

Georg Christoph Böcker

Synergieeffekte und Integration bei Mergers & Acquisitions

Fallbeispiele aus der Automobilindustrie



Diplomica Verlag

Georg Christoph Böcker

Synergieeffekte und Integration bei Mergers & Acquisitions: Fallbeispiele aus der Automobilindustrie

ISBN: 978-3-8428-0524-8

Herstellung: Diplomica® Verlag GmbH, Hamburg, 2011

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

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

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden und der Verlag, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

© Diplomica Verlag GmbH

<http://www.diplomica-verlag.de>, Hamburg 2011

Inhaltsverzeichnis

I	Inhaltsverzeichnis	I
II	Abkürzungsverzeichnis	III
III	Abbildungsverzeichnis	V
IV	Tabellenverzeichnis	V
A	Einführung	1
1.	Problemstellung und Zielsetzung	1
2.	Aufbau der Arbeit	2
B	Grundlegende Erläuterungen zu Merger & Acquisition	4
1.	Begriffsdefinition Merger & Acquisition	4
1.1	Momentum des M&A-Marktes	8
1.2	Momentum M&A-Markt im Automobilbereich	10
2.	Synergien	14
2.1	Grundlagen nach Ansoff	15
2.2	Grundlagen nach Porter	18
C	Synergieeffekte im M&A-Prozess	22
1.	Phänomen des Unternehmenszusammenschlusses	22
1.1	Steigerung des Shareholdervalues durch Effizienzverbesserung	23
1.1.1	Monopol- und Oligopol-Hypothese	23
1.1.2	Kapazitätsauslastungseffekte und Verbundvorteile	28
1.1.3	Vertikale Integrations- und Wachstums-Hypothese	26
1.2	Management Motive	26
1.2.1	Hybris-Methode	27
1.2.2	Free Cash Flow-Hypothese	28
1.3	Unternehmenskrise als Motiv	29
1.4	Zwischenfazit	31
1.5	Management Motive in der Automobilbranche	32
2.	Prozess einer Akquisitionstätigkeit – Due Diligence	35
2.1	Ablauf einer Due Diligence	36
2.2	Ziele einer Due Diligence	42
2.3	Zwischenfazit zur Due Diligence	43
2.4	DD bei M&A-Transaktionen in der Automobilindustrie	44
3.	Kaufpreisfindung	48
3.1	Unternehmensbewertung	49
3.2	Zahlungsart	53
3.3	Zwischenfazit	54
3.4	Kaufpreisfindung in der Automobilbranche	60
4.	Ökonomische Konzepte zur Synergie-Abgrenzung	63
4.1	Kostensynergien	59
4.2	Kapazitätsauslastungseffekt	60
4.3	Betriebsgrößeneffekte	62
4.4	Verbundeffekte	63
4.5	Lern- und Erfahrungskurveneffekte	65
4.6	Machteffekte	66
4.7	Zwischenfazit und Kritik an den ökonomischen Konzepten	67
4.8	Ökonomische Konzepte in der Automobilindustrie	69
D	Erfolgsfaktor Integration	74

1.	Post Merger Integration	74
1.1	Integrationsgrad	75
1.2	Integrationszeitpunkt und –Geschwindigkeit	76
2.	Integrationsmaßnahmen	77
2.1	Strategische Integration	78
2.2	Organisatorische Integration	79
2.3	Personelle Integration	81
2.4	Kulturelle Integration	82
3.	Kommunikation	87
4.	Integrationskosten.....	89
5.	Zwischenfazit zur Post Merger Integration	92
6.	Integration in der Automobilindustrie.....	95
E	Strategie- und Performancebewertung	101
1.	Shareholder Value-Ansatz	101
2.	Kurs-Gewinn-Verhältnis	105
3.	Zwischenfazit	106
4.	Vergleich der Performance von Daimler und BMW anhand der Kennzahlen KGV und KCV	107
F	Schlussbetrachtung	112
V	Literaturverzeichnis:.....	117
VI	Anhang	130

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
BAIC	Beijing Automotive Industry Holding
BMW	Bayrische Motorenwerke AG
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
DD	Due Diligence
Def.	Definition
EADS	European Aeronautic Defence and Space Company
EBIT	Earnings before interest and taxes
EPS	Earnings per Share
EU	Europäische Union
F&E	Forschung und Entwicklung
f.	folgende
ff.	fort folgende
FIAT	Fabbrica Italiana Automobili Torino S.p.A
FTD	Financial Times Deutschland
GBP	Pfund Sterling
GM	General Motors Company LLC
GuV	Gewinn und Verlustrechnung
i.d.R.	in der Regel
IAA	Internationale Automobil-Ausstellung
Kap.	Kapitel
kb	Kilobit
KCV	Kurs-Cash Flow-Verhältnis
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KPMG	KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG
M&A	Mergers & Acquisitions

Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NAFTA	North American Free Trade Agreement
PMI	Post-Merger-Integration
PR	Public Relations
PSA	Société Anonyme des Automobiles Peugeot
RAM	Random Access Memory
ROI	Return of Investment
S.	Seite
s.o.	siehe oben
Saab	Svenska Aeroplan Aktiebolaget
SEAT	Sociedad Española de Automóviles de Turismo
Tab.	Tabelle
Tsd.	Tausend
u.a.	unter anderem
u.U.	unter Umständen
USA	United States of America
vgl.	vergleiche
VW	Volkswagen AG
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z.B.	zum Beispiel

III **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Mergers & Acquisitions.....	5
Abbildung 2: Weltweites M&A-Transaktionsvolumen 1996-2007.....	7
Abbildung 3: Drivers of M&A in automotive industry	11
Abbildung 4: Erwartete Technologieverlagerung auf den Zulieferer	12
Abbildung 5: Produkt-Markt-Matrix nach Ansoff.....	17
Abbildung 6: Arten von Verflechtungen zwischen Wertketten zweier Unternehmen	19
Abbildung 7: Due Diligence	39
Abbildung 8: McKinsey-Matrix-Due Diligence-Schaubild	41
Abbildung 9: Kaufpreisfindung	49
Abbildung 10: Ermittlung des synergieinduzierten Cash Flow	51
Abbildung 11: Zusammenhang zwischen Wertpotenzial und Akquisitionsprämie	54
Abbildung 12: Zusammenhang von Wertentwicklung und Zusammenschlussmotivation	55
Abbildung 13: Kapazitätsauslastungseffekt.....	61
Abbildung 14: Betriebsgrößeneffekt.....	63
Abbildung 15: Verbundeffekt.....	64
Abbildung 16: Erfahrungskurveneffekt.....	66
Abbildung 17: Machteffekt.....	67
Abbildung 18: Darstellung verschiedener Organisationsstrukturen	80
Abbildung 19: Akkulturationstypologie bei Unternehmenszusammenschlüssen	84
Abbildung 20: Unternehmenskulturprofil	86
Abbildung 21: Kalkül der Synergien und Integrationskosten.....	89
Abbildung 22: Bandbreite negativer Synergien	90
Abbildung 23: Dyssynergien nach Hofmann	91
Abbildung 24: Zentrale Orientierungsgrößen bei Veränderungsprozessen	95
Abbildung 25: Formel zur Ermittlung des M&A-Strategie-Wertbeitrages	102
Abbildung 26: Shareholder Value-Netzwerk	103
Abbildung 27: Kurs-Gewinn-Verhältnis	105
Abbildung 28: Kurs-Cash Flow-Verhältnis.....	107
Abbildung 29: Vergleich Kurs-Gewinn-Verhältnis von Daimler mit BMW.....	108
Abbildung 30: Vergleich Kurs-Cash Flow-Verhältnis von Daimler mit BMW.....	109

IV **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Merger Waves	6
Tabelle 2: Synergieinduzierte Kosten.....	20
Tabelle 3: Motive für Mergers & Acquisitions	23
Tabelle 4: Akquisitionsprozess.....	36
Tabelle 5: Ablaufplanung einer Due Diligence	37
Tabelle 6: Identifikation von Akquisitionsrisiken	43

A Einführung

1. Problemstellung und Zielsetzung

„At the end it's a game of two. Daimler fusioniert mit Chrysler. DaimlerChrysler beteiligt sich an Hyundai. Ford kauft Volvo und Jaguar, Renault übernimmt Nissan. VW kauft Skoda und Lamborghini. GM kooperiert mit Fiat. Porsche und BMW werden als Übernahmekandidaten gehandelt, da sie im globalen Konkurrenzfeld nicht mehr wettbewerbsfähig sind. Dies ist nicht das Ende, sondern der Auftakt zur letzten Runde im Konzentrationsprozess der Automobilindustrie. Nur fünf bis sechs eigenständige Anbieter werden überleben, so die Meinung der Experten. Der Ausleseprozess der Automobilindustrie ist kein Einzelphänomen, sondern Spiegelbild globalen Wettbewerbs und strategische Herausforderung jedes Unternehmens“.¹

Statements wie diese sind in den letzten Wochen und Monaten häufig in den Pressemedien zu lesen, einzig mit dem Unterschied, dass der Autor mit diesen Worten seinen Aufsatz nicht im Jahre 2010 einleitete, sondern bereits 2001. Experten prognostizierten einen finalen Konzentrationsprozess in der Branche bereits zu Beginn des Jahrzehnts. Jedoch fanden in den folgenden Jahren keine großen Akquisitionen statt. Im Zuge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren 2008 und 2009, die die Automobilindustrie hart traf, wurde erneut das Überleben weniger Autohersteller aufgrund des immensen Kostendrucks in der Branche und die daraus folgende Übernahme schwacher Marktteilnehmer vorausgesagt. Hier ist zu fragen, warum Experten wiederkehrend davon ausgehen, dass Hersteller nur durch Übernahmen von Wettbewerbern weiter am Markt bestehen können.

Die Entscheidungsträger akquirierender Automobilhersteller nennen als Grund für die Sinnhaftigkeit von Unternehmensakquisitionen immer wieder Wertsteigerungspotenziale in Form von Synergieeffekten, und sie sind bereit, für diese Unternehmen über dem Marktwert liegende Kaufpreise zu zahlen. Retrospektiv betrachtet scheiterte jedoch eine Vielzahl von Transaktionen unter Automobilherstellern. Die

¹ Girkinger/ Stiegler (2001), S. 2.

dabei angefallenen Kosten wie Übernahmeprämien, Beratungshonorare, Finanzierungs- und Integrationskosten etc. vernichteten immense Werte.

Zielsetzung dieser Studie ist es, die Gründe und die einzelnen Prozesse einer Unternehmensakquisition unter dem Aspekt der Synergieeffekte zu untersuchen. Des Weiteren wird auf die Bewertung und Realisierung von Synergieeffekten im Rahmen der Akquisitionsprozesse Due Diligence und Post-Merger-Integration eingegangen, und es werden Gründe für das Scheitern der Realisierung von Synergien aufgezeigt. Anhand von Fallbeispielen zu Akquisitionen aus der Automobilindustrie werden darüber hinaus die Komplexität und die Problemfelder von synergieorientierten Zusammenschlüssen illustriert.

2. Aufbau der Studie

Die Studie ist in vier Abschnitte differenziert. Der einleitende Teil B befasst sich mit der definitorischen Abgrenzung der für die Bearbeitung des Themas grundlegenden Begriffe. Zudem werden die historische sowie die aktuelle Entwicklung des Mergers & Acquisitions- Marktes (im Folgendem auch: M&A-Marktes) dargestellt. Der Begriff Synergie wird in Kap. B 2. abgegrenzt und aufbauend werden die der Thematik zu Grunde liegenden wissenschaftlichen Ansätzen von Harry I. Ansoff und Michael E. Porter vorgestellt.

Der Teil C 1. der Studie beschäftigt sich mit dem Phänomen des Unternehmenszusammenschlusses, d.h. mit der Frage, welche Motive Entscheidungsträger zu einer Unternehmensakquisition leiten. Hierbei werden Motive, die auf Wertsteigerung durch Effizienzverbesserung ausgerichtet sind, und solche, die aus Eigeninteressen der Unternehmensleitung resultieren, unterschieden und erläutert. Nachfolgend wird mit der Due Diligence (DD) die einleitende Transaktionsphase vorgestellt. Mit der DD beginnt der eigentliche Akquisitionsprozess. Er erstreckt sich über die Auswahl von Akquisitionsobjekten, der Unternehmensanalyse, über die Vertragsverhandlungen bis hin zur nachträglichen Analyse und Evaluation des Prozesses. In diesem Zusammenhang ist die Kaufpreisfindung von außerordentlicher Bedeutung. Sie wird in Abschnitt C 3. anhand der Möglichkeiten der Unternehmensbewertung und der

Kaufpreiszahlung erläutert. Das dann folgende Kapitel C 4. präzisiert die Ausführungen zur Wertsteigerung durch Effizienzverbesserung zu Beginn dieser Arbeit. Hierzu werden ökonomische Konzepte vorgestellt, die Erklärungen zu Kausalzusammenhängen liefern. Der Fokus liegt hierbei auf praxisrelevanten Konzepten, die auf die Besserung der Kostenstruktur durch Synergieeffekte ausgerichtet sind.

Der Teil D der Studie stellt den Erfolgsfaktor Integration dar. Er fokussiert in Theorie und Praxis eine erfolgreiche Integration als Schlüsselfaktor wertschaffender M&A-Transaktionen. Das Scheitern vieler Unternehmenszusammenschlüsse wurde in der Vergangenheit an einer fehlgeschlagenen Integration festgemacht. Entscheidungsträger geben zu bedenken, dass diese Prozessphase einer Transaktion am schwierigsten zu gestalten sei. Im Rahmen der vorliegenden Studie werden daher auch Integrationsgrad, -Zeitpunkt, -Geschwindigkeit, -Maßnahmen, -Formen und -Kosten dargestellt.

Der abschließende Teil (Kap E 1.-4.) befasst sich mit der Strategiebewertung bzw. Performancemessung. Zu diesem Zweck wird das Modell des Shareholder Value und die reziproken Rentabilitätskennzahlen Kurs-Gewinn- und Kurs-Cash Flow-Verhältnis erläutert.

B Grundlegende Erläuterungen zu Mergers & Acquisitions

1. Begriffsdefinition Mergers & Acquisitions

Das Begriffspaar Mergers & Acquisitions (M&A) entstammt dem anglo-amerikanischen Sprachgebrauch und umschreibt eine Fülle verschiedener Transaktionsarten. Eine einheitliche Abgrenzung ist in der Literatur nicht zu finden. Eine M&A-Transaktion wird eher generell als unternehmensexternes Wachstumsinstrument durch die originäre Kombination von Produktionsfaktoren, resultierend aus unternehmensinternen Wachstumsbestrebungen, beschrieben.² Weiter umfassend ist M&A „als internationaler Dachbegriff für alle mit Akquisitionen, Fusionen, Beteiligungen und ganzen oder teilweisen Unternehmensverkäufen zusammenhängenden Aktivitäten der Unternehmen und ihrer Berater“ anzusehen.³

Betrachtet man den Begriff **Merger** separat, so lässt sich dieser grundlegend als Fusion zweier Unternehmen zu einer wirtschaftlichen und rechtlichen Einheit interpretieren. Eine Fusion ist in zwei Formen möglich: Zum einen kann bei einer Fusion durch Aufnahme ein Unternehmen in seiner Gesamtheit auf ein bestehendes Unternehmen übertragen werden, zum anderen können die sich zusammenschließenden Unternehmen anhand einer Fusion durch Neugründung in einem zuvor nicht existenten Unternehmen aufgehen.⁴

Ergänzend zu Unternehmenszusammenschlüssen bzw. Fusionen (Merger), beschreibt der Begriff **Acquisition** (Akquisition) den Kauf eines Unternehmens. Die Zielsetzung einer Akquisition variiert zwischen der Verfügung über einen rechtlich unselbständigen Unternehmensteil (acquisition of assets), ein ganzes Unternehmen oder einen Konzern (acquisition of stocks).⁵ Abbildung 1 visualisiert die unterschiedlichen Sichtweisen auf den Begriff M&A, seine Bestandteile und die Dehnbarkeit des Begriffsspektrums.

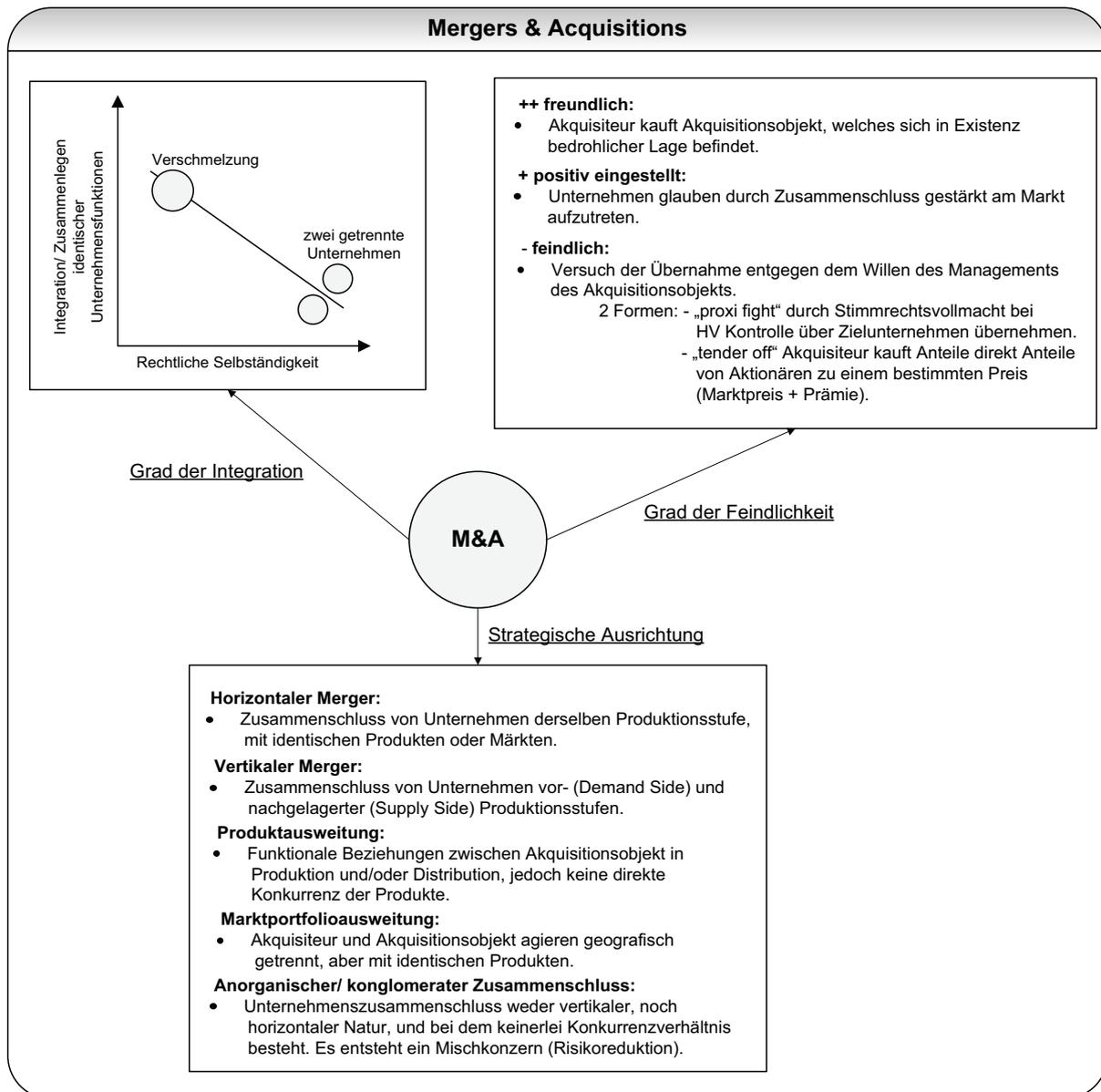
² Vgl. Scharlemann (1996), S.7.

³ Butz (2002), S. 19f.

⁴ Vgl. Eckhoff (2006), S.9.

⁵ Vgl. Scharlemann (1996), S.7.

Abbildung 1: Mergers & Acquisitions



(Quelle: angelehnt an Butz, 2002, S. 23; Scharlemann, 1996, S. 9ff.)

Unternehmenszusammenschlüsse sind kein Phänomen der Neuzeit, sondern treten seit Anbeginn der Industrialisierung auf. In der Historie wurden fünf ausgeprägte „Merger Waves“ (Fusionswellen) beobachtet und in der Literatur hinreichend thematisiert. Zeitliche Zyklen, Gründe und Ziele sind folgend schematisch dargestellt.

Tabelle 1: Merger Waves

Merger Waves
<p>I Merger Wave (1897 – 1904)</p> <hr/> <ul style="list-style-type: none">• <u>Grund</u>: industrielle Revolution einhergehend mit Preisverfall.• <u>Ziel</u>: Monopolisierung zum Erwirtschaften einer Monopolrente.• <u>Wirkung</u>: Konsolidierung des Marktes hin zu monopolistischen Strukturen.• <u>Ende</u>: Börsencrash 1904.
<p>II Merger Wave (1916 – 1929)</p> <hr/> <ul style="list-style-type: none">• <u>Grund</u>: wirtschaftliche Hochkonjunktur und technologische Innovationen in den Branchen Chemie, Automobil und Elektronik.• <u>Ziel</u>: Marktbeherrschende Stellung durch externes Wachstum in vertikaler Richtung.• <u>Wirkung</u>: Einführung von Kartellgesetzgebung → Verbot der Monopolbildung, jedoch Bildung von oligopolistischen Marktstrukturen.• <u>Ende</u>: Börsencrash 1929 → „Schwarzer Freitag“.
<p>III Merger Wave (1965 – 1969)</p> <hr/> <ul style="list-style-type: none">• <u>Grund</u>: Nivellierung von Konjunkturzyklen.• <u>Ziel</u>: Mit Hilfe von Diversifikation und Portfolioausweitung die negativen Auswirkungen von Konjunkturzyklen nivellieren, und eine Verstetigung der Ertragslage erreichen.• <u>Wirkung</u>: Entstehung großer Konzerne durch Aktienboom angesichts der Finanzierung der Unternehmenszusammenschlüsse durch Aktientausch.• <u>Ende</u>: Einbruch der Aktienmärkte und Steuerreform in den USA (Tax Reform Act 1969).
<p>IV Merger Wave (1984 – 1989)</p> <hr/> <ul style="list-style-type: none">• <u>Grund</u>: - Reaktion auf unrentable Unternehmenskonglomerate der Diversifikationswelle (3. Welle). - Internationalisierungstendenzen amerikanischer Konzerne. - Steuerliche Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital (USA).• <u>Ziel</u>: - Abstoßen der Randsegmente und Fokussierung auf Konzernsegmente. - Bereinigung des Produktportfolios. - Wertsteigerung des Zielunternehmens durch Änderung der Kapitalstruktur (post Merger höherer FK- Anteil → Steuerersparnisse).• <u>Ende</u>: - Zusammenbruch des Sekundärmarktes für hochverzinsliche Unternehmensanleihen, die die M&A- Transaktionen finanzierten. - Krise japanischer Aktienmarkt.
<p>IV Merger Wave (1993 - 2001)</p> <hr/> <ul style="list-style-type: none">• <u>Grund</u>: - Wegfall von Markteintrittsbarrieren durch Liberalisierung und Freihandelszonen. - Technologische Innovationen im Informations- und Telekommunikationsbereich.• <u>Ziel</u>: - Erreichen einer „überlebensrelevanten Größe“.• <u>Ende</u>: - Platzen der „New Economy“ Blase 2001.

(Quelle: Hofmann, 2004, S. 145-147; Jansen, 2001, S. 64-73, Franz/ Ramser/ Stadler, 2002, S. 27-30)