

M&A

MERGERS AND ACQUISITIONS

REVIEW

Beteiligungen - Allianzen - Restrukturierungen - Divestments

11/2000

M&A AKTUELL

Weltmarkt für Unternehmen 409

STRATEGIEN & VISIONEN

Fairness Opinions bei Public-to-Private Transaktionen 410

RECHT & STEUERN

Checkliste „Equity Joint Venture“ 414

INTERNATIONAL COLUMN

Konsolidierungswelle im Finanzbereich treibt
M&A Aktivität im 3. Quartal 417

BEWERTUNG & KAPITALMÄRKTE

Zum Ankündigungseffekt großer Bankfusionen 421
Bezugsrahmen für die Evaluation von Unternehmen (II) 425

TOP DEALS

| | | |
|---|-------------------------------|-----|
|  | Energie | 431 |
|  | Chemie | 432 |
|  | Pharma | 433 |
|  | Metallverarbeitung | 433 |
|  | Maschinenbau | 434 |
|  | Automobilindustrie | 435 |
|  | Elektrotechnik | 437 |
|  | Computer/Telekommunikation | 438 |
|  | Luft- und Raumfahrtindustrie | 440 |
|  | Baustoffindustrie | 440 |
|  | Holz, Papier und Verpackungen | 441 |
|  | Nahrungs- und Genussmittel | 442 |
|  | Handel | 444 |
|  | Finanzdienstleistungen | 445 |
|  | Versicherungen | 447 |
|  | Transport und Verkehr | 448 |
|  | Dienstleistungen | 449 |
|  | Medien | 450 |

zustellen, da das vierte Quartal 1999 mit über 1 Billion US-\$ außergewöhnlich aktiv war, unter anderem aufgrund der damals angekündigten Übernahme von Mannesmann durch Vodafone. Darüber hinaus ist zu Beginn des letzten Quartals 2000 zumindest in Europa eine weitere Beruhi-

gung der M&A Aktivität zu beobachten. In Deutschland ist dies u.a. auf die im nächsten Jahr anstehende Steuerreform zurückzuführen, aufgrund welcher Transaktionen zunächst zurückgestellt werden.

Zum Ankündigungseffekt großer Bankfusionen

PD Dr. Dirk Schiereck/Marc Strauss, Institute for Mergers & Acquisitions, Universität Witten/Herdecke

1. Ausgangslage

Seit Beginn der 90er Jahre hat weltweit der Konzentrationsprozess auf den nationalen Bankenmärkten sehr an Dynamik gewonnen. Die meisten bei diesen Bankzusammenschlüssen involvierten Kreditinstitute sind durchweg eher klein und betreiben in der Regel ausschließlich klassisches Commercial Banking. Die mit der Konzentration einhergehenden Bankfusionen führen hier bei vornehmlich regional und lokal agierenden Kreditinstituten zu rein horizontalen Integrationsprozessen. Speziell in den USA wird diese Entwicklung auch als Marktberreinigung in der Folge weitreichender gesetzlicher Deregulierungsanstrengungen (wie 1994 der Interstate Banking and Branching Efficiency Act) gewertet, während allgemein grenzüberschreitend zu beobachten ist, dass die Fusionen mit der vagen Hoffnung auf die Realisierung von Skaleneffekten als notwendige Schritte auf dem Weg zu kosteneffizienten Betriebsgrößen begründet werden.

Für grenzüberschreitende Akquisitionen und Fusionen werden zwar meist ähnliche Aspekte wie auf nationaler Ebene angeführt, die Ausrichtung der Zusammenschlüsse ist aber seltener auf eine horizontale Integration ausgerichtet. So sind zwar für viele Transaktionen die aufgeführten gesetzlichen Deregulierungsschritte eine notwendige Voraussetzung gewesen, aber insbesondere die Bemühungen zum Ausbau der Aktivitäten im Bereich des internationalen Investment Bankings zeigen die strategischen Neupositionierungen zahlreicher europäischer Universalbanken seit Mitte der 80er Jahre. Als besonders bemerkenswerte Transaktionen in diesem Kontext sind bspw. die Übernahmen von First Boston durch Credit Suisse, von SG Warburg und Co. sowie von Dillon Read durch die Schweizerische Bankgesellschaft, von Kleinwort Benson durch die Dresdner Bank, Morgan Grenfell durch die Deutsche Bank und von Barings Bank durch die Internationale Nederlanden Groep (ING) zu nennen. In allen hier aufgeführten Fällen haben kontinentaleuropäische Universalbanken versucht, ihre Ausrichtung durch den Erwerb angelsächsischer Investmentbanken vom Commercial Banking auf das Investment Banking zu verlagern bzw. zumindest in diesem Bereich zu ergänzen.

Seit der zweiten Hälfte der 90er Jahre gewann die Konsolidierung des europäischen Bankenmarktes durch die Einführung des Euro noch einmal zusätzliche Dynamik, die zukünftig auch verstärkt horizontale Transaktionen erwar-

ten lässt. Bislang finden sich hier nur wenige Beispiele wie etwa der Kauf für 5,1 Mrd. US-\$ der belgischen Banque Brussel Lambert durch ING. Dagegen ist die Liste der versuchten aber gescheiterten nationalen und grenzüberschreitenden Bankzusammenschlüsse größerer privater europäischer Universalbanken lang. Offensichtlich überwiegen hier in der Regel die Vorbehalte gegenüber den Risiken entsprechender Zusammenschlüsse bei den potenziellen Transaktionspartnern die erwarteten Vorteile. Allein vor diesem Hintergrund verdient die tatsächlich vollzogene Akquisition von Bankers Trust Alex. Brown durch die Deutsche Bank schon besonderes Augenmerk. Auch der Erwerb von Bankers Trust durch die Deutsche Bank im Frühjahr 1999 ist zweifelsohne weniger eine horizontale Geschäftsausweitung sondern vor allem als eine strategische Neuausrichtung und Fokussierung auf das Investment Banking zu verstehen. Die Transaktion war mit Abstand die größte grenzüberschreitende von einem deutschen Kreditinstitut initiierte Akquisition. Wie haben die Kapitalmärkte auf die Ankündigung dieses Zusammenschlusses reagiert? Die praktische Relevanz dieser Frage zeigt sich anhand von mindestens drei Aspekten. Zum ersten ist hier auf zentrale Erkenntnisse der Behavioral Finance zu verweisen, die reichlich empirische Evidenz präsentiert, dass Anleger auf Aktienmärkten bei der Bewertung neuer Informationen generell zunächst auf Verfügbarkeits- und Repräsentativitätsheuristiken zurückgreifen. Dementsprechend kann von Kapitalmarktreaktionen auf diese Transaktion auf die Erwartungen der Marktteilnehmer bei ähnlichen Ereignissen geschlossen werden und es lassen sich darauf aufbauend gezielte Informations- und Reaktionsstrategien bereits im Vorfeld künftiger Bankfusionen vorbereiten. Zum zweiten lehren die stark negativen Kursreaktionen, die die Deutsche Bank-Aktie bei der Ankündigung des Zusammenschlusses mit der Dresdner Bank erfuhr, dass derart heftige Ankündigungseffekte die Fusionsbereitschaft innerhalb einer Bank unterminieren können. Finden sich dagegen Transaktionen, die trotz vergleichbarer Kursrückgänge erfolgreich durchgeführt wurden, sind von diesen Fällen aufschlussreiche Erkenntnisse zum Postmergermanagement zu erwarten. Schließlich zeigen die Erkenntnisse der empirischen Kapitalmarktforschung als interessanten Nebenaspekt, dass die Börse auch bei Bankfusionen Rückschlüsse von der Finanzierungsform auf den Erfolg der Transaktion zieht. Bar bezahlte Akquisitionen werden gegen Finanzierungen über Aktien generell besser am Kapitalmarkt aufgenommen. Für die hier

Gegen ein vorzeitiges Bekanntwerden der Transaktion spricht die weitgehend ausgebliebene Kursreaktion bei der Aktie der Deutschen Bank in der Woche vor dem Ankündigungstermin. Zwar ist auch hier ein leichter Kursrückgang vom 23. Auf den 24. November zu verzeichnen, aber die Reaktion in den beiden Tagen nach der Ankündigung fällt ungleich heftiger aus, wie Abbildung 2 für das enge Zeitfenster von je einer Woche vor und nach Bekanntgabe zeigt.

Auch die Daten aus Tabelle 1 geben weiteren Aufschluss über die Kursreaktionen der Deutsche Bank-Aktie in den Tagen um den 23. Und 24. November. Was aus der Betrachtung von täglichen Renditen verborgen bleibt, ist die sehr hohe innertägliche Schwankungsbreite des Kurses an diesen beiden Tagen, allgemein ein Zeichen für hohe Unsicherheit und uneindeutige Informationslage. Im nächsten Schritt sind die Erkenntnisse für die einzelnen Handelstage in den Ereignisintervallen zu Gesamt-

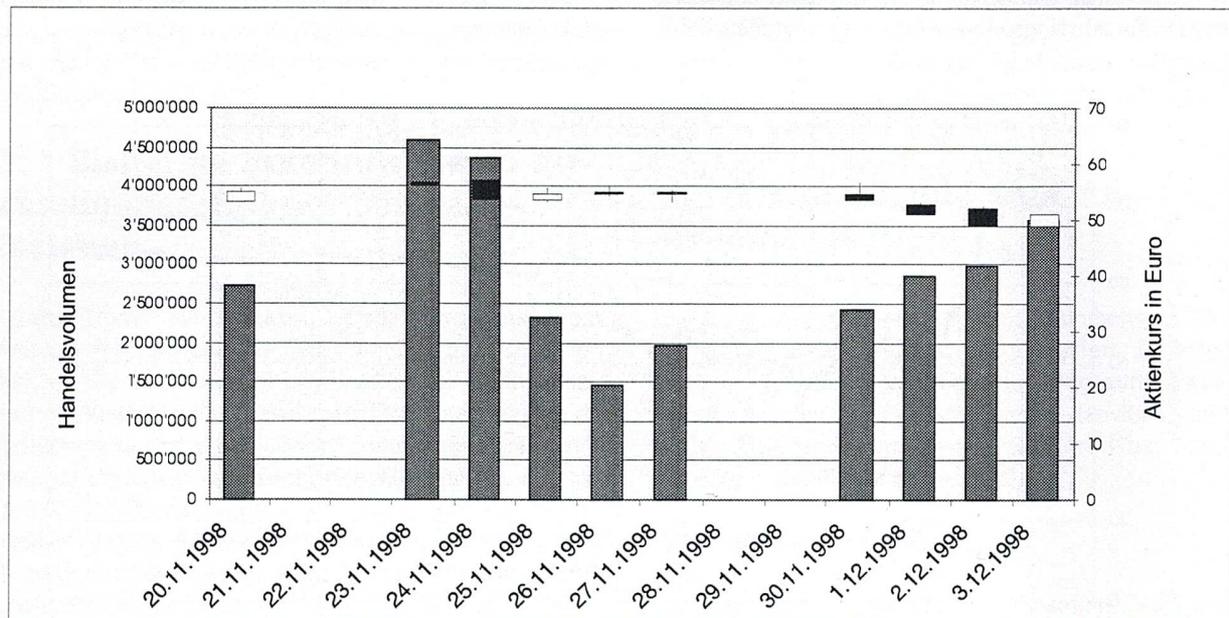


Abbildung 3: Umsatz- und Kursbewegungen bei der Aktie der Deutschen Bank

Erst nach der offiziellen Ankündigung fällt der Kurs der Deutsche Bank-Aktie um 4%. Während der Zeitpunkt dieser Kursreaktion gegen ein vorzeitiges Bekanntwerden der Transaktion spricht, gibt es aber auch hier Indizien, die für die Vermutung eines Informationslecks sprechen. Wie Abbildung 3 in der Zusammenfassung der Entwicklung von Kurs (als Candlesticks) und Handelsvolumen verdeutlicht, ist bereits am 23. und 24. November eine auffällige sehr intensive Handelstätigkeit in den Aktien der Deutschen Bank zu verzeichnen, die deutlich über dem Niveau nach der Ankündigung herausragt. In Zahlen ausgedrückt, stellen sich die untersuchten Kursbewegungen wie folgt dar:

| Datum | Deutsche Bank | | | | Tägliche Überrendite | Bankers Trust | | Tag |
|-----------|---------------|-------|-------|-------|----------------------|---------------|----------------------|-----------|
| | Open | High | Low | Close | | Close | Tägliche Überrendite | |
| 12-Nov-98 | 51.13 | 51.54 | 50.87 | 51.13 | -0.99% | 61.875 | -1.30% | Do |
| 13-Nov-98 | 51.13 | 51.49 | 50.11 | 50.11 | -1.99% | 64.813 | 4.75% | Fr |
| 16-Nov-98 | 51.13 | 51.90 | 50.41 | 51.41 | 2.59% | 65.438 | 0.96% | Mo |
| 17-Nov-98 | 51.59 | 52.87 | 50.95 | 52.00 | 1.15% | 69.563 | 4.78% | Di |
| 18-Nov-98 | 52.46 | 53.28 | 51.51 | 51.51 | -0.94% | 67.438 | -1.64% | Mi |
| 19-Nov-98 | 52.15 | 53.10 | 51.39 | 53.07 | 3.03% | 70.250 | 4.17% | Do |
| 20-Nov-98 | 53.20 | 55.89 | 53.12 | 54.96 | 3.56% | 77.250 | 9.96% | Fr |
| 23-Nov-98 | 56.81 | 59.08 | 55.73 | 55.91 | 1.73% | 84.250 | 9.06% | Mo |
| 24-Nov-98 | 57.01 | 57.47 | 52.82 | 53.48 | -4.35% | 84.188 | -0.07% | Di |
| 25-Nov-98 | 53.43 | 55.63 | 53.30 | 54.63 | 2.15% | 84.750 | 0.67% | Mi |
| 26-Nov-98 | 54.96 | 55.99 | 54.20 | 54.61 | -0.04% | 84.750 | 0.00% | Do |
| 27-Nov-98 | 54.86 | 55.27 | 53.20 | 54.66 | 0.09% | 85.563 | 0.96% | Fr |
| 30-Nov-98 | 54.50 | 56.68 | 53.43 | 53.51 | -2.10% | 87.000 | 1.68% | Mo (Ank.) |
| 1-Dez-98 | 52.92 | 53.15 | 50.98 | 50.98 | -4.73% | 86.563 | -0.50% | Di |
| 2-Dez-98 | 52.15 | 52.54 | 48.78 | 48.85 | -4.18% | 86.188 | -0.43% | Mi |
| 3-Dez-98 | 48.83 | 51.13 | 48.42 | 51.08 | 4.56% | 85.875 | -0.36% | Do |
| 4-Dez-98 | 49.75 | 51.36 | 49.06 | 50.74 | -0.67% | 85.625 | -0.29% | Fr |

Tabelle 1: Überrenditen der Aktien von Deutsche Bank und Bankers Trust

reaktionen zu aggregieren. Wie Tabelle 2 verdeutlicht, weist die Aktie der Deutschen Bank über alle drei Betrachtungszeiträume negative Überrenditen auf, die über das 41 Tage-Intervall mit -9,6% eine erhebliche Größenordnung erreichen, aber nicht im statistischen Sinne als signifikant eingestuft werden können. Die Kapitalmarktreaktionen für die Aktien von Bankers Trust waren dagegen überaus positiv, der Kurs stieg im Vergleichszeitraum um 33,1%.

| Ereignisperiode (in Tagen) | Deutsche Bank | Bankers Trust |
|----------------------------|---------------|---------------|
| -5 bis +5 | -3,73% | 10,92% |
| -10 bis +10 | -1,37% | 29,23% |
| -20 bis +20 | -9,60% | 33,10% |

Tabelle 2: Kumulierte Überrenditen der Aktien von Bankers Trust und Deutsche Bank

Diese Ergebnisse stehen in Einklang mit den Erfahrungen, die auch andere Studien bei der Analyse von Bankzusammenschlüssen gefunden haben. Das übernommene Kreditinstitut weist eine stark positive Kursreaktion auf, das übernehmende eine schwach negative. Positive Effekte für den Kurs der Deutsche Bank-Aktie, die aus den Ergebnissen für internationale Akquisitionen in den USA zu beobachten waren, sind hier nicht zu beobachten, was

ins Auge gefasste Transaktion war aber eine Aktienfinanzierung aufgrund der fehlenden Börseneinführung an der New York Stock Exchange kaum möglich, so dass sich die Frage aufdrängt, ob hier die Finanzierungsform ebenfalls positiv gewertet wurde.

Nachfolgend wird in Abschnitt 2 zunächst ein kurzer Überblick zu den Erkenntnissen empirischer Studien gegeben, die sich mit dem Ankündigungseffekt auf Börsenzusammenschlüsse befasst haben. Danach werden in Abschnitt 3 Aufbau und Ergebnisse einer eigenen Analyse zur Akquisition von Bankers Trust durch die Deutsche Bank gegeben. Abschnitt 4 schließt mit einer zusammenfassenden Würdigung.

2. Bisherige Erkenntnisse zu Ankündigungseffekten bei Bankfusionen

Kursreaktionen bei Bankakquisitionen und Bankfusionen sind am intensivsten für den US-Markt untersucht worden, wo die große Anzahl börsennotierter Kreditinstitute und die Vielzahl von Bankakquisitionen am ehesten eine Datenbasis liefert, durch deren Auswertung es möglich ist, auch zu statistisch abgesicherten Aussagen zu kommen. In verschiedenen Studien wie bspw. von Hannan und Wolken (1989), Baradwaj, Dubowsky und Fraser (1991), Cornett und De (1991), Houston und Ryngaert (1994) sowie Madura und Wiant (1994) zeichnet sich dabei ein insgesamt recht einheitliches Bild ab. Um den Ankündigungszeitpunkt der Transaktion verzeichnen die Aktien der übernehmenden Banken eine signifikant negative Überrendite, während für das übernommene Institut ein positiver Kurseffekt festgestellt wird. Langfristig stellt sich nach Vollzug der Transaktion im Durchschnitt eine stark negative Kursreaktion beim übernehmenden Institut wie auch im Falle der Verschmelzung bei der vereinten Bank ein. Die Realisation erhoffter Synergien fällt offensichtlich schwer.

Shaked, Michel und McClain (1991), Cebenoyan, Papaioannou und Travlos (1992) sowie Cakici, Hessel und Tandon (1996) analysieren in einem allgemeineren Kontext Übernahmen amerikanischer Unternehmen durch ausländische Gesellschaften und finden dabei signifikant positive Überrenditen sowohl für das Sample übernommener US-Unternehmen als auch bei den übernehmenden internationalen Gesellschaften um den Zeitpunkt der Transaktionsankündigung. Für grenzüberschreitende Unternehmenskäufe, bei denen der Käufer bereits im Heimatland des Kaufobjekts tätig ist, können Doukas und Travlos (1988) dieses Ergebnis allerdings nicht bestätigen. Sie ermitteln nicht signifikante, tendenziell aber negative Kurseffekte beim übernehmenden Unternehmen. Cybo-Ottone und Murgia (1998) bestätigen dieses Resultat für Zusammenschlüsse im Bereich der europäischen Finanzdienstleistungsbranche. Auch hier sind positive Kursreaktionen beim übernommenen Unternehmen zu verzeichnen, aber keine signifikanten Kursbewegungen bei

den übernehmenden feststellbar.

Der wissenschaftliche Erkenntnisstand im Vorfeld des Zusammenschlusses von Bankers Trust und Deutscher Bank ist also uneinheitlich. Während für Bankers Trust als übernommene US-Bank alle empirische Evidenz eine positive Kursreaktion erwarten lassen, ist für die Aktie der Deutschen Bank als übernehmendes europäisches Kreditinstitut keine eindeutige Vorhersage möglich. Für kaufende Kreditinstitute wurden zwar tendenziell eher negative Kursreaktionen festgestellt, aber für ausländische Unternehmen, die am US-Markt kaufen, war im Mittel ein positiver Ankündigungseffekt zu verzeichnen. Welcher Effekt bei der Deutschen Bank überwogen hat, zeigt der nachfolgende Abschnitt 3.

3. Ereignisstudie zum Ankündigungseffekt

Der Ankündigungseffekt des Bankzusammenschlusses wird im Rahmen einer Ereignisstudie analysiert. Zunächst wird ein kurzer Überblick zum Untersuchungsaufbau gegeben. Danach werden die Erkenntnisse zu den Kurs- und Umsatzreaktionen der Aktien von Bankers Trust und Deutsche Bank detailliert vorgestellt.

3.1 Untersuchungsaufbau

Die Kursdaten für die Aktie von Bankers Trust aus dem Handel an der New York Stock Exchange stammen vom Center for Research in Security Prices (CRSP), für die Deutsche Bank-Aktie wurden Kurse aus dem Handel über Xetra von der Neue Wirtschaftspresse Medien AG bereitgestellt. Für die Ereignisstudie wird nun Kalenderzeit in Ereigniszeit transformiert. Der Ankündigungstag 30. November 1998 wird als $t=0$ gesetzt. Es werden drei Zeitintervalle (Ereigniszeiträume) um den Ereigniszeitpunkt betrachtet, jeweils eine Woche vor und nach der Ankündigung ($t=-5$ bis $t=+5$), jeweils 2 Wochen ($t=-10$ bis $t=+10$) und zur Kontrolle auch 4 Wochen ($t=-20$ bis $t=+20$). Für diese Intervalle werden risikoadjustierte kumulierte Überrenditen berechnet auf der Basis der Formel (1)

$$(1) \quad R_t = a_i + b_i R_{mt} + e_{it}$$

In einem ersten Schritt werden über die tatsächlich realisierten Renditen R_t für die Aktien der beiden Banken über die zwei Intervalle $t=-120$ bis $t=-14$ und $t=+14$ bis $t=+120$ risikoadjustiert die Parameter a_i und b_i geschätzt, wobei der DAX bzw. der S&P 500 als Marktrendite R_{mt} herangezogen wurden. Die hierbei ermittelten Renditen für die beiden Aktien werden als erwartete Renditen für die Intervalle um den Ankündigungstermin herangezogen. Die an den einzelnen Tagen im Ereigniszeitraum ermittelten Abweichungen von den erwarteten Renditen werden als Überrenditen jeweils kumuliert. Die dabei gefundenen Ergebnisse fasst der folgende Abschnitt zusammen.

3.2 Untersuchungsergebnisse

Die eindeutigste Vorhersage gibt es für die Kursreaktion der Bankers Trust-Aktie. Hier lassen alle empirischen Studien eine deutliche positive Kursreaktion nach dem Ankündigungstag erwarten. In der Tat zeigt denn auch die Analyse der Kursentwicklung, dass die Aktionäre von Bankers Trust mit der Übernahme durch die Deutsche Bank einen signifikanten Vermögenszuwachs verzeichnen konnten. Das eigentlich spannende Ergebnis ist der Zeitpunkt des ersten Kursanstiegs, wie Abbildung 1 verdeutlicht.

Während die offizielle Verkündung der Transaktion am Montag, dem 30. November 1998 erfolgte, kam es bereits am Freitag, dem 20. November zu einem heftigen Kursausschlag von +9%, dem ein weiterer Anstieg um +9% am Montag, dem 23. November erfolgte. Ein vorzeitiges Durchsickern von Informationen über die bevorstehende Transaktion drängt sich als Erklärung für diese Kursreaktion unmittelbar auf. In den folgenden Tagen blieb der Handel sehr volatil, und insgesamt war der Kurseffekt im Vorfeld der Bekanntgabe heftiger als in der Folge der offiziellen Ankündigung.

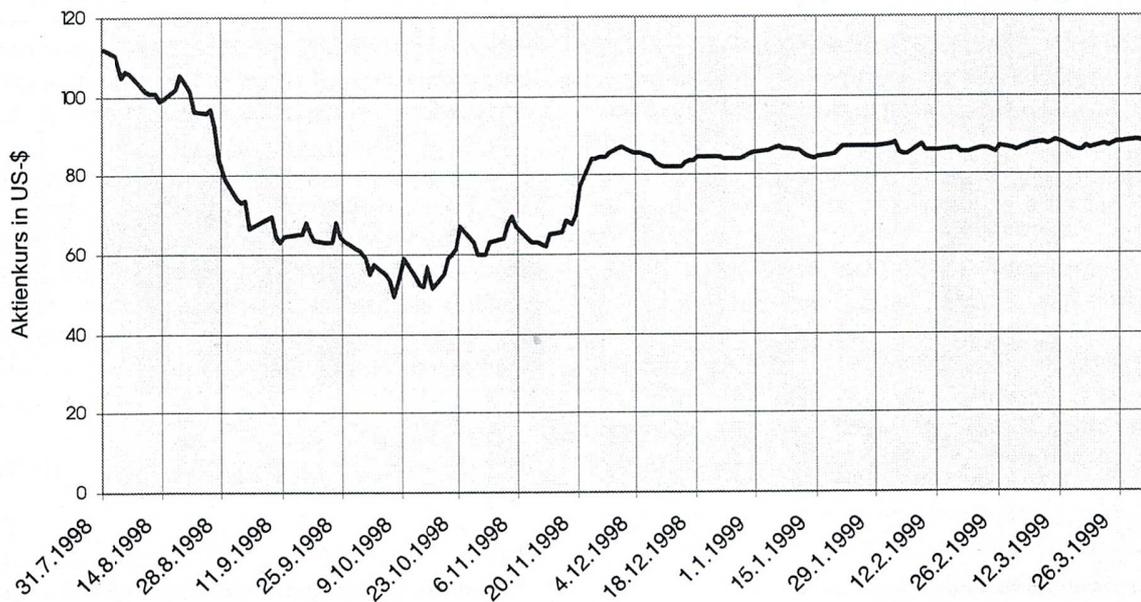


Abbildung 1: Kursbewegungen bei der Aktie von Bankers Trust im Ankündigungszeitraum

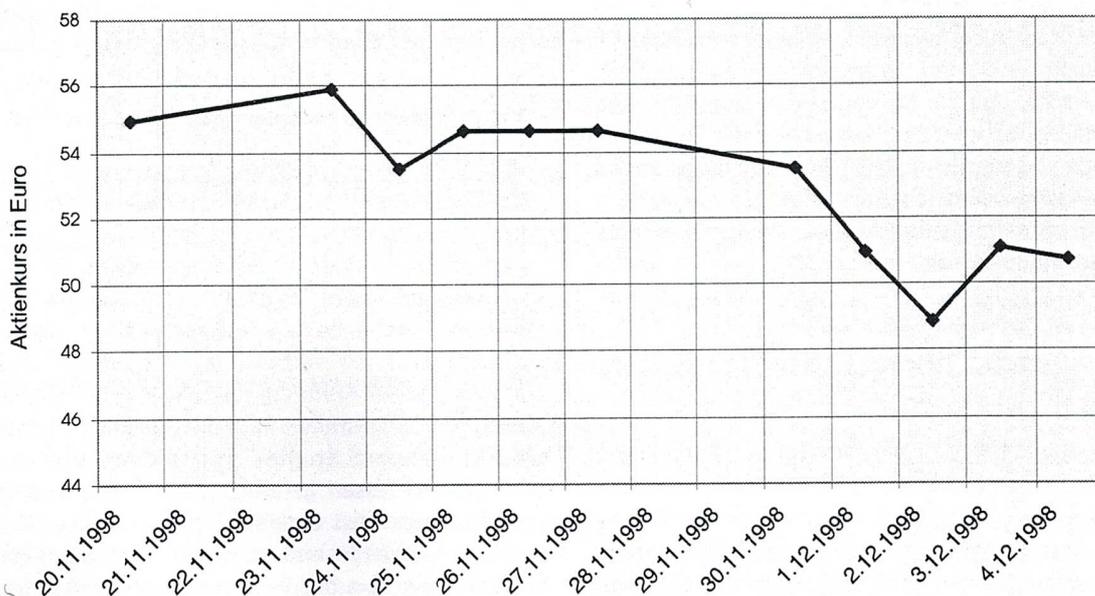


Abbildung 2: Kursbewegungen bei der Aktie der Deutschen Bank im Ankündigungszeitraum

aber mit den Resultaten von Doukas und Travlos (1988) korrespondiert. Insgesamt ist damit zu konstatieren, dass die beobachteten Ankündigungseffekte denen anderer Zusammenschlüsse entsprechen und damit nicht überraschen können.

4. Zusammenfassende Würdigung

Wie die ganz überwiegende Mehrzahl der bislang schon beobachteten Bankzusammenschlüsse zeigt auch die Akquisition von Bankers Trust Alex. Brown durch die Deutsche Bank um den Ankündigungszeitpunkt eine als typisch zu charakterisierende Reaktion. Der Kurs des Übernahmekandidaten steigt, der der übernehmenden Bank sinkt. Inwieweit hier die notwendige Transaktionswährung Barabfindung eine Auswirkung hat, ist nicht zweifelsfrei festzustellen. Der vom heutigen Standpunkt aus unstrittige Erfolg der Akquisition und der damit einhergehende positive Kurstrend der Deutsche Bank-Aktie zeigen, dass die anfängliche negative Kursreaktion offensichtlich nicht angemessen war. Da dieser Ankündigungseffekt aber nahezu regelmäßig auftritt, sollten sich auch bei zukünftigen Bankzusammenschlüssen die Transaktionspartner darauf einstellen und entsprechende Reaktionsstrategien vorbereiten.

Literatur

- Baradwaj, B.G., Dubofsky, D.A. and Fraser, D.R., (1991), "Bidder returns in interstate and intrastate acquisitions", *Journal of Financial Services Research*, S. 261-273.
Cakici, N., Hessel, C. and Tandon, K. (1996), "Foreign

acquisitions in the United States: effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms", *Journal of Banking and Finance* 20, S. 307-329.

Cebenoyan, A.S., Papaioannou, G.J. and Travlos, N.G. (1992), "Foreign takeover activity in the US and wealth effects for target firm shareholders", *Financial Management*, 21, Autumn 1992, S. 58-68.

Cornett, M.M. and De, S. (1991), "Medium of payment in corporate acquisitions: Evidence from interstate bank mergers", *Journal of Money, Credit & Banking*, 23, S. 767-776.

Cybo-Ottone, A. and Murgia, M. (1996), "Mergers and acquisitions in the European banking market", Working Paper, University of Pavia, Italy.

Doukas, J.T. and Nickolaos G. (1988), "The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: evidence from international acquisitions", *Journal of Finance*, 43, S. 1161-1175.

Houston, J.F. and Ringaert, M.D. (1994), "The overall gains from large bank mergers", *Journal of Banking and Finance* 18, S.1155-1176.

Madura, J. and Wyant, K.J. (1994), "Long-term valuation effects of bank acquisitions", *Journal of Banking and Finance* 18, S.1135-1154.

Shaked, I. and Michel, A. and McClain, D. (1991), "The foreign acquirer bonanza: myth or reality?", *Journal of Business Finance & Accounting*, v18n3, April 1991, p. 431-447.

Bezugsrahmen für die Evaluation von Unternehmen (II)

Prof. Dr. Klaus Ruhnke, Freie Universität Berlin

Obwohl der Erwerb und die Veräußerung von Unternehmen zu gewöhnlichen Vorgängen unternehmerischen Handelns geworden sind, dauert die Diskussion um die 'richtige' Methode der Unternehmensevaluation bis heute an. In diesem Kontext ist es das Ziel eines Bezugsrahmens, den bestehenden Evaluationskalkülen ihren Platz innerhalb einer umfassenden Konzeption der Evaluation von Unternehmen zuzuweisen. Das auf diese Weise erarbeitete Verständnis für den Bewertungs- und Preisfindungsprozess soll das Auge für die Problemfelder einer Evaluation schärfen und auf diese Weise helfen, die im Verhandlungsprozess involvierten Akteure vor möglichen Fehlentscheidungen zu bewahren. In Teil I (vgl. *M&A Review 10/00*) wurde das Anliegen des Bezugsrahmens formuliert und es wurden zentrale Bewertungskalküle vorgestellt. Der nachfolgende Teil II stellt zunächst die Preisfindungsverfahren vor, um dar-

auf aufbauend wesentliche Zusammenhänge innerhalb des Bezugsrahmens am Beispiel der Emissionspreisfindung sowie der Frage, ob es spezifischer Verfahren für die Durchführung einer strategischen Unternehmensevaluation bedarf, zu verdeutlichen.

III. Preisfindungsverfahren

Preisfindungsverfahren zielen darauf ab, den Betrag zu ermitteln, der für das Evaluationsobjekt tatsächlich zu entrichten ist. Dagegen lässt sich die Frage, ob es für einen Käufer rational ist, diesen Preis auch zu zahlen, nur über die Ermittlung eines Entscheidungswertes beantworten. Wesentliche Kalküle werden nachstehend systematisiert und inhaltlich vorgestellt.