit Berücksichtigung von Synergien	7,00%

● ● ● ● ● Traditionelle Modelle



Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

	Erwerber	Ziel- unternehmen	A+B: ohne Synergien	A+B mit Synergien
Free Cashflow (ohne Berücksich- tigung des FK)	€ 98,49	€ 33,33	€ 131,81	€ 131,81
Erwartete Wachstums- rate in den nächsten 5 J.	15%	20%	16,26%	20,00%
Erwartete Wachstums- rate nach den nächsten 5 J.	6%	7%	6,3%	7,00%
Beta (mit den Werten von A u. B gewichtet)	1,10	1,25	1,14	1,14
Kapitalkosten	12,05%	12,88%	12,29%	12,29%
Risikoloser Zins	6,00%			

● ● ● ● ● Traditionelle Modelle



Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Mit Hilfe der verfügbaren Informationen kann der Unternehmenswert des zusammengeschlossenen Unternehmens und somit auch der Wert der Synergieeffekte bestimmt werden:

Jahr	FCF (A)	Endwert (A)	FCF (B)	Endwert (B)	FCF (A+B)	Endwert (A+B)	FCF (A+B) mit S.	Endwert (A+B) mit S.
1	€113,25		€40,00		€153,25		€158,17	
2	€130,24		€48,00		€178,24		€189,81	
3	€149,77		€57,60		€207,37		€227,77	
4	€172,24		€69,12		€241,36		€273,32	
5	€198,07	€3.470,40	€82,94	€1.510,64	€281,02	€4.981,04	€327,99	€6.634,01
Kapitalwert		€2.497,48		€1.025,48		€3.523,56		€4.523,83
		Wert der Synergie				€ 1.000,27		
		Maximaler Kaufpreis				€ 2.025,74		
		% Prämie oberhalb des Marktpreises				97,54%		

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Das Modell von Kerler

- Verschiedene Annahmen bezügl. Free Cashflows, der Kapitalkosten und des Wachstums sind zu treffen
- Quantifizierung der Planungsgrößen bezügl. der einzelnen Synergiearten
- Bewertung der erwarteten Synergien mit einer erweiterten DFCF („Discounted Free Cash-flow“)-Bewertung
 1. Unabhängige Bewertung der Akquisitionspartner durch die Diskontierung der erwarteten Cashflows mit dem jeweiligen WACC der Unternehmung.
 2. Ermittlung des Wertes der zusammengeschlossenen Unternehmen ohne die Berücksichtigung von Synergien.
 3. Ermittlung der modifizierten Größen des erwarteten Cashflows, der Kapitalkosten sowie der Wachstumsraten, indem der Einfluss der potenziellen Synergieeffekte berücksichtigt wird.

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Das Modell von Kerler

4. Der explizite Wert der Synergien wird ermittelt, indem die Differenz zwischen dem Wert der zusammengeschlossenen Unternehmung mit Berücksichtigung der Synergien und dem Wert der zusammengeschlossenen Unternehmung ohne Berücksichtigung der Synergien gebildet wird.

	Unternehmen A	Unternehmen B
Umsatz	€ 10.000 Mio.	€ 5.000 Mio.
./. Herstellungskosten	€ 8.000 Mio.	€ 3.500 Mio.
EBIT	€ 2.000 Mio.	€ 1.500 Mio.
Erwartete Wachstumsrate (g)	4%	6%
Kapitalkosten (k)	9%	10%

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Free Cashflow Unternehmung	=	EBITx(1-Steuersatz von 33%)
Free Cashflow Unternehmung A	=	2.000x(1-0,33) = 1.340
Free Cashflow Unternehmung B	=	1.500x(1-0,33) = 1.005

„Stand Alone“-Wert:

$$\text{Wert der Unternehmung} = FCF \times \frac{1+g}{k-g}$$

$$\text{Wert der Unternehmung A} = 1.340 \times \frac{1,04}{(0,09 - 0,04)} = 27.872$$

$$\text{Wert der Unternehmung B} = 1.005 \times \frac{1,06}{(0,1 - 0,06)} = 26.633$$

Wert der zusammengeschlossenen Unternehmen ohne Synergie = 54.505

Kapitalkosten des zusammengeschlossenen Unternehmen:

$$= 9\% \times \frac{27.872}{(27.872 + 26.633)} + 10\% \times \frac{26.633}{(27.872 + 26.633)} \cong 9,5\%$$

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Erwartete Wachstumsrate der zusammengeschlossenen Unternehmung

$$4\% \times \frac{27.872}{(27.872 + 26.633)} + 6\% \times \frac{26.633}{(27.872 + 26.633)} \cong 5\%$$

Ermittlung der Werte verschiedener Synergiearten:

- Durch die Akquisition wird der Wettbewerb im Absatzmarkt vermindert, Marktmacht entsteht, Anstieg des Umsatzes um ca. 1%.
- Güterwirtschaftliche Synergien ermöglichen der Unternehmung eine Senkung der Herstellungskosten um ca. 3%.
- Durch die ermöglichte Optimierung der Investitionspolitik aufgrund von Managementsynergien steigt die Wachstumsrate von 5% auf 5,2%.
- Finanzwirtschaftliche Synergien ermöglichen die Senkung der Kapitalkosten von 9,5% auf 9,25%.

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Folglich:

	Zusammengeschlossene Unternehmen ohne Synergien	Zusammengeschlossene Unternehmen mit Synergien
Umsatz	€ 15.000 Mio.	€ 15.150 Mio.
Herstellungskosten	€ 11.500 Mio.	€ 11.155 Mio.
EBIT	€ 3.500 Mio.	€ 3.883 Mio.
Erwartete Wachstumsrate	5,0%	5,2%
Kapitalkosten	9,5%	9,25%
Unternehmenswert	€ 54.717 Mio.	€ 69.527 Mio.

Wert der Synergie = $69.527 - 54.717 = € 14.810$ Mio.

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Das Modell von Brealey/Myers

Steigerung des Unternehmenswertes durch Synergieeffekte im Vordergrund.

Bestimmung des Mehrwertes, welcher durch den Zusammenschluss von Unternehmen A und B generiert wird:

$$\text{Mehrwert} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) = \Delta PV_{AB}$$

PV_{AB} = Present Value des zusammengeschlossenen Unternehmens

PV_A = Present Value des Unternehmens A

PV_B = Present Value des Unternehmens B

Positiver Mehrwert = ökonomische Rechtfertigung für die Unternehmensübernahme. Kosten sind jedoch noch nicht berücksichtigt. Zahlung erfolgt in bar, sodass Kosten durch Subtraktion des PV von der tatsächlichen Zahlung zu bestimmen sind.

$$\text{Kosten} = \text{Cash} - PV_B$$

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Das Modell von Brealey/Myers

Der NPV wird durch die Differenz zwischen dem Mehrwert und den Kosten bestimmt. Die Unternehmensübernahme sollte nur durchgeführt werden, wenn der NPV positiv ist:

NPV = Mehrwert – Kosten

NPV = ΔPV_{AB} – (Cash – PV_B) => positiv !

NPV = Net Present Value (Nettokapitalwert)

ΔPV_{AB} = Durch den Unternehmenszusammenschluss generierter Mehrwert



Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Das Modell von Brealey/Myers

Beispiel:

Unternehmen A hat einen Wert von € 200 Mio. und Unternehmen B einen Wert von € 50 Mio. Der Unternehmenszusammenschluss der beiden Unternehmen würde Kosteneinsparungen von € 25 Mio. ermöglichen.

$$\begin{array}{ll} PV_A = € 200 & \text{Mehrwert} = \Delta PV_{AB} = + € 25 \\ PV_B = € 50 & PV_{AB} = € 275 \end{array}$$

Annahme: Unternehmen B wird für € 65 Mio. in bar gekauft.

$$\text{Kosten} = \text{Cash} - PV_B = € 65 - € 50 = € 15$$

Mergers&Acquisitions

3.1.6 Traditionelle Modelle zur Synergieevaluation

Das Modell von Brealey/Myers

Anteilseigner des Unternehmens B verdienen durch den Verkauf € 15 Mio., sodass die Kosten des Unternehmens A den Gewinn des Unternehmens B darstellen.

€ 15 Mio. des Gesamtwert von € 25 Mio. fließen dem Verkäufer zu.

NPV spiegelt den Wert wieder, der den Anteilseignern des Unternehmen B zukommt.

$$\text{NPV} = € 25 - €15 = € 10$$

NPV = Wert des Zusammenschluss – Wert ohne Zusammenschluss

3.2 Kaufpreisfinanzierung von M&A Transaktionen



Mergers&Acquisitions

3.2 Kaufpreisfinanzierung von M&A Transaktionen

3.2.1 Übersicht der Finanzierungsformen

3.2.2 Deal Konstruktionen

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

3.2.4 MBO / LMBO

3.2.5 LBO

3.2.6 MBI

Gliederung ● ● ● ● ●



Mergers&Acquisitions

3.2.1 Übersicht der Finanzierungsformen

- MBO (Management Buy Out): Unternehmensübernahme, bei der die Geschäftsführer des Unternehmens Anteile erwerben.
- LMBO (Leveraged Management Buy Out): Die MBOs werden größtenteils fremdfinanziert.
- LBO (Leveraged Buy Out): Entspricht einem LMBO, allerdings ohne Übernahme durch die Geschäftsführer.
- MBI (Management Buy In): Anteilige Unternehmensübernahme durch Externe (zukünftige Geschäftsführer).
- Spin Off: Abspaltung oder Verselbständigung von Unternehmensteilen. Ausgliederung und Verkauf von Aktiva.
- Wachstums-Buy Out: Kauf eines Unternehmens, das der Konzernstrategie entspricht.
- Sonderformen: EBO (Employee Buy Out), OBO (Owner Buy Out).



3.2.2 Deal Konstruktionen



Mergers&Acquisitions

3.2.2 Deal Konstruktionen

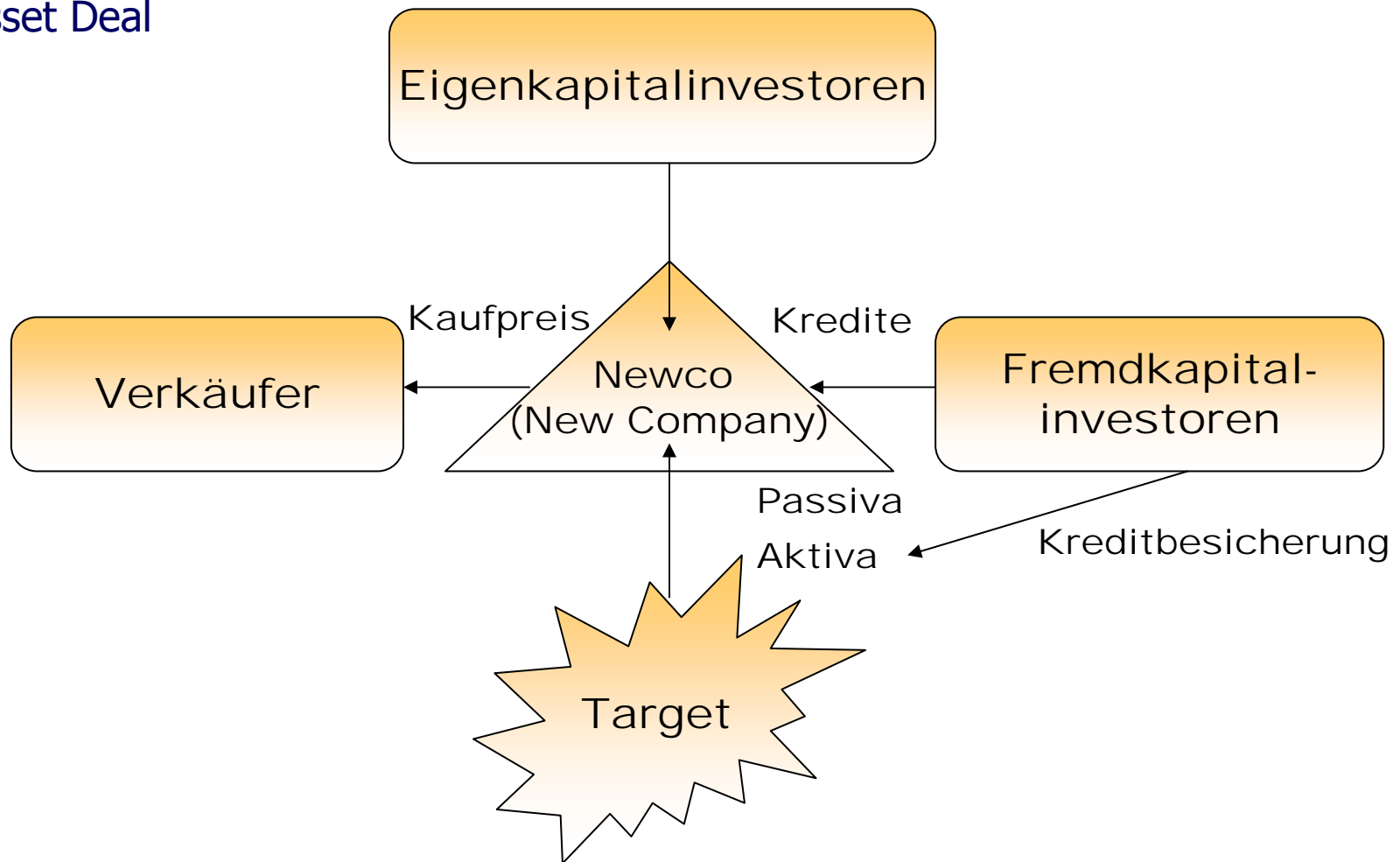
Asset Deal und Share Deal

- **Asset Deal:** Diese Konstruktion zeichnet sich durch den Erwerb aller Aktiva und die Übernahme aller Passiva des Targets aus.
⇒ Vorteilhaft für den Käufer durch die Möglichkeit der Abschreibung der Aktiva und des Goodwill.
- **Share Deal:** Hierbei erfolgt die Bilanzierung des gesamten Vermögens und der Verbindlichkeiten in der Bilanz des Käufers. Für den Fall, dass $\text{Kaufpreis} > \text{Zeitwert Aktiva} - \text{Zeitwert Passiva}$ ist, besteht für die Differenz (Goodwill) ein Aktivierungswahlrecht, wobei der Goodwill über mindestens vier Jahre abgeschrieben werden muß.
Eine vereinfachte Darstellung eines Asset Deals befindet sich auf der nächsten Folie.
⇒ Vorteilhaft für den Verkäufer aufgrund von Haftungsgründen (Übertragung sämtlicher Verbindlichkeiten, Verminderung der Steuerlast).

Mergers&Acquisitions

3.2.2 Deal Konstruktionen

Asset Deal



Mergers&Acquisitions

3.2.2 Deal Konstruktionen

Kombinations- und Umwandlungsmodell

- Aufgrund der unterschiedlichen Interessenlagen seitens Käufer und Verkäufer sind zu den **Deal**-Konstruktionen folgende Alternativen geschaffen worden:
 - **Kombinationsmodell:** Gründung einer **Newco** durch Käufer. Erwerb der Anteile vom Verkäufer durch **Newco** und Erwerb der Aktiva der Tochtergesellschaft zum Verkehrswert (Aktivierung und Abschreibung der stillen Reserven bei **Newco** möglich). Ausschüttung des Veräußerungsgewinns an **Newco** und in gleicher Höhe Abschreibung auf die Beteiligung.
 - **Umwandlungsmodell:** Gründung der Erwerbsgesellschaft als Personengesellschaft. Übernahme der Anteile an der Zielgesellschaft durch Erwerbsgesellschaft. Verschmelzung von Ziel- und Erwerbsgesellschaft. Mögliche Umwandlung der Erwerbs- in eine Kapitalgesellschaft.

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●



Mergers&Acquisitions

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

Stock versus Cash Financing

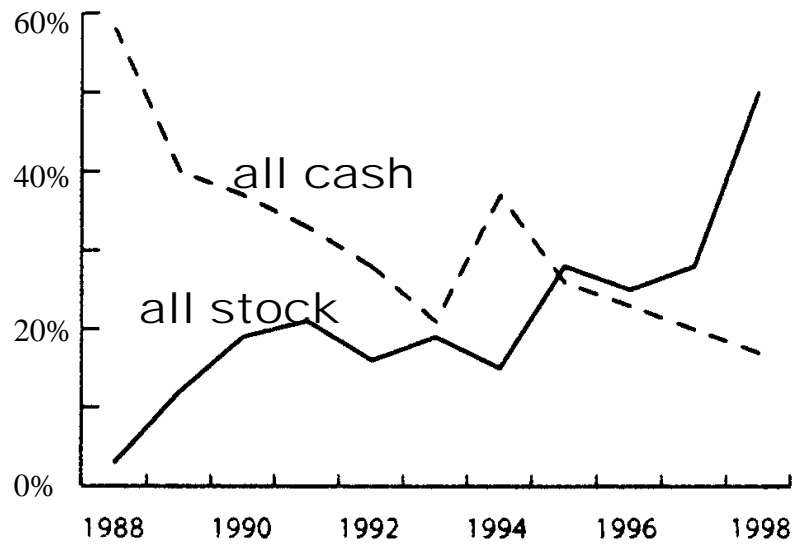
- Die Finanzierung von Akquisitionen erfolgt entweder in der Form von Barzahlungen oder in der Form eines Aktientauschs. Der zentrale Unterschied zwischen den beiden Finanzierungsformen liegt in einer Analyse des Risikos. Während bei Barzahlungen das Risiko einer Überbewertung der Synergiepotenziale und mitunter damit einhergehenden zu hohen Akquisitionsprämie ausschließlich von den **Shareholdern des Acquirers** getragen wird, so wird dieses bei einem Aktientausch auch von den **Shareholdern des Target** getragen.
- In den letzten Jahren hat sich dabei die Variante des **Stock Financing** einer zunehmenden Beliebtheit erfreut.

Mergers&Acquisitions

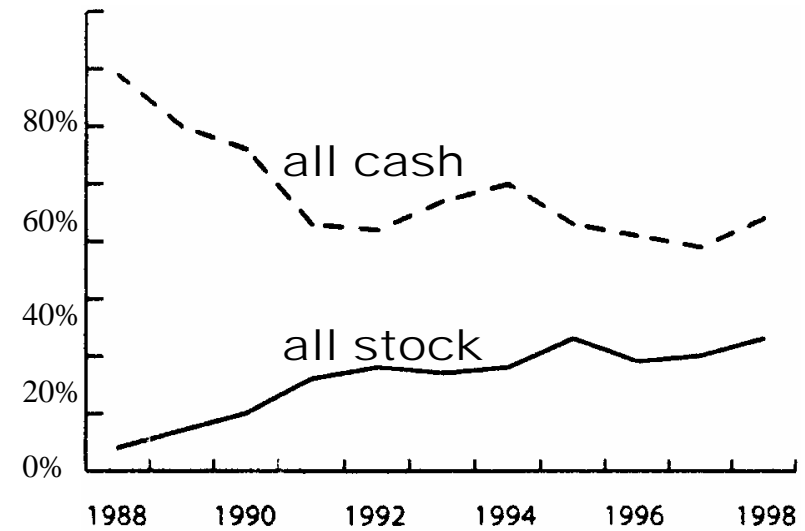
3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

The Popularity of Paper

Percentage of total value of deals



Percentage of total number of deals



● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●



Mergers&Acquisitions

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

Fixed Shares

- Im Fall eines Aktientauschs kann der *Acquirer* entweder die Variante einer festen Anzahl an Aktien (*Fixed Shares*) oder eines fixierten Kaufpreises (*Fixed Value*) wählen.
- Im ersten Fall ist das Austauschverhältnis der Aktien bekannt, nicht jedoch der Preis, da dies von der Kursentwicklung der Aktie des *Acquirer* zwischen dem Zeitpunkt der Bekanntgabe und dem Abschluss des Deals abhängt. Folglich sind sowohl die *Shareholder* des *Acquirers* als auch des *Target* den Kursbewegungen der Aktie des *Acquirers* ausgesetzt.

Mergers&Acquisitions

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

Beispiel: Akquisition von Green Tree Financial durch Consec

- Beispielhaft hierfür ist die Akquisition von Green Tree Financial (GTF) durch Consec:
- Die *Shareholder* von GTF tauschten ihre Aktien in 0,9165 Aktien von Consec.
- Am 6. April 1998, dem Tag vor der Ankündigung des Deals, notierte Consec bei 57,75\$ je Aktie, was für die *Shareholder* von GTF impliziert, dass diese für jede GTF Aktie einen Wert von 53\$ in Einheiten der Consec Aktie erhielten.
- Da GTF's Aktienkurs vor der Ankündigung bei 29 \$ je Aktie stand, impliziert dies eine Prämie von 83%.
- Im Unterschied zu der positiven Beurteilung der Synergiepotenziale seitens Consec, betonte der Markt stets die Risiken dieses Deals. So war das Volumen dieses Deals 8-fach höher als der größte Deal, den Consec jemals in der Vergangenheit durchführte.

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●



Mergers&Acquisitions

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

Beispiel: Akquisition von Green Tree Financial durch Conseco (2)

- Des Weiteren wurde der Deal eher als ein Schritt Richtung Diversifikationsstrategie verstanden, so dass Zweifel an dem *PVEA* - speziell bzgl. der Entwicklung der gegenwärtigen Kernkompetenz von Conseco bestanden.
- Zum Zeitpunkt des Abschlusses des Deals lag der Börsenkurs von Conseco bei 53 \$ je Aktie, so dass die *Shareholder* von GTF lediglich einen Vermögenswert von 44\$ je Aktie für ihre GTF-Shares bekamen.
- Die Prämie reduzierte sich somit von 83% auf 52%.
- Im April 1999, ein Jahr nach dem Deal, lag der Börsenkurs von Conseco bei 30 \$ je Aktie, was somit lediglich noch einer Prämie von 1,5\$ je Aktie über dem ursprünglichen Aktienkurs von Conseco vor der erstmaligen Bekanntgabe der Akquisition entsprach.

Mergers&Acquisitions

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

Fixed Value

- In diesem Fall wird der Kaufpreis, jedoch nicht das Umtauschverhältnis der Anzahl der Aktien zum Zeitpunkt der Bekanntgabe des Deals fixiert. Somit trägt in der Phase zwischen der Ankündigung und dem Abschluss des Deals ausschließlich der *Acquirer* das Preisrisiko.
- Im Fall eines fallenden Börsenkurses sieht sich daher der *Acquirer* gezwungen, eine Kapitalerhöhung durchzuführen.
- Bedingt durch den Verwässerungseffekt haben somit die *Shareholder* des *Acquirers* einen geringeren Anteil an der fusionierten Unternehmung und folglich auch an den erwarteten Synergiepotenzialen.
- Die Praxis der *M&A's* zeigt dabei, dass dieses Risiko von den Unternehmen bei ihrer Kalkulation der Synergiepotenziale oftmals nicht berücksichtigt wird.

Mergers&Acquisitions

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

Fragen des Acquirers und des Sellers

- Bedingt durch die zentrale Bedeutung, die die Art der Bezahlung für die Bewertung der Akquisition hat, sollten sich das Management sowie der *board of directors* sowohl des *Acquirers* als auch des *Sellers* sorgfältig mit den folgenden Fragen auseinandersetzen:
- Fragen des Acquirers
 - Sind die Aktien des *Targets* unterbewertet, überbewertet oder fair bewertet?
 - Wie ist das Risiko zu bewerten, dass die zur Rechtfertigung des Kaufpreises notwendigen Synergiepotenziale nicht realisiert werden?
 - Wie ist das Risiko zu bewerten, dass unsere Aktien vor dem Abschluss des Deals fallen?
- Fragen des Sellers:
 - Wie viel ist der *Acquirer* wert?
 - Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass die erwarteten Synergiepotenziale realisiert werden?
 - Wie hoch ist das *Preclosing Market Risk*?

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●



Mergers&Acquisitions

How risk is distributed between Acquirer and Seller

	Preclosing market risk	Postclosing operating risk
All-Cash Deal		
Acquirer	all	all
Seller	none	none
Fixed-Share Deal		
Acquirer	Expected percentage of ownership	Actual percentage of ownership
Seller	Expected percentage of ownership	Actual percentage of ownership
Fixed-Value Deal		
Acquirer	all	Actual percentage of ownership
Seller	none	Actual percentage of ownership

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●



Mergers&Acquisitions

SVAR (Shareholder Value at Risk)

- Bei der Akquisition müssen beide Parteien die Auswirkungen auf den jeweiligen *Shareholder Value* berücksichtigen, wenn sich die mit der Akquisition erwarteten Synergien, die in der Prämie eingepreist sind, nicht erfüllen.
- Hierbei gibt es zwei Möglichkeiten das Risiko der Synergien zu messen, eine für den *Acquirer* und eine für den *Seller*.
- Für den *Acquirer* kann das Risiko mit Hilfe des *SVAR* berechnet werden. Dabei ist der *SVAR* wie folgt definiert:

$$SVAR = \frac{\text{Prämie}}{\text{Marktwert der übernehmenden Gesellschaft}}$$

oder

$$SVAR = \text{prozentuale Prämie} \times \frac{\text{Marktwert des Verkäufers}}{\text{Marktwert des Käufers}}$$

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●

Mergers&Acquisitions

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

Premium at Risk

- Eine Variation des *SVAR*, *Premium at Risk*, kann den *Shareholdern* der verkaufenden Gesellschaft helfen, ihr Risiko zu bestimmen, wenn keine Synergien realisiert werden.
- Die Frage für den Verkäufer ist: Welcher Prozentsatz der Prämie ist gefährdet bei einem Aktienangebot? Die Antwort ist: Der Prozentsatz des Eigentums, den der Verkäufer am Unternehmenszusammenschluss hat.



Mergers&Acquisitions

SVAR

Premium	Relative Size of the Seller to the Acquirer			
	0,25	0,5	0,75	1,0
30%	7,5%	15%	22,5%	30%
40%	10%	20%	30%	40%
50%	12,5%	25%	37,5%	50%
60%	15%	30%	45%	60%

Je größer die prozentuale Prämie ist, die an den Verkäufer gezahlt wird und je größer der relative Marktwert ist, desto größer ist der *SVAR*.

Es ist möglich, dass der *Acquirer* mehr als seine Prämie verliert. In diesen Fällen wird das Risiko durch den *SVAR* unterschätzt.

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●



Mergers&Acquisitions

SVAR and Premium at Risk for Major Stock Deals 1998

Acquirer	Seller	Pre- mium	Relative Size of the Seller to the Acquirer	Cash SVAR	Acquirer's Proportional Ownership	Stock SVAR	Seller's Pre- mium at Risk
McKesson- Robbins	HBO & Co.	30%	1,41	42%	37%	16%	63%
Tyco Internation.	AMP	66%	0,18	12%	78%	9%	22%
Halliburton	Dresser Industries	15%	0,58	9%	60%	5%	40%
Household Internation.	Beneficial	82%	1,01	83%	63%	52%	37%
Conseco	Green Tree Financial	83%	0,39	32%	60%	19%	40%
Office Depot	VikingOffice Products	42%	0,63	26%	63%	16%	37%

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●

Mergers&Acquisitions

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

6 Regeln eines M&A-Praktikers

- (1) Avoid making acquisitions on the basis of your valuation error. Focus on valuing the synergy.
- (2) Don't bid for a firm if it is worth more to others than to you. (Even if you win, you lose)
- (3) Don't acquire firms because they are in growth areas. Acquire firms that are worth more in your hands.
- (4) Don't acquire low P/E firms because they are cheap. About half aren't.
- (5) Don't sell off a division because it is unprofitable. Do so because it is worth more to the other firm.
- (6) Don't pay too much for assets that go down in the elevator & into the parking lot every evening.

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●

Mergers&Acquisitions

3.2.3 Share vs. Cash Finanzierung

Reaktionen der Aktienmärkte in den 70er Jahren auf Mergers

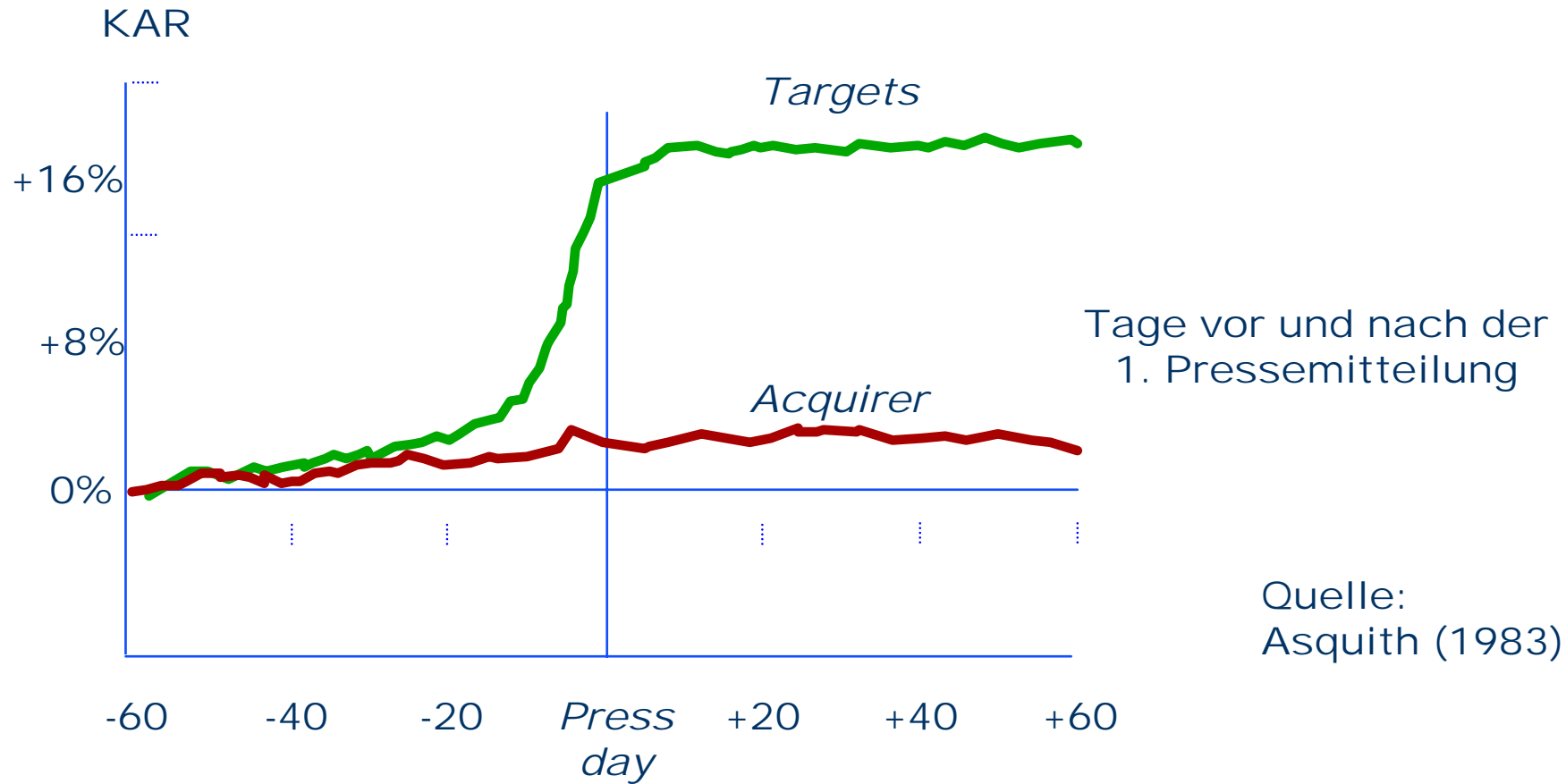
	UK		USA	
	Monat		Monat	
	0	-4 to +1	0	-4 to +1
<i>Targets</i>	24%	31%	16%	24%
<i>Acquirer</i>	1%	8%	1%	4%

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●



Mergers&Acquisitions

Kapitalmarktreaktionen bei US Mergers in den 70er Jahren



Während die kumulative abnormale Rendite (KAR) beim Target eindeutig positiv ist, ist diese nur geringfügig positiv beim Acquirer.

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●



Mergers&Acquisitions

Ursachen negativer Kapitalmarktreaktionen des Acquirers auf M&A's

- Während die hohen KAR bei den *Targets* auch in den 80er und 90er Jahren zu beobachten sind, ist es im Moment der Bekanntgabe des (geplanten) Deals in $\frac{2}{3}$ der untersuchten jüngsten *M&A's* (HBR 1999) zu einem Kursabschlag beim Börsenkurs des *Acquirer* (*Bidder*) gekommen. Ursachen hierfür sind:
 - Die bezahlte Prämie (im Durchschnitt liegt diese bei 30-40% über dem Marktpreis vor der 1. Pressemitteilung) fällt im Vergleich zum Barwert der (universellen und spezifischen) Synergiepotentiale zu hoch aus. Dies ist umso gravierender, da der *PVEA* (*Present Value of Existing Assets*) durchschnittlich lediglich 20-40% des aktuellen Börsenkurses reflektiert und demnach auch ohne Akquisition bereits 60-80% *PVGO* (*Present Value of Growth Opportunities*) im aktuellen Börsenkurs eingepreist werden. Wenn nun auf den aktuellen Marktpreis eine Akquisitionsprämie von 30-40% durchschnittlich bezahlt wird, so wird der aktuelle Börsenkurs in immer geringerem Ausmaß durch den *PVEA* reflektiert. Dies ist insofern problematisch, da oftmals Ressourcen aus dem Kernbereich abgezogen werden (und somit der gegenwärtige *EPS* negativ beeinflusst wird), um spätere Synergiepotentiale aus dem Deal zu realisieren.

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●

Mergers&Acquisitions

Ursachen negativer Kapitalmarktreaktionen des Acquirers auf M&A 's (2)

- Versprochene Synergiepotenziale führen zwar zu einem *Competitive Advantage*, jedoch ist dieser nur temporärer Natur und wird in Kürze von der Konkurrenz dupliziert. Des weiteren kann es im Zuge von (speziell **Cross-Border**) *M&A's* zu organisatorischen Umstrukturierungen kommen, in dessen Zuge u.a. auch die Gehaltsstrukturen beider Unternehmen/Banken (s. Deutsche Bank/Bankers Trust) angepasst werden.
- Im Unterschied zu anderen Investments in z.B. Forschung & Entwicklung, Kapazitätserweiterungen, Marketingstrategien usw., bei denen das Management die Flexibilität hat, die Zahlungen in mehreren Tranchen zu leisten oder diese zeitlich zu verzögern, fallen bei *M&A's* die Zahlungen immer unmittelbar an.
⇒ thus in acquisitions, the financial clock starts ticking on the entire investment right from the beginning.
- Existieren auf Seiten der *Shareholder* nun Bedenken bzgl. einer raschen Integration der beiden Unternehmen, so werden diese die Papiere des *Bidder* noch vor der tatsächlichen Integration verkaufen.

● ● ● Share vs. Cash Finanzierung ● ●

Mergers&Acquisitions

Ursachen negativer Kapitalmarktreaktionen des Acquirers auf M&A 's (3)

- Oftmals werden bei M&A's die Kaufpreise für *targets* ausschließlich auf der Basis einer „*Comparable*“ *Acquisition Analysis (CAA)* durchgeführt, ohne konzise Analyse des *Stand Alone Value* und einer separaten Bewertung der Synergiepotentiale. Demzufolge steht der gezahlte Preis häufig in keiner Relation zu dem Wertzuwachs, den die Akquisition dem *Acquirer* bringt.
- Scheitern schlussendlich *M&A's*, so besteht das Problem der Restrukturierung durch den Verkauf des Unternehmensanteils. In dieser Situation zeigt sich in der Praxis sehr häufig das Problem, dass Manager, die ansonsten das Unternehmensportfolio auf der Basis des *Value Mapping* steuern, nur allzu ungern Desinvestitionsstrategien in diesem Bereich durchführen. Ganz im Gegenteil werden oftmals Investitionsstrategien unternommen, und somit „gutes Geld schlechtem Geld“ hinterhergeworfen, in der Hoffnung, dass sich irgendwann alles zum Guten wendet, wenn nur intensiv genug in diesen Bereich investiert wird.

Mergers&Acquisitions

3.2.4 MBO / LMBO



Mergers&Acquisitions

3.2.4 MBO / LMBO // Kriterien zur MBO-Eignung

Produktbezogene Eignungskriterien	<ul style="list-style-type: none">- technisch ausgereifte Produkte mit bekannten Produktnamen, keine Technologiesprünge- Produkte in der Reifephase des Produktlebenszyklus- Produkte in Märkten langsamer technologischer Entwicklung- lange Produktlebenszyklen- geringe Anzahl von Produkten in frühen Lebenszyklusphasen- geringe Substituierbarkeit der Produkte- diversifiziertes, breites Produktprogramm
Marktbezogene Eignungskriterien	<ul style="list-style-type: none">- Zugehörigkeit zum produzierenden Gewerbe- stabile Marktposition mit hohen relativen Marktanteilen- weitgehend konstante Nachfrage auf stabilen Märkten- geringe Wettbewerbsintensität- hohe Markteintrittsbarrieren- keine saisonalen Nachfrageschwankungen- geringe Nachfragemacht und Lieferantenmacht- geringe Bedeutung von Kundendienst und Lieferservice
Management- und personalbezogene Eignungskriterien	<ul style="list-style-type: none">- erfahrenes, qualifiziertes Management- persönliche Belastbarkeit des Managements und familiärer Rückhalt- gutes Betriebsklima ohne Probleme mit Betriebsrat, Gewerkschaften
Finanzwirtschaftliche Eignungskriterien	<ul style="list-style-type: none">- stabiler, gut prognostizierbarer Cash-Flow- niedriger Verschuldungsgrad- umfangreiche, beleihungsfähige Aktiva- hoher Anteil nicht betriebsnotwendiger, veräußerbarer Aktiva- geringe Anlageintensität- hohe Umschlagshäufigkeit des Vermögens



Mergers&Acquisitions

3.2.4 MBO / LMBO // Kriterien zur MBO-Eignung

Beurteilungskriterien für MBO-Unternehmen



Mergers&Acquisitions

3.2.4 MBO / LMBO

Gründe für einen MBO

- Spin-offs aufgrund von Umstrukturierungsmaßnahmen in Großkonzernen
- Nachfolgelösungen von mittelständischen Unternehmen
- Going-Private
- Insolvenz/Sanierung



Mergers&Acquisitions

3.2.4 MBO / LMBO

Finanzierungsformen bei einem MBO

Finanzierungsformen in % (für UK-MBO über 10 Mio. Pfund)	1990
Debt (vorrangiges FK)	55,4
Equity (Kapitaleinlage des Managements)	25,0
Mezzanine (nachrangiges FK)	10,5
Loan Note (Wechselkredite)	6,4
Andere	2,7
Total	100,0

● ● ● ● MBO / LMBO ●



Mergers&Acquisitions

3.2.4 MBO / LMBO

Effekte von MBO 's

- Einführung neuer Innovationen und Produkte.
- Wechsel in der Organisationsstruktur.
- Verbesserte Profitabilität in über 50 % der Fälle.
- Nach anfänglich starkem Abbau von Mitarbeitern folgt Schaffung von neuen Arbeitsplätze.
- Beziehungen zu Kunden, Lieferanten und Gewerkschaften verschlechtern sich nur geringfügig.

Mergers&Acquisitions

3.2.4 MBO / LMBO

MBO-Fallbeispiel I

- Ein internes Buyout-Team beabsichtigt die Übernahme der Firma.
- Der Kaufpreis beträgt 50 Mio. €. 10 Mio. als Einlagen des Managements, 5 Mio. als nachrangiges Darlehen und 35 Mio. als Bankkredit.
- Der frei verfügbare Cash-Flow wird vollständig für die Tilgung des LBO-Kredites in Höhe von 35 Mio. verwendet.
- Der Finanzplan stellt sich bei einer mittelfristigen Laufzeit wie folgt dar:



Mergers&Acquisitions

3.2.4 MBO / LMBO

MBO-Fallbeispiel II

Jahr	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Jahresergebnis vor LBO-Kreditzins	-	5,0	6,0	6,0	7,0	7,0
Jahresergebnis nach Kreditzins	5,0	2,8	3,8	4,0	5,3	5,5
+ Afa	3,0	3,0	4,0	5,0	4,0	4,0
+ Rückstellung	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Zwischenergebnis	9,0	6,8	8,8	10,0	10,3	10,5
- Investition	3,0	5,0	5,0	4,0	4,0	4,0
- Veränderung im Working Capital	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
- Frei verfügbarer Cash Flow	-	0,8	2,8	5,0	5,3	5,5
Aushaftender LBO-Kredit	35,0	34,2	31,4	26,4	21,1	15,6



Mergers&Acquisitions

3.2.4 MBO / LMBO

MBO-Fallbeispiel III

Somit können nach fünf Jahren bereits 55 % des aushaftenden Betrages zurückgeführt werden.

Erwartet man im Jahre 1994 einen hypothetischen Verkaufspreis des Targets von 55 Mio.€, abzüglich des Restkredites von 15,6 Mio.€ und des nachrangigen Darlehens von 5 Mio. €, verbleibt ein Abschichtungspreis von 34,4 Mio.€.

Bei Realisierung dieser Planergebnisse würde eine MBO-Strukturierung dem Management eine Rendite von 28 % p.a. nach 5 Jahren erbringen.

Mergers&Acquisitions

3.2.4 MBO / LMBO

Zusammenhang von MBO vs. LBO

Differenzierung nach der Person des Käufers

		Fremde/Dritte	Management
Art der Finanzierung	Kein übermäßiger Fremdkapitalanteil	Traditioneller Unternehmenskauf	MBO i.w.S.
	Hoher Fremdkapitalanteil	LBO	LMBO/MBO i. e. S.

● ● ● ● MBO / LMBO ●



Mergers&Acquisitions

3.2.5 LBO

● ● ● ● ● LBO



Mergers&Acquisitions

3.2.5 LBO

Gründe für LBO

- Ein LBO zielt häufig auf die Zerschlagung des Unternehmens oder der Veräußerung einzelner Teile ab. In diesem Fall ist lediglich eine kurzfristige Finanzierung nötig, da Gewinne möglichst schnell realisiert werden sollen.
- Leverage-Effekt: EK-Rendite steigt bei zunehmender Verschuldung, solange FK-Kosten unter der Gesamtkapitalrendite liegen. Der Verschuldungsgrad übt somit eine Hebelwirkung auf die Verzinsung des EK aus.
- Aufgrund des hohen Risikos einer Kaufpreisfinanzierung müssen zusätzlich zu den üblichen Kapitalquellen hochverzinsliche Fremdkapitaltitel begeben werden. Die verschiedenen Besicherungskonzepte richten sich nach dem Vermögen und dem freien Cash-Flow der jeweiligen Zielgesellschaft

Mergers&Acquisitions

3.2.5 LBO

Finanzierungsformen beim LBO

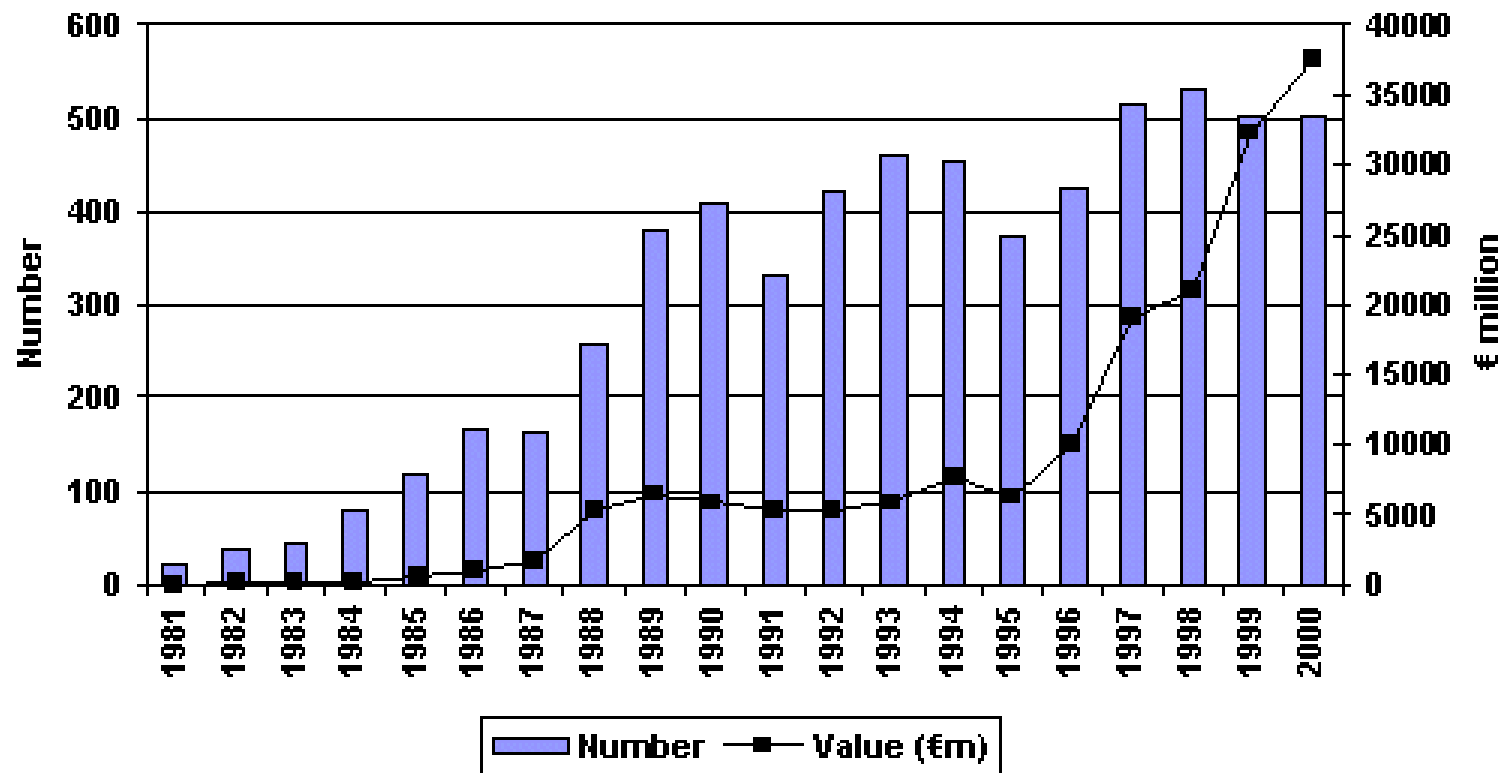
Bereich	Akteure	Finanzierungsform
Konventionelle Darlehensfinanzierung	Kreditbanken, Versicherer,	Ungesicherte und durch AV- oder UV-gesicherte kurz- und langfristige Kredite
Nachrangiges Darlehenskapital	Investmentbanken, Pensionskassen, Versicherer, Venture Capital- und Beteiligungs-Financiers	Nachrangige Darlehen, Genussscheine, Wandelanleihen, High Yield- bzw. Junk-Bonds
Eigenkapital	Versicherer, VC- und Beteiligungs-Financiers, private Investoren, Management	Vorzugsaktien, Stammaktien



Mergers&Acquisitions

3.2.5 LBO

Trends of Buy-outs/Buy-ins, 1981-2000



Source: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte & Touche

● ● ● ● ● LBO



Mergers&Acquisitions

Rankingliste der Investmentbanken in den Fusionen und Übernahmen weltweit

Transaktionsvolumen in Mrd. US-\$ (angekündigte Deals, Jahr 2000, Quelle: Thomson Financial Securities Data)

Rang	Berater	Volumen	Anzahl der Deals
1	Goldman Sachs	1.054,50	213
2	Morgan Stanley Dean Witter	903,99	232
3	Merrill Lynch	837,39	158
4	Credit Suisse First Boston	514,51	212
5	UBS Warburg	444,54	128
6	J.P. Morgan	385,86	135
7	Schroders Salomon Smith Barney	350,84	199
8	Rothschild	337,03	109
9	Chase Manhattan	291,21	168
10	Deutsche Bank	255,58	123
11	Lazard	247,26	96
12	Bear Stearns	215,44	47
13	Lehman Brothers	203,80	125

Mergers&Acquisitions

3.2.5 LBO

Zukunftsaussichten

- Im vergangenen Jahr (2000), so hat die European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) ermittelt, sind die Investitionen der Beteiligungsunternehmen auf den Rekordwert von über 50 Mrd. € gestiegen.
- Einer Studie der Investmentbank UBS Warburg zufolge warten in Europa mehr als 300 Mrd. € darauf, für Buyouts ausgegeben zu werden.
- Der größte Brocken davon entfällt auf Deutschland. Ab kommendem Jahr, so schreibt die Deutsche Bank in einer Studie namens "Toppix", werde die Deutschland AG radikal umgekrempelt. Analysten rechnen damit, dass die Konzerne ihre gegenseitigen Beteiligungen massiv entflechten werden.
- Ab Januar 2002 sind solche Verkäufe steuerfrei.
- Das Buyout-Potenzial ist riesig, zumal der Markt in Deutschland bislang kaum erschlossen ist. Während die Branche in Großbritannien Unternehmensbeteiligungen in Höhe von 2,1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts hält, kommt man hier zu Lande lediglich auf 0,8 Prozent.

(Quelle: Financial Times 2001)

● ● ● ● ● LBO



3.3 Abwehrstrategien



Mergers&Acquisitions

3.3 Abwehrstrategien

3.3.1 Einführung

3.3.2 Motive für eine Übernahme

3.3.3 Finanzierung einer Übernahme

3.3.4 Angriffsmaßnahmen der Raider

3.3.5 Abwehrmaßnahmen des Target

3.3.6 Hindernisse für Raids in Deutschland

Gliederung ● ● ● ● ● ●



Mergers&Acquisitions

3.3.1 Einführung

- Ein Raid ist der Versuch einer feindlichen Übernahme (Hostile Takeover, Unfriendly Takeover) eines Unternehmens durch einen Raider, indem die Mehrheit der Anteile an dem Unternehmen gekauft werden;
 - Der Begriff „feindlich“ ist relativ und hängt von der jeweiligen Perspektive und den hieraus entstehenden Konsequenzen ab.
 - Feindliche Übernahmen sind nicht auf notierte Unternehmen beschränkt.

- Unter Raid Defense wird die Einleitung aller geeigneten Maßnahmen verstanden, eine feindliche Übernahme des eigenen Unternehmens abzuwehren.

- Die Problematik ist in Deutschland im Vergleich zu den USA oder Großbritannien bisher weniger bedeutend, gewinnt durch einen wachsenden Markt für Unternehmensübernahmen und Beteiligungen aber auch hier größeres Gewicht.

- Investmentbanken übernehmen im Zusammenhang mit der Durchführung und der Abwehr von feindlichen Übernahmen Beratungs-, Finanzierungs- und Ausführungsfunktionen.

● Einführung ● ● ● ● ● ●



Mergers&Acquisitions

3.3.1 Einführung

- Eine feindliche Übernahme ist dadurch gekennzeichnet, dass der Raider versucht, ein Unternehmen durch den Kauf einer (qualifizierten) Mehrheit der Anteile zu beherrschen.
- Dies widerspricht den Interessen des Unternehmens bzw. verschiedener Anspruchsgruppen. Das Management und/ oder die Belegschaft leisten daher Widerstand.
- Diese Definition ist jedoch deswegen problematisch, weil Übernahmen von den Managern des Targets als feindlich bezeichnet werden, wenn diese fürchten, durch die Übernahme eigene Vorteile zu verlieren.
- Für die Anteilseigner stellt die Übernahme i.d.R. ein positiv zu wertendes Ereignis dar, weil die Prämien des Ablöseangebotes erfahrungsgemäß hoch sind und beispielsweise bei notierten Gesellschaften zwischen 15 und 150% des Kurswertes ausmachen.
- Ob die Übernahme für weitere Stakeholder, bspw. die Belegschaft des Target und auch die des Investors, unfreundlich einzuschätzen ist, hängt davon ab, inwieweit deren Interessen beeinträchtigt werden.

● Einführung ● ● ● ● ● ●



Mergers&Acquisitions

3.3.2 Motive

- Einerseits können Übernahmen zur
- Verwirklichung von Expansionsstrategien durchgeführt werden, andererseits können
- Rationalisierungs-,
- Liquidations- oder
- Restrukturierungsmaßnahmen die Übernahme begründen.

- Häufig werden diese Maßnahmen im internationalen Wettbewerb jedoch als notwendig erachtet, um die langfristige Überlebensfähigkeit des Unternehmens zu sichern und somit den vollständigen Verlust der Arbeitsplätze zu vermeiden bzw. die Beziehungen zu den anderen Stakeholdern aufrecht zu erhalten.



Mergers&Acquisitions

3.3.3 Finanzierung

- Übernahmeangebote können mit hohem Fremdkapitalanteil kalkuliert sein.
 - Bei hochgradig fremdfinanzierten Übernahmen ist zur Tilgung häufig die vollständige Verwendung der Free Cash Flows und die Liquidation von Aktiva erforderlich.
 - Investitionen können unterlassen werden.
 - Daher werden finanziell orientierte Unternehmen häufig als feindlich eingestuft.
- Die Gestaltung des Finanzierungsmodells für eine feindliche Übernahme ist besonders komplex.
 - Es kommt darauf an, die benötigten Mittel zur Durchführung des Erwerbs zur Verfügung zu haben, ohne dass die Kaufabsicht bekannt wird.
 - Dies bedeutet, dass alle Analysen und Bewertungen ohne Unterstützung der Zielgesellschaft durchgeführt werden.
 - Zur Fremdfinanzierung eingeschaltete und selektiv ausgewählte Banken müssen sowohl vom Gelingen der Transaktion überzeugt werden als auch ihre Kreditentscheidung anhand der Sekundärdaten treffen.

Mergers&Acquisitions

3.3.3 Finanzierung

- Die Ankündigung des Übernahmeversuchs kann kurzfristige Abwehrbemühungen des Zielobjektes auslösen.
- Diese Maßnahmen zielen regelmäßig auf eine schnelle Erhöhung des Unternehmenswertes zur Verhinderung der Übernahme.
- Die dadurch entstehenden i.d.R. willkürlichen und nur unzureichend abschätzbaren Wertsteigerungen sind im Finanzierungskalkül des Raider zu berücksichtigen und entsprechende Finanzierungslayer für Preiserhöhungen vorzuhalten. Wie bereits erwähnt, sind feindliche Übernahmen nicht auf notierte Unternehmen beschränkt.
- Die Marktgröße, Minderheits- und Managementrechte sowie der Einfluss von Banken erschweren feindliche Übernahmen der notierten Gesellschaften.
- Eine wachsende Anzahl Aktivitäten wird bei den nicht notierten Gesellschaften erwartet, bei denen weder gesetzliche Zwänge noch Übernahmerichtlinien oder Publizitätspflichten zu beachten sind.

● ● ● Finanzierung ● ● ●



Mergers&Acquisitions

3.3.4 Angriffsmaßnahmen der Raider

- Zur Durchführung einer feindlichen Übernahme wenden die Raider verschiedene Mittel an, welche die Erfolgsaussichten der Transaktion vergrößern sollen.
- Um ein übernahmeunwilliges Management zu umgehen, unterbreiten die Raider ein öffentliches Kaufangebot (Tender Offer) für den Mehrheitserwerb der Gesellschaft.
- Der gebotene Kaufpreis liegt über dem derzeitigen Marktwert der Anteile und stellt somit einen Anreiz für die Gesellschafter dar, ihre Anteile zu veräußern.
- Dieser Preis ist mit hohem Risiko behaftet, da dem Erwerber interne Daten des Target für die Bewertung nicht zur Verfügung gestanden haben.
- Zur Verstärkung des Kaufangebots werden bei unfreundlichen Übernahmen angloamerikanischen Musters u.a. die folgenden Mittel eingesetzt, die prinzipiell auch in Deutschland möglich sind:



Mergers&Acquisitions

3.3.4 Angriffsmaßnahmen der Raider

- Der „Proxy Fight“ stellt den Versuch dar, von den Aktionären / Gesellschaftern die Vollmacht zu erhalten, für sie auf einer außerordentlichen Hauptversammlung / Gesellschafterversammlung für eine Auswechslung des Managements zu votieren.
- Das „ Saturday Night Special“ ist die Veröffentlichung einer Übernahmeofferte zu einem Zeitpunkt, zu dem die Reaktionszeit des Managements eingeschränkt ist.
- Der „White Knight“ beschreibt das Überbieten des bereits abgegebenen Angebotes eines anderen Käufers.
- Der „Bear Hug“ ist der Versuch, das Aufsichtsorgan des Target zur Annahme des Angebotes zu bewegen.



Mergers&Acquisitions

3.3.4 Angriffsmaßnahmen der Raider

- Bei einem „Creeping Tender“ werden bereits vor einer aggressiven Übernahmekampagne Aktienpakete über die Börse erworben. Hierbei sind die Offenlegungspflichten für die Beteiligungen zu beachten.
- Auch beim „Greenmailing“ bildet der Erwerb einer Beteiligung bis zu 25% der Stimmrechte den Ausgangspunkt der Transaktion. Das Stimmrecht kann genutzt werden, um zusammen mit Vollmachtsstimmen das Management zu kippen oder das Management zu einem Rückkauf des Pakets zu einem höheren Preis zu bewegen.
- Ein „Two Step Tender“ verringert den Finanzierungsbedarf. Der Erwerb der benötigten Anteile wird teilweise bar bezahlt und teilweise, nach erfolgter Fusion der eigenen Gesellschaft mit dem Target, durch einen Aktientausch ausgeglichen.



Mergers&Acquisitions

3.3.5 Abwehrmaßnahmen des Target

- Die Maßnahmen, die Unternehmen gegen eine feindliche Übernahme ergreifen können, lassen sich in langfristig prophylaktische und sehr kurzfristig durchführbare Aktivitäten gliedern.
- Ferner gibt es rechtliche und betriebswirtschaftliche Abwehrmaßnahmen.
- Die prophylaktisch betriebswirtschaftlichen Maßnahmen zielen darauf, eine Übernahme zu verteuern oder zeitlich weit hinauszuzögern.
 - Dazu gehört bspw. eine aktive langfristige Shareholder Value Politik, die den Unternehmenswert steigert und eine Übernahme verteuert.
- Der Versuch einer feindlichen Übernahme deutet darauf hin, dass Ressourcen des Unternehmens nicht effizient genutzt sind.
 - Der Raider glaubt, die Ressourcen besser nutzen zu können.
 - Die nicht effiziente Ressourcen-Beanspruchung kann nicht im Interesse der Eigentümer und auch nicht in gesamtwirtschaftlichem Interesse sein.



Mergers&Acquisitions

3.3.5 Abwehrmaßnahmen des Target

- Die Mitarbeiter und die Manager des Unternehmens können eine Übernahme dadurch vereiteln, dass sie die Ressourcen so einsetzen, dass keine zusätzliche Wertschöpfung mehr möglich ist, durch welche der Eigentümerwert oberhalb der Börsenkapitalisierung liegen würde.
- Eine rechtliche Maßnahme ist die Emission vinkulierter (gebundener) Namensaktien.
 - Zu deren Übertragung wird die Zustimmung des Vorstands gefordert.
 - Dies ermöglicht zwar die Kontrolle des Aktienbesitzes, ist aber aufgrund der erheblichen Einschränkung der Fungibilität, der Diskriminierung und der damit auch niedrigeren Marktbewertung als nicht zeitgemäß zu betrachten.
- Ähnliches gilt für stimmrechtslose Vorzugsaktien.
 - Zwar ist die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien an loyale Aktionäre oder die gesetzliche bzw. satzungsmäßige Einräumung eines Höchststimmrechts grundsätzlich dazu geeignet, Raider abzuwehren, aber auch diese Maßnahmen entsprechen nicht den Prinzipien eines diskriminierungsfreien Kapitalmarktes.

Mergers&Acquisitions

3.3.5 Abwehrmaßnahmen des Target

- Häufig angewandte Strategien sind „Poison Pills“, die in Vertragsklauseln eine besondere Ausgestaltung der von der Gesellschaft begebenen Wertpapiere beinhalten.
- Es handelt sich grundsätzlich um Optionsrechte auf den zusätzlichen Erwerb von Gesellschaftsanteilen oder um Wandlungsrechte.
- Die Rechte werden durch einen feindlichen Übernahmeversuch aktiviert.
- So kann bspw. bei der Begebung von Wandelanleihen vereinbart werden, dass im Fall eines feindlichen Übernahmeangebots das Wandlungsrecht sofort in Kraft tritt.
- Eine weitere Möglichkeit ist es, die Arbeitsverträge des Vorstands mit hohen Abfindungszahlungen („Golden Parachutes“) oder Klauseln zu versehen, die das gleichzeitige Ersetzen mehrerer Mitglieder unmöglich macht („Staggered Boards“).
- Die breite Streuung der Aktien sowie der Versuch der Gewinnung loyaler Gesellschafter oder Belegschaftsaktionäre stellen ebenfalls Möglichkeiten dar, den Kauf der Anteile zu erschweren.

● ● ● ● ● Abwehrmaßnahmen des Target ●



Mergers&Acquisitions

3.3.5 Abwehrmaßnahmen des Target

- Die folgenden kurzfristigen Maßnahmen gegen einen feindlichen Übernahmeversuch zeichnen sich durch die mögliche annähernde Simultaneität der Angriffs- und der Gegenmaßnahme aus:
- Die „White Knight“- Abwehrstrategie bezeichnet den Versuch, eine dritte Partei zu finden, die anstelle des feindlichen Bieters die Übernahme durchführt.
- Die Veräußerung der für einen Raider besonders interessanten Vermögensteile („Crown Jewels“) verringert die Attraktivität des Target.
- Der „Pac Man“ bezeichnet den Versuch der Umkehrung der Übernahme. Das bisherige Target macht ein Kaufangebot über die Anteile des Raiders.
- Das „Greenmailing“ kann auch als Abwehrstrategie verwendet werden.

● ● ● ● ● Abwehrmaßnahmen des Target ●



Mergers&Acquisitions

3.3.5 Abwehrmaßnahmen des Target

- Weitere Strategien zur kurzfristigen Abwehr einer feindlichen Übernahme ergeben sich durch Klagen wegen einer Verletzung des Wettbewerbs- und Kartellrechts, durch den Erwerb eigener Aktien im möglichen Rahmen oder durch Medienkampagnen und Bemühungen, die Gesellschafter von einem Verkauf der anteile bzw. einem Anteilstausch abzuhalten.
- Als letzte Maßnahme stehen Liquidationen oder Teilliquidationen zur Verfügung.
- Die Notwendigkeit zur Steigerung des Unternehmenswertes wird häufig auch vor dem Hintergrund diskutiert, dass einzig hohe Unternehmenswerte unerwünschte Übernahmen verhindern können.
 - Versuche, den Preis für die Übernahme der Anteile an einem Unternehmen zu erhöhen, sind aufgrund des Rendite-Kriteriums sicher geeignet, unerwünschte Übernahmen zu verhindern.
 - Häufig ist zu beobachten, dass Manager öffentlich verkünden, die Kapitalisierung ihres Unternehmens liege unter dem tatsächlichem Wert.

Mergers&Acquisitions

3.3.5 Abwehrmaßnahmen des Target

- Derartige Bekundungen sollen zu Preissteigerungen führen und feindliche Übernahmen verhindern, zeugen jedoch entweder von eigener Fehleinschätzung hinsichtlich einer marktorientierten Bewertung oder von unzureichender Kommunikation mit dem Kapitalmarkt.
- Würden die Investoren rechtzeitig ausreichend mit relevanter Information versorgt, könnten solche Wertlücken nicht entstehen.
- Neben dem Preis sind aber vor allem auch Synergieerwartungen, Restrukturierungs- und Positionierungsmöglichkeiten als Kriterien für Unternehmensübernahmen zu nennen.
 - Ein Käufer wird diese Kriterien sorgfältig in seinem Kalkül berücksichtigen.
 - Preismanipulationen und Versuche, dadurch Übernahmen zu verhindern, können im Hinblick auf die Notwendigkeit von Fusionen und Akquisitionen in konsolidierenden Industrien die zukünftige Wettbewerbsposition der entstehenden Einheit erheblich beeinträchtigen.

Mergers&Acquisitions

3.3.6 Hindernisse für Raids in Deutschland

- Gegen den Willen des Managements stattfindende Übernahmen sind in Deutschland u.a. aus folgenden Gründen bisher selten gewesen:
- Verglichen mit den USA und Großbritannien sind nur sehr wenige Gesellschaften notiert.
 - Ende 1998 waren in Deutschland lediglich 741 inländische Aktiengesellschaften notiert, während zu selben Zeit in den USA 7.555 und in Großbritannien 1.957 verschiedene inländische Gesellschaften an den Börsen gelistet waren.
- Von diesen befindet sich eine große Menge Aktien in sogenannten „festen Händen“ der Industrie, bei Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen und steht daher nicht für den Erwerb über die Börse zur Verfügung
- Der erhebliche Bestand auch nicht öffentlich gehandelter gegenseitiger Beteiligungen und die Kapitalverflechtung deutscher Gesellschaften verhindern die substantielle Umschichtung bedeutender Anteilspakete:
 - Ende 1998 hielten deutsche Unternehmen, Versicherungen und Banken etwa 54% der gesamten deutschen Aktienbestände in ihren Portfolios.

● ● ● ● ● ● **Hindernisse für Raids in Deutschland**



Mergers&Acquisitions

3.3.6 Hindernisse für Raids in Deutschland

- Dies verdeutlicht zum einen die Einflussmöglichkeiten, die deutsche Konzerne haben und zum anderen die Aussicht auf den Erfolg, ein Aktienpaket jenseits der 50%-Hürde zu erwerben.
- Ein weiterer Grund für die niedrige Anzahl feindlicher Übernahmen in Deutschland ist die ablehnende Haltung der Universalbanken.
 - Banken können durch ihre Kreditengagements und durch die Finanzierung der Übernahmetransaktion maßgeblich das Verhalten der Raider beeinflussen.
 - Insgesamt 10,3% der Anteile aller notierten deutschen Aktiengesellschaften befanden sich Ende 1998 im Eigenbestand inländischer Kreditinstitute. Mit den Disziplinierungsmöglichkeiten aus Kreditengagements, ihren Anteilen und den Depotstimmrechten ihrer Kunden besitzen die Banken einen Einfluss, den sie gegen feindliche Übernahmen geltend machen können.



Mergers&Acquisitions

3.3.6 Hindernisse für Raids in Deutschland

- Ein ausgeprägter Schutz der Minderheitsaktionäre, z.B. in der Form, dass 75% des Grundkapitals zur Satzungsänderung einer Aktiengesellschaft nötig sind, erfordert einen enormen Kapitalbedarf, um sicherzustellen, dass alle geplanten Maßnahmen nach der Übernahme durchgeführt werden können.
- Nach dem Mitbestimmungsgesetz muss ein Drittel aller Aufsichtsratsmandate einer Aktiengesellschaft den Vertretern der Belegschaft eingeräumt werden.
- Dieser Anteil erhöht sich auf die Hälfte bei Aktiengesellschaften mit mehr als 2.00 Mitarbeitern.
- Der Aufsichtsrat kann durch die Satzung bei bestimmten Maßnahmen zustimmungsberechtigt sein.
- Erfahrungsgemäß stehen die Arbeitnehmervertreter und nicht zuletzt die Öffentlichkeit feindlichen Übernahmen negativ gegenüber.



Mergers&Acquisitions

3.3.6 Hindernisse für Raids in Deutschland

- Die meisten Hürden, die ein Raider in Deutschland bewältigen muss, sind strukturbedingt und auf absehbare Zeit nicht zu ändern.
- Jedoch ändert sich das Finanzierungsverhalten der großen deutschen Universalbanken, und auch einige Unternehmen entdecken die Möglichkeiten aus Übernahmen, auch gegen den Willen des amtierenden Vorstands.
- Zum Schutz der Minderheitsaktionäre und der Belegschaft von Target-Unternehmen werden derzeit ein Übernahme-Kodex nach angloamerikanischem Muster und die Notwendigkeit eines Übernahmegesetzes diskutiert.
- Hierbei besteht vor allem die Problematik, zwischen dem Schutz der Belegschaft, der Rechte von Minderheits- und Mehrheitsaktionären sowie der Aufrechterhaltung eines funktionsfähigen und diskriminierungsfreien Kapitalmarktes abzuwägen.

3.4 Fusionsberatung am Beispiel DaimlerChrysler



Mergers&Acquisitions

3.4 Fusionsberatung am Beispiel Daimler Chrysler

3.4.1 Motive von Fusionen

3.4.2 Mergers of Equals

3.4.3 Formen der Fusion

3.4.4 Fusion zu DaimlerChrysler

3.4.5 Anhang

Gliederung ● ● ● ● ● ●



Mergers&Acquisitions

3.4.1 Motive von Fusionen

- **Fusion als Abschluss eines Unternehmenskaufs I**

Organisatorische Motive:

- Zunächst kann die Verschmelzung dazu dienen, die Bemühungen der Post Acquisition-Phase in rechtlicher Hinsicht abzubilden.
- Zielt das erwerbende Unternehmen bei strategischen Übernahmen auf eine weitgehende organisatorische Integration der Zielgesellschaft ab, kann die Verschmelzung ein Teil des einer Akquisition folgenden Integrationsprozesses sein, der die Eingliederung des erworbenen Unternehmens auch in rechtlicher Hinsicht vollzieht.



Mergers&Acquisitions

3.4.1 Motive von Fusionen

- **Fusion als Abschluss eines Unternehmenskaufs II**

Steuerliche Motive:

- Auch bei einer vorhergehenden strategischen Übernahme kann die anschließende Fusion rein finanziell, d.h. steuerpolitisch bedingt sein.
- Nutzbarmachung von stillen Reserven
- Nutzung der Verlustvorträge der Zielgesellschaft.
- Bei Erwerb von hoch rentierlichen Zielgesellschaften durch Unternehmen mit hohen Verlustvorträgen: vorzeitige Realisierung der Verlustvorträge des Erwerbers

Details

● **Motive** ● ● ● ●

Mergers&Acquisitions

3.4.2 Merger of Equals

- **Fusionsberatung als eigenes Geschäftsfeld**

Merger of Equals:

- Zwei Gesellschaften, welche normalerweise nicht in einem Abhängigkeitsverhältnis stehen, schließen sich im Rahmen einer Wertrelation 50/50 bis ca. 60/40 zusammen.
- Hier werden üblicherweise – im Gegensatz zu feindlichen und freundlichen Übernahmen – keine Prämien an die Aktionäre gezahlt.
- Derartige Verschmelzungen können sowohl horizontal, lateral als auch vertikal ausgelegt sein.



Mergers&Acquisitions

3.4.2 Merger of Equals

Vorteile des Merger of Equals gegenüber dem Unternehmenskaufs:

- Mergers of Equals sind in der Regel sehr großvolumige Transaktionen, die häufig als Akquisition nicht finanzierbar gewesen wären.
- Da keine Kontrollprämie gezahlt wird, kommen Synergien allen Aktionären gleichermaßen zugute.
- Der gleichberechtigte Zusammenschluss ist eher als eine Übernahme dazu geeignet, ein produktives und kooperatives Arbeitsumfeld zu schaffen; dies gilt auf der operativen und auf der Managementebene.

Mergers&Acquisitions

3.4.3 Formen der Fusion

- **Verschmelzung durch Aufnahme**
 - Eine Gesellschaft geht unter, wobei ihr Vermögen und ihre Verbindlichkeiten auf die andere Gesellschaft übergehen, die somit ihre Rechtsfolge antritt.
- **Verschmelzung durch Neugründung**
 - Beide Gesellschaften gehen zugunsten einer im Rahmen des Verschmelzungsvorganges neu gegründeten Gesellschaft gleichermaßen unter.
- Steuerliche Unterschiede, die relative Bedeutung der beteiligten Gesellschaften, strategische Überlegungen hinsichtlich der Corporate Identity und andere Faktoren bestimmen die Form der Fusion. Es werden jedoch auch alternative Konstruktionen (siehe DaimlerChrysler AG) erdacht, da beispielsweise internationale Verschmelzungen heute noch nicht möglich sind.

● ● ● **Formen der Fusion** ● ●



Mergers&Acquisitions

3.4.4 Fusion zur DaimlerChrysler AG

- Das Volumen der Transaktion und die Tatsache, dass sich zwei bedeutende Marktteilnehmer im Rahmen eines partnerschaftlichen Zusammengehens verbinden sowie der transatlantische Brückenschlag über unterschiedliche Kulturen, Rechts- und Wirtschaftsräume zu einem globalen Unternehmen („Welt AG“) fand weltweite Beachtung.
- Internationaler Wettbewerbsdruck und technologische Innovation treiben den Konzentrationsprozess im Automobilbereich, an dessen Spitze sich jetzt DaimlerChrysler als Hersteller mit dem größten internationalen Aktionsradius und der umfassendsten Produktpalette sehen darf, voran.
- Ziele des Zusammenschlusses:
 - Realisierung von Synergien
 - Erschließung von Wachstumspotenzialen
- An der Realisierung der Synergien von über 6 Mrd. € jährlich wird sich die DaimlerChrysler AG mit einem Umsatz von 258 Mrd. €, Überschuss von 9,4 Mrd. € und rund 440 000 Beschäftigten (Zahlen von 1998) messen lassen müssen.

● ● ● ● Fusion zur DaimlerChrysler AG ●



Mergers&Acquisitions

3.4.4 Fusion zur DaimlerChrysler AG

- **Struktur der Transaktion**

- Merger of Equals
- Für beide Seiten steuerfreie Transaktions- und Organisationsstruktur
- Minimierung der Gefahr der Ablehnung der Transaktion durch die Gesellschafter
- Einheitlicher Eigenkapitaltitel, realisiert durch eine globale Namensaktie, die an 21 Börsen weltweit notiert ist
- Pooling-of-Interest-Verfahren nach den US-amerikanischen Bilanzierungsgrundsätzen, um Ergebnis belastende Abschreibungen des Goodwill (Geschäfts- bzw. Firmenwert) zu vermeiden. →
- Um die Integration zu erleichtern, Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern bei beiden Einzelgesellschaften durch Schaffung einer gemeinsamen Gesellschaft mit einer breiten Aktionärsbasis.

Details

● ● ● ● Fusion zur DaimlerChrysler AG ●



Mergers&Acquisitions

3.4.4 Fusion zur DaimlerChrysler AG

- **1. Schritt: Überführung der beiden Gesellschaften in einen gemeinsamen Verbund**
 - Ausgangspunkt sämtlicher Abläufe ist eine neutrale Vorratsgesellschaft der Privatbank Oppenheim, die in „DaimlerChrysler AG“ umbenannt wird.
- **Einbringung der Daimler-Benz AG:**

Die Daimler Chrysler AG bietet den Aktionären der Daimler-Benz AG in einem öffentlichen Angebot eigene Aktien im Umtauschverhältnis von 1:1 an, die im Wege der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage stehen.

→ Dieses Umtauschangebot wurde von 97% der Aktionäre angenommen, so dass die DaimlerChrysler AG als Muttergesellschaft am Ende dieses ersten Teilschritts die deutliche Mehrheit an der Daimler-Benz AG hält, während deren alte Aktionäre nun Gesellschafter der DaimlerChrysler AG sind

Vorteile dieses Verfahrens

● ● ● ● **Fusion zur DaimlerChrysler AG** ●

Mergers&Acquisitions

3.4.4 Fusion zur DaimlerChrysler AG

- **Einbringung der Chrysler Corporation:**
 - Verschmelzung zwischen einer US-amerikanischen und einer deutschen Gesellschaft ist nicht möglich, da gesetzlich nicht vorgesehen.
 - Ein öffentliches Umtauschangebot würde dazu führen, dass wahrscheinlich nicht alle Aktienanteile zusammengeführt werden können.

→ „*Reverse Triangular Merger*“

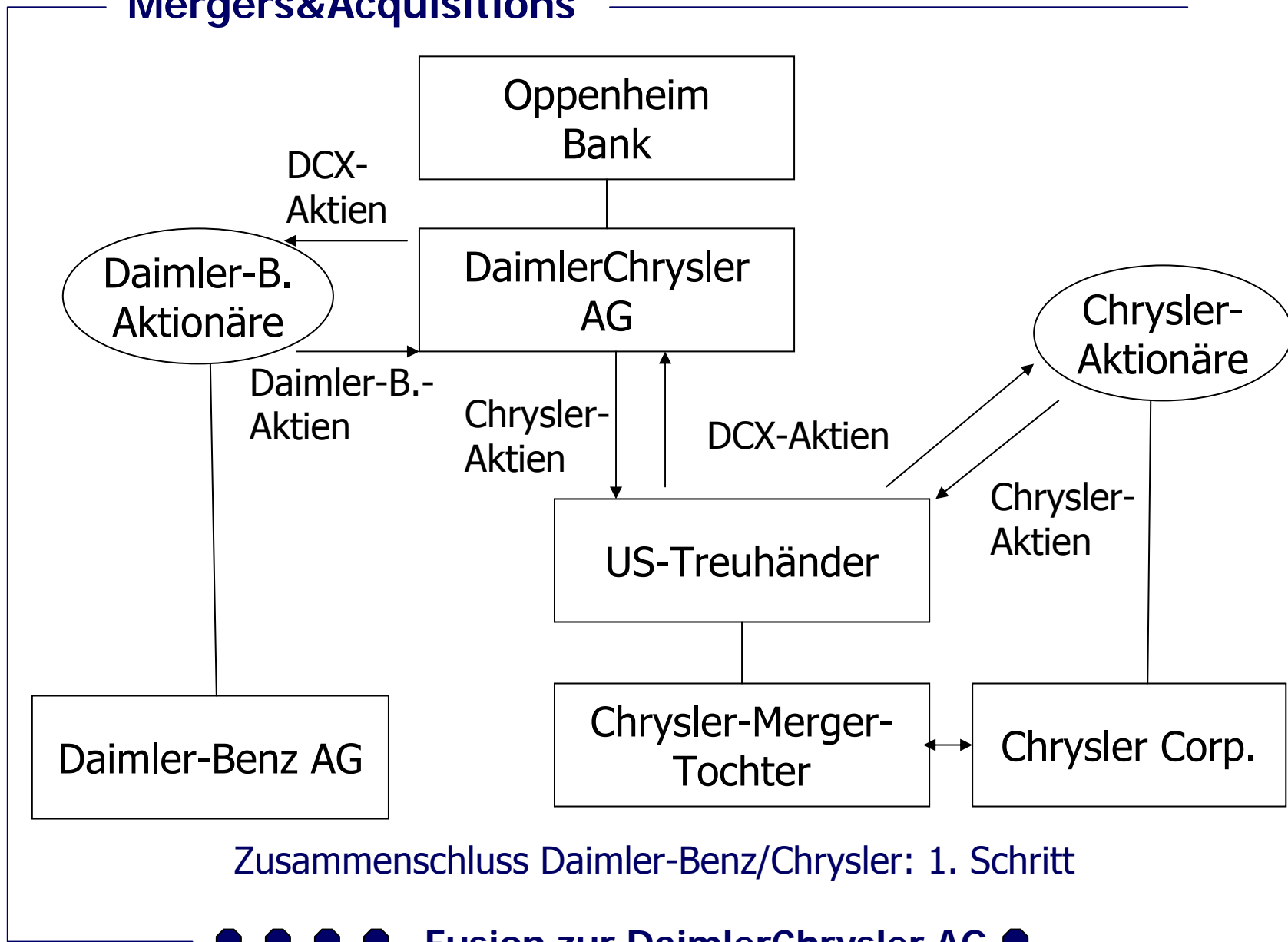
Details

Durchführung eines Reverse Triangular Merger von einem US-Treuhänder, der auf diesem Weg sämtliche Chrysler-Aktien gegen Ansprüche auf DaimlerChrysler-Aktien einsammelt und dann als Ganzes in die deutsche DaimlerChrysler AG im Wege der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage einbringt. Die alten Chrysler-Aktionäre werden Anteilseigner der DaimlerChrysler AG, während die Chrysler Corp. eine 100prozentige Tochter der DaimlerChrysler AG wird

● ● ● ● Fusion zur DaimlerChrysler AG ●



Mergers&Acquisitions



Mergers&Acquisitions

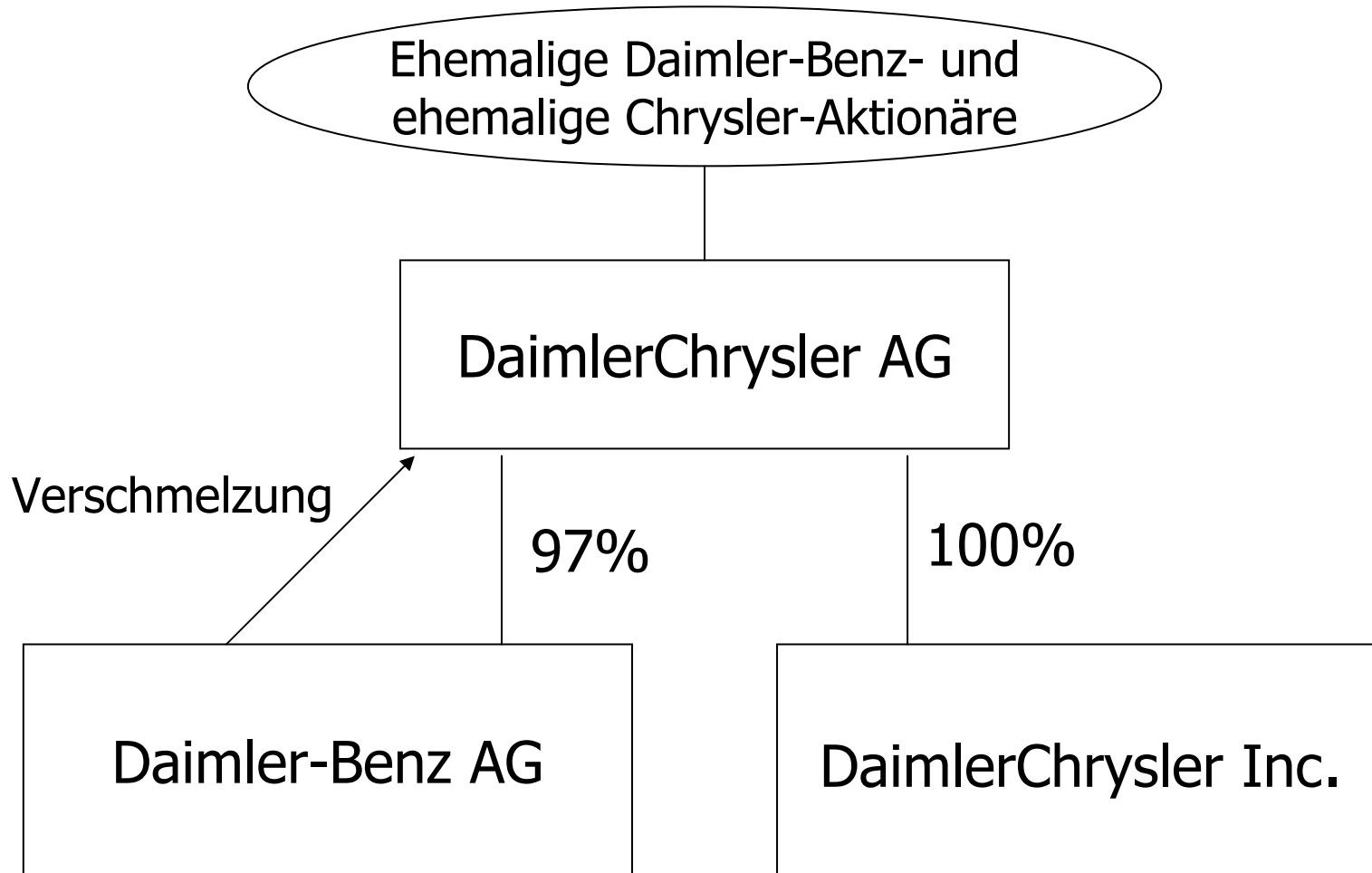
3.4.4 Fusion zur DaimlerChrysler AG

- **2. Schritt: Verschmelzung der Daimler-Benz AG und der DaimlerChrysler AG gemäß deutschem Recht**
 - Die wenigen Altaktionäre, die noch an der Daimler-Benz AG beteiligt waren, werden durch die Verschmelzung im Wege der Gesamtrechtsnachfolge Aktionäre der DaimlerChrysler AG, → die Daimler-Benz AG erlischt.
 - Der Zusammenschluss ist abgeschlossen
 - Umbenennung der US-amerikanischen Gesellschaft in „DaimlerChrysler Corp.“, bleibt jedoch 100prozentige Tochter
 - Nach Abschluss der Transaktion wurde die neue Gesellschaft am 17.11.1998 erstmalig unter dem Symbol „DCX“ an der Börse notiert.

● ● ● ● Fusion zur DaimlerChrysler AG ●



Mergers&Acquisitions



Zusammenschluss Daimler-Benz/Chrysler: 2. Schritt

● ● ● ● Fusion zur DaimlerChrysler AG ●



Mergers&Acquisitions

3.4.4 Fusion zur DaimlerChrysler AG

- **Wesentliche Aufgaben der Investmentbanken im Rahmen dieser Transaktion:**
 - Verhandlungsführung (bzw. –begleitung)
 - Strukturierung der Transaktion, die völliges Neuland beschreiten musste
 - Koordination anderer Berater und Dienstleister wie Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater

Mergers&Acquisitions

3.4.5 Anhang

- **EXKURS: Pooling-of-Interest-Verfahren**

- Synonyme: Interessenzusammenführungsmethode, Merger Accounting
- Wahlweise unter genau definierten Bedingungen anstelle der Erwerbsmethode anwendbare Methode der Kapitalkonsolidierung von Konzernunternehmen (→Vollkonsolidierung), die als gleichwertige Partner fusionieren (*merger of equals*). Vermögensgegenstände und Schulden werden hier unverändert aus der Handelsbilanz II in die Konzernbilanz übernommen. Es entsteht kein Geschäftswert. Keine Auflösung stiller Reserven. Keine Erfolgswirkung in Folgeperioden.
- Das **Pooling-of-Interest-Verfahren** ist heute nach US-GAAP stark eingeschränkt.

zurück zur Präsentation

● ● ● ● ● Anhang



Mergers&Acquisitions

3.4.5 Anhang

- **Vorteile des Verfahrens der Daimler-Benz AG**
 - Der Vorteil dieses Verfahrens liegt bei einer hohen Beteiligung der Aktionäre darin, dass die DaimlerChrysler AG als Muttergesellschaft Umstrukturierungen mit Hilfe des deutschen Umwandlungsrechts vornehmen kann, ohne Klagen oder Prozesse mit aufschiebender Wirkung befürchten zu müssen; nur die Höhe der Abfindungszahlungen kann ex post gerichtlich geprüft werden.

zurück zur Präsentation

● ● ● ● ● Anhang



Mergers&Acquisitions

3.4.5 Anhang

- **Reverse Triangular Merger (in Deutschland nicht existent)**
 - Bei dieser Technik gründet die Erwerbengesellschaft eine Tochter und stattet diese mit Aktien der Muttergesellschaft aus. Die Tochtergesellschaft wird anschließend auf die Zielgesellschaft verschmolzen; dabei werden die Aktionäre der Zielgesellschaft mit Aktien der Muttergesellschaft „abgefunden“. Im wirtschaftlichen Ergebnis ist die Zielgesellschaft eine 100-prozentige Tochter der Muttergesellschaft geworden und deren Altaktionäre sind nun Aktionäre der Muttergesellschaft. Der Vorteil dieser Konstruktion liegt darin, dass sämtliche Anteile der Zielgesellschaft eingesammelt werden können und zum anderen in der Tatsache, dass bei diesem Vorgehen nur ein einfacher Mehrheitsbeschluss der Aktionäre der Zielgesellschaft notwendig ist.

zurück zur Präsentation

● ● ● ● ● Anhang



Mergers&Acquisitions

3.4.5 Anhang

- **Steuerliche Motive (Details)**

- Im Gegensatz zum Beteiligungskauf bieten Fusionen für den Erwerber die Möglichkeit, erworbene stille Reserven durch die Schaffung von Abschreibungspotential nutzbar zu machen, da im Rahmen des Verschmelzungsvorganges durch verschiedene Gestaltungsformen die Buchwerte der untergehenden Gesellschaft steuerneutral aufgestockt und später steuerwirksam abgeschrieben werden können.
- Ähnlich lassen sich möglicherweise vorhandene Verlustvorträge der Zielgesellschaft nur nach einer Fusion mit dem Erwerber durch diesen nutzen. Der Kauf mit anschließender Verschmelzung ist steuerlich nur wirksam, wenn der Geschäftsbetrieb der Zielgesellschaft erhalten bleibt, § 8 (4) KStG. Der Kauf eines Verlustmantels (Mantelkauf) ist daher steuerlich unwirksam

[zurück zur Präsentation](#)

● ● ● ● ● **Anhang**

3.5 RJR Nabisco Case Study

-Ein Unternehmen wird geplündert-



Mergers&Acquisitions

Beteiligte Hauptpersonen:

Bei RJR Nabisco:

Ross Johnson (CEO)

Bei Shearson Lehman Hutton:

Peter Cohen (Generaldirektor); Tom Hill (Direktor der M&A-Abteilung)

Bei Salomon Brothers:

John Gutfreund (Vorsitzender)

Bei Kohlberg Kravis Roberts & Co.:

Henry Kravis (Sozius)

Bei Forstmann Little & Co.:

Theodore J. Forstmann (Sozius)

Hier wird nur eine kleine Auswahl von insgesamt 67 Personen vorgestellt, die die Abwicklung nachhaltig beeinflusst haben. Insgesamt war über knapp 4 Wochen die gesamte Wallstreet an der Übernahmeschlacht beteiligt.

Die Nabi\$co Story



Mergers&Acquisitions

Ross Johnson:

- Prototyp der „Noncompany Men“ in den achtziger Jahren. Sie verschrieben sich den Unternehmensinvestoren und nicht den Unternehmenstraditionen. Wurden bezeichnet als eine „Horde von Business Nomaden, die gewinnsüchtig und dealgeil war.“
- Johnson war der auffälligste von allen Noncompany Men. Er wurde charakterisiert als derjenige mit der „größten Klappe, er machte die größten Geschäfte, hatte stets das größte Spesenkonto und war häufig impulsiv seinen Mitarbeitern gegenüber“.
- Johnsons Lieblingsbeschäftigung bestand in der Restrukturierung von Unternehmen, sogar wenn es nichts umzustrukturieren gab. Johnsons Lieblingspruch gegenüber seinen Mitarbeitern war: „Man muss in einem Unternehmen immer die Kacke am dampfen halten“
- Johnson nahm die führenden Mitarbeiter für sich ein, indem er denen Firmen- villen und die teuersten Firmenwagen gab. Die gesamte Clique um Johnson herum wurden als die „Merry Men“ bezeichnet.
- Johnsons Firma, Standard Brands, fusionierte mit dem konservativem Konzern Nabisco zu Nabisco Brands. Johnson nahm in dem neuen Unternehmen die Position des COO ein. In der Presse wurde dies als eine Fusion zwischen den Rotariern und Hell ´s Angels verschrien.

Die Nabi\$co Story

Mergers&Acquisitions

Ross Johnson:

- Nachdem Johnson durch zahlreiche interne Intrigen CEO von Nabisco Brands wurde, veranlasste er eine Fusion mit der RJ Reynolds Tobacco Company zu dem neuen RJR Nabisco Konzern.
- Die Aktien des neuen Konzerns entwickelten sich unterproportional. Da Ross J. selbst maßgeblich an dem neuen Konzern beteiligt war, beschloss er, die Marktkapitalisierung nachhaltig zu steigern.
- Als Ursache identifizierte Johnson die für die Analysten schwer prognostizierbaren Cash Flows des neuen Unternehmens.
- Sein Plan war es nun, den Analysten stetig aber nicht zu stark steigende CFs zu präsentieren.
- Die „überschüssigen“ CFs, aus dem Tabakgeschäft, alleine 1,2 Mrd. Dollar jährlich, sollten ausgegeben werden.
- So hat Johnson eine der größten Lear-Jet Flotten aller Unternehmen aufgebaut inkl. eines eigenen Towers am Flughafen von Atlanta. Der benachbarte Hanger von Coca Cola wirkte unscheinbar neben dem der RJR Nabisco.
- Ebenfalls unterhielt Johnson regen Kontakt zu amerikanischen Spitzensportlern. Er zahlte den Sportlern Millionen dafür, dass sie einmal im Jahr in der Nabisco Zentrale zu den Mitarbeitern sprachen. Dies wurde als Marketingaufwand verbucht.

Die Nabi\$co Story

Mergers&Acquisitions

Kravis:

- Kravis galt als LBO König der Wallstreet. Die größten LBOs wurden durch seine Beteiligungsgesellschaft KKR (Kohlberg, Kravis, Roberts) durchgeführt.
- Dabei kaufte er Unternehmen auf, gab einen Teil des Unternehmens an das Management ab und verkaufte den Rest über die Börse oder M&A Transaktionen.
- Die Mittel zur Durchführung eines Kaufes stammten teilweise aus dem Fonds von KKR.
- 1983 erwirtschaftete der KKR Fond eine Rendite von 63% für die Investoren.
- Der andere Teil der Transaktionen wurde über Junk Bonds finanziert.
- Die Kriegskasse von KKR war größer als das BSP von Pakistan oder Griechenland.
- Die Summe der von KKR kontrollierten Firmen hätte damals zu den 10 größten Konzernen der USA gehört.
- Kravis besaß $\frac{1}{4}$ des weltweiten Kapitals, das für LBOs zur Verfügung stand.
- 1987 bot Kravis R. Johnson, einen LBO im Wert von 90\$ je Aktie oder 20 Mrd.\$ Unternehmenswert an. Der Aktienkurs stand damals bei 70\$. Johnson lehnte das Angebot jedoch ab.

Die Nabi\$co Story

Mergers&Acquisitions

Peter Cohen/Tom Hill:

- Knappes Jahr nach dem Kravis Angebot wanden sich Cohen/Hill an Johnson, ebenfalls mit einem LBO Angebot.
- Zweck der Shearson Banker war die Positionierung der Bank auf dem boomenden LBO Markt.
- Johnson willigte unter folgenden Konditionen ein:
20% Gewinnbeteiligung an Nabisco für das Management (ca. 2,5 Mrd.\$)
Die Nabisco Luftflotte wird beibehalten, sowie alle Vergünstigungen für das Management und die Finanzierung von Spitzensportlern durch Nabisco.
- Cohen/Hill stellten folgenden Plan auf:
Woche 1-3: Vorstudien zur Bewertung
Woche 4-5: Ausarbeitung einer Kreditstruktur
Woche 6-7: Beschluss des Vorstandes über einen LBO
Woche 8-9: Bekanntgabe des LBO Angebotes sowie Verhandlungen mit einem „unabhängigen“ Ausschuss über das Angebot und evtl. weitere Angebote.
(Der Ausschuss sollte den Interessen der Arbeiter und Shareholder dienen, er sollte bei einer M&A Aktivität die besten Konditionen herauszuarbeiten)
Woche 10: Akquisitionsvertrag wird unterzeichnet.

Die Nabi\$co Story

Mergers&Acquisitions

Peter Cohen/Tom Hill:

- Die Gefahr bei diesem LBO bestand darin, dass jeder mitbieten konnte und der Ausschuss sich für die beste Offerte entscheiden musste.
- Die einzige ernsthafte Konkurrenz für Cohen/Hill war Kravis, da er der einzige war, welcher einen 20 Mrd.\$ Takeover finanzieren konnte.
- Man ist aber davon ausgegangen, dass aufgrund der Tabakaktivitäten Kravis kein Interesse an Nabisco haben wird.
- Ein weiterer Grund gegen Kravis oder andere Mitbieter bestand darin, dass das Management mit Cohen/Hill zusammenarbeitete und somit Synergiepotenziale offen legen konnte, die es erlauben einen max. zu zahlenden Unternehmenswert zu ermitteln.
- Jeder andere Mitbieter konnte somit nur das Unternehmen auf Basis des Geschäftsberichts taxieren und kaufte damit, Zitat Cohen: „eine Katze im Sack“
- Cohen/Hill eröffneten ihr Angebot bei 75\$.
- Als Kravis von dem LBO hörte, „schäumte er, lief grün und blau an und stammelte anschließend: Krieg“
- Kravis befand, dass der Nabisco LBO seine Idee war und außerdem wären 75\$ je Aktie ein unverschämtes Angebot, das lediglich der Bereicherung des Managements diene.

Die Nabi\$co Story

Mergers&Acquisitions

Kravis:

- Kravis heuerte die besten Anwaltskanzleien und M&A Berater der Wallstreet an, um einen Schlachtplan zu entwickeln. Dabei beschäftigte er mehr Personen als tatsächlich notwendig waren, nur damit Cohen/Hill diese nicht mehr bekommen konnten.
- Das von Bruce Wasserstein (ein junger und viel versprechender M&A Berater) entwickelte Gegenangebot wurde schließlich akzeptiert und Kravis bot 90\$ je Aktie. Dies sollte auch der Öffentlichkeit verdeutlichen, dass die von Cohen/Hill gebotenen 75\$ ein Diebstahl waren.
- Es entwickelte sich eine Schlammschlacht zwischen Cohen und Kravis. Jegliche Vermittlungsversuche, diesen Deal gemeinsam zu vollziehen, scheiterten.
- Johnson hatte gemerkt, dass er diesen LBO nicht mehr im Griff hatte und es bei Cohen und Kravis inzwischen nur noch um Prestige und weniger um das Unternehmen ging.



Mergers&Acquisitions

John Gutfreund:

- Vorsitzender von Salomon Brothers wollte sich in die Bieterschlacht einschalten und sein eigenes Angebot abgeben.
- Sein Plan sah wie folgt aus:
Zunächst erwirbt Salomon Brothers 5% des Aktienkapitals über die Börse und anschließend wendet er sich mit einem Bear Hug an den Aufsichtsrat, um die restlichen Anteile zu erwerben.
- Als aber Gutfreund externe Berater und Anwälte für dieses Geschäft mandatieren wollte, stellte er fest, dass inzwischen jeder Anwalt und jeder Berater der Wallstreet mit Nabisco beschäftigt war.
- Lediglich eine kanadische M&A Anwaltskanzlei bot sich ihm an.
- Daraufhin verwarf Gutfreund seinen Plan und stieg aus.



Mergers&Acquisitions

Ted Forstmann:

- Ähnlich wie Kravis war er ein LBO Spezialist.
- War Intimfeind von Kravis und verabscheute M&A Aktivitäten mittels Junk Bonds (Nannte Junk Bonds „funny money“)
- Wollte sich mit Cohen/Hill zusammenschließen und die Transaktion mit denen gemeinsam durchführen.
- Forstmann würde Cohen/Hill Geld aus seinem LBO Fonds zur Verfügung stellen, dafür aber durften Cohen/Hill den LBO nicht mit Junk Bonds finanzieren.
- Sein Vorschlag wurde zunächst akzeptiert.



Mergers&Acquisitions

Cohen/Hill:

- Cohen und die Managementgruppe zeigten sich geschockt von dem Angebot. Sie wollten nicht mehr als 80\$ für die Aktie zahlen.
- Es wurde eine Händlerstrategie als Gegenangebot angewandt: Das Gebot sollte geringfügig erhöht und abgewartet werden was passiert.
- Die Managementgruppe gab ein Gebot über 92\$ je Aktie heraus.
- Die Investmentbanker Cohen/Hill verschwiegen Johnson gegenüber, dass sich dieses Angebot nur dann rentierte, wenn Johnson einen Teil seiner Luftflotte verkaufen würde.
- Des Weiteren musste die Summe inzwischen über Junk Bonds finanziert werden, was T. Forstmann dazu bewegte, auszusteigen.

Mergers&Acquisitions

Kravis:

- Kravis wurde dieses Angebot zu hoch. Er hatte die Managementgruppe nicht auf seiner Seite und konnte somit seine Computersimulationen nicht mit „internen“ Zahlen füttern.
- Kravis überlegte, aus der Bieterschlacht auszusteigen.
- Kurz vor Abgabefrist des Gegenangebots meldete sich J. Greeniaus bei Kravis.
- Greeniaus war Direktor bei Nabisco Brands, einer Tochtergesellschaft von RJR Nabisco.
- Johnson hatte Greeniaus damals einen Posten im Vorstand von RJR Nabisco versprochen, sein Versprechen aber nicht eingelöst.
- Greeniaus durfte ebenfalls nicht am LBO der Managementgruppe partizipieren.
- Greeniaus erzählte von den Verschwendungen bei RJR und gab alle Interna an Kravis weiter.
- Auf Basis dieser Aussagen gab die Kravisgruppe ein Angebot über 100\$ je Aktie ab.

Mergers&Acquisitions

- In den darauffolgenden 3 Tagen überschlugen sich die Ereignisse. Es wurden insgesamt sieben Angebote und Gegenangebote gemacht.
- Als die Angebotsfrist abgelaufen war, hatte Kravis 109\$ je Aktie geboten, die Managementgruppe hingegen 112\$ je Aktie.
- Oberflächlich betrachtet, schien das Angebot der Managementgruppe attraktiver zu sein.
- Die Finanzierung war jedoch bei Kravis wesentlich solider.
- Der Ausschuss entschied sich für das Kravis Angebot. RJR Nabisco wurde an die KKR Gruppe verkauft.
- Johnson und seine „Merry Men“ mussten kapitulieren.
- Greeniaus wurde neuer CEO bei RJR Nabisco.
- Alle Ausgaben für Spitzensportler sowie nahezu die gesamte Luftflotte wurden ersatzlos gestrichen.
- Eines schaffte Johnson jedoch: Der Aktienkurs von Nabisco stieg innerhalb von nur sechs Wochen um über 50% an.



Mergers&Acquisitions

- Als der Transfer faktisch vollzogen war, mussten an einem Tag 18,9 Mrd.\$ den Besitzer wechseln und Junk Bonds im Wert von 5 Mrd.\$ platziert werden.
- Für die restliche Summe wurden Kreditzusagen bei Banken realisiert.
- Die Federal Reserve Bank konnte nur Beträge bis zu einer Mrd.\$ überweisen, und so bewegten die Banken das Geld in Tranchen zwischen 800 und 950 Mio.\$
- Der Geldstrom war so mächtig, dass die Geldangebotsstatistik der USA vorübergehend answoll.
- Als sich Johnson verabschieden musste, erhielt er 20 Mio.\$ Abfindung.
- Kurze Zeit nach dem Nabisco LBO brach der Markt für Junk Bonds zusammen.
- Zahlreiche von den „Noncompany Men“ und Investmentbanker wurden wegen diverser Vergehen (auch im Zusammenhang mit Nabisco) verhaftet.
- Nach dem Nabisco LBO schien die Zeit der „Casino-Society“ vorbei zu sein.
- Nabisco wurde an den Kraft Konzern verkauft. Der Kraft Konzern gehört heute zu Philip Morris

3.6 Aufgaben und Produkte der Investmentbank innerhalb von Mergers & Acquisitions



Mergers&Acquisitions

- Optimierung der Prozess-Steuerung
 - Optimierung der Aufgabenverteilung
 - Überwachung der Schnittstellen zwischen beteiligten Personengruppen, um die Zeit zu verkürzen, die ein Deal in Anspruch nimmt
- Einbringen von speziellen Fachkompetenzen
 - Optimierung des Deals hinsichtlich steuerlicher, gesellschaftsrechtlicher und finanzierungstechnischer Gesichtspunkte
- Identifizierungsfunktion
 - Da M&A-Transaktionen für viele Unternehmen nicht zum Tagesgeschäft zählen, fehlen diesen häufig wichtige Informationen über den M&A-Markt, insbes. über potenzielle Akquisitionsobjekte bzw. Käufer. Der professionell auf diesem Markt tätige Berater dagegen verfügt über eine deutlich bessere Marktübersicht und kann die benötigten Informationen schneller, detaillierter und verlässlicher beschaffen.

Aufgaben & Produkte



Mergers&Acquisitions

- Sparringspartner- und Objektivierungsfunktion
 - Der Berater kann vor dem eigentlichen Deal zur Strategiefindung und -evaluierung beitragen, indem er aus seiner externen Sichtweise neue Ideen einbringt und intern entwickelte Ideen kritisch überprüft. Während anschließender Vertragsverhandlungen kann der Berater aufgrund seiner Stellung diese weniger emotional und daher möglicherweise erfolgsversprechender führen.
- Ausgleich personeller Kapazitätsengpässe beim Klienten
 - Falls die vorhandenen Mitarbeiterressourcen nicht ausreichen, um einen Deal in angemessener Qualität und Zeit durchzuführen, ist der Einbezug externer Berater eine Möglichkeit, benötigtes und entsprechend qualifiziertes Personal kurzfristig in Form von gemischten Teams einzubinden
- Blitzableiterfunktion
 - Tritt der Berater innerhalb der Verhandlungen im Auftrag seines Klienten auf, können Verhandlungstaktiken, die sich als unangemessen herausgestellt haben, im Nachhinein korrigiert werden („nicht genehmigter Vorstoß des Beraters)

Aufgaben & Produkte