

Erfassung und Bewertung  
von Synergiepotenzialen  
im Rahmen von  
***Mergers & Acquisitions***

Konstantin Lejakin

**Konstantin Lejakin**

1976 in Riga/Lettland geboren, nach Schulstationen in Riga, Berlin und Braunschweig studierte er 1998 – 2002 Allgemeine Betriebswirtschaftslehre an der FH Braunschweig/Wolfenbüttel (seit 2009 Ostfalia Hochschule) und absolvierte 2006 – 2008 den Master-Studiengang „Business Consulting“ an der Hochschule Wismar, parallel ist er seit 2002 bei der Volkswagen AG tätig.

**Impressum**

© 2010 c a l l i d u s .

Verlag wissenschaftlicher Publikationen

Alle Rechte vorbehalten.

Master-Thesis zur Erlangung des Grades eines Master of Business Consulting

Herausgeber:

Prof. Dr. Kai Neumann, Prof. Dr. Andreas von Schubert,

Prof. Dr. Thomas Wilke und Prof. Dr. Juergen Zeis

WINGS GmbH

Wismar International Graduation Services GmbH

Ein Unternehmen der Hochschule Wismar

Master Fernstudiengang Business Consulting

Layout, Satz und Umschlaggestaltung:

c a l l i d u s .

Verlag wissenschaftlicher Publikationen

Technologie- und Forschungszentrum

Alter Holzhafen 19, 23966 Wismar

callidus@callidusverlag.de, www.callidusverlag.de

Druck und Bindung:

PRESSEL Digitaldruck, Remshalden

Printed in Germany

ISBN 978-3-940677-52-5

# Erfassung und Bewertung von Synergiepotenzialen im Rahmen von **Mergers & Acquisitions**

Wismarer Beiträge zum Consulting  
Prof. Dr. Kai Neumann, Prof. Dr. Andreas von Schubert,  
Prof. Dr. Thomas Wilke und Prof. Dr. Jürgen Zeis (Hrsg.)







## **Vorwort**

Synergieeffekten kommt in der M&A-Praxis eine herausragende Bedeutung zu. Tatsächlich erfüllen sich die Synergieerwartungen jedoch vielfach nicht. Hier setzt die Master-Thesis von Herrn Konstantin Leljakin an. Er entwickelt ein wissenschaftlich fundiertes, zugleich aber auch praxistaugliches Konzept zur Erfassung und Bewertung solcher Synergieeffekte.

Dazu setzt sich der Verfasser zunächst mit dem Begriff „Synergie“ auseinander. Den aktuellen Literaturstand widerspiegelnd, erörtert er den Begriff und zeigt die bedeutenden strategischen Synergieansätze von ANSOFF und PORTER auf. Sodann widmet er sich den Synergien im M&A-Transaktionsprozess. Hierzu analysiert er zunächst die Grundformen, die Motive und den idealtypischen Ablauf von M&A-Transaktionen. Grundlegend behandelt er dabei auch die Verfahren der Unternehmensbewertung. Ausführungen zu empirischen Studien über M&A-Transaktionen schließen das dritte Kapitel.

Im Hauptkapitel vier erarbeitet der Verfasser zunächst die grundlegenden Voraussetzungen für praktisch einsetzbare Tools zur Synergieerfassung und Synergiebewertung. Mittels einer Transaktionsfallstudie entwickelt er schließlich ein praxistaugliches Konzept zum Synergiemanagement. Das Konzept kann überzeugen – nicht nur aus wissenschaftlicher Perspektive, sondern auch und gerade aus der Sicht des Praktikers in der M&A-Branche.

Prof. Dr. Jürgen Zeis

Kapitel I

# Einführung

## I Einführung

- I.1 Problemstellung und aktueller Bezug
- I.2 Aufbau der Arbeit und Vorgehensweise

## I Einführung

### I.1 Problemstellung und aktueller Bezug

In der jüngsten Vergangenheit waren es vor allem mittelständische deutsche Familienunternehmen mit soliden Bilanzen und gut gefüllten „Kriegskassen“ wie die Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG und die Schaeffler Gruppe, die spektakuläre Übernahmen viel größerer DAX®-Konzerne Volkswagen AG und Continental AG initiiert haben. Nach Medienberichten wurden in den beiden Fällen entsprechende Transaktionen mit Unterstützung der internationalen Anwaltssozietät Allen & Overy LLP sowie eines internationalen Bankenkonsortiums um die drittgrößte US-amerikanische Investmentbank Merrill Lynch & Co., Inc. mittels komplexer derivativer Finanzinstrumente (sogenannte cash-settled Total Return Equity Swaps)<sup>1</sup> durchgeführt.<sup>2</sup> Dagegen haben Volkswagen AG bzw. Continental AG selbst beträchtliche Aktienpakete – bis hin zur vollständigen Beteiligung – an den jeweiligen Wettbewerbern MAN AG und Scania AB bzw. Siemens VDO Automotive AG erworben. Auch solvente staatliche Investitionsgesellschaften aus dem Nahen Osten sowie aus den wirtschaftlich aufstrebenden, kapitalstarken Schwellenländern Brasilien, Russland, Indien und China, aus deren Anfangsbuchstaben die führende US-Investmentbank Goldman Sachs Group, Inc. das Akronym „BRIC“ kreierte, werden zunehmend aktiver auf dem deutschen und internationalen Übernahmemarkt. So verfügt beispielsweise allein die staatliche Abu Dhabi Investment Authority über ein Investitionsvolumen von 875 Milliarden US-Dollar (Stand 2007). Dagegen haben klassische private Beteiligungsgesellschaften aufgrund der sich seit dem Ausbruch weltweiter Subprime-Finanzkrise im Juli 2007<sup>3</sup> massiv verschlechternden Rahmenbedingungen – insbesondere der Finanzierungsmöglichkeiten – etwas an Dynamik eingebüßt.<sup>4</sup> Einen quantitativen Überblick über die weltweite Entwicklung der Unternehmenszusammenschlüsse im Zeitraum von 1986 bis 2005 liefert der Anhang I.

Neben den an einer späteren Stelle noch ausführlich zu diskutierenden „strategischen Motiven“ stehen vor allem erwartete Synergien im Mittelpunkt der meisten Unternehmenszusammenschlüsse. Inzwischen ist der Synergiebegriff en vogue und allgegenwärtig medial präsent. Er fungiert als ultimatives Schlagwort zur öffentlichkeitswirksamen Begründung anstehender Fusionen und Übernahmen.<sup>5</sup> Auch wenn tatsächliche Motive solcher Transaktionen durchaus anders gelagert

---

<sup>1</sup> Zur einführenden Begriffserklärung und zum Wirkungsmechanismus vgl. WEBER/MECKBACH (2008), S. 2022 ff.

<sup>2</sup> Vgl. HARDT/NAGL und KOENEN in HANDELSBLATT.COM (2008) sowie FAZ.NET (2008a).

<sup>3</sup> Diese hat im September 2008 mit der Insolvenz der viertgrößten US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers, Inc. ihren vorläufigen Höhepunkt erreicht. Vgl. BENDERS in HANDELSBLATT.COM (2008).

<sup>4</sup> Vgl. FAZ.NET (2008b); JANSEN (2008), S. 88 ff.

<sup>5</sup> Vgl. stellvertretend für viele WELGE/AL-LAHAM (2003), S. 324.

sein können, sollen mit Synergieerwartungen Bedenken anderer Stakeholder zerstreut werden. Daher strömt der Begriff „Synergie“ zuweilen eine gewisse negative Konnotation aus, da er vielfach als positive Umschreibung für einen geplanten Arbeitsplatzabbau aufgefasst wird.<sup>6</sup> Dagegen vermittelt eine Vielzahl älterer Publikationen zum Thema „Synergie“ eine einseitig positive Belegung dieses Begriffs.<sup>7</sup> Folgende vier jüngere Diskussionsbeiträge sollen diesen Wahrnehmungswandel plastisch verdeutlichen:

- „Dort [in den einschlägigen Zeitschriften- und Buchbeiträgen] wird der Synergiebegriff inflationär und bisweilen eher metaphorisch verwendet. Die so bezeichneten Vorgänge umgibt nicht selten die Aura des Magischen [...]“<sup>8</sup>
- „Synergie ist immer noch ein vager, fast mysteriöser Begriff ohne entscheidende strategische oder finanzielle Bedeutung.“<sup>9</sup>
- „Synergien erwecken vielfach den Charakter von Kalorien: Alle reden darüber, keiner hat sie je gesehen, und am Ende machen sie dick.“<sup>10</sup>
- Last, but not least das aus heutiger Sicht symptomatische und an Arroganz kaum zu übertreffende Statement des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der Daimler-Benz AG SCHREMPP noch vor dem spektakulären Chrysler-Demerger im Mai 2007: „Synergies are bullshit.“<sup>11</sup>

Zusätzliche öffentliche Aufmerksamkeit und Brisanz erlangt das Thema durch wiederkehrende parteipolitische Ausschaltung von Unternehmenstransaktionen und der daran beteiligten Akteure. So fand die im April 2005 vom damaligen Bundesarbeitsminister und SPD-Bundesvorsitzenden MÜNTEFERING angestoßene „Heuschreckendebatte“ internationale Beachtung in der Politik und den Medien. Der entsprechende Tiername belegte den vierten Platz bei der Wahl zum „Wort des Jahres 2005“.<sup>12</sup>

Im Kontext von Unternehmenstransaktionen erfolgt der ambivalente Einsatz des Synergiearguments üblicherweise in dreierlei Hinsicht:<sup>13</sup>

- **Im Vorfeld** anstehender Transaktionen werden zu erwartende Synergien als *Durchsetzungsargument* der Transaktionsbefürworter gegenüber internen und externen Stakeholdern verwendet.

- **In der Verhandlungsphase** werden wiederum Synergien verkäuferseitig als treibendes *Kaufpreisargument* und nach erfolgtem Abschluss erwerberseitig als *Rechtfertigungsargument* für die Höhe des gezahlten Kaufpreises und insbesondere der Übernahmeprämie benutzt.
- **Nach erfolgter Transaktion** werden häufig ausbleibende, überschätzte oder gar negative Synergien als *Alibiargument* für das sich abzeichnende, in den entsprechenden Unternehmenskennzahlen und Börsenkursen manifestierte Scheitern des Transaktionsvorhabens vorgehalten.

Daher sollen im Rahmen der vorliegenden Arbeit folgende zwei Fragestellungen ausführlich und vor allem praxisunterstützend diskutiert werden:

- Was sind Synergien und wie bzw. wodurch entstehen sie? Welche interdisziplinären Herausforderungen für die Unternehmensführung resultieren aus der komplexen Verzahnung der Synergie- mit den Strategieaspekten?
- Wie sind Synergiefragestellungen im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen konsistent, sachgerecht und ganzheitlich zu evaluieren und zu managen, damit keine ökonomische Desillusionierung durch Wertvernichtung eintritt?

## 1.2 Aufbau der Arbeit und Vorgehensweise

Die vorliegende Arbeit ist in fünf Kapitel gegliedert. Im Anschluss an das kurze **Einführungskapitel** befasst sich das **Kapitel 2** zunächst mit einem ersten begrifflichen und inhaltlichen Überblick über grundsätzliche wirtschaftswissenschaftliche Synergiefragestellungen. Danach erfolgt ausführliche Evaluierung *strategischer Synergiegrundlagen* anhand eines umfangreichen interdisziplinären Literaturstudiums. Entsprechend dem thematischen Fokus werden zunächst *Synergieentstehung* und *Synergieformen* aus dem Blickwinkel der besonders relevanten betriebswirtschaftlichen Fakultäten „Strategisches Management“ und „Finanzwirtschaft“ betrachtet. Die entsprechenden theoretischen Ausführungen basieren auf folgenden US-amerikanischen und deutschen Literaturquellen:

- Das theoretische Fundament bilden die beiden maßgeblichen Primäransätze von ANSOFF und PORTER zur grundsätzlichen Erklärung des Synergiephänomens und seiner Einordnung in das Strategische Management. Ergänzend werden kapitalmarkttheoretische Synergieaspekte im Kontext der Portfoliotheorie von MARKOWITZ diskutiert.
- In der deutschsprachigen Literatur wurde das Synergiethema erst Anfang der 1990er reanimiert und erlebte eine wahre Renaissance im Bereich der universitären Forschung. Die hierbei gewonnenen Erkenntnisse werden im Rahmen der vorliegenden Arbeit ebenfalls ausgewertet und dokumentiert.

<sup>6</sup> Vgl. STEIDL (1999), S. 33; KÖPPEL (2007), S. 100.

<sup>7</sup> Vgl. EHRENSBERGER (1993), S. 6 und S. 20 sowie die dort angegebene Literatur.

<sup>8</sup> SCHERM (1998), S. 63.

<sup>9</sup> SIROWER (2001), S. 19.

<sup>10</sup> JANSEN (2004), S. 92

<sup>11</sup> Zitiert nach NÖLTING (1996), S. 149. Aber auch Konkurrent BMW AG hat im März 2000 eine kostspielige Rover-Rückabwicklung durchgeführt.

<sup>12</sup> Vgl. MÜNTEFERING-Interview in der BILD AM SONNTAG, 17.04.2005, S. 3f. Zur kritischen Kommentierung der „Heuschreckendebatte“ vgl. stellvertretend für viele JANSEN (2008), S. 37.

<sup>13</sup> Vgl. ZIEGLER (1997), S. 2 ff. und die dort angegebene Literatur.

Im **Kapitel 3** wird das breite Spektrum einschlägiger Handbücher und Sammelbandbeiträge im Hinblick auf die Klärung *operativer* Synergiegrundlagen im unmittelbaren Transaktionskontext untersucht. Dies erfolgt im Sinne der von RAPPAPORT et al. geprägten, strategiekonformen, wertorientierten Unternehmensführung. Die entsprechenden praxisorientierten Ausführungen konzentrieren sich auf die Analyse des erfolgskritischen Zusammenhanges zwischen der sachgerechten *Synergieerfassung* und *-bewertung* und dem ökonomisch vertretbaren Kaufpreis. Hierzu werden konkrete methodische Tools vorgestellt. Die praxisorientierte Darstellung wird von empirischen Synergieerkenntnissen renommierter Unternehmensberatungen wie McKinsey & Company und Boston Consulting Group (BCG) sowie prominenten Unternehmensbeispielen flankiert.

Im **Kapitel 4** wird anhand eines fiktiven Transaktionsfallbeispiels ein adoptierbares und erweiterbares Konzept zum ganzheitlichen *Synergiemanagement* in der Unternehmenspraxis skizziert.

Im **Kapitel 5** folgt – unter dem wertorientierten Blickwinkel – eine zusammenfassende Schlussbetrachtung der kritischen Erfolgsfaktoren und zentraler Problemfelder eines idealtypischen Synergiemanagementprozesses während einer Unternehmenstransaktion.

Die nachfolgende Abbildung I fasst den methodischen Aufbau der vorliegenden Arbeit in grafischer Form zusammen.

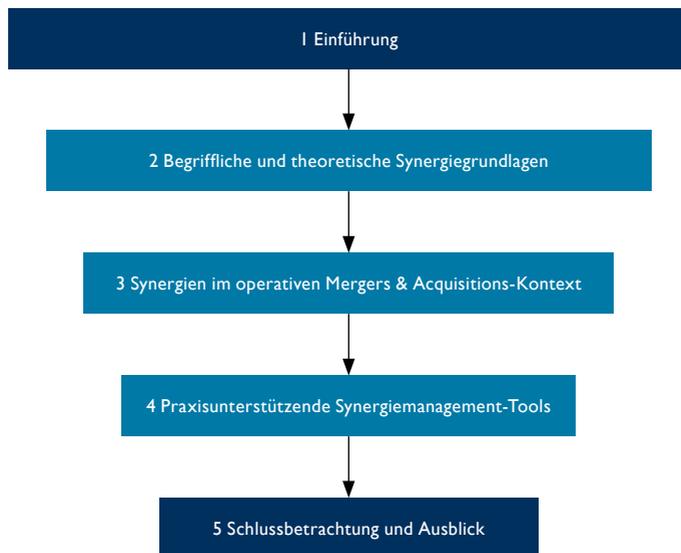


Abb. I Grundstruktur der Arbeit  
Quelle: LELJAKIN

