

# Mergers & Acquisitions

Investmentanalyse, Finanzierung und Prozessmanagement

VON  
Prof. Dr. Frank Richter

1. Auflage

Mergers & Acquisitions – Richter

schnell und portofrei erhältlich bei [beck-shop.de](http://beck-shop.de) DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

Management, Consulting, Planung, Organisation, Steuern – Investition und Finanzierung – Unternehmensführung, Controlling – Organisation – Corporate Finance, Banken und Kapitalmarkt

Verlag Franz Vahlen München 2005

Verlag Franz Vahlen im Internet:

[www.vahlen.de](http://www.vahlen.de)

ISBN 978 3 8006 3207 7

# Inhaltsverzeichnis

Geleitwort .....	VII
Vorwort .....	IX
Inhaltsübersicht .....	XIII
Tabellenverzeichnis .....	XIX
Abbildungsverzeichnis .....	XXI
Formelverzeichnis .....	XXIII
Symbolverzeichnis .....	XXV
<i>Prolog</i> .....	1
<i>I Vom ökonomischen Gewinn zum Kapitalwert</i> .....	5
1. Der ökonomische Gewinn stellt eine Grundlage für die Definition des Kapitalwertes dar .....	5
2. Der Kapitalwert ist die Summe der mit der Alternativ- rendite diskontierten erwarteten Zahlungen .....	11
3. Die Bestimmung von Alternativrenditen erfordert Investitionsalternativen, die im Entscheidungszeitpunkt realisierbar sind .....	16
<i>II Konkretisierung der Kapitalwertformel</i> .....	23
4. Eine unsichere Zahlung kann wie eine sichere bewertet werden, wenn Duplizierung möglich ist .....	23
A. Exakte Duplizierung .....	23
B. Approximative Duplizierung .....	27
C. Capital Asset Pricing Model (CAPM) .....	28
5. Aus Preisadditivität folgen die Bewertung in Komponenten und die gängigen Methoden der Unternehmensbewertung ..	33
A. Preisadditivität und gewichtete Renditen .....	33
B. WACC .....	34
C. Eigenkapitalkosten .....	40
6. Kapitalwert auf Basis von Gewinnen oder Kapitalrenditen sowie deren Zusammenhang zum internen Zins .....	45

III	<i>Zur Bedeutung der Einkommensteuer für den Kapitalwert</i> . . . . .	49
	7. Kein Einfluss, wenn Investitionsobjekt und Referenzobjekt steuerlich gleich behandelt werden! . . . . .	49
	A. Ökonomischer Gewinn als Bemessungsgrundlage . . . . .	49
	B. Differenzierte Besteuerung . . . . .	51
	C. Mangelnde Vergleichbarkeit . . . . .	52
	8. Zusätzliche Annahmen für den WACC-Ansatz erforderlich	55
	9. Eine Antwort auf die Frage zum relevanten Steuersatz: Kalibrieren Sie Ihr Modell! . . . . .	58
IV	<i>Multiplikatoren als normierte Kapitalwerte</i> . . . . .	65
	10. Deterministische Kapitalkosten und Bewertungsmultiplikatoren bei unabhängigen Wachstumsraten der Zahlungen . . . . .	65
	11. Bewertungsmultiplikationen werden auf Basis von Fundamentalfaktoren, insbesondere Wachstumsrate und Kapitalrendite, klassifiziert . . . . .	73
	A. Zahlungsstrombasierte Multiplikatoren und Wachstumsraten . . . . .	73
	B. Zusammenhang zur Amortisationsdauer . . . . .	77
	C. Bestandsgrößenbasierte Multiplikatoren und Kapitalrenditen . . . . .	78
	12. Regressionsbasierte Multiplikatoren unterliegen engen Anwendungsbedingungen . . . . .	85
V	<i>Kapitalwert und Preisniveau am Kapitalmarkt</i> . . . . .	91
	13. Versuche, die Grundlagen normierter Kapitalwerte zu verifizieren . . . . .	91
	14. Vergleichbare Unternehmen werden besser auf Basis von Fundamentalfaktoren als der Branchenzugehörigkeit ausgewählt . . . . .	94
	15. Bei der Anwendung der Kapitalwertformel sollten erwartete Veränderungen im Preisniveau des Kapitalmarktes berücksichtigt werden . . . . .	98
VI	<i>Renditeerwartung und Preisniveau am Kapitalmarkt</i> . . . . .	109
	16. Empirische Indizien für die Bedeutung des Preisniveaus für langfristige Durchschnittsrenditen sind vorhanden . . . . .	110
	17. Selbst ein unveränderliches Preisniveau hat Einfluss auf die Renditeerwartung . . . . .	114
	18. Alternativen zur Bestimmung von Alternativrenditen . . . . .	119
	A. Interner Zins, aktuelles Preisniveau und explizite Erwartungen . . . . .	120

	B. Durchschnittliche Renditen auf Basis historischer Preise?	128
	C. Statistische Simulation? .....	132
<i>VII</i>	<i>Investitionsentscheidungen und Flexibilität</i> .....	139
	19. Unterschiede zwischen Wert und Preis bei „Realinvestitionen“ .....	139
	20. Den richtigen Zeitpunkt für Investition und Liquidation finden .....	143
	A. Flexibilität hinsichtlich des Investitionszeitpunktes ....	143
	B. Flexibilität hinsichtlich des Liquidationszeitpunktes ...	149
	C. Terminierte Entscheidungspunkte .....	151
	21. In Transaktionsverträgen enthaltene Optionen .....	155
<i>VIII</i>	<i>Finanzierungsüberlegungen</i> .....	163
	22. Nur moderate Wertsteigerung durch finanzierungsinduzierte Steuervorteile bei ausgeschlossenen Insolvenzrisiken .....	163
	A. Widersprüche bei den gebräuchlichen Finanzierungsprämissen .....	164
	B. Formulierung alternativer Finanzierungsprämissen ....	166
	C. Comparative Analyse der Verschuldungsgrade bei Ausschluss von Insolvenzrisiken .....	171
	23. Erhebliche Auswirkung der Fremdfinanzierung auf die Renditerwartung .....	174
	24. Empirische LBO Bewertungen bei ca. 7x, Verschuldungsgrade bei ca. 4.6 x EBITDA .....	180
<i>IX</i>	<i>Einfluss asymmetrischer Information</i> .....	183
	25. Synergien, Wertunsicherheit und Gefahr des Winner's Curse	183
	26. Underpricing beim Börsengang .....	190
	27. Auch die Eigentümerstruktur kann das Preisniveau beeinflussen .....	194
<i>X</i>	<i>Implikationen für die Gestaltung von M&amp;A Prozessen</i> .....	199
	28. Systematisierung von M&A Prozessen .....	199
	A. M&A Transaktionen .....	200
	B. M&A Prozess .....	202
	C. M&A Erfolg und Wirtschaftlichkeitsanalyse .....	205
	29. Verkauf von Gesellschaftsanteilen in einer Private-to-Private Transaktion .....	209
	A. Schaffung von Wettbewerb .....	209

B. Determinanten des finalen Preises folgen aus dem Kauf- und Abtretungsvertrag .....	213
C. Management der Interessengegensätze .....	217
30. Öffentliches Übernahmeangebot als Beispiel für eine Public-to-Private Transaktion .....	224
A. Der Transaktionsprozess ist durch rechtliche Vorgaben weitgehend vorbestimmt .....	224
B. Interessengegensätze, Private Benefits of Control und Pflichtangebotsregel .....	227
C. Squeeze-out, Angemessenheitsgrundsatz und das Problem nicht marktkonformer Bewertungsstandards .	234
 <i>Betrachtungen zum Schluss</i> .....	 239
 <i>Literaturverzeichnis</i> .....	 243
 <i>Stichwortverzeichnis</i> .....	 249