

**Untersuchungen über das  
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

---

**Abteilung A: Wirtschaftswissenschaft**

**Begründet von Fritz Voigt**

**Herausgegeben von**

**G. Ashauer, H.-J. Krümmel, R. Pohl, B. Rudolph und G. Tichy**

**Band 163**

**Bewertung von Bankakquisitionen  
unter Einbeziehung von  
Zusammenschlußeffekten**

**Von**

**Dirk Becker**



**Duncker & Humblot · Berlin**

**DIRK BECKER**

**Bewertung von Bankakquisitionen unter  
Einbeziehung von Zusammenschlußeffekten**



# Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung A: Wirtschaftswissenschaft

Herausgegeben von

G. Ashauer, H.-J. Krümmel, R. Pohl, B. Rudolph und G. Tichy

Band 163

# Bewertung von Bankakquisitionen unter Einbeziehung von Zusammenschlußeffekten

Von

Dirk Becker



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Becker, Dirk:**

Bewertung von Bankakquisitionen unter Einbeziehung von  
Zusammenschlußeffekten / von Dirk Becker. – Berlin : Duncker  
und Humblot, 1999

(Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen :

Abt. A, Wirtschaftswissenschaft ; Bd. 163)

Zugl.: Hohenheim, Univ., Diss., 1997

ISBN 3-428-09759-9

Alle Rechte vorbehalten

© 1999 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin

Druck: Druckerei Gerike GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0720-7336

ISBN 3-428-09759-9

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-49759-1>



## Vorwort

Die Geschichte des Bankwesens und die Entstehung moderner Strukturen in der Kreditwirtschaft sind begleitet von Zusammenschlüssen und Akquisitionen. Gerade in jüngerer Zeit mit ihren vielfältigen Konzentrationsphänomenen haben diese Vorgänge eine immer höhere Bedeutung für die Herausbildung von wettbewerbsstarken Instituten erlangt. Mit dem Strukturwandel und der fortschreitenden Internationalisierung wird sie in der Zukunft noch steigen.

Um Fehlschläge und Enttäuschungen bei Akquisitionen zu vermeiden und den betriebswirtschaftlich angemessenen Kaufpreis zu ermitteln, ist es wichtig, die wertbeeinflussenden Faktoren klar herauszuarbeiten und ihnen einen möglichst zutreffenden Wert beizumessen. Hier setzt die Thematik der vorliegenden Arbeit ein, die die Effekte, die sich beim Zusammenschluß von Banken ergeben, systematisch herausarbeitet und in ein Bewertungsmodell integriert. Methodische Grundlage ist das Discounted Cash-flow-Verfahren. Der Bewerter prognostiziert die Zahlungsströme für die kommenden Perioden, wie sie aus der Kombination aus Akquisitionsobjekt und Käuferinstitut inklusive Zusammenschlußeffekten zu erwarten sind. Diese werden mit den voraussichtlichen Eigenkapitalkosten des neu entstehenden Institutes diskontiert. Als Ergebnis erhält man schließlich die Kaufpreisgrenze, bis zu der sich die Durchführung der Akquisition gerade noch lohnt.

Diese Arbeit, die 1997 von der Universität Stuttgart-Hohenheim als Dissertation angenommen wurde, entstand während meiner Assistentenzeit am dortigen Lehrstuhl für Kreditwirtschaft. Bei allen, die in dieser Zeit zum Gelingen der Arbeit beigetragen haben, möchte ich mich auf diesem Wege noch einmal bedanken, insbesondere bei meinen Kollegen Dr. Ulrike Berger, Prof. Detlev Hummel und Dipl.-Volksw. Christian Löbke. Dank sei ebenfalls meinem jetzigen Arbeitgeber, der Allianz AG, wo ich die praktische Seite dieses Themas kennenlernen konnte, und die mich bei der Veröffentlichung der Dissertation unterstützt hat. Widmen möchte ich die Arbeit aber den beiden Menschen, ohne deren materielle und ideelle Unterstützung sie nicht hätte entstehen können: meinen Eltern.

München, im November 1998

*Dirk Becker*



# Inhaltsverzeichnis

<b>A. Einleitung</b> .....	13
<b>B. Grundlagen</b> .....	18
1. <i>Begriffsabgrenzungen</i> .....	18
1.1 Begriff der Bankakquisition .....	18
1.2 Begriff des Zusammenschlußeffektes .....	19
2. <i>Rahmenbedingungen für die Bewertung von Bankakquisitionen</i> .....	20
2.1 Bewertungsanlaß .....	20
2.2 Notwendigkeit zur subjektiven Bewertung .....	22
2.3 Funktionen des Bewerter .....	24
2.4 Kreditinstitute als Objekt der Unternehmungsbewertung .....	26
3. <i>Eignung traditioneller Methoden für die Bewertung von Kreditinstituten und Zusammenschlußeffekten</i> .....	27
3.1 Substanzwert .....	28
3.2 Liquidationswert .....	30
3.3 Ertragswert .....	32
3.3.1 Ermittlung des nachhaltigen Ertrags .....	33
3.3.2 Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes .....	36
3.3.3 Beurteilung des Ertragswertverfahrens .....	40
3.4 Weitere Verfahren .....	41
4. <i>Bewertung von Akquisitionen nach dem Shareholder Value Ansatz</i> .....	44
4.1 Das Grundkonzept des Shareholder Value Ansatzes .....	45
4.2 Wertbestandteile nach dem Shareholder Value Ansatz .....	47
4.3 Ablauf einer Bewertung im Sinne des Shareholder Value Ansatzes ..	49
4.4 Beurteilung des Shareholder Value Ansatzes .....	51
5. <i>Zusammenfassung</i> .....	53
<b>C. Bewertung des Käufers als Basis der Grenzpreisermittlung</b> .....	56
1. <i>Grundlagen</i> .....	56
1.1 Aufteilung in Geschäftsfelder .....	57
1.2 Der Begriff des Cash-flow bei Kreditinstituten .....	59
1.3 Prognosetechniken .....	60



1.3.1 Art und Umfang der Prognoseaufgabe .....	61
1.3.2 Mathematisch-statistische Prognoseverfahren .....	63
1.3.3 Qualitative Prognoseverfahren .....	67
1.3.4 Strategieorientierte Prognoseverfahren .....	74
1.3.5 Einsatz der EDV als Hilfsmittel bei der Prognose .....	80
1.3.6 Fazit .....	81
1.4 Umfeldanalyse .....	82
1.4.1 Analyse des Makrosystems .....	83
1.4.2 Analyse des Mikrosystems .....	87
2. Bestandteile der Stand-alone-Bewertung .....	91
2.1 Erlöse aus dem kundenbezogenen Geschäft .....	91
2.1.1 Prognose der Mengenkomponte .....	91
2.1.1.1 Allgemeine Vorüberlegungen .....	91
2.1.1.2 Prognose des Mengengerüsts im Passivgeschäft .....	94
2.1.1.3 Prognose des Mengengerüsts im Aktivgeschäft .....	96
2.1.1.4 Prognose des Mengengerüsts im Dienstleistungsgeschäft ..	97
2.1.2 Prognose der Wertkomponente .....	99
2.1.2.1 Allgemeine Vorüberlegungen .....	99
2.1.2.2 Prognose des Zinsüberschusses .....	100
2.1.2.3 Prognose der Erlöse im Dienstleistungsgeschäft .....	103
2.2 Prognose der Eigengeschäftsbereiche .....	104
2.3 Prognose der betrieblichen Auszahlungen .....	107
2.2.1 Prognose der Betriebskosten .....	107
2.2.2 Prognose der Investitionen .....	111
2.4 Sonstige Zahlungswirkungen .....	114
2.5 Berücksichtigung von Steuern .....	115
2.6 Einbeziehung der Inflation .....	116
2.7 Bestimmung des Restwertes .....	119
2.8 Ermittlung des Kapitalisierungsfaktors .....	121
2.8.1 Kosten der verschiedenen Eigenkapitalkomponenten .....	121
2.8.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten von Kreditinstituten .....	129
2.9 Wertermittlung für das nicht-betriebsnotwendige Vermögen .....	130
3. Ermittlung des Stand-alone-Wertes .....	131
<b>D. Grenzpreisfindung für die Akquisition .....</b>	<b>132</b>
1. Größenwirkungen als Wertbestandteil .....	133
1.1 Größendegressionseffekte .....	133
1.1.1 Potentiale für Skaleneffekte .....	134

1.1.1.1 Potentiale für steigende Skalenerträge .....	135
1.1.1.2 Bereiche mit sinkenden Skalenerträgen .....	137
1.1.2 Empirische Evidenz .....	141
1.1.3 Einfluß der Größendegressionseffekte auf die Bewertung .....	145
1.2 Umfangseffekte .....	147
1.2.1 Potentiale für Umfangseffekte .....	148
1.2.2 Empirische Evidenz .....	150
1.2.3 Einfluß der Umfangseffekte auf die Bewertung .....	151
1.3 Effizienzwirkungen .....	153
1.3.1 Potentiale für Effizienzveränderungen .....	154
1.3.2 Empirische Evidenz .....	158
1.3.3 Einfluß der Effizienzwirkungen auf den Wert .....	160
1.4 Zusammenfassende Beurteilung .....	161
2. <i>Werteinflüsse durch Synergien</i> .....	161
2.1 Potentiale für positive Synergien .....	163
2.1.1 Marktsynergien .....	163
2.1.2 Betriebssynergien .....	166
2.1.3 Beschaffungssynergien .....	169
2.1.4 Managementsynergien .....	170
2.1.5 Aufsichtsrechtlich bedingte Synergien .....	171
2.1.6 Finanzielle Synergien .....	173
2.2 Negative Synergiewirkungen .....	175
2.2.1 Integrationskosten .....	176
2.2.2 Dyssynergien .....	182
2.3 Empirische Evidenz .....	192
2.4 Einfluß von Synergien auf den Wert .....	194
3. <i>Werteinfluß strategischer Faktoren</i> .....	201
3.1 Einführung .....	201
3.2 Akquisitionen zur Umsetzung von Strategien auf Geschäftsfeldebene .....	203
3.2.1 Marktpenetration .....	204
3.2.2 Marktherausforderung .....	207
3.2.3 Kostenführerschaft .....	208
3.2.4 Differenzierung .....	212
3.2.5 Internationalisierung .....	216
3.3 Akquisitionen zur Umsetzung von Strategien auf Gesamtbankebene .....	220
3.3.1 Ausbaustrategien .....	222
3.3.2 Diversifikation .....	223
3.3.3 Verlagerung .....	224

3.4 Einfluß der strategischen Zusatzerträge auf die Wertkomponenten . .	226
4. <i>Werteinflüsse durch Risikoeffekte</i> . . . . .	234
4.1 Allgemeines unternehmerisches Risiko . . . . .	234
4.2 Bankbetriebliche Erfolgsrisiken . . . . .	238
4.2.1 Kreditrisiken . . . . .	239
4.2.2 Sonstige bankbetriebliche Erfolgsrisiken . . . . .	243
4.3 Wirkung der Risikoeffekte auf die Bewertung . . . . .	245
5. <i>Bestimmung der Preisobergrenze</i> . . . . .	247
5.1 Prognose der Zahlungsüberschüsse der entstehenden Wirtschaftseinheit . . . . .	248
5.2 Kapitalkostensatz für die entstehende Wirtschaftseinheit . . . . .	260
5.3 Zusammenführung der Wertkomponenten zur Preisgrenze . . . . .	265
<b>E. Zusammenfassende Beurteilung</b> . . . . .	267
<b>Literaturverzeichnis</b> . . . . .	270
<b>Sachwortverzeichnis</b> . . . . .	307



## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Bankenkonzentration in Europa.....	14
Abbildung 2: Systematik der Anlässe für Unternehmungsbewertungen .....	21
Abbildung 3: Bewertung einer Privatbank durch verschiedene Kaufinteressen- ten .....	24
Abbildung 4: Einigungsbereich bei Preisverhandlungen .....	26
Abbildung 5: Die drei Phasen der Unternehmungsbewertung.....	35
Abbildung 6: Einfluß des Kalkulationszinsfußes auf den Unternehmungswert	37
Abbildung 7: Ermittlung des freien Cash-flow bei Banken.....	61
Abbildung 8: Denkmodell der Szenario-Technik .....	69
Abbildung 9: Deskriptorenmodell für Banken als Grundlage der Szenario- Planung.....	72
Abbildung 10: Kostenverlauf nach dem Konzept der Erfahrungskurve .....	74
Abbildung 11: Kriterien zur Beurteilung der Marktattraktivität im Bankbereich	77
Abbildung 12: Kriterien zur Beurteilung der Wettbewerbsstärke im Bankbereich	78
Abbildung 13: Neun-Felder-Matrix des Portfolio-Konzeptes von McKinsey & Co. ....	79
Abbildung 14: Beispiel für ein Bankenportfolio .....	79
Abbildung 15: Lebenszykluskonzept für Finanzdienstleister.....	86
Abbildung 16: <i>Porter</i> -Konzept zur Branchenanalyse .....	88
Abbildung 17: Auswirkung von Methodenunterschieden bei empirischen Grö- ßenstudien .....	142
Abbildung 18: Beispiel eines Culture Web zur Messung von Kulturunterschie- den.....	184
Abbildung 19: Semantisches Differential zur Darstellung von Kulturunterschie- den.....	185
Abbildung 20: Akkulturationsformen aus Sicht von Akquisitionsobjekt und Käufer.....	187
Abbildung 21: Strategiematrix nach <i>Ansoff</i> .....	205
Abbildung 22: Übergang vom Ist-Portfolio zum Ziel-Portfolio .....	221
Abbildung 23: Beispiel für mehrstufige strategische Bewertung .....	230
Abbildung 24: Auswirkungen des Zusammenschlusses auf die Mengenkompo- nente .....	250

Abbildung 25: Auswirkungen des Zusammenschlusses auf die Wertkomponente .....	251
Abbildung 26: Auswirkungen des Zusammenschlusses auf die Betriebskosten	253
Abbildung 27: Positive Korrektive für den Zusammenschluß .....	257
Abbildung 28: Negative Korrektive für den Zusammenschluß .....	257
Abbildung 29: Kursverlauf der ABN-Amro Aktie 1990 - 1993 .....	259
Abbildung 30: Kursverlauf der Bankgesellschaft Berlin Aktie 1994 - 1997 .....	299

## A. Einleitung

Unternehmungsübernahmen und Fusionen sind inzwischen auch in Europa zu einem alltäglichen Bestandteil der Unternehmungspolitik geworden. Kreditinstitute<sup>1</sup> sind hiervon keineswegs ausgenommen, was durch spektakuläre Zusammenschlüsse wie zwischen den schweizer Großbanken *Schweizerische Bankgesellschaft* und *Schweizerischer Bankverein* zur *United Bank of Switzerland* oder zwischen den beiden bayerischen Großbanken zur *Bayerischen Hypo- und Vereinsbank*, die Übernahme der deutschen *Bank für Gemeinwirtschaft* durch den französischen *Crédit Lyonnais* oder des britischen Investmenthauses *Kleinwort Benson* durch die *Dresdner Bank* eindrucksvoll illustriert wird. Der europäische Bankenmarkt kann als stark fragmentiert charakterisiert werden.<sup>2</sup> Mit Zusammenschlüssen versuchen die Institute, ihre Wettbewerbsposition zu verbessern und ihre Schlagkraft zu erhöhen. Aufsichtsbehörden und Regierungen fördern die kreditwirtschaftliche Konzentration, indem Fusionskontrollen und -beschränkungen für Banken oft nur eingeschränkt gelten und mit Zusammenschlüssen großer Banken eine politisch gewollte Aufwertung von Finanzplätzen begünstigt wird. Bei wirtschaftlich angeschlagenen Instituten werden Fusionen oder Übernahmen zudem aktiv betrieben.<sup>3</sup>

Bei den deutschen Kreditinstituten steckt der Konsolidierungsprozeß noch in den Anfängen.<sup>4</sup> Im Zentrum des Konzentrationsprozesses werden mittelgroße Banken stehen, die für eine umfassende Marktpräsenz zu klein, für die Beschränkung auf eine einzelne Marktnische aber zu groß sind. Sie müssen sich also durch eigene Akquisitionen zu großen Instituten entwickeln oder werden selbst aufgekauft und so zum Bestandteil eines großen Bankkonzerns.<sup>5</sup>

Im Zusammenhang mit der Vollendung des europäischen Binnenmarktes müssen sich alle Anbieter von Finanzdienstleistungen mit der Frage auseinandersetzen, in welchem Umfang sie im europäischen Markt vertreten sein

---

<sup>1</sup> In dieser Arbeit werden die Begriffe „Kreditinstitut“ und „Bank“ synonym verwendet. Es sind damit alle Anbieter im deutschen Kreditgewerbe im Sinne des § 1 KWG gemeint.

<sup>2</sup> Vgl. Marois, B./Farde, X.: Cross-border acquisitions, S. 839.

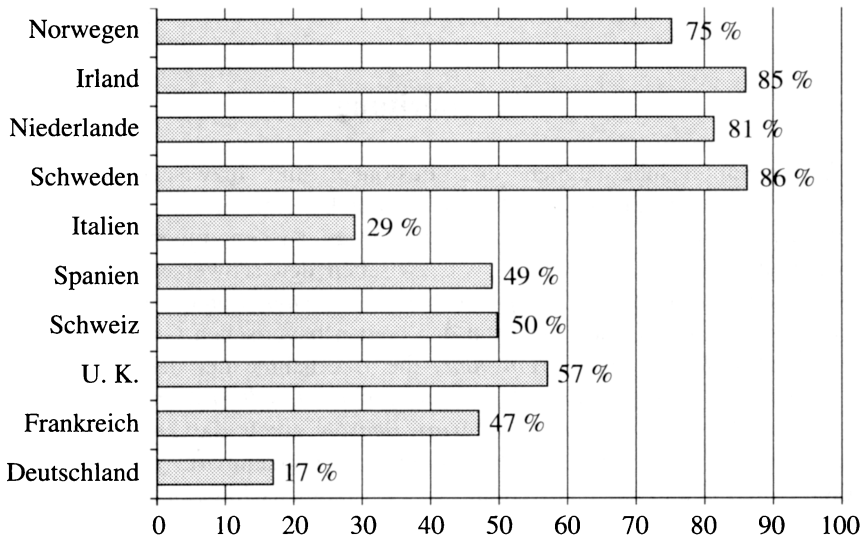
<sup>3</sup> Vgl. Tichy, G.: Bankengröße, S. 358 f.

<sup>4</sup> Vgl. Meister, E.: Finanzdienstleistungen, S. 247, der feststellt, daß in fast allen Ländern der EU die Bankkonzentration bereits höher ist als in Deutschland.

<sup>5</sup> Vgl. Katz, N.: Bank Consolidation, S. 13.



Abbildung 1: Bankenkonzentration in Europa



Addierter Marktanteil der fünf größten Banken jedes Landes, Stand November 1997.

wollen. Ein Großteil der damit zusammenhängenden grenzüberschreitenden Akquisitions- und Fusionsprozesse ist bereits erfolgt, es stehen aber noch immer bedeutende Anbieter in wichtigen Ländern ohne eigene Vertretung da.<sup>6</sup> Auch wegen dieser andauernden Internationalisierungsbestrebungen wird es weitere Bankakquisitionen geben, zumal hierfür innerhalb der EU kaum rechtliche oder administrative Hindernisse bestehen.<sup>7</sup>

Daneben hat sich bei den Entscheidungsträgern der Kreditwirtschaft ein gewisser „Mitläufer-Effekt“ eingestellt: wenn die Konkurrenz durch spektakuläre Übernahmen auf sich aufmerksam gemacht hat, soll das eigene Haus nicht dahinter zurückstehen.<sup>8</sup> Mittlerweile ist den Banken aber klar geworden, daß sie ihre Transaktionen nach streng betriebswirtschaftlichen Maßstäben beurteilen müssen.

Wenn sich eine Bankakquisition betriebswirtschaftlich auszahlen soll, so muß der Kaufpreis in einem angemessenen Verhältnis zum Wert des Zielunternehmens stehen. Nach einer Studie von *McKinsey & Co.* enden fast zwei Drittel aller Akquisitionen als Mißerfolg,<sup>9</sup> wobei letztlich jede

<sup>6</sup> Vgl. Franck, C.: Banken im Binnenmarkt und de Buhr, J./Sieger, H.: Kraftprobe, S. 177f.

<sup>7</sup> Vgl. Marois, B./Farde, X.: Cross-border acquisitions, S. 842.

<sup>8</sup> Vgl. Katz, N.: Bank Consolidation, S. 14.

<sup>9</sup> Vgl. Helling, U.: Unternehmensbewertung, S. 17.

gescheiterte Übernahme auf einen zu hohen Kaufpreis zurückgeführt werden kann.<sup>10</sup> Erfahrungen haben gezeigt, daß die Entscheidungsträger des Käufers zur Überschätzung von Zusammenschlußeffekten neigen, um höhere Kaufpreise zu rechtfertigen und das Zustandekommen der Transaktion dadurch abzusichern.<sup>11</sup> Daher läßt sich in der Realität eine Tendenz zu überzogenen Kaufpreisen feststellen,<sup>12</sup> insbesondere wenn sich mehrere Interessenten beim Kauf desselben Institutes gegenseitig zu überbieten versuchen.<sup>13</sup> Eine Rechtfertigung hierfür erhielten sie sogar aus der theoretischen Betriebswirtschaftslehre, die die Einbeziehung von sog. Zusammenschlußeffekten, die sich bei Unternehmungszusammenschlüssen ergeben, in den Kaufpreis immer wieder vehement gefordert hatte. Die Einbeziehung dieser Effekte rechtfertigt meist einen höheren Kaufpreis als bei isolierter Betrachtung.<sup>14</sup> Problematisch bei der Umsetzung dieser Erkenntnisse in die Praxis ist, daß die positiven Effekte stark überbewertet werden, während man die mit ihrer Umsetzung verbundenen Kosten und Probleme aus der Bewertung ausklammert.

Ohne die Einbeziehung der Zusammenschlußeffekte besteht hingegen die Gefahr, daß ein zu geringes Preisangebot abgegeben wird und das Akquisitionsojekt einem Wettbewerber zufällt, der diese in seine Preisobergrenze einbezogen hat.<sup>15</sup> Für die Ermittlung des angemessenen Kaufpreises ist also eine realistische Einschätzung dieser Effekte ein wichtiger Faktor.

Bislang gibt es für die Bewertung von Unternehmungen der Kreditwirtschaft lediglich Grundmodelle,<sup>16</sup> in denen Zusammenschlußeffekte nicht oder nur am Rande berücksichtigt werden. Ziel dieser Arbeit ist es, die bewertungsrelevanten Effekte beim Zusammenschluß von Kreditinstituten

---

<sup>10</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 241.

<sup>11</sup> Vgl. Shleifer, A./Vishny, R. W.: Value Maximization, S. 14.

<sup>12</sup> Vgl. Sieben, G./Diedrich, R.: Unternehmensakquisitionen, S. 795 und speziell auf Banken bezogen Marois, B./Farde, X.: Cross-border acquisitions, S. 842 und Rose, P. S.: Profiles, S. 18 f.

<sup>13</sup> Tichy spricht in diesem Zusammenhang von einem „winners curse“, da der sich letztlich durchsetzende (meistbietende) Käufer wahrscheinlich einen zu hohen Preis gezahlt hat. Vgl. Tichy, G.: Bankengröße, S. 380.

<sup>14</sup> Vgl. Gomez, P.: Wertsteigerung, S. 445. Die Notwendigkeit zur Einbeziehung dieser Effekte in den Unternehmungswert ist in Theorie und Praxis inzwischen unbestritten, vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 86 - 90 und Moxter, A.: Grundsätze, S. 9ff.

<sup>15</sup> Vgl. Sieben, G./Diedrich, R.: Wertfindung, S. 803.

<sup>16</sup> In der deutschsprachigen Literatur sind dies v.a. Zessin, A.: Unternehmensbewertung (1982); Schell, G. R.: Ertragsermittlung (1988); Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Bewertung (1989). Für den angelsächsischen Raum ist die Publikation von Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 476 - 512 zu nennen. Vgl. in diesem Zusammenhang auch Wall, L. D./Gup, B. E.: Bank Acquisitions, S. 112, die darauf verweisen, daß es noch keine gute Theorie zur Bankenbewertung gibt.

herauszuarbeiten und zu systematisieren. Zudem soll gezeigt werden, wie sich diese Effekte in die Preisfestlegung integrieren lassen. Das Rahmenkonzept hierfür liefert der v.a. von Rappaport<sup>17</sup> zunächst zur Unternehmensführung<sup>18</sup> entwickelte Shareholder Value Ansatz, der den Erfolg einer Investition daran mißt, ob sie unter Einbeziehung der damit verbundenen Risiken ökonomischen Wert für die Anteilseigner schafft.<sup>19</sup> Nach diesem Maßstab muß auch eine Akquisition beurteilt werden: sie kann nur dann als Erfolg gelten, wenn der Käufer damit unter Einbeziehung aller wertsteigernden und -mindernden Effekte das Vermögen seiner Eigenkapitalgeber steigert.<sup>20</sup> Schlüsselfaktor hierfür ist der Akquisitionspreis, da durch diesen festgelegt wird, welche zusätzlichen Erträge aus dem Zielobjekt herausgeholt werden müssen, um die Transaktion als Erfolg werten zu können. In dieser Arbeit wird ein ganzheitlich orientierter Ansatz vorgestellt, der den Wert der Käuferbank vor der Akquisition mit ihrem Wert danach vergleicht. Die Differenz zwischen beiden Größen stellt genau den mit der Akquisition erreichbaren Wertbeitrag und damit auch die maximal akzeptable Preisgrenze dar.<sup>21</sup>

Für den Aufbau des Modells werden im Kapitel B zunächst Grundlagen der allgemeinen Unternehmensbewertung geklärt und der Einsatz des Shareholder Value Ansatzes bei der Bewertung erläutert. Kapitel C vollzieht für das Modell der Wertsteigerungsmessung den ersten Schritt, indem eine Bewertung der Käuferbank im Stand-alone Betrieb, also ohne Durchführung der Akquisition erfolgt. Hierfür wird das Bewertungsverfahren des Shareholder Value Modells an kreditwirtschaftliche Besonderheiten angepaßt. Kapitel D arbeitet systematisch heraus, welche Zusammenschlußeffekte sich bei Akquisitionen im Bankbereich ergeben können. Die dabei

---

<sup>17</sup> Die maßgeblichen Arbeiten für die Entstehung des Shareholder Value Ansatzes sind: 1979 Rappaport, A.: *aquisitions*, 1981 Rappaport, A.: *strategies* und 1986 Rappaport, A.: *Shareholder Value*.

<sup>18</sup> Nach dem Shareholder-Value Konzept soll die Unternehmenspolitik so ausgerichtet werden, daß das laufende Einkommen oder das Endvermögen maximiert wird. Dieses Ziel hat inzwischen in der Praxis, in den letzten Jahren auch bei Kreditinstituten, erhebliche Bedeutung gewonnen, vgl. Volkard, R.: *Unternehmenswert*, S. 543.

<sup>19</sup> Vgl. Behm, U.: *Eigenkapitalkosten*, S. 102f.

<sup>20</sup> Vgl. Love, J. H./Scouller, J.: *Growth by acquisition*, S. 5 und Nadler, P. S./Miller, R. B.: *Banking Jungle*, S. 31. In den USA ist die Steigerung des Shareholder Value schon lange das Hauptziel bei Bankakquisitionen, vgl. Miller, W. D.: *Bank Acquisition*, S. 34. In Kontinentaleuropa bestehen hier bislang noch Defizite, die sich nach Aussage eines Investmentbankers in den letzten Jahren aber immer stärker abgebaut haben.

<sup>21</sup> Ein vergleichbares Konzept findet sich in Ansätzen bereits bei Sieben, G./Zapf, B. [Hrsg.]: *Unternehmensbewertung*, S. 44f. und bei Helling, N. U.: *Unternehmensbewertung*, S. 52ff.

geschaffene Einteilung in die Bereiche Größendegression, Synergien, strategische Pläne und Risikoeffekte stellt eine Neuerung im Schrifttum dar, wo bislang eine Systematisierung solcher Effekte fehlt. Neben den Wertsteigerungspotentialen sollen auch die mit ihrer Realisierung verbundenen Risiken und Gefahren dargestellt werden, so daß eine ausgewogene und differenzierte Betrachtung möglich wird. Unter Einbeziehung aller Zusammenschlußeffekte wird das mit der Akquisition entstehende Institut bewertet. Die Bewertung der Bankakquisition erfolgt dann durch Gegenüberstellung der in den Hauptkapiteln C und D gefundenen Werte. Das Schlußkapitel schließlich behandelt Stärken und Schwächen des Modells.

## **B. Grundlagen**

In diesem Kapitel werden die Verfahren der Unternehmungsbewertung vorgestellt und ihre Eignung für die vorliegende Thematik untersucht.

### **1. Begriffsabgrenzungen**

Zunächst werden die für den Verlauf der Arbeit wichtigen Begriffe kurz erläutert und abgegrenzt.

#### **1.1 Begriff der Bankakquisition**

Der Begriff der Akquisition bezeichnet den Erwerb eines geschlossenen Güterverbundes in Form einer Unternehmung durch eine andere<sup>1</sup> und umschreibt den Übergang der Gesellschafts-, Entscheidungs- und Kontrollrechte auf den Käufer.<sup>2</sup> In der deutschsprachigen Literatur werden neben der Bezeichnung Akquisition Begriffe wie Unternehmungsübernahme, Beteiligungserwerb oder Unternehmungskauf verwandt. Eine Akquisition liegt nur vor, wenn der Käufer die Geschäftspolitik im Zielobjekt ohne Einschränkungen bestimmen kann.<sup>3</sup>

Als Bank läßt sich in Anlehnung an die gesetzlichen Vorschriften eine Unternehmung bezeichnen, die über einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb verfügt und mindestens eines der in § 1 KWG aufgeführten Bankgeschäfte betreibt. Der Bankbegriff ist in dieser Arbeit damit bewußt weit gehalten und umfaßt neben den klassischen Universalbanken auch spezialisierte Nischenanbieter und die verschiedenen Erscheinungsformen von Banken in anderen Ländern. Nicht berücksichtigt hingegen werden die Anbieter von Nichtbank-Dienstleistungen wie Versicherungen oder reine Vertriebsgesellschaften. In dieser Arbeit soll die horizontale Bankakquisition behandelt werden, bei der sowohl Käufer wie Kaufobjekt Kreditinstitute sind.

---

<sup>1</sup> Vgl. Kirchner, M.: Akquisitionsmanagement, S. 30.

<sup>2</sup> Vgl. Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 6f.

<sup>3</sup> Vgl. Kirchner, M.: Akquisitionsmanagement, S. 31f.

## 1.2 Begriff des Zusammenschlußeffektes

Der Begriff des Zusammenschlußeffektes umschreibt die Tatsache, daß nach einer Akquisition Käufer und Zielunternehmung als neue wirtschaftliche Einheit zusammengeschlossen einen höheren Wert haben als die Summe der beiden Einzelwerte vor der Verbindung.<sup>4</sup> Neben dem Begriff Zusammenschlußeffekt werden hierfür auch die Bezeichnungen Verbund- oder Kooperationseffekt gebraucht.

Zusammenschlußeffekte wirken sich nicht immer nur wertsteigernd aus, sondern können, z.B. durch Kosten der Integration der Geschäftsabläufe beider Partner durchaus auch negativ sein, was bei der Bewertung häufig übersehen oder unterschätzt wird. Der Zusammenschlußeffekt muß also korrekterweise als Saldo aller festgestellten positiven und negativen Verbunderscheinungen einbezogen werden.<sup>5</sup> Ein insgesamt negativer Zusammenschlußeffekt müßte dann auch zu einer Verringerung des Preisgebotes führen.

Die Einbeziehung von Zusammenschlußeffekten in die Unternehmungsbewertung wird von der theoretischen Betriebswirtschaftslehre bereits seit langem gefordert<sup>6</sup> und hat sich zwischenzeitlich in der Bewertungspraxis auch durchgesetzt.<sup>7</sup> Die in der jüngeren Vergangenheit gezahlten hohen Akquisitionspreise zeigen, daß Zusammenschlußeffekte von den meisten Käufern einbezogen wurden. Kaufinteressenten, die hierzu nicht bereit oder in der Lage waren, mußten häufig erfahren, daß ihre Preisangebote zu gering ausfielen und sie daher nicht zum Zuge kamen.<sup>8</sup>

Auch bei der Bewertung von Bankakquisitionen sind Zusammenschlußeffekte einzubeziehen. Ihre korrekte Identifizierung und Quantifizierung wird in dieser Arbeit als Schlüssel zur Ermittlung des angemessenen Unternehmenswertes angesehen.

---

<sup>4</sup> Vgl. Küting, K.: Analyse von Verbundeffekten, S. 176.

<sup>5</sup> Vgl. Küting, K.: Analyse von Verbundeffekten, S. 177.

<sup>6</sup> Dies taucht erstmals bereits 1923 implizit bei Liebermann auf, der ausführt, daß eine Unternehmung für zwei verschiedene Käufer aufgrund der unterschiedlichen Integrationsmöglichkeiten in den eigenen Betrieb unterschiedliche Zukunftserträge abwirft, vgl. Liebermann, B.: Ertragswert, S. 60f. 1957 wird die Einbeziehung in die Bewertung von Busse von Colbe erneut gefordert, vgl. Busse von Colbe, W.: Zukunftserfolg, S. 153 ff.

<sup>7</sup> Vgl. hierzu z.B. Dörner, der sich als Vertreter der Praxis in einem wissenschaftlichen Meinungsaustausch entsprechend geäußert hat, in o.V.: Meinungsspiegel, S. 571 oder IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 86 - 90.

<sup>8</sup> Vgl. Hafner, R.: Unternehmensbewertung, S. 486.



## 2. Rahmenbedingungen für die Bewertung von Bankakquisitionen

Im folgenden Abschnitt sollen grundlegende Erkenntnisse der Unternehmensbewertung dargestellt werden, die auch für die Bewertung von Kreditinstituten gelten. Zudem wird die für diese Arbeit angenommene Ausgangssituation erarbeitet.

### 2.1 Bewertungsanlaß

Die Anlässe zur Bewertung eines Kreditinstituts in seiner Gesamtheit<sup>1</sup> können eingeteilt werden in entscheidungsabhängige, bei denen sich die Eigentumsverhältnisse der zu bewertenden Unternehmung verändern, und nicht-entscheidungsabhängige, bei denen die Eigentumsverhältnisse unverändert bleiben. Der bedeutendste Anlaß ist nach dieser Systematik ein entscheidungsabhängiger, nämlich der Kauf oder Verkauf.<sup>2</sup> Daneben müssen Bewertungen erfolgen, wenn in eine Unternehmung ein neuer Gesellschafter eintreten will oder eine Fusion von zwei Unternehmungen geplant ist. Diese Fälle, bei denen die Zustimmung beider Seiten erforderlich ist, werden als „nicht-dominierter Bewertungsanlaß“ bezeichnet.<sup>3</sup>

Bei den entscheidungsabhängigen Anlässen gibt es daneben noch die dominierte Konfliktsituation, in der auch gegen den Willen einer der beteiligten Parteien der Eigentumsübergang erfolgen kann. Hierzu gehören u. a. Enteignungen, Ausschließung oder Abfindung von Gesellschaftern, Erbauseinandersetzungen oder der Abschluß eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrags.<sup>4</sup> Für diese Anlässe werden oftmals vom Gesetz betriebswirtschaftlich fragwürdige Bewertungsverfahren vorgeschrieben,<sup>5</sup> die im weiteren Verlauf unberücksichtigt bleiben sollen. Zu den nicht-entscheidungsabhängigen Anlässen gehören Bewertungen zur Feststellung der Besteuerungsgrundlage, als Ausgangspunkt für eine Sanierung<sup>6</sup> oder zur Selbstinformation des Managements. Die Systematisierung der Bewertungsanlässe ist in Abbildung 2 zusammenfassend dargestellt.

Die in dieser Arbeit angenommene Bewertungssituation ist nicht-dominant, entscheidungsabhängig und vom Typ Kauf/Verkauf. Es wird von einem Käufer ausgegangen, der das Institut mit einer unternehmerischen

---

<sup>1</sup> Eine Aufstellung möglicher Bewertungsanlässe für die allgemeine Bewertung bieten z. B. Sieben, G./Schildbach, T.: Bewertung, S. 458.

<sup>2</sup> Vgl. Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 11.

<sup>3</sup> Vgl. Ballwieser, W./Leuthier, R.: Unternehmensbewertung, S. 546.

<sup>4</sup> Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Bewertung, S. 457f.

<sup>5</sup> Vgl. Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 13.

<sup>6</sup> Vgl. Ballwieser, W./Leuthier, R.: Unternehmensbewertung, S. 546.

Abbildung 2: Systematik der Anlässe für Unternehmensbewertungen

	entscheidungsabhängig (= Wechsel der Eigentumsverhältnisse)		nicht entscheidungsabhängig
	nicht dominiert	dominiert	
Typ „Kauf/Verkauf“	Kauf/Verkauf einer Unternehmung oder eines Unternehmungs-teils	<p>Ausscheiden eines Personengesellschafters durch:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Kündigung</li> <li>– Konkurs</li> <li>– Kündigung durch Privatgläubiger</li> <li>– Ausschluß wegen Lästigkeit</li> </ul> <p>Barabfindung von Minderheitsgesellschaftern bei:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– übertragender Umwandlung</li> <li>– Abschluß eines Gewinnabführungs-/ Beherrschungsvertrags</li> <li>– Eingliederung</li> <li>– formwechselnder Umwandlung</li> </ul> <p>Enteignung, Vergesellschaftung</p> <p>Erbaueinandersetzung</p>	<p>Besteuerung</p> <p>Information (z. B. für Zwecke der Unternehmensführung)</p> <p>Sanierung</p>
Typ „Fusion“	<p>Unternehmensgründung mit Einbringung</p> <p>Eintritt eines Gesellschafters in eine bestehende Unternehmung ohne Ausscheiden bisheriger Gesellschafter</p> <p>Fusion</p>	<p>Abfindung von Minderheitsgesellschaftern in eigenen Aktien bei:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– übertragender Umwandlung</li> <li>– Abschluß eines Gewinnabführungs-/ Beherrschungsvertrages</li> <li>– Eingliederung</li> </ul>	

Quelle: Künnemann, M.: Objektivierte Unternehmensbewertung, S. 59 und Ballwieser, W./Leuthier, R.: Unternehmensbewertung, S. 547. Fett umrandet sind die in dieser Arbeit relevanten Anlässe.

Zielsetzung erwerben will. Dabei beauftragt er einen Bewerter, der in der Wirtschaftspraxis meist ein Investmentbanker, ein Unternehmungsberater oder ein Wirtschaftsprüfer ist, den Grenzpreis zu ermitteln, zu dem sich die Akquisition für ihn gerade noch lohnt. Der Verkäufer gewährt dem Kaufinteressenten unbeschränkten Einblick in die internen Unterlagen der Bank, so daß dieser seine Bewertung nicht allein auf externe Quellen zu stützen braucht.<sup>7</sup> Die Betrachtung ist dabei auf den Käufer konzentriert, für den unter Einrechnung aller denkbaren Zusammenschlußeffekte seine maximale Grenze der Zahlungsbereitschaft ermittelt wird. Selbstverständlich ist diese nicht automatisch mit dem Kaufpreis identisch. Er sollte vielmehr versuchen, durch Verhandlungen einen möglichst weit unter seiner Obergrenze liegenden Preis durchzusetzen.

Diese Ausgangssituation dürfte als typisch für den Verkauf privater Banken gelten. Einschränkungen gegenüber der Realität ergeben sich nur insoweit, als dort der Käufer oft nicht die Möglichkeit hat, sich alle Informationen aus internen Quellen zu besorgen. Zudem werden in der Praxis solche Transaktionen oft unter erheblichem Zeitdruck durchgeführt, so daß eine präzise Analyse nicht erfolgt. Angesichts der Beträge, die für den Kauf von Banken ausgegeben werden, ist dies eine höchst befremdliche Erscheinung und erklärt vielleicht auch die hohe Mißerfolgsrate.

## 2.2 Notwendigkeit zur subjektiven Bewertung

Die Debatte um objektive oder subjektive Bewertung beherrschte lange die Fachdiskussion. Auslöser war der Wunsch der Praxis nach einem objektiv ermittelbaren, für alle Investoren gültigen Unternehmungswert.<sup>8</sup> Hierfür wurde die Fiktion des „normalen Investors“<sup>9</sup> geschaffen, aus dessen Sicht die Bewertung erfolgen sollte, wobei nicht tatsächlich erzielbare Größen zugrundegelegt werden, sondern Größen, die bei „normalen Umständen“ von „Jedermann“ aus der Unternehmung herausgeholt werden können.<sup>10</sup> Sicher wäre es hilfreich, einen solchen intersubjektiv und situationsübergreifend gültigen Wert ermitteln zu können, aber die Bewertungspraxis hat gezeigt, daß es diesen objektiven Wert nicht gibt.<sup>11</sup>

---

<sup>7</sup> Ohne diese Annahme wäre eine Bewertung der Bank durch den Käufer nicht möglich, da durch die bankspezifischen Rechnungslegungsprivilegien aus den publizierten Unterlagen alleine zu wenig Informationen herauszuholen wären, vgl. Zessin, A.: Unternehmensbewertung, S. 40.

Der Käufer ist gut beraten, wenn er sich nicht vollständig auf die u.U. geschönten Informationen verläßt, die er vom Verkäufer erhält, sondern sich darüber hinaus aus anderen Quellen informiert, vgl. Ritchey, J. S.: Acquisition Valuation, S. 27.

<sup>8</sup> Vgl. Jaensch, G.: Wert und Preis, S. 8.

<sup>9</sup> Vgl. Bretzke, W. R.: Problematik des Objektivitätsanspruchs, S. 548.

<sup>10</sup> Vgl. Busse von Colbe, W.: Subjektive Unternehmungsbewertung, S. 115.

Die Einwendungen gegen die objektive Bewertung wurden zuerst von *Busse von Colbe* formuliert.<sup>12</sup> Die bewußte Ausklammerung von unternehmerischen Zielsetzungen und Besonderheiten des Unternehmungskäufers führt gerade bei den hier behandelten entscheidungsabhängigen, nicht-dominierten Bewertungsanlässen zu unbrauchbaren Ergebnissen. Für den Käufer ist es unerheblich, ob ein „normaler Investor“ mit dem Zielobjekt zu dem verlangten Kaufpreis einen Gewinn erzielt, sondern nur, wie sich der Kauf unter Einbeziehung aller Besonderheiten aus seiner speziellen Sicht rechnen wird. Auch kann der objektive Wert Zusammenschlußeffekte nicht erfassen. Schließlich bezieht der objektive Wert nicht mit ein, daß mit unterschiedlichen Verwendungen für eine Unternehmung auch ihr Preis variiert. Dieser Zusammenhang zwischen Wert und geplanter Verwendung gilt, wie Abbildung 3 zeigt, auch für Kreditinstitute.

Die umgangssprachliche Gleichsetzung von *subjektiv* mit Begriffen wie *irrational* oder *einseitig* erschwerte lange das Verständnis um die Überlegenheit der subjektiven Bewertung und hat wohl auch ihre Akzeptanz in der Praxis lange verzögert. Zur Vermeidung solcher rein sprachlicher Verwirrungen könnte man stattdessen von subjektorientierter, entscheidungsorientierter<sup>13</sup> oder situativer<sup>14</sup> Bewertungslehre sprechen, allerdings hat sich der Subjektivitätsbegriff eingebürgert und soll im weiteren Verlauf verwandt werden.

Gemäß der subjektiven Lehre bestimmt sich der Wert einer Unternehmung nach dem Nutzen, den sein Eigentümer daraus ziehen kann.<sup>15</sup> Ziel des Bewertungsvorgangs ist damit nicht mehr die Ermittlung eines gemeinen Wertes, sondern die Erarbeitung einer Entscheidungsgrundlage, bis zu welcher Preisgrenze sich die Durchführung der geplanten Transaktion unter Einbeziehung aller subjekt- und situationsspezifischen Besonderheiten noch lohnt.<sup>16</sup> Sofern sich also mehrere Interessenten um den Kauf einer Unternehmung bemühen, wird letztlich derjenige den Zuschlag erhalten, der sich

---

<sup>11</sup> Vgl. Linke, M.: Bewertung, S. 31 f. Viele Vertreter der theoretischen Betriebswirtschaftslehre bestreiten bereits die Existenz eines objektiven Unternehmungswertes, vgl. z. B. Busse von Colbe, W.: Zukunftserfolg, S. 14 f., Sieben, G.: Entscheidungswert, S. 502 oder Moxter, A.: Grundsätze, S. 6. Jaensch stuft den Begriff „objektiver Gesamtwert einer Unternehmung“ gar in den metaphysischen Bereich ein, vgl. Jaensch, G.: Wert und Preis, S. 6.

<sup>12</sup> Vgl. Bartke, G.: Unternehmensbewertung, S. 240 und zum weiteren Busse von Colbe, W.: Zukunftserfolg, S. 14 f.

<sup>13</sup> Vgl. Bretzke, W. R.: Problematik des Objektivitätsanspruchs, S. 553.

<sup>14</sup> Vgl. Linke, M.: Bewertung, S. 64.

<sup>15</sup> Vgl. Schmalenbach, E.: Werte von Anlagen, S. 11, wo der Merksatz „Ohne Nutzen kein Wert“ geprägt wird und IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 2.

<sup>16</sup> Vgl. Jaensch, G.: Wert und Preis, S. 10 f.

Abbildung 3: Bewertung einer Privatbank durch verschiedene Kaufinteressenten

potentieller Käufer	Verwendung
Großbank	Eingliederung in ihr Filialnetz, Kauf der bestehenden Kundenverbindungen, Bewertungsobjekt profitiert in bestimmten Bereichen (z. B. Zahlungsverkehr) von den Größenvorteilen des Käufers
in derselben Region tätige Privatbank	Fusion zur Erreichung einer höheren Betriebsgröße, Realisierung von Synergieeffekten
Großbank aus einem anderen EU-Land	interessiert am Zugang zum deutschen Bankenmarkt, kann dadurch eigene Produkte über eine bereits am Markt eingeführte Vertriebsstation in Deutschland absetzen
Großbank aus einem Nicht-EU-Land	Hauptinteresse: Zugang zum EU-Binnenmarkt, Produkte des zu kaufenden Instituts sind sekundär

Dieselbe Privatbank wird von verschiedenen Käufern wegen der unterschiedlichen Verwendungsmöglichkeiten verschieden bewertet. Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 51.

aus der Transaktion den höchsten Nutzen errechnet und der daher auch zur Zahlung des höchsten Kaufpreises bereit ist.<sup>17</sup>

Die subjektive Bewertung entspricht damit der sich durchsetzenden entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre und kann die größere theoretische Geschlossenheit für sich beanspruchen.<sup>18</sup> Die Subjektivität als wesentliches Prinzip der Unternehmungsbewertung wird daher im Verlauf dieser Arbeit eine große Rolle spielen, insbesondere bei der Einbeziehung der Zusammenschlußeffekte in die Bewertung.

### 2.3 Funktionen des Bewerters

Die sog. „Kölner Funktionenlehre“ bezieht den Bewertungskontext ein und integriert so subjektive und objektive Bewertung in einen umfassenden Ansatz.<sup>19</sup> Danach kann der Bewerter als Berater einer der beteiligten Parteien, der den Grenzpreis ermittelt (*Beratungsfunktion*), als Vermittler, der einen Interessenausgleich zwischen den Parteien herbeiführen will (*Vermittlungsfunktion*) oder als Argumentationshelfer, der für die von ihm vertretene Partei in der Verhandlung ein günstiges Ergebnis herausholen will

<sup>17</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 37.

<sup>18</sup> Vgl. Bartke, G.: Unternehmensbewertung, S. 239.

<sup>19</sup> Vgl. hierzu ausführlich Sieben, G.: Entscheidungswert, S. 491 und Sieben, G./Schildbach, T.: Bewertung, S. 455.

(*Argumentationsfunktion*), auftreten.<sup>20</sup> Außer diesen Hauptfunktionen können Bewertungen noch für Zwecke der Steuerbemessung oder zur Selbstinformation der Unternehmensführung erfolgen.<sup>21</sup>

Ist der Bewerter als Berater einer Partei tätig, so hat er den Entscheidungswert zu ermitteln, der bei rationalem Verhalten vom Käufer nicht über- und vom Verkäufer nicht unterschritten werden darf. Dieser stellt die Grenze der Konzessionsbereitschaft dar und wird der Gegenpartei gegenüber normalerweise geheimgehalten.<sup>22</sup> Der Entscheidungswert muß streng subjektiv ermittelt werden,<sup>23</sup> so daß verschiedene Käufer unterschiedliche Preisgrenzen errechnen werden.<sup>24</sup>

Nach den Vorstellungen der Kölner Funktionenlehre haben beide Parteien zu Beginn der Preisverhandlungen ihre Entscheidungswerte ermittelt. Ein Verhandlungsergebnis ist nur zu erwarten, wenn der Grenzpreis des Verkäufers unter dem des Käufers liegt, da es nur in diesem Fall einen Einigungsbereich gibt.

Ohne Einigungsbereich wird die Transaktion nicht stattfinden, da sonst mindestens eine der beteiligten Parteien ihre wirtschaftliche Situation verschlechtert.

In Verhandlungen versuchen beide Seiten, einen möglichst großen Teil des Einigungsbereiches für sich zu gewinnen.<sup>25</sup> Hierzu lassen sie sich Bewertungsgutachten anfertigen, mit denen sie ihre Verhandlungsposition zu unterstützen suchen. Der Bewerter erfüllt dabei eine Argumentationsfunktion, da er sich nicht um die Ermittlung eines angemessenen Wertes bemüht, sondern nur Faktoren zusammenträgt und möglichst glaubwürdig in Gutachten zusammenfaßt, die die Verhandlungsposition der von ihm vertretenen Seite stützen.<sup>26</sup> Damit soll die Gegenseite übervorteilt werden, was umso besser gelingen wird, je besser die zusammengetragenen Faktoren sachlich nachvollziehbar sind<sup>27</sup> und je unerfahrener die Gegenpartei ist<sup>28</sup>.

Die letzte Hauptfunktion des Kölner Modells ist die Vermittlungsfunktion, in der der Bewerter einen möglichst gerechten Interessenausgleich

<sup>20</sup> Vgl. Sieben, G.: Entscheidungswert, S. 492 f.

<sup>21</sup> Vgl. für einen tabellarischen Überblick über die verschiedenen Funktionen der Bewertung nach der Kölner Lehre Sieben, G./Schildbach, T.: Bewertung, S. 459.

<sup>22</sup> Vgl. Sieben, G.: Entscheidungswert, S. 492.

<sup>23</sup> Vgl. Lutz, H.: Unternehmensbewertung, S. 150.

<sup>24</sup> Vgl. Matschke, M. J.: Ermittlung, S. 4.

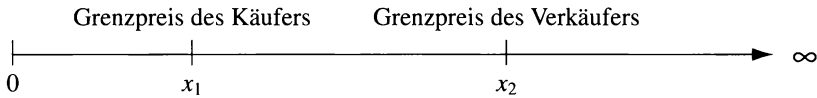
<sup>25</sup> Vgl. Hafner, R.: Unternehmensbewertung, S. 457.

<sup>26</sup> Vgl. Matschke, M. J.: Argumentationswert, S. 518 f.

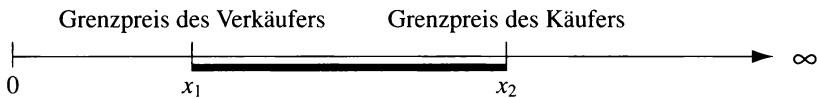
<sup>27</sup> Vgl. Dörner, W.: Praxis der subjektiven Unternehmensbewertung, S. 206.

<sup>28</sup> Nur „naive“ Verhandlungspartner lassen sich von Argumentationsgutachten von ihrer Position abbringen, vgl. Wagenhofer, A.: Argumentationspreis, S. 548.

Abbildung 4: Einigungsbereich bei Preisverhandlungen



Kein Einigungsbereich, da der Käufer höchstens  $x_1$  zahlen kann, der Verkäufer aber mindestens  $x_2$  verlangen muß.



Einigungsbereich liegt zwischen  $x_1$  und  $x_2$ .

zwischen den Verhandlungsparteien herbeiführen soll.<sup>29</sup> Dieser Schieds- spruch- oder Arbitriumwert soll im Einigungsbereich zwischen den Ent- scheidungswerten liegen, wobei es für die Aufteilung des Einigungsberei- ches zwischen Käufer und Verkäufer keine allgemeingültige Lösung gibt.<sup>30</sup>

Der hier zu untersuchende Sachverhalt entspricht der Beratungsfunktion. Der Bewerter soll den Preis ermitteln, den eine Bank für die Akquisition eines anderen Institutes höchstens bezahlen kann, ohne sich wirtschaftlich zu verschlechtern.

## 2.4 Kreditinstitute als Objekt der Unternehmensbewertung

Kreditinstitute weisen gegenüber Betrieben aus Industrie und Handel Besonderheiten auf, die für die Bewertung beachtet werden müssen. Pri- märe Besonderheit sind dabei die Bankleistungen, die unstofflich und erklä- rungsbedürftig sind und meist nur in einem vom Nachfrager bestimmten Verbund abgesetzt werden können. Auch der Dualismus des einzelnen Bankprodukts, das sich in eine Wert- und in eine Stückleistung aufteilt, bildet eine charakteristische Besonderheit.<sup>31</sup>

Üblich geworden ist die Aufteilung der bankbetrieblichen Leistungsberei- che in einen technisch-organisatorischen (TOB) und in einen liquiditäts- mäßig-finanziellen Bereich (LFB). Der TOB umfaßt menschliche und sach- liche Produktionsfaktoren und teilt sich in eine Sozialsphäre aus mensch- licher Arbeitskraft und menschlichen Beziehungen, eine Realsphäre aus Grundstücken, Gebäuden, Geschäftsausstattung usw. und in eine Informa-

<sup>29</sup> Vgl. Lutz, H.: Unternehmensbewertung, S. 149.

<sup>30</sup> Vgl. Ballwieser, W./Leuthier, R.: Unternehmensbewertung, S. 550.

<sup>31</sup> Vgl. von Stein, J. H.: Bankleistung, S. 358 f.

tions- und Kommunikationssphäre auf. Der LFB beschreibt hingegen die Nutzung des monetären Faktors. Seine Aufgabe ist die Sicherstellung der jederzeitigen Zahlungsbereitschaft und die Einhaltung der Bedingungen der Vermögens-, Kapital- und Erfolgsstruktur.<sup>32</sup> Die Gewinnerzielung erfolgt weniger aus der Leistungserstellung des TOB, sondern vielmehr durch das Ausnutzen von Marktchancen bei Mittelbeschaffung und -verwendung im LFB.<sup>33</sup> Über diesen beiden Bereichen ist der geschäftspolitische Bereich angesiedelt, der für TOB und LFB Ziele vorgibt, die zu ihrer Erreichung erforderlichen Maßnahmen und Strategien entwickelt und den Zielerreichungsgrad kontrolliert. Dort werden die zur Führung und Steuerung der Bank erforderlichen Entscheidungen getroffen.<sup>34</sup>

Daneben beeinflussen die Besonderheiten im kreditwirtschaftlichen Umfeld den Wert einer Bank. Hierzu gehört zunächst die hohe Abhängigkeit von externen Entscheidungen, einmal von der Finanz-, Geld- und Währungspolitik mit ihren Auswirkungen auf wichtige Ergebnisgrößen, zum anderen bei der Leistungserstellung, bei der die Banken im Augenblick der Nachfrage leistungsbereit sein müssen und damit stark fremdbestimmt sind.<sup>35</sup> Weitere Besonderheit ist die teilweise Einschränkung der unternehmerischen Entscheidungsautonomie, v. a. durch die Aufsicht des BAKred, dem nach den Bestimmungen des KWG weitreichende Befugnisse von der Zulassung zum Geschäftsbetrieb über verschiedene Bereiche der laufenden Aufsicht bis zur Beendigung der Geschäftstätigkeit zustehen.<sup>36</sup>

### **3. Eignung traditioneller Methoden für die Bewertung von Kreditinstituten und Zusammenschlußeffekten**

Die Bewertung ganzer Unternehmungen gehört zu den komplexesten betriebswirtschaftlichen Fragestellungen. Mit den verschiedenen hierfür entwickelten Methoden<sup>1</sup> werden völlig unterschiedliche Unternehmungswerte errechnet.<sup>2</sup> In der deutschen Bewertungspraxis finden bisher meist der Sub-

---

<sup>32</sup> Vgl. Deppe, H.-D.: Bankbetriebslehre, S. 52.

<sup>33</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 16.

<sup>34</sup> Vgl. Mülhaupt, L.: Banken, S. 22.

<sup>35</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Planung, Sp. 70f.

<sup>36</sup> Vgl. Mülhaupt, L.: Banken, S. 26.

<sup>1</sup> Vgl. z.B. Aigner, H./Holzer, P.: Unternehmensbewertung, S. 2230, die eine Liste mit 13 in Deutschland, Österreich und in den USA gebräuchlichen Methoden zusammengestellt haben.

<sup>2</sup> Bellinger und Vahl haben anhand einer Beispielunternehmung neun Verfahren durchgerechnet und haben dabei für diese Unternehmung neun verschiedene Werte ermittelt, die in einer Spanne von 123 Mio. DM bis 218,5 Mio. DM liegen. Vgl. Bellinger, B./Vahl, G.: Unternehmensbewertung, S. 240. Dasselbe Experiment wurde bereits 1960 von Jacob durchgeführt, der dabei Unternehmungswerte zwischen



stanzwert, der Liquidationswert und der Ertragswert Verwendung. Diese Verfahren werden daher im Hinblick auf ihre Aussagekraft für die Bewertung von Kreditinstituten einschließlich Zusammenschlußeffekten vorgestellt und beurteilt. Daneben wird kurz auf weitere Verfahren hingewiesen.

### 3.1 Substanzwert

Nach der Substanzwertmethode entspricht der Gesamtwert einer Unternehmung der Summe seiner in Wiederbeschaffungspreisen gerechneten Vermögensteile abzüglich der Schulden.<sup>3</sup> Das Verfahren simuliert den Nachbau der Unternehmung und interpretiert die dafür aufzuwendenden Kosten als Unternehmungswert.

Bei Banken besteht der größte Teil der Substanz aus Forderungen, deren Wert zum Nennbetrag der Restforderung angesetzt werden kann, so daß die Wertfindung nur bei Krediten, deren Einbringlichkeit unsicher ist, Probleme aufwirft. Auch die Bewertung der anderen Bestandteile des liquiditätsmäßig-finanziellen Bereichs von Banken ist relativ einfach: flüssige Mittel, Schecks und Wechsel sind zum Nominalwert anzusetzen, Wertpapiere zum Börsenwert.<sup>4</sup> Für die Bewertung des Immobilienbesitzes der Bank wurden in der Praxis leicht handhabbare Verfahren entwickelt.<sup>5</sup> Bewertungsunsicherheiten treten bei der Geschäftsausstattung auf, da sich Marktwerte für gebrauchte Anlagen nur schwer ermitteln lassen.<sup>6</sup> Für betriebsnotwendige Beteiligungen, z. B. an Bausparkassen, Investmentfonds-Gesellschaften oder Unternehmungen, in die Bankaufgaben ausgelagert wurden, wird ein eigener Substanzwert ermittelt und dem zu bewertenden Institut zugeschlagen.<sup>7</sup>

Von dem so ermittelten Wert der Aktiva muß das Fremdkapital abgezogen werden. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kunden und Kreditinstituten, die den größten Anteil am Fremdkapital einer Bank ausmachen, können zum Rückzahlungswert angesetzt werden. Schwierigkeiten können sich bei der Bemessung von Rückstellungen ergeben, die, anders als bei der von steuerlichen oder ausweispolitischen Erwägungen dominierten Bilanzierung, nach rein betriebswirtschaftlichen Grundsätzen vorzunehmen ist.<sup>8</sup>

---

346.000 DM und 500.000 DM für dieselbe Unternehmung ermittelte, vgl. Jacob, H.: Methoden, S. 143. Für die Postbank errechnete die Investmentbank *Schroders* mit verschiedenen Verfahren Unternehmungswerte zwischen 2 Mrd. DM und 8 Mrd. DM.

<sup>3</sup> Vgl. Matschke, M. J.: Entscheidungswert, S. 127.

<sup>4</sup> Vgl. Jung, W.: Praxis, S. 212.

<sup>5</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 126f, wo solche Methoden aufgeführt sind.

<sup>6</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze, S. 41.

<sup>7</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch, S. 128f.

<sup>8</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 132f.

Dieser Substanzwert ist der sog. Teilrekonstruktionsaltwert. Daneben gibt es den Teilrekonstruktionsneuwert, bei dem die Substanz zu Neupreisen angesetzt wird, so daß das Problem der Ermittlung von Marktwerten umgangen wird.<sup>9</sup> Durch technischen Fortschritt können aber neue Anlagen vom Leistungsvermögen her den tatsächlich vorhandenen so weit überlegen sein, daß der Rekonstruktionsneuwert keinen Bezug mehr zum eigentlichen Substanzwert hat und daher bei der Bewertung nicht weiterhilft.<sup>10</sup>

In die Teilrekonstruktionswerte werden immaterielle Vermögensgegenstände wie Know-how, Humankapital, Managementqualität, Organisationsstruktur, Unternehmungskultur oder Kundenbeziehungen nicht einbezogen. Diese sind jedoch für den wirtschaftlichen Erfolg immer wichtiger geworden,<sup>11</sup> für Kreditinstitute mit ihrer stark vertrauensabhängigen Dienstleistungspalette sind sie geradezu überlebenswichtig. Hier setzt der sog. Vollrekonstruktionswert an, in den alle materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände einfließen.<sup>12</sup> Es bleibt allerdings fraglich, wie diese Fiktion des Nachbaus der zu bewertenden Bank inklusive aller z.T. über viele Jahre gewachsenen immateriellen Werte zu bewerkstelligen ist.<sup>13</sup> Auch das Problem des mit dem Nachbau verbundenen Zeitaufwandes wird vernachlässigt – die Errichtungszeit wird stillschweigend gleich Null gesetzt.<sup>14</sup> Die Ermittlung des Vollrekonstruktionswertes ist also mit einer solchen Fülle von Unsicherheiten belastet, daß er in der Bewertungspraxis nicht sinnvoll eingesetzt werden kann.

Der Substanzwert war bis in die siebziger Jahre hinein die in der deutschen Bewertungspraxis vorherrschende Methode, da er sich nach Meinung seiner Verfechter aus konkreten und objektiven Grundlagen zusammensetzt.<sup>15</sup> Allerdings gibt es auch bei ihm Unsicherheitsfaktoren, z.B. bei der Schätzung der Zeitwerte von Anlagen und Immobilien oder der Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände.<sup>16</sup> Hinzu kommt, daß der Substanzwert insbesondere in seiner üblichen Form als Teilrekonstruktionswert die Wertbestandteile nur unzureichend erfaßt. Eine erfolgreiche Bank ist regelmäßig mehr wert als die Summe ihrer betrieblichen Substanz, da das kombinierte Zusammenwirken der Unternehmungsteile einen Mehrwert gegenüber der isolierten Einzelbetrachtung bewirkt, den das Substanzwertverfah-

---

<sup>9</sup> Vgl. Busse von Colbe, W.: Zukunftserfolg, S. 20.

<sup>10</sup> Vgl. Pühringer, M. W.: Unternehmensbewertung, S. 3.

<sup>11</sup> Vgl. Aigner, H./Holzer, H. P.: Unternehmensbewertung, S. 2229 u. Vahl, G.: Unternehmensbewertung, S. 73.

<sup>12</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze, S. 44.

<sup>13</sup> Vgl. Linke, M.: Bewertung, S. 45 - 49.

<sup>14</sup> Vgl. Sieben, G.: Substanzwert, S. 34.

<sup>15</sup> Vgl. Gerling, C.: Unternehmensbewertung, S. 11f.

<sup>16</sup> Vgl. Aigner, H./Holzer, H. P.: Unternehmensbewertung, S. 2229.

ren nicht erfassen kann.<sup>17</sup> Ebenso wird ein Minderwert, der sich z.B. bei unfähigem Management durch suboptimale Kombination der Einzelteile ergibt, vom Substanzwertverfahren nicht erkannt. Der Käufer einer solchen ertragsschwachen Unternehmung hätte nur Substanz ohne Ertrag, die ihm, gemessen an den gängigen unternehmerischen Zielsetzungen, keinen Nutzen stiften kann.<sup>18</sup> Als alleiniges Bewertungsverfahren kann der Substanzwert für die vorliegende Thematik auch deshalb nicht eingesetzt werden, weil sich damit Zusammenschlußeffekte weder erkennen noch berechnen lassen.

Bereits Anfang der sechziger Jahre unterzog *Sieben* den Substanzwert einer eingehenden Betrachtung und sprach ihm dabei eine eigenständige Funktion innerhalb der Unternehmungsbewertung ab.<sup>19</sup> Durch diese Untersuchung und die nachfolgende Fachdiskussion wurde das Verfahren immer weiter aus der Bewertungspraxis verdrängt<sup>20</sup> und übernimmt heutzutage nur noch Hilfsfunktionen im Rahmen der Gesamtbewertung, indem es rechnerische Grundlagen, z.B. für die Bemessung des künftigen Reinvestitionsbedarfs abzuschätzen hilft und bei der Bewertung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens eingesetzt wird.<sup>21</sup> Zudem orientieren sich Unternehmungskäufer oft an der Vermögenssubstanz ihrer Zielobjekte, die für den Fall eines Fehlschlags der Akquisition als Sicherheitsreserve gesehen wird.<sup>22</sup> Für diese Funktionen wird er auch für die Bewertung von Banken gebraucht.

### 3.2 Liquidationswert

Der Liquidationswert beschreibt im Gegensatz zum Substanzwert nicht den Gebrauchswert der betrieblichen Substanz, sondern ihren am Absatzmarkt erzielbaren Preis bei Zerschlagung der Unternehmung.<sup>23</sup> Er bildet

<sup>17</sup> Vgl. Ballwieser, W./Leuthier, R.: Unternehmensbewertung, S. 548.

<sup>18</sup> Derartige nicht-rentierliche Substanz ist für einen Käufer wertlos, vgl. *Sieben*, G.: Beratungsfunktion, S. 64, wo in diesem Zusammenhang der Begriff „Nonvaleur“ verwandt wird.

<sup>19</sup> Vgl. *Sieben*, G.: Substanzwert, insbes. S. 77f. Diese Untersuchung entstand unter Anleitung von Münstermann, der hierfür die Grunderkenntnis lieferte.

<sup>20</sup> Anhänger des Substanzwertverfahrens klagen gar über ein gestörtes Verhältnis vieler Praktiker zum Rekonstruktionswert, vgl. z.B. Csik, A.: Substanzwert, S. 1901. Trotz aller aufgezeigten Mängel wird der Substanzwert noch immer zur Bewertung kleiner und mittelständischer Unternehmungen eingesetzt, vgl. Niehues, K.: Unternehmensbewertung, S. 2248.

<sup>21</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 124. Ein Investmentbanker bezeichnete die Substanzwertmethode in einem Interview sogar als „a complete waste of time.“

<sup>22</sup> Vgl. Beck, P./Fischer-Winkelmann, W.: Bewertungsmethoden, S. 7.

<sup>23</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 123.

damit eine Wertgrenze,<sup>24</sup> unter die der Kaufpreis nicht sinken kann,<sup>25</sup> da ein rationaler Verkäufer keinen Preis akzeptiert, der unter dem Verkaufserlös der Substanz liegt.

Der Liquidationswert der geldnahen Aktiva läßt sich verhältnismäßig leicht berechnen.<sup>26</sup> Die Primärliquidität in Form von Kassenbestand und Guthaben bei Bundesbank und Postgiroamt kann zum Nennwert angesetzt werden, ebenso zum Einzug erhaltene Schecks und Wechsel. Wertpapiere werden zum Börsenkurs angesetzt. Für Forderungen erfolgt die Bewertung in Höhe der Rückzahlungsbeträge unter Einbeziehung zu erwartender Ausfälle. Bei Beteiligungen entscheidet v.a. die Beteiligungshöhe, daneben aber auch die Handelbarkeit der Anteile und die sonstigen Eigentumsverhältnisse über den zu erwartenden Liquidationserlös. Fallen bei der Veräußerung Buchgewinne an, so sind die darauf fälligen Steuern bei der Bewertung zu berücksichtigen.

Der größte Unterschied zwischen Substanz- und Liquidationswert ergibt sich im Sachanlagevermögen, da gebrauchte Anlagen meist nur einen geringen Wiederverkaufswert haben. Die Gegenstände der Betriebs- und Geschäftsausstattung müssen daher, falls sich nicht ausnahmsweise ein Käufer findet, der sie weiterverwenden kann und daher zur Zahlung des Gebrauchswertes bereit ist, verschrottet werden und sind entsprechend anzusetzen. Der Veräußerungswert von Immobilien kann wie beim Substanzwert ermittelt werden, wobei zu berücksichtigen ist, daß besondere Eigenarten, z.B. baulicher Art, die Verwendung von Gebäuden für einen Käufer einschränken und so den Verkaufspreis mindern können. Nicht bewertet wird das immaterielle Anlagevermögen wie Kundenstamm, Marktposition u.ä., da es durch die Liquidation untergeht.

Vom Liquidationserlös der Vermögenswerte müssen das Fremdkapital und der beim Verkaufsprozeß anfallende Aufwand abgezogen werden, um den Liquidationswert der Bank zu erhalten. Beim Fremdkapital werden die Verbindlichkeiten zum Rückzahlungswert, die Pensionsrückstellungen zum Barwert und die sonstigen Rückstellungen in Höhe der voraussichtlich anfallenden tatsächlichen Aufwendungen angesetzt. Der größte Teil des im Verkaufsprozeß anfallenden Aufwandes entsteht im Personalbereich. Bei der Liquidation ist gem. § 112, I, S. 2 i.V.m. § 111, II, Nr. 1 BetrVG ein Sozialplan aufzustellen, der die wirtschaftlichen Nachteile für die Beschäf-

---

<sup>24</sup> Daher muß der Liquidationswert als Wertuntergrenze auch ermittelt werden, wenn keine Zerschlagung der Unternehmung vorgesehen ist, vgl. Moxter, A.: Tod-sünden, S. 255.

<sup>25</sup> Vgl. Busse von Colbe, W.: Zukunftserfolg, S. 25.

<sup>26</sup> Die Bewertung der einzelnen Positionen von Banken zum Liquidationswert ist ausführlich beschrieben bei Zessin, A.: Unternehmensbewertung, S. 177 - 213. Vgl. zum Folgenden v.a. dort.

tigten ausgleichen oder abmildern soll. Weitere Aufwendungen sind einzukalkulieren, z. B. für Verkaufsausschreibungen, Auktionen, Notariats- bzw. Gerichtsgebühren, Entsorgung nicht-verkäuflicher Anlagen u. ä., die erhebliche Größenordnungen erreichen können.

In der Praxis kommt es durchaus vor, daß die Abzugsposten den Wert der Vermögensgegenstände übersteigen. Die Unternehmung erzielt dann einen negativen Verkaufspreis: der Verkäufer zahlt dem Käufer einen Preis dafür, daß er ihm die bei der Zerschlagung des Betriebes anfallenden Verluste abnimmt.<sup>27</sup> Dieser Fall ist jedoch für Kreditinstitute mit ihrem hohen Anteil an leicht monetisierbaren Aktiva untypisch.

Auch der Liquidationswert ermittelt keinen objektiven Unternehmungswert, da auch hier die Wertfindung subjektiv geprägte Annahmen erfordert. Weiterhin ist die Zerschlagungsintensität bedeutsam für die Höhe des Liquidationswertes.<sup>28</sup> Wenn es gelingt, einen Käufer für zusammenhängende Teile, z. B. die gesamte EDV-Anlage, zu finden, der sie für den eigenen Geschäftsbetrieb weiternutzen kann, so ist ein höherer Verkaufspreis zu erzielen, als wenn die Gegenstände von niemandem mehr verwendet werden können und einzeln – dann nur noch zum Schrottwert – veräußert werden müssen. Auch der zeitliche Horizont ist ein wesentlicher Einflußfaktor. Findet die Zerschlagung unter Zeitdruck statt, so wird der Ertrag geringer sein, als wenn sie allmählich erfolgt.<sup>29</sup> Zusammenschlußeffekte werden nicht berücksichtigt, da sie bei der Liquidierung nicht anfallen. Das Liquidationswertverfahren erfüllt Hilfsfunktionen im Rahmen der Gesamtbewertung, v. a. bei den nicht-betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen und für die Ermittlung der Wertuntergrenze.<sup>30</sup> Daher kommt der Bewerter nicht umhin, sich eine Vorstellung über den Liquidationswert des Bewertungsobjektes zu bilden.

### 3.3 Ertragswert

Beim Ertragswert handelt es sich um einen „synthetischen Wert“, der nicht auf die Einzelbewertung der Substanz abstellt, sondern auf ihr Zusammenwirken.<sup>31</sup> Der Wert der Unternehmung bestimmt sich durch die künftig

<sup>27</sup> Vgl. Voigt, J. F.: Unternehmensbewertung, S. 129. In diesem Zusammenhang spricht man auch von Unternehmungen, die „geschenkt noch zu teuer“ sind, vgl. Pühringer, M. W.: Unternehmensbewertung, S. 3.

<sup>28</sup> Vgl. Linke, M.: Bewertung, S. 37 f.

<sup>29</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 122 f.

<sup>30</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 44. In der Praxis wird der Liquidationswert mittlerweile fast ausschließlich zur Bestimmung der Wertuntergrenze eingesetzt, vgl. Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung, S. 742.

<sup>31</sup> Vgl. Jaensch, G.: Unternehmensbewertung, S. 330.

erzielbaren wirtschaftlichen Überschüsse. Da Zahlungsströme zu unterschiedlichen Zeitpunkten unterschiedlich bewertet werden müssen, erfolgt eine Gewichtung durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag. Das Ertragswertverfahren kann sachlich und methodisch der Investitionstheorie zugeordnet werden,<sup>32</sup> der mit ihm ermittelte Unternehmungswert ist der „Kapitalwert im Sinne der Investitionstheorie“.<sup>33</sup> Die dort aufgestellten Entscheidungskriterien lassen sich auf den Kauf des Güterverbundes „Unternehmung“ übertragen; schließlich stellt auch eine Akquisition letztlich eine Investition dar, wenn auch eine sehr komplexe.<sup>34</sup>

Der Ertragswert rechnet sich bei der normalerweise angenommenen unendlichen Lebensdauer nach folgender Formel:<sup>35</sup>

$$\text{Ertragswert} = \frac{\text{jährlicher nachhaltiger Ertrag}}{\text{Kapitalisierungsziinsfuß}}$$

Für den Ertragswert müssen also zwei Komponenten ermittelt werden: der jährlich zu erzielende nachhaltige Ertrag und der Diskontierungsziinsatz.

### 3.3.1 Ermittlung des nachhaltigen Ertrags

Die Festlegung des Zukunftserfolgs aus dem Bewertungsobjekt gehört zu den Hauptdiskussionspunkten bei Verhandlungen über Unternehmungs-transaktionen,<sup>36</sup> da sie umfangreiche Annahmen über unsichere künftige Entwicklungen bedingen. Hier ist der Ertragswert den vergangenheitsorientierten Substanz- und Liquidationswerten überlegen, da der Käufer einer Unternehmung sich nicht für die Erfolge der Vergangenheit interessiert, sondern nur dafür, was er selbst durch den Kauf wird erwirtschaften können.<sup>37</sup>

Neben der Zukunftsbezogenheit gilt für die Ertragswertermittlung der Grundsatz der Bewertungseinheit. Nicht die Summe der Einzelteile macht den Unternehmungswert aus, sondern der Zukunftsnutzen des Güterverbundes „Unternehmung“ in seiner Gesamtheit. Das nicht-betriebsnotwendige Ver-

<sup>32</sup> Vgl. Schierenbeck, H.: Unternehmensbewertung, S. 651.

<sup>33</sup> Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 80.

<sup>34</sup> Vgl. Busse von Colbe, W.: Zukunftserfolg, S. 43.

<sup>35</sup> Vgl. für die rechnerische Herleitung dieser Formel z.B. Jaensch, G.: Wert und Preis, S. 35.

<sup>36</sup> Vgl. Matschke, M. J.: Entscheidungswert, S. 54, der dies in einer empirischen Untersuchung in den 70er Jahren ermittelt hat.

<sup>37</sup> Vgl. Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 21. Es wird in diesem Zusammenhang der Merksatz „Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts“ geprägt.

mögen, das keinen direkten Ergebnisbeitrag leistet,<sup>38</sup> ist dem Ertragswert zum „Barwert der synthetisch ermittelten Liquidationserlöse“<sup>39</sup> zuzuschlagen.

Die einfachste Methode zur Abschätzung der Zukunftserfolge ist die Ertragsüberschußrechnung, in der die künftigen Erträge und Aufwendungen saldiert werden. Mit einer Rückschauanalyse werden Informationen über die Erfolgsdeterminanten der Vergangenheit gesammelt, aus denen sich Gewinnerwartungen der Zukunft ableiten lassen.<sup>40</sup> Die Vergangenheitswerte sollen aber nicht einfach extrapoliert, sondern durch Verständnis-, Erkenntnis- und Gewichtungsprozesse in die Zukunft fortgeschrieben werden.<sup>41</sup>

Eine Ermittlung alleine auf Basis der Rechnungswesendaten wird oftmals als unbefriedigend empfunden, da der Käufer einer Bank nicht an bilanziell ausgewiesenen Überschüssen interessiert ist, sondern an Zahlungsüberschüssen, die er entnehmen und frei verwenden kann. Eine solche Zahlungsüberschußrechnung ist für lange Betrachtungszeiträume aber nur sehr schwierig aufzustellen,<sup>42</sup> da die Vielzahl und Volatilität ineinandergreifender Zahlungsströme erhebliche Umformungen der primär auf Periodenerfolgsrechnung ausgerichteten Rechnungswesendaten erfordert. Daher wurde für die Bewertung eine modifizierte Ertragsüberschußrechnung entwickelt, in der die aus der GuV-Rechnung übernommenen Größen v. a. um die Zahlungswirkungen der Investitionsausgaben korrigiert werden, die nur selten den in der GuV-Rechnung berücksichtigten Abschreibungsbeträgen entsprechen, sondern stoßweise anfallen.<sup>43</sup> Diese modifizierte Ertragsüberschußrechnung hat aber in der Praxis kaum Akzeptanz gefunden. Aufgrund der leichteren Handhabbarkeit ist dort die Orientierung an buchhalterisch abgeleiteten Gewinnen noch immer sehr verbreitet.<sup>44</sup>

Die Zukunftsbezogenheit der Bewertungsgrundlagen ist einerseits ein wichtiger Vorzug des Ertragswertverfahrens, andererseits erfordert sie Aussagen über die Zukunft, die notwendigerweise mit erheblichen Unsicherheiten belastet sind. Die Prognosegrundlagen werden immer unsicherer, je weiter man den Blick in die Zukunft wagt.<sup>45</sup> Daher wird eine zeitliche Dif-

<sup>38</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: Grundsätze, S. 474 und bereits 1917 Schmalenbach, E.: Werte von Anlagen, S. 9. Allerdings hängt die konkrete Einteilung des Vermögens in betriebsnotwendig und nicht-betriebsnotwendig immer auch von der Zielsetzung des Käufers ab, so daß sie nicht nach eindeutig festgelegten Kriterien erfolgen kann, vgl. Matschke, M. J.: Ermittlung, S. 15.

<sup>39</sup> Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 46.

<sup>40</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze, S. 107.

<sup>41</sup> Vgl. Voigt, J. F.: Unternehmensbewertung, S. 46.

<sup>42</sup> Vgl. z. B. IdW [Hrsg.]: Grundsätze, S. 470.

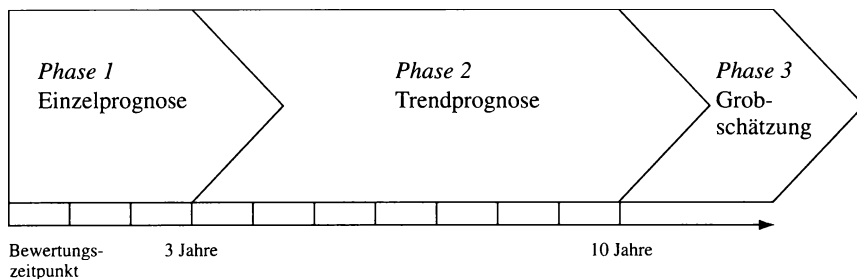
<sup>43</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 46 f.

<sup>44</sup> Vgl. Helbling, C.: Unternehmensbewertung, S. 38.

<sup>45</sup> Die Prognose geht mit wachsendem Horizont immer mehr in eine „intellektuelle Spekulation“ über, vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 50.



Abbildung 5: Die drei Phasen der Unternehmungsbewertung



ferenzierung der Prognose vorgeschlagen, indem die Zukunft in drei Phasen eingeteilt wird.<sup>46</sup> Für die unmittelbar bevorstehenden drei Jahre wird noch eine relativ detaillierte Einzelprognose aus den Planungsunterlagen der Bank möglich sein, während danach nur Trends vorausgesagt werden können. Für den Horizont jenseits von 10 Jahren kann man lediglich eine Grobschätzung durchführen.

Weiterer Problempunkt ist die Ausschüttungspolitik. Für die Investoren ist nur der ihnen aus der Unternehmung zufließende Zahlungsstrom entscheidungsrelevant, so daß thesaurierte Überschüsse bei der Wertfindung nicht berücksichtigt werden können. Eine ausschließlich an den ausgeschütteten Beträgen orientierte Bewertung führt jedoch zu unbefriedigenden Resultaten, weil sich für eine Bank, die ihren gesamten Gewinn in die Rücklagen einstellt, ein offensichtlich falscher Wert von Null ergäbe.<sup>47</sup> Ausschüttbare, aber einbehaltene Beträge erhöhen das Eigenkapital und können langfristig den Unternehmungswert steigern. Die Bewertungslehre hat daher die sog. *Vollausschüttungshypothese* entwickelt, nach der nicht der tatsächlich ausgeschüttete, sondern der maximal ausschüttbare Betrag in die Ertragswertberechnung eingeht.<sup>48</sup> Die Vollausschüttungshypothese erfreut sich aufgrund der damit verbundenen Vereinfachung in der Praxis großer Beliebtheit.<sup>49</sup> Ihre Verwendung ist

<sup>46</sup> Vgl. z. B. IdW [Hrsg.]: Grundsätze, S. 471 oder Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Bewertung, S. 488. Auch Zessin befürwortet diese zeitliche Differenzierung, schlägt aber für den Einsatz bei Bankbewertungen andere Phasenlängen als allgemein üblich vor, vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 64. Diesem abweichenden Vorschlag soll hier nicht gefolgt werden.

<sup>47</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Bewertung, S. 485.

<sup>48</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 28f. Früher Verfechter der Vollausschüttungsfiktion war bereits 1957 Busse von Colbe, vgl. Busse von Colbe, W.: Zukunftserfolg, S. 129.

<sup>49</sup> Vgl. Löh, D.: Vollausschüttungshypothese, S. 530.



jedoch nicht unproblematisch,<sup>50</sup> v.a. da es gerade bei wirtschaftlich erfolgreichen Unternehmungen für den Investor rational ist, Gewinne in der Unternehmung zu belassen, wo sie sich dann höher verzinsen als außerhalb.

Ein weiterer Problembereich ist die Einbeziehung von Geldentwertungseinflüssen. Bestehen Inflationserwartungen, so muß der Bewerter bei seiner Prognose die nominalen von den realen Größen sauber unterscheiden.<sup>51</sup> Dabei ist zu beachten, daß allen Berechnungen dieselben Annahmen über die künftige Inflation zugrundeliegen müssen.<sup>52</sup> Es wird zu zeigen sein, daß die Inflation auch bei der Bewertung von Banken, die eigentlich als immun gegen Geldwertschwankungen gelten, einbezogen werden muß.

Die Besteuerung bildet einen weiteren Problemkreis bei der Festlegung des Unternehmungswertes. Für den Unternehmungskäufer sind nur die Zahlungsströme bewertungsrelevant, über die er nach Abzug aller Steuern frei verfügen kann.<sup>53</sup> Bei streng subjektiver Bewertung muß auch die individuelle Steuersituation des Investors einbezogen werden,<sup>54</sup> so daß sich für Käufer mit unterschiedlichen steuerlichen Rahmenbedingungen, die sich z.B. durch unterschiedliche Rechtsformen oder dem Sitz in verschiedenen Ländern ergeben können, auch bei ansonsten identischen Bedingungen verschiedene Unternehmungswerte errechnen.

### 3.3.2 Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes

Die zweite Komponente des Ertragswertes ist der Kapitalisierungszinsfuß, der den Gesamtwert erheblich beeinflusst und der daher ebenfalls sorgfältig ermittelt werden muß. Ein geringerer Kapitalisierungsfaktor führt c.p. zu einer Steigerung des Unternehmungswertes, ein höherer zu einer Senkung.

---

<sup>50</sup> Vgl. zur ausführlichen Kritik über die Annahme der Vollausschüttung Löhr, D.: Vollausschüttungshypothese, S. 526 - 531, wo auch Alternativvorschläge für die praktische Bewertung unterbreitet werden.

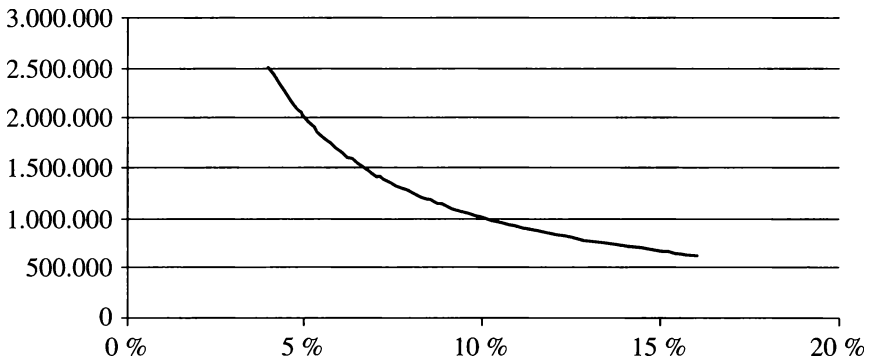
<sup>51</sup> Dies ist einhellige Meinung in Theorie und Praxis, vgl. z.B. Moxter, A.: Grundsätze, S. 185; IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 104; Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 58 oder Ballwieser, W.: Wahl des Kalkulationszinsfußes, S. 106. Moxter spricht in diesem Zusammenhang vom Realäquivalenzprinzip, vgl. Moxter, A.: Grundsätze, S. 193.

<sup>52</sup> Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 210.

<sup>53</sup> Hierzu gibt es unterschiedliche Meinungen, die aber zum Teil noch aus überkommenen objektiven Wertvorstellungen herrühren, vgl. Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 54 f.

<sup>54</sup> Vgl. Künnemann, M.: Unternehmensbewertung, S. 335.

Abbildung 6: Einfluß des Kalkulationszinsfußes auf den Unternehmungswert



Die Funktionen des Kapitalisierungszinsfußes bei der Ertragswertmethode sind:<sup>55</sup>

1. Diskontierung der Zukunftserfolge auf einen einheitlichen Zeitpunkt.
2. Einbeziehung der käuferspezifischen Investitionsalternativen.
3. Berücksichtigung von Risiken, die bei Ermittlung des Zukunftserfolges nicht erfaßt werden konnten.
4. Berücksichtigung der Prognoseunsicherheit.

Die Diskontierungsfunktion stammt aus der allgemeinen Investitionstheorie und ermöglicht eine Vergleichbarkeit der zu unterschiedlichen Zeitpunkten anfallenden Zahlungsströme.

Die Einbeziehung der investorspezifischen Investitionsalternativen ist Ausfluß der subjektiven Betrachtungsweise. Der Kaufinteressent setzt seine (begrenzten) Geldmittel für die Investitionsmöglichkeiten mit der höchsten Verzinsung ein. Der Unternehmungskauf verdrängt aus seinem Investitionsprogramm ein anderes Projekt. Die aus dem zu kaufenden Kreditinstitut zu erwartende Rendite muß mindestens der des verdrängten Objekts entsprechen,<sup>56</sup> damit der Käufer sicher sein kann, daß er nicht durch eine andere Mittelverwendung einen höheren Ertrag erzielen könnte.<sup>57</sup> Die

<sup>55</sup> Vgl. Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 65 f.

<sup>56</sup> Vgl. Arbeitskreis „Unternehmensbewertung im Rahmen der unternehmerischen Zielsetzung [Hrsg.] : Unternehmensbewertung, S. 107.

<sup>57</sup> Vgl. Matschke, M. J.: Entscheidungswert, S. 25. Vgl. auch Jaensch, G.: Wert und Preis, S. 28, der ein Modell zur Ermittlung der besten verdrängten Investition entwickelt, dessen praktische Anwendbarkeit aber an der hohen Anzahl der damit verbundenen Annahmen scheitern dürfte. In jüngerer Zeit sind allerdings auch Zweifel an der theoretischen Fundierung dieses Konzeptes aufgekommen, vgl. Freygang, W.: Kapitalallokation, S. 176.

Ermittlung eines solchen auf dem Opportunitätsgedanken aufsetzenden Zinssatzes bereitet jedoch erhebliche Probleme, da die Rendite der besten verdrängten Anlagealternative ex-ante nicht oder nur mit unangemessen hohem Informationsbeschaffungs- und -verarbeitungsaufwand zu ermitteln ist.<sup>58</sup>

Eine Nebenfunktion des Kapitalisierungszinsfußes ist die Einbeziehung von nicht im Zukunftserfolg erfaßten Risiken. Vorhersehbare Risiken, wozu bei Banken z.B. Margenrückgänge in einzelnen Geschäftsfeldern, Veränderungen der Zinsstruktur oder der Eintritt von Ausfallrisiken gehören, werden bei der Prognose der Zahlungsüberschüsse erfaßt. Das sog. allgemeine unternehmerische Risiko hingegen, das sich in einem unerwarteten heftigen Börsencrash, substantiellen Großkreditausfällen auf breiter Front, einem allgemeinen Run auf Banken oder einem Zusammenbruch des Finanzsystems niederschlagen kann, ist nicht sinnvoll prognostizierbar<sup>59</sup> und wird üblicherweise durch einen pauschalen Zuschlag zum Kalkulationszinsfuß einbezogen.<sup>60</sup>

Schließlich wird durch den Kapitalisierungszinsfuß die Prognoseunsicherheit berücksichtigt, indem durch die Diskontierung später eintretende, mit größerer Unsicherheit belastete Erfolge mit einem geringeren Barwert in den Gesamtwert eingehen.<sup>61</sup>

Dem Kapitalisierungszinsfuß wird also eine Reihe unterschiedlicher Funktionen zugewiesen. Die Frage nach dem „angemessenen“ Kalkulationszins wird in der Literatur heftig und intensiv diskutiert. Die Bewertungspraxis orientiert sich meist am Kapitalmarktzins, der um einen Zuschlag für das allgemeine Unternehmerrisiko erhöht wird.<sup>62</sup> Ein solcher Zinssatz erfüllt drei der vier Funktionen des Kapitalisierungszinsfußes. Die fehlende Funktion der Einbeziehung von Investitionsvergleichsalternativen wird über die Fiktion gelöst, die Investitionsalternative wäre eine Mittelanlage am

<sup>58</sup> Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung, S. 176.

<sup>59</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Ermittlung des Ertragswertes, S. 549. Busse von Colbe bezieht zusätzlich noch politische Einflüsse ein, deren Wirkung auf den Unternehmungsertrag so unspezifisch sind, daß sie nur durch einen Zuschlag zum Kalkulationszinsfuß berücksichtigt werden können. Vgl. Busse von Colbe, W.: Zukunftserfolg, S. 158.

<sup>60</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: Grundsätze, S. 472. In der Theorie wird das von der Praxis allgemein akzeptierte Verfahren des Risikozuschlags z.T. als fragwürdige Vereinfachung empfunden und daher abgelehnt, vgl. Ballwieser, W./Leuthier, R.: Unternehmensbewertung, S. 610.

<sup>61</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 125.

<sup>62</sup> Vgl. Bellinger, B./Vahl, G.: Unternehmensbewertung, S. 174. Dies ergab auch die Interviewaussage eines Wirtschaftsprüfers. Ein solcherart ermittelter Risikozuschlag wird in der Bewertungspraxis von den Transaktionspartnern i.a. akzeptiert, vgl. Matschke, M. J./Mucheyer, H.: Unternehmensbewertungsverfahren, S. 182.

Kapitalmarkt.<sup>63</sup> Als risikofreier „landesüblicher“ Kapitalmarktzins wird üblicherweise die Umlaufrendite von Anleihen der öffentlichen Hand angesetzt.<sup>64</sup> Da dieser nur sehr unsicher prognostiziert werden kann, legt man den Stichtagszins zugrunde und korrigiert ihn um absehbare Veränderungen.<sup>65</sup>

Zu diesem landesüblichen Zins ist ein Risikozuschlag zu addieren für das mit der Geldanlage in einer Unternehmung verbundene zusätzliche Risiko.<sup>66</sup> Allerdings bestehen bei der Kapitalanlage in Unternehmungen auch zusätzliche Chancen gegenüber dem Kauf risikoloser Wertpapiere, die für eine korrekte Bewertung ebenfalls berücksichtigt werden müßten. Dieser Zuschlag dürfte also nur in der Höhe erfolgen, in der die Risiken die Chancen übersteigen; bei hohen Chancen und geringen Risiken müßte sogar ein Abschlag vom Landeszinsfuß vorgenommen werden.<sup>67</sup> Da bei Unternehmungsbewertungen aber vom risikoscheuen Investor ausgegangen wird, sind derartige Abschläge unüblich.<sup>68</sup> Für die Festlegung des Risikozuschlags kann es keine allgemeingültigen Regeln geben, da er von der Risikoneigung des Entscheidungsträgers, aber auch vom Umfang der bereits bei der Prognose der Zukunftserfolge berücksichtigten Risiken abhängt.<sup>69</sup>

---

<sup>63</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze, S. 150, der in diesem Zusammenhang vom „Vereinfachungsprinzip“ spricht.

<sup>64</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 95 und Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 67. Unter Einbeziehung der verschiedenen Meinungen zum Landeszinsfuß könnte er auch mit dem Durchschnitt der Renditen von Pfandbriefen, Kommunalobligationen und Anleihen des Bundes und der Länder bestimmt werden, vgl. ebenda, S. 68.

<sup>65</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 97. Die Verwendung künftiger Sätze wird v.a. gefordert von Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 65. Seiner Argumentation läßt sich aber entgegenhalten, daß im Stichtagszins bereits die Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige Zinsentwicklung enthalten sind. Vgl. hierzu auch Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 127. Moxter sieht den Bewerter bei einem Abweichen vom Stichtagszins stets im Rechtfertigungsdruck, da er in diesem Fall gegen den Markt argumentiert und daher die nach seiner Auffassung bestehenden Marktunvollkommenheiten belegen muß, vgl. Moxter, A.: Grundsätze, S. 172.

<sup>66</sup> Alternativ wird vorgeschlagen, statt der Diskontierung der Zukunftserfolge mit einem risikoangepaßten Kapitalisierungszinsfuß einfach eine Größe für den Zukunftserfolg zu ermitteln, deren Eintreten als sicher angenommen werden kann (sog. „Sicherheitsäquivalent“) und diese Größe mit dem risikofreien Landeszins zu diskontieren, vgl. Ballwieser, W.: Wahl des Kalkulationszinsfußes, S. 102f. Der Vorteil dieses Vorgehens ist jedoch fraglich, da das Problem der Risikozuschlagsbemessung damit nur auf die Ermittlung des Sicherheitsäquivalents übertragen wird und ungelöst bleibt.

<sup>67</sup> Vgl. Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 76.

<sup>68</sup> Vgl. Ballwieser, W.: Wahl des Kalkulationszinsfußes, S. 114.

<sup>69</sup> Vgl. zur „Kompensationswirkung“ zwischen Kapitalisierungszinsfuß und Zukunftserfolg IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 101. Ein steigender Kapitalisie-

Neben dem Zuschlag für das generelle Unternehmerwagnis ist ein weiterer Zuschlag für die Kapitalimmobilität denkbar. Dieser soll den Nachteil ausgleichen, daß der Käufer sein in der Unternehmung gebundenes Kapital nur schwierig und nicht kurzfristig in andere Kapitalanlageformen umwandeln kann, während der Verkäufer Liquidität erhält. Die Höhe dieses Zuschlags bemißt sich danach, wie hoch der Käufer den Mobilitätsverlust seines Kapitals als Nutzeneinbuße bzw. der Verkäufer den Mobilitätsgewinn als Nutzensteigerung empfindet.<sup>70</sup>

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß sich der Kalkulationszins nicht eindeutig ermitteln läßt. Da sich der Zinsfuß der verdrängten Investitionsalternative nicht exakt feststellen läßt, wird der landesübliche Zinsfuß für risikolose Kapitalanlagen als Grundlage genommen und um Zuschläge für das allgemeine Unternehmerwagnis und die eingeschränkte Kapitalmobilität ergänzt. Da es keine allgemeinen Regeln für die Bestimmung des Kalkulationszinsfußes gibt, liegen die in der Realität verwandten Sätze sehr weit auseinander.<sup>71</sup> Dies hat der Risikozuschlagsmethode erhebliche Kritik eingebracht, da bei Bewertungen mit diesem Verfahren Willkür oder gar Manipulation durch den Bewerter nicht ausgeschlossen werden kann.<sup>72</sup>

### 3.3.3 Beurteilung des Ertragswertverfahrens

Das Ertragswertverfahren wirft also bei der Prognose und bei der Festlegung des Kapitalisierungszinsfußes Probleme auf. Trotzdem hat sich dieses bereits seit langem in der Theorie bevorzugte Verfahren<sup>73</sup> inzwischen in der Praxis durchgesetzt<sup>74</sup> und wird von der deutschen Rechtsprechung als dominierendes Prinzip anerkannt.<sup>75</sup>

Für die Erfassung von Zusammenschlußeffekten eignet sich das Ertragswertverfahren besser als die übrigen traditionellen Methoden. Die Qualität

---

rungszinsfuß oder eine geringe Erfolgsprognose bedingen einen sinkenden Ertragswert einer Unternehmung, entsprechend bedingen ein abnehmender Kapitalisierungszinsfuß oder eine steigende Erfolgsprognose einen steigenden Ertragswert.

<sup>70</sup> Vgl. Münstermann, Bewertung der Unternehmung, S. 77 f.

<sup>71</sup> Vgl. Voigt, J. F.: Unternehmensbewertung, S. 36, der in der Praxis Kapitalisierungszinsfüße zwischen 7 % und 30 % festgestellt hat. Ähnlich Pühlinger, M. W.: Unternehmensbewertung, S. 6, der Zinssätze zwischen 15 % und 25 % als realistische Größen ansieht.

<sup>72</sup> Vgl. zur Kritik an dieser Methode ausführlich Freygang, W.: Kapitalallokation, S. 179 f.

<sup>73</sup> Vgl. bereits 1917 Schmalenbach, E.: Werte von Anlagen, S. 1.

<sup>74</sup> Das IdW als Sprachrohr der deutschen Wirtschaftsprüfer sieht den Ertragswert als einzigen maßgeblichen Wert der Unternehmung an, vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 14.

<sup>75</sup> Vgl. o. V.: Salzgitter AG, S. 231 und o. V.: Rheinstahl/Thyssen, S. 238.

der Erfassung richtet sich nach der Möglichkeit, die daraus resultierenden Zusatzerträge zu prognostizieren. Die Anwendbarkeit der Methode auf Bankunternehmungen wird nirgendwo grundsätzlich in Frage gestellt. Als Schwäche des Verfahrens wird gelegentlich angeführt, daß Unternehmungskäufer z.B. den Erwerb eines Kundenstamms, gut ausgebauter Vertriebswege oder wichtigen Know-hows oder auch die Verwirklichung übergeordneter strategischer Ziele beabsichtigen<sup>76</sup> und der Ertragswert in solchen Fällen die falschen Wertdeterminanten erfaßt. Derartige Kaufmotive dürfen aber kein Selbstzweck sein, sondern sollen langfristig zur Ertragssteigerung beitragen. Die Berücksichtigung solcher Ziele im Ertragswert ist möglich, wenn die damit realisierbaren zusätzlichen künftigen Erträge abgeschätzt und in die Prognose der Zukunftserfolge einbezogen werden können.

### 3.4 Weitere Verfahren

Neben Substanz-, Liquidations- und Ertragswertmethode sind noch Mischformen dieser Verfahren sowie wissenschaftlich nicht begründbare Heuristiken anzutreffen.<sup>77</sup> Die bekannteste Mischform ist das Mittelwertverfahren, das den Unternehmungswert als arithmetisches Mittel zwischen Ertrags- und Substanzwert herleitet. Obwohl diese Methode noch vereinzelt Anhänger findet,<sup>78</sup> wird sie in Theorie und Praxis überwiegend abgelehnt. Die Festlegung, daß Substanz- und Ertragswert jeweils 50 % zum Gesamtwert beitragen sollen, ist willkürlich und nicht begründbar. Auch ist nicht einzusehen, warum das arithmetische Mittel zwischen Substanz- und Ertragswerten einen zutreffenderen Unternehmungswert ergeben soll als seine Ausgangswerte.<sup>79</sup>

Ein weiteres Verfahren der Praxis ist die laufende Geschäftswertabschreibung. Hierbei geht man davon aus, daß sich der Geschäftswert einer Unternehmung, meist definiert als Differenz zwischen Ertrags- und Substanzwert, im Laufe der Zeit verflüchtigt, da Gewinne, die über dem landesüblichen Zinssatz zuzüglich einer Risikoprämie liegen, neue Anbieter anlocken,

---

<sup>76</sup> Vgl. z.B. Havermann, H.: Grundsatzfragen, S. 167.

<sup>77</sup> Vgl. zur Beschreibung der verschiedenen Verfahren z.B. Jacob, H.: Methoden.

<sup>78</sup> Vgl. als Befürworter z.B. Voigt, J. F.: Unternehmensbewertung, S. 39. Seiner Meinung nach sind Bewertungen, die durch Anwendung des Mittelwertverfahren sowohl Ertrags- als auch Substanzwert einbeziehen, durch die zusätzlichen Informationen, die in die Bewertung eingehen, der reinen Ertragsbewertung überlegen. Dies ist jedoch nicht nachzuvollziehen, da, wie gezeigt, der Substanzwert für Akquisitionsentscheidungen keine Aussagekraft besitzt, die darin enthaltenen Informationen dem Bewerter also nicht weiterhelfen können. Offenbar steckt hinter dieser Argumentation die Ansicht, mit steigendem Aufwand für die Bewertung wachse auch die Aussagekraft des Ergebnisses.

<sup>79</sup> Vgl. Linke, M.: Bewertung, S. 52.

deren Konkurrenz die Gewinne bald auf ein Normalmaß abschmelzen lassen. Der Geschäftswert wird daher in jährlichen Raten abgeschrieben. Diese Lösung zur Einbeziehung der Konkurrenzgefahr erscheint jedoch schematisch und willkürlich. Es müßte im Einzelfall geprüft werden, ob eine Bank ihren durch erfolgreiche Geschäftspolitik aufgebauten Goodwill nicht auch in Zukunft verteidigen kann. Andererseits bezieht das Verfahren nicht die Gefahr ein, daß sich die Ertragslage durch ungünstige Umfeldbedingungen so stark verschlechtert, daß der Unternehmungswert unter den Substanzwert gedrückt wird.

Diese und ähnliche weitere Verfahren beruhen auf Kombinationen zwischen Ertrags- und Substanzwert. Ihre trotz aller Kritik noch immer rege Anwendung erklärt sich z.T. aus der damit verbundenen Komplexitätsreduktion, indem die Problemstruktur schematisiert und vereinfacht wird. Zudem befriedigen die feststehenden Verhältnis- und Abschreibungsziffern den Wunsch vieler Anwender nach einem möglichst objektiven Unternehmungswert.<sup>80</sup> Letztlich ist es aber keinem der Verfahren möglich, eine betriebswirtschaftlich angemessene Preisgrenze festzustellen, da hierfür allein die aus der Transaktion zu erwartenden finanziellen Überschüsse relevant sind. Die Erfassung von Erfolgswirkungen aus Zusammenschlußeffekten kann keines der Verfahren leisten.

Ein in Deutschland nur vereinzelt verwandtes Verfahren ist der *Market-Approach*, der in den USA aber die gebräuchlichste Methode ist. Dieses nimmt den Börsenkurs als Maßstab der Markterwartungen für die künftigen Erfolge der Unternehmung.<sup>81</sup> Bei nicht notierten Objekten sucht der Bewerter eine hinsichtlich Chancen und Risiken möglichst gleichartige notierte Unternehmung.<sup>82</sup> Für diese Ermittlung von Vergleichsunternehmungen hat die amerikanische Bewertungspraxis ausgefeilte Systeme entwickelt.<sup>83</sup> Die Bewertung erfolgt dann mit Hilfe der Marktkapitalisierung (sog. *Similar Public Companies Method*) oder, falls möglich, über Preise für kürzlich durchgeführte Akquisitionen (sog. *Recent Acquisition Method*) bzw. für eine erstmalige Börsenplazierung (sog. *Initial Public Offerings Method*) dieser Vergleichsunternehmung.<sup>84</sup>

Der Market-Approach nutzt den relativ effizienten Kapitalmarkt, auf dem eine große Menge von Angebots- und Nachfrageaufträgen zum Ausgleich gebracht wird, für die Bewertung. Der Anteilspreis gibt einen objektiv fest-

<sup>80</sup> Vgl. Bretzke, W.-R.: Wertkonventionen, S. 127.

<sup>81</sup> Vgl. Gerling, C.: Unternehmensbewertung, S. 45.

<sup>82</sup> Vgl. Gooch, L. B./Grabowski, R. J.: Valuation Methods, S. 25.

<sup>83</sup> Vgl. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung, S. 598f, wo verschiedene Methoden zur Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmungen aufgeführt werden.

<sup>84</sup> Vgl. Helbling, C.: DCF-Methode, S. 158.



stellbaren Tauschwert wieder, in den alle bekannten Informationen einfließen. Zudem gilt seine leicht verständliche Vorgehensweise, die dem Verfahren auch bei Laien Akzeptanz verschafft, als Vorteil.<sup>85</sup> Dennoch ist dieses Verfahren für die Unternehmensbewertung nicht aussagefähig, da der Börsenkurs sehr heterogene Erwartungen widerspiegelt, so daß starke Zufallseinflüsse auf das Entstehen der Börsenkurse einwirken. Bei der Bewertung von Kreditinstituten ist dieses Problem aufgrund der eingeschränkten Publizitätspflichten besonders evident, da sich die Marktteilnehmer nicht ausreichend aus den publizierten Unternehmensdaten informieren können und die Erwartungsbildung stark spekulativ erfolgt. Der Marktpreis für die Anteile kann daher den Wert der Unternehmung für einen bestimmten Käufer nur unzureichend dokumentieren. Schließlich besteht bei Anwendung dieses Verfahrens noch das Problem in Deutschland und in Europa allgemein, daß nur wenige Unternehmungen ihre Anteile an organisierten Märkten notieren lassen, so daß es kaum als Wertmaßstab geeignete Marktpreise gibt.<sup>86</sup> Daher kann der Börsenwert nicht als objektiver Unternehmungswert, sondern allenfalls als Orientierungsmarke für die Preisverhandlungen angesehen werden.<sup>87</sup>

Für Kreditinstitute hat sich in den USA aufgrund der dort relativ hohen Transaktionshäufigkeit ein Markt entwickelt, dessen Preise sich als Multiplikatoren des Buchwertes bilden,<sup>88</sup> die im Bereich zwischen 1,25 bis 1,75 liegen.<sup>89</sup> Für verhältnismäßig häufig gehandelte, fast immer mit gleicher Struktur auftretende Unternehmungen wie Steuerberatungsgesellschaften oder Bäckereien haben sich auch in Deutschland Marktpreise gebildet.<sup>90</sup> Für Kreditinstitute gibt es aber angesichts der geringeren Transaktionshäufigkeit keinen Markt mit aussagekräftigen Preisen. Zudem präsentiert sich das einzelne Institut mit so starken individuellen Eigenarten, daß jedes ein Unikat mit Stärken und Schwächen ist und ein einmal gezahlter Preis nur im Ausnahmefall auf andere Bewertungsfälle angewandt werden kann.<sup>91</sup>

Die mit dem Market-Approach ermittelten Werte bergen also eine Fülle von Unsicherheiten. Zusammenschlußeffekte kann dieses Verfahren nicht in

---

<sup>85</sup> Vgl. Hafner, R.: Verhandlungsposition, S. 87.

<sup>86</sup> Vgl. Helbling, C.: DCF-Methode, S. 158.

<sup>87</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze, S. 134f., der den Marktwert als objektiven Wertmaßstab zwar ablehnt, aber von seiner vollständigen Vernachlässigung abräut.

<sup>88</sup> Vgl. Meeker, L. G./Joy, O. M.: Valuation, S. 155.

<sup>89</sup> Vgl. Puckett, R. H.: What is a Bank Worth, S. 44.

<sup>90</sup> Für derartige Unternehmungen haben sich Marktpreise von 100 % - 120 % des Jahresumsatzes etabliert, vgl. Voigt, J. F.: Unternehmensbewertung, S. 106. Für Arztpraxen und Getränkehandelsgesellschaften haben sich ähnliche vereinfachte Preisfindungsverfahren entwickelt, vgl. Niehues, K.: Unternehmensbewertung, S. 2249.

<sup>91</sup> Vgl. Münstermann, H.: Bewertung der Unternehmung, S. 11.



die Wertfindung integrieren. Selbst wenn damit ein Preis für eine Bankakquisition festgestellt werden könnte, so kann dieser nur als Anhaltspunkt für die Preisverhandlungen dienen. Entscheidungsrelevanz für die Ermittlung der für den Käufer gerade noch akzeptablen Preisobergrenze unter Berücksichtigung der geforderten Verzinsung auf das eingesetzte Kapital kommt einer solchen aus Marktdaten abgeleiteten Größe aber nicht zu.<sup>92</sup>

#### 4. Bewertung von Akquisitionen nach dem Shareholder Value Ansatz

Der Shareholder Value Ansatz geht auf Arbeiten von *Fruhan*<sup>1</sup> und insbesondere *Rappaport*<sup>2</sup> zurück, die die Erkenntnisse von *Markovitz* zur Portefeuilletheorie, von *Sharpe* zur Preisbildung auf Kapitalmärkten und von *Modigliani/Miller* über den Zusammenhang von Kapitalstruktur und Unternehmungswert in einen theoretischen Ansatz zur Unternehmungsführung umformten.<sup>3</sup> Nach den Vorstellungen des Shareholder Value muß das oberste Ziel der Unternehmungsführung darin bestehen, für ihre Anteilseigner zusätzlichen Wert zu schaffen.<sup>4</sup> In den USA werden Unternehmungen, die dieses Ziel vernachlässigen, vom Kapitalmarkt mit Unterbewertung und nicht selten mit feindlichen Übernahmen bestraft. Da das Management im Verlauf derartiger Transaktionen meist komplett ausgewechselt wird, entsteht durch diese latente Bedrohung ein Anreiz zu einer wertschaffenden Unternehmungspolitik.<sup>5</sup> Weiterer Druck auf das Management wird von institutionellen Investoren ausgeübt, die von ihren Anlegern nach der Performance beurteilt werden und daher nicht gewillt sind, eine nicht auf Wertsteigerung ausgelegte Geschäftspolitik hinzunehmen. In den USA und Großbritannien haben sich die Banken hierauf eingestellt und richten ihre Unternehmungsführung streng nach dem Shareholder Value aus.<sup>6</sup>

In Deutschland ist der anonyme Druck des Kapitalmarktes zu einer wertorientierten Unternehmungsführung noch nicht so stark ausgeprägt. Mit der

<sup>92</sup> Vgl. Kinast, G.: Akquisition, S. 37f. und Jaensch, G.: Unternehmensbewertung, S. 334.

<sup>1</sup> Vgl. Fruhan, W. E.: Shareholder Value.

<sup>2</sup> Vgl. insbesondere Rappaport, A.: Shareholder Value.

<sup>3</sup> Die Verleihung des Nobelpreises für Wirtschaftswissenschaften 1990 an Markovitz, Sharpe und Miller wurde in den USA daher mit der Überschrift „*Shareholder Value wins Nobel Prize*“ kommentiert, vgl. Weber, B.: Akquisitionen, S. 222.

<sup>4</sup> Vgl. Bühner, R.: Shareholder Value Ansatz, S. 418.

<sup>5</sup> Vgl. Shleifer, A./Vishny, R. W.: Value Maximization, insbes. S. 11f.

<sup>6</sup> Vgl. o.V.: Auftritt, S. 160. Dort werden die *Bank of America* und die *Chase Manhattan Bank* als Beispiele genannt. In England gilt die *Lloyds TSB Group* als Vorreiter bei der Umsetzung des Shareholder Value Gedankens.

Globalisierung der Kapitalmärkte macht sich aber langsam der Einfluß institutioneller Anleger aus dem angelsächsischen Raum bemerkbar, so daß das Konzept des Shareholder Value auch in Kontinentaleuropa an Bedeutung gewinnt. Auch die Akquisitionspolitik wird sich zunehmend nach den Kriterien dieses Konzeptes beurteilen lassen müssen.

### 4.1 Das Grundkonzept des Shareholder Value Ansatzes

Der Shareholder Value Ansatz nimmt das Anteilseignervermögen einer Unternehmung als Zielgröße, die das Management durch ihre Geschäftspolitik zu maximieren hat. Das Interesse der Anteilseigner richtet sich auf die Entwicklung der Anteilswerte, z.B. der Aktienkurse, und der Dividenden. Erzielen die Anteilseigner weder Kursgewinne noch Gewinnausschüttungen, so wird die betreffende Unternehmung mittel- bis langfristig Probleme bekommen, Investoren für sich zu interessieren mit der Folge, daß Finanzmittel für Wachstum oder Umstrukturierungen nur noch schwierig zu beschaffen sind.<sup>7</sup> Der Shareholder Value Ansatz geht davon aus, daß die Entwicklung des Aktionärsvermögens an den künftig zu erwartenden Zahlungsüberschüssen aus der Unternehmung gemessen werden kann, die man auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert.<sup>8</sup> Der Diskontierungsfaktor orientiert sich anders als beim Ertragswertverfahren nicht am Kapitalmarktzins, sondern an den Eigen- und Fremdkapitalkosten.<sup>9</sup> Veränderungen dieser diskontierten Zahlungsstromgröße zeigen an, ob eine Unternehmung für seine Anteilseigner einen Wert geschaffen oder vernichtet hat. Obwohl das Konzept auf börsennotierte Unternehmungen zugeschnitten ist, läßt es sich ohne größere Probleme auch auf nicht-notierte Gesellschaften und auf Personengesellschaften übertragen, deren Anteilseigner ebenso wie Inhaber von Aktienkapital nach Marktwertmaximierung streben.<sup>10</sup> Schwierigkeiten ergeben sich dann lediglich bei der Bestimmung einzelner Parameter, insbesondere der Kapitalkosten.

Diese als Discounted Cash-flow bezeichnete Methode ist in der amerikanischen Investitionsrechnung bereits seit langem bekannt und entspricht vom Grundgedanken der Kapitalwertmethode. Mit dem Shareholder Value Ansatz wurde dieses für die Beurteilung von Einzelprojekten geschaffene Vorteilskriterium zunächst auf die Beurteilung von einzelnen Geschäftsbereichen und Strategien und schließlich auf die Bewertung ganzer Unternehmungen über-

<sup>7</sup> Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. [Hrsg.]: Unternehmenssteuerung, S. 545.

<sup>8</sup> Vgl. Bühner, R.: Shareholder Value, S. 749.

<sup>9</sup> Vgl. Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 55 f.

<sup>10</sup> So auch Hörter, S.: Shareholder-Value-Konzept, S. 146.

tragen.<sup>11</sup> Nach diesem Konzept wird für die Anteilseigner der kaufenden Unternehmung nur dann ein zusätzlicher Wert geschaffen, wenn der Kaufpreis unter dem Barwert des Cash-flow-Beitrags liegt, den das Zielobjekt künftig zum entstehenden Unternehmungskonglomerat leistet.<sup>12</sup> Übersteigt der Preis diesen Cash-flow-Barwert, so wird nur für die Anteilseigner des Zielobjektes Wert geschaffen, die für ihre Anteile einen höheren als den betriebswirtschaftlich angemessenen Gegenwert erhalten. Für die Anteilseigner der kaufenden Unternehmung wird hingegen Wert vernichtet, da der in das Akquisitionsprojekt investierte Betrag die Kapitalkosten nicht erwirtschaftet.<sup>13</sup>

Die Auffassung, der theoretisch richtige Wert einer Unternehmung könne nur durch den Barwert künftiger Überschüsse ermittelt werden, unterscheidet sich im Grundsatz nicht von der Ertragswertmethode. Allerdings wird dieser schwerpunktmäßig aus den vergangenheitsbezogenen Daten der Buchhaltung errechnet, die als Grundlage für eine Unternehmungsbewertung aber nicht aussagekräftig genug sind, zumal sie bilanzpolitischen Erwägungen unterliegen. Gerade bei Banken mit ihren umfangreichen Spezialvorschriften zur Bildung stiller Reserven sind die Rechnungswesendaten keine gute Basis zur Ermittlung der tatsächlich erzielbaren Erfolge. Bei der Bewertung ausländischer Banken kommt noch das Problem der international unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards hinzu.<sup>14</sup>

Die mangelnde Eignung von Rechnungswesengrößen zeigt sich besonders in Phasen des Wachstums und der Konsolidierung: stark wachsende Geschäftsbereiche weisen meist hohe Gewinne aus, die sie aber zur Finanzierung und Sicherung ihres weiteren Wachstums reinvestieren müssen, so daß nur ein geringer Cash-flow erwirtschaftet wird. Schrumpfende Geschäftsbereiche hingegen erzielen einen Cash-flow, der oft erheblich über den ausgewiesenen Gewinnen liegt, da dort sämtliche Überschüsse entziehbar sind und nicht reinvestiert werden.<sup>15</sup> Entscheidungsrelevant für den Investor ist aber alleine der Cash-flow, über den er frei verfügen kann.<sup>16</sup>

Hier setzt der Shareholder Value Ansatz ein, der sich alleine auf die Zahlungsgrößen stützt, indem er den Discounted Cash-flow als Maßstab für eine Wertveränderung einsetzt,<sup>17</sup> so daß ein deutlich größerer Zukunftsbe-

<sup>11</sup> Vgl. Kroeger, H. E.: Using Discounted Cash-flow, S. 1.

<sup>12</sup> Vgl. Rappaport, A.: acquisitions, S. 99 f.

<sup>13</sup> Vgl. Shleifer, A./Vishny, R. W.: Value Maximization, S. 14, wo auch Ursachen und Motive dargestellt werden, die in der Realität zu hohen Akquisitionsprämien führen.

<sup>14</sup> Vgl. hierzu ausführlich Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 20 - 27.

<sup>15</sup> Vgl. Bühner, R.: Raider, S. 37.

<sup>16</sup> Vgl. Münstermann, H.: Zukunftsentnahmewert, S. 119.

<sup>17</sup> Es konnte in empirischen Untersuchungen gezeigt werden, daß diese Größe auch die Preisbildung an der Börse determiniert. Kapitalanleger richten sich also

zug zu erkennen ist. Die Erkenntnis, daß Zahlungsüberschüsse für die Bewertung wesentlich aussagekräftiger sind als buchhalterische Erfolge, hat sich auch in der deutschen wissenschaftlichen Diskussion bereits seit langem durchgesetzt.<sup>18</sup> In der Bewertungspraxis ist die Umsetzung dieser Erkenntnis an den Schwierigkeiten gescheitert, die mit der Aufstellung einer vollständigen Zahlungsrechnung verbunden sind.

Auch die Erfassung von Zusammenschlußeffekten, insbesondere strategischen Zielen,<sup>19</sup> leistet die Bewertung nach dem Shareholder Value Modell besser als das Ertragswertverfahren, da die Zahlungswirkungen der Akquisition durch gemeinsame Analyse von kaufender und zu kaufender Unternehmung umfassend herausgearbeitet werden. Auch die Ermittlung des Kalkulationszinsfußes, die beim Ertragswert eher pauschal vorgenommen wird, erfolgt beim amerikanischen Verfahren wesentlich genauer, indem er sich an den Kapitalkosten orientiert.<sup>20</sup>

Der Ansatz ist inzwischen in den USA das übliche Instrument zur Unternehmungsbewertung und gilt als das theoretisch genaueste Verfahren.<sup>21</sup> Da alle für die Beurteilung von Akquisitionen wesentlichen Komponenten dort eingehen,<sup>22</sup> wird es zur Ermittlung angemessener Kaufpreise auch von deutschen Unternehmungen bereits eingesetzt.<sup>23</sup> Für die Bewertung von Bankakquisitionen gilt das Verfahren ebenfalls als äußerst geeignet.<sup>24</sup>

## 4.2 Wertbestandteile nach dem Shareholder Value Ansatz

Um einen Unternehmungswert im Sinne des Shareholder Value Ansatzes zu ermitteln, bedarf es der Prognose des freien Cash-flow und der Ermittlung der Kapitalkosten, die als Kapitalisierungszinssatz fungieren.

ebenfalls nach dem langfristigen Cash-flow und nicht nach den Jahresabschlußdaten, vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Cash, insbes. S. 88 und Strutz, E.: Wertmanagement, S. 59 mit weiteren Nachweisen. Dasselbe Ergebnis kam bei einer speziell auf Banken zugeschnittenen Untersuchung heraus, vgl. Moynihan, J.: Acquisitions, S. 18.

<sup>18</sup> Vgl. z.B. bereits 1966 Jaensch, G.: Wert und Preis, S. 26 oder Moxter, A.: Grundsätze, S. 79, der dieses Zuflußprinzip zu den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmungsbewertung zählt.

<sup>19</sup> Vgl. Valcárcel, S.: Ermittlung, S. 590. In diesem Zusammenhang wird sogar von der „offenkundigen Krise des Ertragswertes“ gesprochen, vgl. Ruhnke, K.: Preisobergrenze, S. 1889.

<sup>20</sup> Vgl. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung, S. 603.

<sup>21</sup> Vgl. Gomez, P./Weber, B.: Akquisitionsstrategie, S. 29.

<sup>22</sup> Vgl. Moskowitz, J. I.: Business, S. 33 f.

<sup>23</sup> Vgl. Buchner, R.: Shareholder Value, S. 513.

<sup>24</sup> Vgl. Hempel, G. H./Simonson, D. G.: Bank Financial Management, S. 406.

Der künftige Cash-flow ist für die Wertfindung die entscheidende Größe, da er wesentlich aussagekräftiger ist als Rechnungswesendaten. Es hat sich hierfür bislang keine einheitliche Definition durchsetzen können, da fast jeder Autor einen eigenen Ermittlungsansatz verwendet.<sup>25</sup> Daher muß aus den im Schrifttum entwickelten Begriffen eine Cash-flow-Definition erarbeitet werden, die für die Bewertung von Kreditinstituten zielführend ist. Sie muß genau den Saldo aus Ein- und Auszahlungen erfassen, der durch den Geschäftsbetrieb erzeugt wird, da nur dieser den Anteilseignern zur Verfügung steht.<sup>26</sup>

Für die einzelnen Elemente des Cash-flow muß der Bewerter Prognosen über die künftige Entwicklung anstellen und den Einfluß der Akquisition hierauf abschätzen. Es soll aber nicht nur eine einfache Fortschreibung von Vergangenheitsdaten erfolgen, sondern die für das Bewertungsobjekt wesentlichen Größen einzeln identifiziert und ihre Entwicklung sowie deren Wirkung auf den Unternehmungswert prognostiziert werden.<sup>27</sup> Hierfür benötigt der Bewerter v. a. eine gute Branchenkenntnis.

Trotz allem wird es nie möglich sein, Prognoseunsicherheiten vollkommen auszuschalten. Die Prognose des freien Cash-flow kann nur für die unmittelbar bevorstehenden Perioden mit hinreichender Sicherheit erfolgen. Für die Zeit danach wird angenommen, daß die Höhe des jährlich entnehmbaren Cash-flow konstant bleibt (sog. *Perpetuity Value*).<sup>28</sup> Wie beim Ertragswert teilt sich die Prognose also auf in eine Detailprognose und die Ermittlung eines Endwertes, wobei die Discounted Cash-flow Methode der Bestimmung dieses Endwertes einen größeren Stellenwert einräumt.<sup>29</sup> Dies ist insofern auch gerechtfertigt, als der Endwert einen erheblichen Anteil am Gesamtwert ausmachen kann.

Die prognostizierten freien Cash-flows und der Restwert müssen zur Bestimmung des Unternehmungswertes auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert werden. Als geeigneter Kapitalisierungszinsfuß wird dabei der Kapitalkostensatz angesehen, der nicht nur die auszahlungswirksamen Kosten umfaßt, wie dies in der traditionellen Finanzwirtschaftslehre gesehen wird, sondern auch die impliziten Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber, die aufgrund ihres höheren Risikos eine höhere Rendite als die

---

<sup>25</sup> Vgl. Gerling, C.: Unternehmensbewertung, S. 67.

<sup>26</sup> Vgl. Bühner, R.: Cash-flow, S. 30.

<sup>27</sup> Vgl. Meyersiek, D.: Unternehmenswert, S. 236.

<sup>28</sup> Vgl. Börsig, C.: Unternehmenswert, S. 86f. Allerdings könnte auch der sog. *Exit-Value*, der den möglichen Verkaufspreis am Ende des Planungshorizontes repräsentiert, ermittelt werden. Da hier aber von einer langfristigen Akquisition mit unendlichem Planungshorizont ausgegangen wird, soll der Endwert mit dem *Perpetuity Value* ermittelt werden.

<sup>29</sup> Vgl. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung, S. 603.

Fremdkapitalgeber verlangen.<sup>30</sup> Der für die Diskontierung wesentliche Satz ist im Grundmodell des Shareholder Value Ansatzes der gewichtete Mischzins aus Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten, wobei als Gewichtungsfaktor nicht die Buchwerte beider Kapitalformen herangezogen werden sollen, sondern ihre Marktwerte.<sup>31</sup>

Die Ermittlung der Kapitalkosten unterliegt bei Kreditinstituten gewissen Besonderheiten. Fremdkapital, das in Banken hauptsächlich in Form von Kundeneinlagen auftritt, dient nicht zur Fremdfinanzierung im eigentlichen Sinne, sondern ist Bestandteil des Kerngeschäfts. Daher verursacht es keine Kosten, sondern erzielt im Gegenteil sogar Erträge, die sich mit bankspezifischen Kalkulationsverfahren wie der Marktzinsmethode auch quantifizieren lassen. Die Zinsaufwendungen für dieses Fremdkapital fließen bereits in die Berechnung des freien Cash-flow aus der Geschäftstätigkeit ein. Um eine doppelte Erfassung dieser Aufwendungen zu vermeiden, wird für die Berechnung der Kapitalkosten einer Bank nur das Eigenkapital zugrundegelegt. Dieses nur für Banken entwickelte Vorgehen wird als *Equity Approach* bezeichnet.<sup>32</sup> Das bankbetriebliche Eigenkapital kann gem. § 10 KWG aus einer Vielzahl verschiedener Komponenten bestehen, so daß die Berechnung der Eigenkapitalkosten relativ komplex ist. Außerdem muß berücksichtigt werden, daß sich die Kapitalkosten der kaufenden Bank durch die Transaktion verändern können und die Diskontierung korrekterweise mit diesem veränderten Satz zu erfolgen hat.

### 4.3 Ablauf einer Bewertung im Sinne des Shareholder Value Ansatzes

In dieser Arbeit soll eine ganzheitliche Bewertung erfolgen, bei der auch der Käufer explizit in die Wertfindung einbezogen wird, indem die Auswirkungen der Akquisition auf dessen Unternehmungswert als Erfolgsmaßstab verwandt wird.<sup>33</sup> Nur mit einem solchen Vorgehen kann der Wertbeitrag der Transaktion gemessen und daraus die Kaufpreisobergrenze abgeleitet werden. Ausgangspunkt ist eine gründliche Selbstanalyse des Käufers,<sup>34</sup> dessen erwarteter Cash-flow bei unveränderter Fortführung seiner Geschäftspolitik prognostiziert und mit seinen Kapitalkosten diskontiert wird, um den Anteilseignerwert ohne Durchführung der Akquisition zu ermitteln. Zum Vergleich wird der Cash-flow prognostiziert und abgezinst, der inklusive aller Verbundeffekte beim Zusammenschluß beider Kreditinstitute insgesamt zu erwarten ist.

<sup>30</sup> Vgl. Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 57.

<sup>31</sup> Vgl. Dimson, E./Marsh, P.: Cost of Capital, S. 117.

<sup>32</sup> Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 479.

<sup>33</sup> Vgl. Meyersiek, D.: Unternehmenswert, S. 235.

<sup>34</sup> Vgl. Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 222 f.

Der Bewerter verfügt nun über zwei Größen: den Wert der Käuferunternehmung ohne die Akquisition und mit der Akquisition. Die Differenz zwischen den beiden Werten ist der Preis, den der Käufer höchstens zahlen kann, um seine wirtschaftliche Position nicht zu verschlechtern.<sup>35</sup> Die Preisobergrenze ergibt sich nach diesen Überlegungen wie folgt:<sup>36</sup>

$$POG_B = \frac{CF_{A+B}}{k_{A+B}} - \frac{CF_A}{k_A}$$

mit  $POG$  = Preisobergrenze

$CF$  = Cash-flow

$k$  = Kapitalkostensatz

$A$  = Käufer

$B$  = Akquisitionsobjekt

Aussage: Die Preisobergrenze für Unternehmung  $B$  (Kaufobjekt) ergibt sich aus der Differenz des kombinierten Wertes von  $A$  und  $B$  und dem Stand-alone-Wert von  $A$  (Käufer)

Wird vom Käufer ein höherer Preis bezahlt als dieser, der bereits alle durch die Akquisition möglichen Wertsteigerungen ausdrückt, so verstößt die Transaktion gegen die Interessen der Anteilseigner und sollte unterbleiben.<sup>37</sup> Obwohl dieses Vorgehen als sauberste und theoretisch richtige Lösung anerkannt ist,<sup>38</sup> wird die Bewertung in der Praxis meist nicht so aufwendig durchgeführt. Die umfassende Analyse des Käufers unterbleibt dort, stattdessen wird für die Verbundeffekte ein Wert geschätzt und dem Akquisitionsobjekt zugeschlagen.<sup>39</sup> Wenn es gelingt, diese Effekte hinreichend genau zu identifizieren und zu quantifizieren, wird sich dieselbe Preisobergrenze ergeben. Dies dürfte mit dem ganzheitlichen Ansatz aber eher gewährleistet sein, da durch eine detaillierte Analyse beider Beteiligter

<sup>35</sup> Vgl. Rappaport, A.: Valuation, S. 162f.

<sup>36</sup> Vgl. Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 202. Rappaport stellt dort drei Gleichungen auf, von denen zwei durch einfache Umformungen in den dargestellten Zusammenhang transformiert werden können.

<sup>37</sup> Vgl. Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 204 und auf Banken bezogen Hempel, G. H./Simonson, D. G.: Bank Financial Management, S. 406. Diese Konsequenz entspricht z.B. der Geschäftspolitik der bei Akquisitionen erfolgreichen Banc One, vgl. Svare, J. C.: Acquiring for Growth, S. 22.

<sup>38</sup> Vgl. Schell, G.: Betriebsgröße, S. 352. In verschiedenen Interviews wurde dieses Vorgehen mit Praktikern v.a. aus dem Investmentbanking diskutiert. Es ergab sich, daß so aufgrund des damit verbundenen Mehraufwandes – immerhin müssen zwei Unternehmungen statt einer bewertet werden – und aufgrund von Akzeptanzproblemen in der Praxis nicht vorgegangen wird. Es wurde aber überwiegend zugestimmt, daß diese Methode den Wertbeitrag einer Akquisition korrekt ermittelt und damit das theoretisch angemessene Vorgehen ist.

<sup>39</sup> Vgl. Jung, H.: Unternehmensakquisitionen, S. 218.



die Chancen und Risiken der Transaktion und damit auch das Potential der Zusammenschlußeffekte genauer beurteilt werden können.

#### 4.4 Beurteilung des Shareholder Value Ansatzes

Der Shareholder Value Ansatz wird in der wissenschaftlichen Diskussion kontrovers beurteilt. Wesentlicher Kritikpunkt ist seine einseitige Orientierung am Anteilseigner, während die Interessen der übrigen an der Unternehmung beteiligten Gruppen, der sog. *Stakeholder*, nicht einbezogen werden.<sup>40</sup> So lohnt sich mitunter eine Bankakquisition für die Anteilseigner, während Mitarbeiter beider Institute um ihren Arbeitsplatz und Kunden um gewachsene Vertrauensbeziehungen fürchten müssen. Diese Kritik ist jedoch nicht angemessen, da es sich in der Realität gezeigt hat, daß Unternehmungen, die Werte wie Kundenzufriedenheit oder Mitarbeitermotivation vernachlässigen, auch keinen Anteilseignerwert schaffen.<sup>41</sup> Insofern bezieht der Ansatz die Interessen aller Stakeholder indirekt mit ein, denn das Management kann den Anteilseignernutzen nicht gegen die Interessen aller übrigen Gruppen maximieren.<sup>42</sup>

Weiterhin wird die einseitige Orientierung des Shareholder Value Ansatzes an monetären Größen kritisiert, die dadurch in der Unternehmungsplanung zu Lasten anderer Erfolgsindikatoren wie Marktanteile oder Human Resources unverhältnismäßig stark bevorzugt werden.<sup>43</sup> Diese Kritik ist aus ökonomischer Sicht schwer nachvollziehbar. Übernimmt eine Bank ein anderes Institut alleine mit dem Ziel, einen höheren Marktanteil oder besonders qualifiziertes Personal zu gewinnen, ohne daß sich hieraus meßbare Zahlungsüberschüsse ergeben, so bleibt der Sinn der Transaktion betriebswirtschaftlich fragwürdig. Die Konzentration des Shareholder Value Ansatzes auf finanzielle Größen kann sogar ein Vorteil sein, da sie den Entscheidungsträger zwingt, einen intersubjektiv gültigen Erfolgsmaßstab anzuwenden statt pauschal auf den Marktanteilsgeinn hinzuweisen. Das Erreichen nicht-monetärer Ziele alleine ist für Share- und Stakeholder der Bank uninteressant, wenn dadurch keine neuen Ertragspotentiale erschlossen werden.

Eine weitere Kritik am Shareholder Value Ansatz knüpft an der Bewertung durch die Discounted Cash-flow Methode an. Diese eignet sich zwar unstrittig zur Beurteilung von Einzelinvestitionen, ihre Übertragung auf die

<sup>40</sup> Vgl. Kirchner, M.: Akquisitionsmanagement, S. 132.

<sup>41</sup> Vgl. Koller, T.: value-based management, S. 90.

<sup>42</sup> Diese Aussage stammt von Rappaport, vgl. o.V.: Cash-flow, S. 166. Vgl. auch Day, G. S./Fahey, L.: Shareholder Value, S. 157, wo auf den Zusammenhang zwischen Shareholder Value und Kundenzufriedenheit verwiesen wird.

<sup>43</sup> Vgl. Kirchner, M.: Akquisitionsmanagement, S. 117.



Bewertung von Akquisitionskandidaten wird aufgrund der erheblich komplexeren Sachverhalte und Risiken aber mitunter bestritten.<sup>44</sup> Auch die Prognoseproblematik bietet Anlaß zur Kritik am gesamten Verfahren. Die Verfechter des Ansatzes sehen aber gerade in der Notwendigkeit zur Prognose seine wesentliche Stärke, da sich der Unternehmungskäufer ausführlich mit dem Akquisitionskandidaten und den zu erwartenden Zahlungsüberschüssen befassen muß, wodurch sich das Risiko eines Fehlschlages verringert.<sup>45</sup> Ebenso wie beim Ertragswertverfahren kann das Prognoseproblem nicht als Grund zur Ablehnung des Verfahrens akzeptiert werden, zumal durch moderne Prognosetechniken in Verbindung mit entsprechender Software die Vorschauanalyse wesentlich erleichtert werden kann.<sup>46</sup> Da die Discounted Cash-flow Methode die theoretisch sauberste Lösung bietet,<sup>47</sup> sollte sie der Bewerter trotz aller Probleme einsetzen.

Bei der Übertragung des Shareholder Value Konzeptes auf Kreditinstitute ergeben sich keine grundsätzlichen Probleme. Banken haben den Nutzen dieses Konzeptes erst relativ spät erkannt.<sup>48</sup> Amerikanische Institute haben mit einer am Aktionärsnutzen ausgerichteten Geschäftspolitik bereits beachtliche Erfolge erzielt.<sup>49</sup> Deutsche Banken, die aufgrund der spezifischen Vorschriften des KWG für weiteres Wachstum neues Eigenkapital aufbringen müssen und daher in zunehmendem Maße auf das Wohlwollen vorhandener und potentieller Anteilseigner angewiesen sind,<sup>50</sup> werden früher oder später ihre Geschäftspolitik nach der Idee des *Creating Shareholder Value* ausrichten müssen.<sup>51</sup> Hierzu gehört, daß gerade Akquisitionen, die oft in erheblichem Umfang Kapital langfristig binden, streng nach Wertsteigerungsgesichtspunkten beurteilt werden.

Auch das als Beurteilungskriterium innerhalb des Shareholder Value Ansatzes verwandte Discounted Cash-flow-Verfahren bereitet bei der Über-

---

<sup>44</sup> Vgl. Ritchey, J. S.: Acquisition Valuation, S. 25.

<sup>45</sup> Vgl. Pratt, S. P.: Valuing a Business, S. 43.

<sup>46</sup> Vgl. Weber, B.: Wertsteigerungsanalyse, S. 33, wo als Beispiel das Programm *Value Planner* von *Alcar Group Inc.*, die Rappaport nahesteht, genannt wird. Diese Software verfügt mit den Funktionen *Forecaster* und *Valuator* über wirksame Prognoseinstrumente.

<sup>47</sup> Vgl. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung, S. 602. Diese Einschätzung wird durch fast einmütige Interviewaussagen von Investmentbankern bestätigt.

<sup>48</sup> Vgl. Leemputte, P. J.: Shareholder Value, S. 18.

<sup>49</sup> Vgl. Koller, T.: value-based management, S. 88. Dort wird der Einfluß von Wertmanagement-Methoden auf die Wertentwicklung von Unternehmungen in verschiedenen Branchen untersucht, wobei die bei den Banken zu erzielenden Wertzuwächse zu den höchsten gehören.

<sup>50</sup> Vgl. Schulze-Kimmle, H.-D.: Thesen, S. 83.

<sup>51</sup> Vgl. Drill, M.: Kapital, S. 56; Wuffli, P. A.: Geschäftsstrategien, S. 34; Strutz, E.: Wertmanagement, S. 56f.; Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 477.

tragung auf Kreditinstitute keine Probleme.<sup>52</sup> Das Verfahren repräsentiert nach Auffassung von Theorie und Praxis den eigentlichen ökonomisch relevanten Unternehmungswert<sup>53</sup> und gilt auch für die Bankenbewertung als das am besten geeignete Verfahren.<sup>54</sup> Die Bestandteile des Modells müssen zwar an die dargestellten Besonderheiten von Banken als Bewertungsobjekt angepaßt werden, stellen aber die Eignung des Verfahrens an sich nicht in Frage.<sup>55</sup>

Der Shareholder Value Ansatz ist also ein angemessenes Verfahren zur Bewertung von Bankakquisitionen. Die Einbeziehung von Zusammenschlußeffekten ist damit so gut wie mit keinem anderen Verfahren möglich, da aufgrund der ganzheitlichen Sichtweise nicht allein die Zahlungsüberschüsse des Akquisitionsobjektes der Wertmaßstab sind, sondern von Beginn des Wertfindungsprozesses an nach dem kombinierten Cash-flow aus Käufer und Zielobjekt gesucht wird und dieser die Basis für die Bewertung bildet.<sup>56</sup> Auch das Ertragswertverfahren, das vom Ansatz dieser Methode sehr nahe kommt, ermöglicht grundsätzlich diese umfassende Sichtweise. Allerdings wird es häufig als reine Extrapolation von Gewinngrößen angewandt, so daß die Auswirkungen der Zusammenschlußeffekte nicht richtig eingeschätzt werden können.<sup>57</sup> Daß der Discounted Cash-flow die insgesamt überzeugenderen Argumente auf seiner Seite hat, sieht man auch daran, daß der Ertragswert mit immer mehr Komponenten dieses Verfahrens weiterentwickelt wird.<sup>58</sup>

## 5. Zusammenfassung

In diesem Grundlagenkapitel wurden die verschiedenen Bewertungsverfahren dargestellt und in ihrer Eignung hinsichtlich der Themenstellung untersucht. Es konnte gezeigt werden, daß der Substanzwert als alleiniges Verfahren zur Ermittlung des Unternehmungswertes nicht geeignet ist. Der Bewerter wird aber aufgrund seiner Hilfsfunktionen nicht umhinkönnen,

---

<sup>52</sup> Eine Beispielrechnung zur Anwendung dieses Verfahrens auf eine Universalbank bietet Wuffli, P. A.: Geschäftsstrategien, S. 40. Auch Copeland et al. verwenden diesen Ansatz zur Bewertung von Banken, vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 478 - 512.

<sup>53</sup> Diese Auffassung spiegelt sich einmütig in den mit Praktikern geführten Gesprächen wider. Vgl. hierzu auch Volkart, R.: Unternehmenswert, S. 544.

<sup>54</sup> Vgl. Stapp, A. W.: target, S. 44. Auch bei der Bewertung einzelner Geschäftsstellen wird die Discounted Cash-flow Methode bevorzugt, vgl. Stapp, A. W.: Branch Purchases, S. 39.

<sup>55</sup> Vgl. in diesem Sinne auch z. B. Stapp, A. W.: Shareholder Wealth, S. 27.

<sup>56</sup> Vgl. Rappaport, A.: acquisitions, S. 101.

<sup>57</sup> Vgl. Meyersiek, D.: Unternehmenswert, S. 233.

<sup>58</sup> Vgl. Schmidt, R.: Shareholder Value-Konzept, S. 290.

sich als Vorstufe zur Wertermittlung<sup>1</sup> eine Vorstellung von der Substanz der Bank zu verschaffen. Der vereinzelt anzutreffende Vorschlag, den Substanzwert als Kontrollwert einzusetzen,<sup>2</sup> ist jedoch nicht nachvollziehbar, da er völlig andere Wertbestandteile einbezieht als der Ertragswert<sup>3</sup> und daher keinerlei Kontrollwirkung entfalten kann.

Der Liquidationswert kann als Wertuntergrenze angesehen werden und ist als Wertmaßstab nur relevant, wenn die Bank nach dem Kauf zerschlagen werden soll oder wenn ihr Ertragswert so gering ist, daß er unter dem Liquidationserlös der Einzelbestandteile liegt. In solchen Fällen ist die Fortführung ökonomisch nicht rational und wird nur erfolgen, wenn z.B. soziale Motive oder die Sorge um die Stabilität der Kreditwirtschaft im Vordergrund stehen. Meist genügt eine überschlägige Ermittlung des Liquidationswertes, wenn er offensichtlich und deutlich unter dem Fortführungs-wert liegt.<sup>4</sup>

Von den traditionellen Methoden am besten geeignet ist das Ertragswertverfahren, dessen Einsatz für Banken keine grundsätzlichen Probleme aufwirft. Auch die Einbeziehung von Zusammenschlußeffekten ist mit dieser Methode möglich, indem die Erfolgswirkungen aus dem Zusammenschluß in die Prognosen einbezogen werden. Der Diskussionsstand um die konkrete Ausgestaltung bei der Einrechnung der wertbeeinflussenden Effekte in den Ertragswert ist allerdings noch nicht sehr weit fortgeschritten. Insbesondere bei der Einbeziehung strategischer Zielsetzungen versagt die Methode, so daß sich tendenziell zu geringe Entscheidungswerte ergeben und das Akquisitionsobjekt einem Mitbieter zufällt.<sup>5</sup>

Der Shareholder Value Ansatz, in dem eine ganzheitliche, konsequent auf den Cash-flow abgestellte Bewertung erfolgt, ist mit dem Ertragswertverfahren von der Grundkonzeption verwandt. Er läßt sich nach einigen Anpassungen bei der Cash-flow Definition und den Kapitalkosten auf Banken anwenden<sup>6</sup> und soll daher im Mittelpunkt der weiteren Ausführungen stehen. Es mehren sich ohnehin die Zeichen, daß sich zunehmend auch in Deutschland die Unternehmen nicht mehr dem Gedanken des Shareholder Value verschließen können.

Die Großbanken haben mittlerweile erkannt, daß sie sich, um auf den internationalen, überwiegend angelsächsisch geprägten Kapitalmärkten

<sup>1</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 38.

<sup>2</sup> Vgl. hierzu aus den fünfziger Jahren Hagest, K.: Ermittlung des Wertes, S. 194. Aber auch in jüngerer Zeit taucht diese Forderung wieder auf, vgl. Hosterbach, E.: Renaissance des Substanzwertes, S. 902.

<sup>3</sup> Vgl. Moxter, A.: Todsünden, S. 255.

<sup>4</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 122.

<sup>5</sup> Vgl. Sieben, G.: Unternehmensstrategien, S. 90.

<sup>6</sup> So auch Hörter, S.: Shareholder-Value-Konzept, S. 148.

akzeptiert zu werden, an die dortigen Gepflogenheiten anpassen müssen. Analysten in London und New York, die weltweit die institutionellen Anleger beraten, beurteilen die Banken nach dem Wert, den sie für ihre Anteilseigner schaffen. Akquisitionen, die nicht den Kriterien des Shareholder Value entsprechen, lehnen sie als *dilusive* ab und stufen den Käufer als „Sell“ ein, so daß die institutionellen Anleger verkaufen und bei Kapitalerhöhungen nicht mitziehen. Hierdurch kann die weitere Geschäftsexpansion einer Bank empfindlich gestört werden. Auch die in Deutschland feststellbare Dominanz der angelsächsischen Investmenthäuser bei M&A-Beratungen wird den derzeit noch vorherrschenden Ertragswert verdrängen, da diese das Discounted Cash-flow Verfahren präferieren.<sup>7</sup>

In der Praxis kombinieren die Bewerter überwiegend verschiedene Verfahren und bilden daraus eine Bandbreite.<sup>8</sup> Ein solches Vorgehen ist menschlich verständlich, da es dem Bewerter den Eindruck vermittelt, die Bewertung auf eine sicherere Basis zu stellen. Dennoch wird der aus Sicht des Käufers theoretisch angemessene Wert alleine mit dem Discounted Cash-flow Verfahren ermittelt, der die Auswirkung der Transaktion auf den Shareholder Value, die Zielgröße der modernen Geschäftspolitik, darzustellen vermag. Auf diesen Erkenntnissen aufbauend soll nun zunächst die Stand-alone Bewertung für den Käufer erfolgen, bevor ausgeführt wird, wie der Wertbeitrag einer Akquisition inklusive der möglichen Zusammenschlußeffekte gemessen werden kann.

---

<sup>7</sup> Vgl. Barthel, C. W.: Unternehmenswert, S. 345 und. Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung, S. 742f. Die Überlegenheit des Discounted Cash-flow über den traditionellen Ertragswert wird jedoch auch in der neueren Literatur nicht durchgehend anerkannt, vgl. z.B. Schmidt, J. G.: Discounted Cash-flow-Methode, S. 1115.

<sup>8</sup> Vgl. Beck, P./Fischer-Winkelmann, W.: Bewertungsmethoden, S. 7. Dies ergaben auch Interviewaussagen von Investmentbankern.

## **C. Bewertung des Käufers als Basis der Grenzpreisermittlung**

Wie gezeigt bemißt sich der maximal vom Käufer zu akzeptierende Preis für eine Akquisition nach dem Wertbeitrag, den das Kaufobjekt einschließlich aller Zusammenschlußeffekte dem Käufer hinzufügt. Um diesen zu messen, sollen der Wert der Käuferbank ohne und mit Durchführung der Transaktion verglichen und die Differenz zwischen beiden Werten als Preisobergrenze interpretiert werden. Der erste Schritt hierfür ist die Bewertung der Käuferbank ohne Akquisition (sog. *Stand-alone Bewertung*), für die der Bewerter dort eine sog. Due Diligence durchführen muß. Dieser Begriff, wörtlich zu übersetzen mit „gebotene Sorgfalt“, hat sich für die einer Bewertung zugrundeliegende Datensammlung vor Ort eingebürgert.<sup>1</sup> Da die Stand-alone-Prognose sich schwerpunktmäßig auf die internen Daten und Planungen des Käufers stützen kann, dürfte sie verhältnismäßig zügig abgewickelt werden können.

### **1. Grundlagen**

In diesem Abschnitt wird zunächst eine Aufteilung der Bank in ihre Geschäftsfelder erfolgen und der für das Discounted Cash-flow Verfahren zentrale Begriff des Cash-flow geklärt, der bei Kreditinstituten im Vergleich zu Industrieunternehmungen einige besondere Charakteristika aufweist. Eine Bewertung nach diesem Verfahren erfordert Prognosen über künftige Entwicklungen und über die daraus abzuleitenden Zahlungsströme. In der damit verbundenen Prognoseunsicherheit liegt die große Schwäche des Verfahrens, die aber nichts an seiner grundsätzlichen Überlegenheit anderen Methoden gegenüber ändert, zumal die Wissenschaft immer ausgefeiltere Techniken und Hilfsmittel zur Prognose entwickelt hat.<sup>2</sup> Auch diese sollen in diesem Abschnitt dargestellt werden.

Zur Erleichterung der Prognose wird verschiedentlich die Verwendung von Bandbreitenschätzungen statt Punktprognosen empfohlen.<sup>3</sup> Diese Auffassung

---

<sup>1</sup> Vgl. Funk, J.: Unternehmensbewertung, S. 497.

<sup>2</sup> Ähnlich auch Rudolph, B.: Investitionsplanung, S. 680.

<sup>3</sup> So v. a. Moxter, A.: Grundsätze, S. 116, wo Bewerter, die einwertige Unternehmenswerte ermitteln, sogar als unfähig abqualifiziert werden.

wird hier nicht geteilt, da der Informationswert solcher mehrwertigen Größen mit zunehmender Bandbreite immer geringer wird. Zudem kann auch bei mehrwertigen Prognosen nicht garantiert werden, daß der tatsächlich eintretende Wert innerhalb der angegebenen Bandbreite liegt. Um das Ergebnis der Unternehmungsbewertung als brauchbare Entscheidungsgrundlage verwenden zu können, sollte sich der Bewerter stets um die Verdichtung der von ihm zusammengetragenen Informationen bemühen, indem er mehrwertige Ergebnisse durch Erstellung von Konfidenzintervallen und Gewichtung mit subjektiven Wahrscheinlichkeiten in eine einwertige Prognosegröße umformt.

### 1.1 Aufteilung in Geschäftsfelder

Zur Strukturierung der Wertfindung ist eine Unterteilung der Gesamtbank in ihre Strategischen Geschäftsfelder (SGF) üblich. Hierdurch wird die komplexe Bewertungsaufgabe entzerrt, indem den unterschiedlichen Erfolgspotentialen der Geschäftsfelder Rechnung getragen wird.<sup>4</sup> Die einzelnen SGF sollten idealerweise folgende Merkmale aufweisen:<sup>5</sup>

- **Unabhängigkeit:** die SGF müssen unabhängig von anderen Planungsfeldern eigene Marktaufgaben, -ziele und -strategien verfolgen und sich Wettbewerbsvorteile erarbeiten können.
- **Eigenständige Marktaufgabe:** jedes SGF soll eine eigenständige Aufgabe am externen Markt erfüllen und nicht überwiegend Vorleistungen für andere SGF erbringen.
- **Eigenes Konkurrenzumfeld:** jedes SGF soll über genau identifizierbare Wettbewerber verfügen, die mit ihm um dieselben Kundengruppen konkurrieren.
- **Entscheidungskompetenz über Ressourcenverwendung:** jedes SGF soll über den Einsatz der ihm zugeteilten Ressourcen wie Personal, Finanzen und Sachmittel selbst entscheiden und seine Organisations-, Kommunikations- und Kontrollmechanismen nach eigenen Bedürfnissen und unabhängig von den Strukturen anderer SGF gestalten können.
- **Innenhomogenität und Außenheterogenität:** ein SGF sollte bezüglich seiner Zielgruppen und der von ihnen üblicherweise beanspruchten Leistungen möglichst homogen sein, sich hierbei aber von den übrigen SGF deutlich unterscheiden.

---

<sup>4</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Bewertung, S. 488.

<sup>5</sup> Vgl. als Nachweis aus der bankwirtschaftlichen Literatur z.B. Büschgen, H. E.: Strategische Planung, S. 266; Schmid, P.: Strategisches Bankmarketing, S. 111f. oder Weigele, O.: Strategische Unternehmensplanung, S. 176f.

Die Aufteilung ist für Banken aufgrund der vielfältigen Interdependenzen bei Leistungserstellung und -verwertung nur schwierig durchzuführen.<sup>6</sup> Die meisten der in der Literatur dargestellten<sup>7</sup> und auch die in der Praxis verwandten Konzepte<sup>8</sup> bilden die Geschäftsfelder nach Kundengruppen, zu denen jeweils die dort typischerweise nachgefragten Leistungsarten zugeordnet werden, z. B. Auslandszahlungsverkehr für mittlere und große Unternehmungskunden, Wertpapieranlageberatung für vermögende Privatkunden, Emissionsgeschäft für Großunternehmungen und Spareinlagen für das Mengengeschäft.<sup>9</sup> Leistungsarten wie Zahlungsverkehr werden jedem SGF zugeordnet. Diese Aufteilung in Zielgruppen mit dazu passenden Leistungsbündeln kann, falls aus Gründen einer regional unterschiedlichen Leistungsanspruchnahme erforderlich, noch um die geographische Dimension erweitert werden.<sup>10</sup>

Bei einer typischen Universalbank bietet sich eine Unterteilung in Großkunden, internationale Kunden, institutionelle Kunden, Klein- und Mittelbetriebe, freie Berufe und Privatkunden an. Je nach Lage des Einzelfalls kann man innerhalb dieser Gruppen tiefer differenzieren. Wenn z. B. das SGF Großkunden bei einem Institut für eine zielgerichtete Marktbearbeitung zu groß wäre, so könnte nach Branchen weiter unterteilt werden; die internationalen Kunden könnten in Staaten, verstaatlichte Betriebe und multinationale Konzerne und die institutionellen Kunden nach Staat, Kreditinstituten und Versicherungen aufgeteilt werden.<sup>11</sup> Bei den Privatkunden lassen sich aufgrund relativ homogener Leistungsanspruchnahme jeweils Jugendliche, Singles und Familien in der Frühphase, Senioren mit Familien in der Spät- und Mittelphase sowie Selbständige mit Vermögenden und kinderlosen Doppelverdienern in insgesamt drei Geschäftsfelder zusammenfassen.<sup>12</sup> In der Realität sehen die Kreditinstitute unterschiedliche Detaillierungsgrade als optimal an: die Citibank unterhält z. B. über 100 Unternehmungseinhei-

---

<sup>6</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Strategische Planung, S. 266. Es gilt als Anzeichen einer gelungenen Aufteilung, wenn einzelne SGF ohne Rückwirkungen auf die anderen Geschäftsfelder desinvestiert werden können, vgl. Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 102. Beispiele wie die *BHF-Bank* oder *Bankers Trust*, die beide ihr Retail-Geschäft verkauft haben, zeigen, daß dies auch bei Banken möglich ist, vgl. Schmid, P.: Strategisches Bankmarketing, S. 116.

<sup>7</sup> Den hier vorgestellten Ansatz verfolgen z. B. auch von Schimmelfmann, W.: Geschäftsfeldkonzeptionen, S. 174; Schuster, L.: Strategisches Management, S. 68 und Weigele, O.: Strategische Unternehmensplanung, S. 180.

<sup>8</sup> Dies ergab eine Umfrage, mit der die Planungsmethoden bei Banken analysiert werden, vgl. Moormann, J.: Umfrage, S. 311.

<sup>9</sup> Vgl. Schell, G.: Ertragsermittlung, S. 99.

<sup>10</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Strategische Planung, S. 264 - 266.

<sup>11</sup> Vgl. Tanew-Iliitschew, G.: Portfolio-Analyse, S. 139.

<sup>12</sup> Diese Erkenntnisse beruhen auf umfangreichen statistischen Auswertungen von Marktforschungsmaterial, vgl. Küspert, A.: Bewertung, S. 432.



ten,<sup>13</sup> während die Chemical Bank ihr Geschäft in ca. 30 SGF einteilt.<sup>14</sup> Diese Zahl von 30 gilt als übliche Größe für eine Geschäftsbank.<sup>15</sup>

## 1.2 Der Begriff des Cash-flow bei Kreditinstituten

Einer Bewertung nach dem Discounted Cash-flow Verfahren liegen die frei entnehmbaren Zahlungsüberschüsse zugrunde. Bei der Aufstellung eines Cash-flow Schemas ist zu beachten, daß zur Bewertung von Finanzdienstleistungsunternehmungen der sog. Eigenkapitalansatz verwendet wird, bei dem die Zahlungswirkungen des Fremdkapitals in die Zahlungsstromberechnung einbezogen werden und die Diskontierung nur mit den Eigenkapitalkosten erfolgt.<sup>16</sup>

Da bei Banken der größte Teil der Geschäftstätigkeit aus dem LFB stammt, in dem sich den einzelnen Geschäftsarten leicht die Zahlungsströme zuordnen lassen, ist das Cash-flow Schema bei Bankbetrieben im Vergleich zu anderen Wirtschaftszweigen recht übersichtlich.<sup>17</sup> Bei der hier verwandten Definition soll von dem üblichen Vorgehen, das den Zahlungsüberschuß retrograd aus der GuV-Rechnung ermittelt, abgewichen werden. Stattdessen erfolgt eine Aufstellung aller Ein- und Auszahlungen im Bankbetrieb:

- Hauptbestandteil der bankbetrieblichen Cash-flow Rechnung sind die Erlöse aus dem kundenbezogenen Geschäft. Der wichtigste Cash-flow-Lieferant ist noch immer der Zinsüberschuß, der sich als Differenz zwischen den Zinserträgen des Aktivgeschäftes und den Zinsaufwendungen des Passivgeschäftes ergibt. Weiterer wesentlicher Bestandteil sind die Provisionserlöse aus den verschiedenen Dienstleistungsgeschäften. Um die Erlöse aus dem kundenbezogenen Geschäft abschätzen zu können, wird zunächst ein Mengengerüst für die einzelnen Leistungsarten aufgestellt und dann bewertet. Hier fließt auch der Saldo aus Neukreditvergabe und Kreditrückzahlung sowie aus Einlagenabzügen und neu akquirierten Einlagen ein. Dabei muß noch berücksichtigt werden, daß ein Teil der Kreditrückzahlungen nicht vereinbarungsgemäß erfolgt und daher die Einzahlungen in diesem Bereich immer ein wenig geringer ausfallen, als es der Vertragsbestand erwarten ließe. Außerdem sind Zinsänderungs- und Währungsrisiken einzubeziehen.

---

<sup>13</sup> Vgl. Faßbender, H./Leichtfuß, R.: Banking, S. 244.

<sup>14</sup> Vgl. Durstberger, H.: Strategische Planung, S. 71.

<sup>15</sup> Vgl. Krümmer, S.: Strategisches Management, S. 219.

<sup>16</sup> Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 478f. Auch Zessin schlägt dieses im deutschen Schrifttum als „Nettomethode“ bezeichnete Vorgehen für die Bewertung von Banken vor, vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 54f.

<sup>17</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 60.



- Hierzu ist das Nettoergebnis hinzuzuzählen, das die Bank aus ihrem Eigengeschäftsbereich erzielt.
- Von diesen Erlösen aus dem Kunden- und Eigengeschäft müssen die auszahlungswirksamen Aufwendungen des TOB, v.a. Personal- und Sachkosten, abgezogen werden. Weiterhin sind Investitionen in das Anlagevermögen einzubeziehen. Abschreibungen, Rückstellungen und Wertberichtigungen werden bei der Cash-flow-Berechnung nicht berücksichtigt, da mit ihnen keine Auszahlungen verbunden sind.
- Hierzu ist der außerordentliche Erfolg zu addieren, soweit sich dahinter zahlungswirksame Vorgänge verbergen. Für die Unterscheidung der einzelnen Positionen in zahlungswirksame und zahlungsunwirksame ist der Einblick des Bewerter in die internen Unterlagen der Bank unbedingt erforderlich.
- Von dieser Größe sind die Steuerzahlungen abzuziehen. Als Ergebnis erhält man den operativen Cash-flow, der für die Ausschüttung an Anteilseigner maximal zur Verfügung steht.
- Für die Bewertung ist allerdings nicht der maximal ausschüttbare Zahlungsüberschuß maßgeblich, sondern nur der Teil, der dem Investor zufließt.<sup>18</sup> Die teilweise Einbehaltung von Gewinnen kann durchaus im Interesse der Anteilseigner liegen, wenn die Mittel innerhalb der Bank so verwendet werden, daß sie mindestens die Kapitalkosten erwirtschaften.<sup>19</sup> In diesem Fall kommt es dann in den Folgeperioden zu entsprechend höheren Ausschüttungen.<sup>20</sup> Zudem müssen mitunter Gewinne zur Erfüllung aufsichtsrechtlicher Eigenkapitalnormen einbehalten werden.

Das Schema zur Ermittlung des freien Cash-Flow für die Bewertung von Kreditinstituten ist in Abbildung 1 noch einmal dargestellt.

### 1.3 Prognosetechniken

Die Prognose künftiger Zahlungen ist das Kernstück der Unternehmensbewertung nach dem Discounted Cash-flow Verfahren. Die Prognosequalität bestimmt maßgeblich die Aussagekraft der ermittelten Preisgrenze. Bevor die verschiedenen Techniken in ihrem grundsätzlichen Vorgehen<sup>21</sup> kurz dargestellt werden, sollen noch einige Ausführungen über den Umfang der Prognoseaufgabe vorangestellt werden.

---

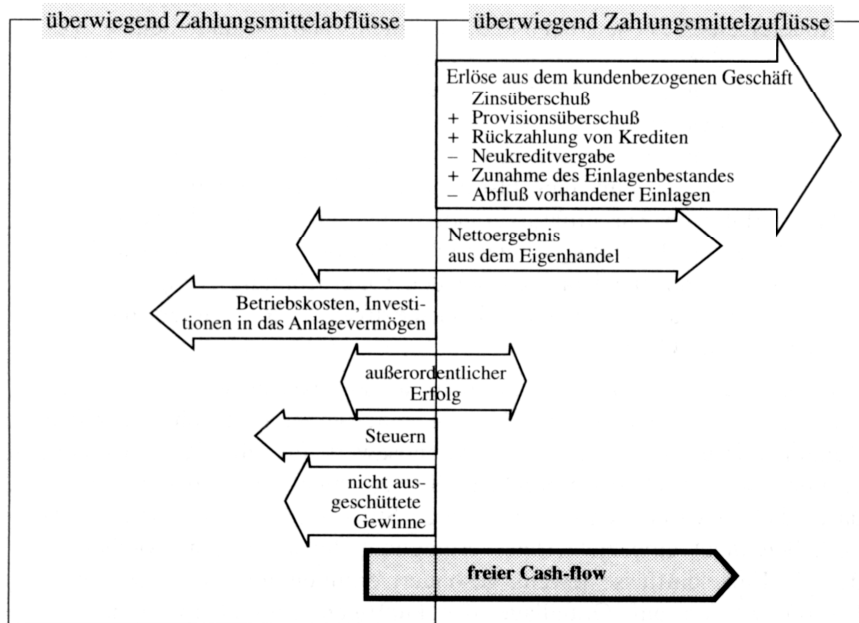
<sup>18</sup> Vgl. Reis, J. P./Cory, C. R.: Valuation, S. 182.

<sup>19</sup> Vgl. Bühner, R./Weinberger, H.-J.: Cash-flow, S. 194.

<sup>20</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmensbewertung, S. 40.

<sup>21</sup> Vgl. zu den Prognosetechniken allgemein IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Band II, S. 53 - 57 und zu ihrer Anwendbarkeit auf die Bewertung von Kreditinstituten Zessin, A.: Unternehmensbewertung, S. 95 - 106.

Abbildung 7: Ermittlung des freien Cash-flow bei Banken



### 1.3.1 Art und Umfang der Prognoseaufgabe

Für ein Kreditinstitut bringt die Prognose der Ein- und Auszahlungen branchenspezifische Besonderheiten mit sich, die sich teilweise erleichternd, teilweise erschwerend auswirken. Im Gegensatz zu Industrie und Handel, die in jedem Jahr ihren Umsatz wieder neu erreichen müssen, besteht bei Banken ein großer Teil des Geschäftsvolumens aus langfristigem Altgeschäft der Aktiv- und Passivseite, das auch in den Folgeperioden einigermaßen sicher abschätzbare Ergebnisbeiträge bringt. Die Geschäftsvolumina wachsen normalerweise kontinuierlich und gelten daher als gut prognostizierbar,<sup>22</sup> wobei die aufsichtsrechtlichen Strukturnormen einen guten Rahmen bieten.<sup>23</sup> Gravierende Veränderungen von Leistungsmengen und -struktur sind innerhalb überschaubarer Zeiträume bei Banken nicht zu erwarten.<sup>24</sup> Schließlich herrschen auf dem Bankenmarkt übersichtliche

<sup>22</sup> Vgl. Bellinger, B.: Bankbilanzen, S. 439.

<sup>23</sup> Vgl. Lammerskitten, P./Franke, A.: Planung, S. 270f.

<sup>24</sup> Vgl. Keßler, H./Schaldt, H.: Gewinnplanung, S. 154.

Wettbewerbsverhältnisse, die gute Vorhersagen über das Verhalten von Konkurrenten ermöglichen.<sup>25</sup> Auch dies erleichtert die Prognose.

Andererseits bestehen bei Kreditinstituten auch Besonderheiten, die die Vorhersage der Zahlungsströme erschweren. Die Dynamik des bankwirtschaftlichen Umfeldes, z.B. technischer Fortschritt, Wertewandel, Deregulierung und das Auftreten von Non- und Near-Banks, hat sich in den letzten Jahren immer weiter beschleunigt,<sup>26</sup> die damit verbundenen Cash-flow Wirkungen auf ein einzelnes Institut dürften kaum vorhersagbar sein. Der hohe Einfluß von Zinsstrukturveränderungen auf die Geschäftsentwicklung sowie die große Bedeutung immaterieller Faktoren wie Know-how, Humankapital und Kundenbeziehungen auf den Unternehmungserfolg werfen weitere Probleme auf.<sup>27</sup> Auch die bankspezifischen Risiken erschweren die Vorhersage von Cash-flows.

Für die Prognose gibt es zum einen die sog. pauschale Methode, bei der aus dem Durchschnitt der Vergangenheitsergebnisse ein nachhaltiger Zukunftsertrag als einheitlicher Prognosewert für alle Zukunftsperioden ermittelt wird.<sup>28</sup> Dieses Vorgehen führt zu unbefriedigenden Ergebnissen, da es die Auswirkungen der absehbaren Strukturentwicklung und Gesetzesvorhaben nicht einbezieht. Dies ermöglicht die analytische Methode, mit der die Einzeleinflüsse jeweils gesondert ermittelt und bewertet werden.<sup>29</sup> Hierfür werden auf Grundlage der künftigen Umfeldentwicklungen die Geschäftsbereiche der Bank untersucht und ihre Zahlungsströme unter Berücksichtigung von Chancen und Risiken prognostiziert. So wird der Zukunftserfolg differenziert ermittelt, Alternativbewertungen bei verschiedenen Einschätzungen erfolgsgedeterminierender Größen (z.B. Diskontsatz) sind möglich.<sup>30</sup>

Üblicherweise wird eine detaillierte Vorschauanalyse nur für einen gewissen Horizont möglich sein, über dessen Länge es unterschiedliche Ansichten gibt. Mit zunehmender Entfernung vom Bewertungszeitpunkt nimmt die Zahl der denkbaren Ertragsentwicklungen schnell bis zur Unübersichtlichkeit zu, während gleichzeitig der Werteinfluß durch die Abzinsung immer geringer wird.<sup>31</sup> Dennoch sollte, gerade wenn im weiteren Verlauf der Bewertung strategische Elemente einfließen, die klassischerweise erst sehr spät Zahlungswirkungen entfalten, der Prognosehori-

<sup>25</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 67.

<sup>26</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Geschäftsstrukturen, S. 29.

<sup>27</sup> Vgl. Hörter, S.: Shareholder-Value-Konzept, S. 148.

<sup>28</sup> Vgl. zur genauen Beschreibung dieser Methode IdW [Hrsg]: WP-Handbuch Bd. II, S. 31.

<sup>29</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 31.

<sup>30</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmensbewertung, S. 76.

<sup>31</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 265.

zont möglichst lang gewählt werden.<sup>32</sup> Generelle Aussagen hierfür sind nicht möglich, eine Detailprognose sollte aber verschiedene Phasen der wirtschaftlichen und institutsspezifischen Entwicklung<sup>33</sup> sowie die absehbaren Auswirkungen aus festgestellten Zusammenschlußeffekten erfassen. Hierfür erscheint ein Zeitraum von ca. fünf bis sieben Jahren als zweckmäßiger Kompromiß,<sup>34</sup> wobei im Sinne des für die Ertragsermittlung aufgestellten Drei-Phasen-Schemas für die unmittelbar bevorstehenden Perioden noch eine relativ präzise Detailprognose der einzelnen Cash-flow-Determinanten erfolgen kann.<sup>35</sup> Für die dahinterliegenden Zeiträume bis zum Prognosehorizont dürfte hingegen nur noch eine Grobplanung möglich sein.<sup>36</sup> Sind bei der Prognose wesentliche Innovationen oder strategische Neuorientierungen einzubeziehen, so sollte der Horizont den Zeitraum bis zur endgültigen Realisierung dieser Neuerung plus einen Puffer von fünf bis acht Jahren umfassen, um die daraus entstehenden Ertragswirkungen angemessen zu erfassen.<sup>37</sup> In der Praxis nimmt der Bewerter für so viele Perioden eine Detailprognose vor, wie er sich in der Beurteilung noch sicher fühlt und so lange die Auswirkungen konkret geplanter Maßnahmen auf den Cash-flow noch abschätzbar sind.<sup>38</sup>

### *1.3.2 Mathematisch-statistische Prognoseverfahren*

Zunächst soll die Funktionsweise der zur Prognose einsetzbaren mathematisch-statistischen Verfahren vorgestellt werden. Diese Verfahren basieren auf der Analyse von Vergangenheitsdaten, die in die Zukunft fortgeschrieben werden. Solche Rückschlüsse von Vergangenem auf die Zukunft erbringen oftmals gute Resultate, sofern keine Strukturbrüche zu erwarten sind.<sup>39</sup>

Die einfachste Möglichkeit, aus der Rückschauanalyse Voraussagen zu gewinnen, ist die Extrapolation, d.h. die Fortschreibung der in den Vorjahren festgestellten Werte. Der Umfang der hierfür erforderlichen Rückschau ist strittig,<sup>40</sup> für Banken dürfte aber eine Analyse der drei vorhergehenden Perioden ausreichen.<sup>41</sup> Sind in diesem Zeitraum ungewöhnliche Ereignisse aufgetreten, die das Ergebnis maßgeblich beeinflusst haben, so sollte die Beobach-

<sup>32</sup> Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 292.

<sup>33</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 109.

<sup>34</sup> Vgl. Kümmel, A. T.: Bewertung von Kreditinstituten, S. 55.

<sup>35</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 93.

<sup>36</sup> Vgl. Kirsten, D. W.: Value-based-Management, S. 674.

<sup>37</sup> Vgl. von Reibnitz, U.: Szenario-Planung, Sp. 1986.

<sup>38</sup> Vgl. Gomez, P./Weber, B.: Akquisitionsstrategie, S. 31.

<sup>39</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Ergebnisprognose, S. 1.

<sup>40</sup> Vgl. Kleber, P.: Prognoseprobleme, S. 117f., wo ein Überblick über das Meinungsspektrum in der Literatur gegeben wird.

<sup>41</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 86f.

tungsperiode ausgeweitet werden.<sup>42</sup> Die Rückschauanalyse kann darüber Auskunft geben, wie eine Bank bislang auf bestimmte Rahmenbedingungen reagiert hat.<sup>43</sup> Der Bewerter kann damit Trends und Entwicklungslinien feststellen und sich ein Urteil über ihr Fortwirken in der Zukunft bilden.<sup>44</sup> Die Vorhersage erfolgt dann anhand der sog. *Zeitreihenanalyse*, die die zu prognostizierende Variable in ihrer Eigendynamik im Zeitverlauf darstellt.<sup>45</sup> Bei dieser auch als „naive Prognose“ bezeichneten Methode wird der Trend der letzten Werte oder ihr Durchschnitt zur Vorhersage herangezogen.<sup>46</sup>

Eine Weiterentwicklung der einfachen Zeitreihenrechnung stellt die Regressionsanalyse dar, die in der Bewertungspraxis sehr beliebt ist.<sup>47</sup> Sie bildet einen mathematischen Zusammenhang zwischen der Prognosegröße und hierfür maßgeblichen Rahmengrößen durch eine einfache, meist lineare Funktion ab, die auf Vergangenheitsdaten beruht.<sup>48</sup> Wenn der durch die Regression ermittelte Zusammenhang auch künftig gilt, so können mit der mathematischen Funktion die Prognosewerte berechnet werden.<sup>49</sup> Neben der linearen Funktion sind auch nicht-lineare Zusammenhänge rechenbar, die auf demselben Prinzip beruhen, allerdings wesentlich aufwendiger zu ermitteln sind.<sup>50</sup> Mit der multiplen Regression kann zudem die Möglichkeit einbezogen werden, daß die zu prognostizierende Größe nicht von nur einer, sondern mehreren Variablen beeinflusst wird.<sup>51</sup>

Trendextrapolation und Regressionsanalyse leisten aber angesichts der Realität, die durch wachsende Dynamik, Diskontinuitäten und Überraschungen gekennzeichnet ist, für viele Bereiche zu wenig.<sup>52</sup> Bestand im Zeitraum der Rückschauanalyse für die zu bewertende Bank eine Sondersituation, so ist zudem eine Fehleinschätzung vorprogrammiert, z. B. wird die Extrapolation im Anschluß an eine Phase starken Wachstums zu einer Überschätzung der Zukunftserfolge führen.<sup>53</sup> Die Regressionsanalyse ermöglicht zwar eine

---

<sup>42</sup> Vgl. Busse von Colbe, W.: Zukunftserfolg, S. 79. Ohnehin sollte, wenn vom erforderlichen Aufwand her machbar, ein möglichst langer Zeitraum analysiert werden, um die Prognose auf eine sicherere Basis zu stellen, vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 306.

<sup>43</sup> Vgl. Taylor, J. F.: Forward Valuation, S. 46.

<sup>44</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze, S. 98.

<sup>45</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Ergebnisprognose, S. 2.

<sup>46</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 95 f.

<sup>47</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 54.

<sup>48</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Ergebnisprognose, S. 3.

<sup>49</sup> Vgl. Gooch, L. B./Grabowski, R. J.: Valuation Methods, S. 27.

<sup>50</sup> Für einen knappen Überblick über solche nicht-linearen Methoden vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 270 - 273.

<sup>51</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 55.

<sup>52</sup> Vgl. Engeleiter, H.-J.: Portfolio-Technik, S. 407 f.

<sup>53</sup> Vgl. Baetge, J./Krumholz, M.: Akquisition, S. 17.

etwas fundiertere Prognose, leidet aber an mathematischen Problemen wie Scheinkorrelation und Multikollinearität,<sup>54</sup> die dazu führen, daß eigentlich nicht existente Zusammenhänge funktional abgebildet bzw. durch Interdependenzen zwischen den unabhängigen Variablen verzerrt werden. Schließlich werden sich Zusammenhänge der Realität nur selten in einer mathematischen Funktion darstellen lassen. Ergebniswirkungen qualitativer Kriterien wie Managementqualität oder Intensität von Kundenbindungen können mit diesen Methoden nicht einbezogen werden,<sup>55</sup> obwohl gerade diese den wirtschaftlichen Erfolg einer Bank maßgeblich beeinflussen.

Dennoch können die Verfahren als Basis für die weitere Prognose eingesetzt werden, da sie wertvolle Anhaltspunkte liefern<sup>56</sup> und verhältnismäßig einfach durchzuführen sind. Sie sollten aber mit der gebotenen Vorsicht verwandt und die Ergebnisse durch Plausibilitätstests und qualitative Überlegungen abgesichert werden.<sup>57</sup> Ein Verzicht auf dieses Erfahrungswissen ließe eine wesentliche Prognosegrundlage außer Betracht.<sup>58</sup> Auch in der Praxis wird von fast allen professionellen Bewertern eine eingehende Vergangenheitsanalyse durchgeführt, in die die vorhergehenden drei bis fünf Perioden einbezogen werden.<sup>59</sup>

Eine weiterführende Methode für den Einsatz der Rückschauanalyse ist die sog. Mustererkennung, die aus Vergangenheitsbeobachtungen Aussagen ableitet über den künftigen Zusammenhang zwischen einer bestimmten Unternehmungssituation und der zu prognostizierenden Variablen.<sup>60</sup> Hierfür werden die Vergangenheitsdaten zunächst von Störeinflüssen befreit. Im nächsten Schritt sind die gewählten Merkmalswerte zu messen, so daß das vorgefundene Muster über die festgelegten Klassencharakteristika den einzelnen Klassen zugeordnet werden kann. Als Ergebnis des Prozesses erhält man die Ausgabe des Klassennamens, in den die betrachtete Merkmalskombination hineinpaßt. In das System kann eine „Lernphase“ integriert werden, mit dem die Klassencharakteristika beim Auftreten neuartiger Reaktionsmuster aktualisiert und so dem dynamischen Umfeld angepaßt werden.<sup>61</sup> Zur systematischen Suche nach Generalisierungen, die für die Mustererkennung einge-

<sup>54</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Ergebnisprognose, S. 3.

<sup>55</sup> Vgl. Diedrich, R.: Lösung des Prognoseproblems, S. 60.

<sup>56</sup> Vgl. Kleber, P.: Prognoseprobleme, S. 126, der für diese Aussage im Schrifttum 21(!) Belege aus der Zeit von 1935 bis 1985 gefunden hat.

<sup>57</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 124.

<sup>58</sup> Vgl. Diedrich, R.: Prognoseproblem, S. 92, nach dessen Ansicht man bei einem Verzicht auf das Erfahrungswissen von Prognosen auch gänzlich Abstand nehmen kann.

<sup>59</sup> Dies ergab eine Umfrage unter den Unternehmungsbewertern in Deutschland. Danach verwenden 94 % der Bewerter die Vergangenheitsanalyse als Grundlage, vgl. Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung, S. 743.

<sup>60</sup> Vgl. Diedrich, R.: Prognoseproblem, S. 92.

<sup>61</sup> Vgl. Mertens, P.: Mustererkennung, S. 780f.

setzt werden können, wurden EDV-gestützte Suchstrategien entwickelt, die die Anwendung des Verfahrens deutlich rationalisiert haben.<sup>62</sup>

Mit diesem Verfahren kann das in den Wirtschaftswissenschaften bestehende Problem angegangen werden, daß es keine bewährten Naturgesetze gibt, auf denen eine Prognose aufbauen kann. Es werden mit der Mustererkennung Hypothesen aufgestellt und durch Lernprozesse schrittweise verfeinert, mit denen beim Vorliegen bestimmter Randbedingungen auf das Eintreten eines bestimmten Folgeereignisses geschlossen werden kann. Allerdings dürfen solche empirisch ermittelten Regelmäßigkeiten nicht als echte gesetzmäßige Hypothesen mißverstanden werden; auch mit diesem Verfahren können keine sicheren Vorhersagen gemacht werden.<sup>63</sup> Grundsätzlich wird das Verfahren für die betriebswirtschaftliche Prognose als geeignet angesehen,<sup>64</sup> allerdings muß beachtet werden, daß die Güte der damit gewonnenen Voraussagen vom Umfang und von der Qualität der Eingangsinformation sowie von der Qualität des Transformationsprozesses abhängt.<sup>65</sup>

Ein weiteres quantitatives Prognoseverfahren ist die Diskriminanzanalyse. Meist wird die multivariate lineare Diskriminanzanalyse verwandt, welche aus Vergangenheitswerten Kennzahlen ermittelt und diese in Abhängigkeit von ihrer Bedeutung für die Gruppenzuordnung zu einer einzigen Kennzahl, dem sog. Diskriminanzwert, verdichtet. Für diesen Diskriminanzwert werden Trennwerte ermittelt, mit deren Hilfe die Zuordnung zu verschiedenen Gruppen erfolgt.<sup>66</sup> Dieses Verfahrens teilt das Bewertungsobjekt einer Risikoklasse zu. Das prognostische Element liegt darin, daß Kennzahlen ermittelt werden, die den für die Klassifizierung maßgeblichen Ereignissen zeitlich vorgelagert sind. Dieses Verfahren ist auch nicht auf konstante Rahmenbedingungen angewiesen, denn sobald die Auswirkungen von bevorstehenden Strukturveränderungen sich in den Kennzahlen niedergeschlagen haben – was je nach Qualität der verwandten Kennzahlen erfolgt sein sollte, bevor die Strukturveränderung an sich sichtbar ist – kann das Verfahren über den veränderten Diskriminanzwert die Klasseneinteilung neu bestimmen.<sup>67</sup> Dem Vorteil der Unabhängigkeit von der Umweltdynamik steht allerdings der Nachteil einer sehr unpräzisen Prognosequalität gegenüber, da das Verfahren lediglich über den mit der zu bewertenden Bank verbundenen Risikogehalt Auskunft gibt. Zudem unterliegt das Verfahren zahlreichen Anwendungsvor-

<sup>62</sup> Vgl. Diedrich, R.: Prognoseprobleme, S. 97 f.

<sup>63</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Ergebnisprognose, S. 2.

<sup>64</sup> Vgl. Mertens, P.: Mustererkennung, S. 790f, der daneben noch eine Reihe weiterer Anwendungsgebiete aufführt.

<sup>65</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Ergebnisprognose, S. 2.

<sup>66</sup> Vgl. Baetge, J.: Früherkennung, S. 795.

<sup>67</sup> Vgl. zu diesem Verfahren ausführlich Ossadnik, W.: Unternehmungsbewertung, S. 177 - 205, hier insbesondere S. 184.



aussetzungen wie der Annahme der Normalverteilung der Merkmale und weitgehender Unabhängigkeit der einbezogenen Variablen, die in der Realität regelmäßig nicht erfüllt sind.<sup>68</sup> Führt ein Bewerter regelmäßige Bankbewertungen durch, so kann sich der Einsatz der Diskriminanzanalyse als Einstieg in die Wertfindung durchaus lohnen, ansonsten dürfte der erzielbare Informationswert den mit der Ermittlung der Diskriminanzfunktion verbundenen Aufwand nicht rechtfertigen.

Insgesamt zeigt sich, daß die quantitativen Methoden alleine zur Prognose bei der Unternehmungsbewertung nicht ausreichen. Sie leisten entweder für die Prognose nur wenig, wie z. B. die Trendextrapolation, oder sind derartig komplex und intransparent, daß sie in der Praxis nicht akzeptiert werden.<sup>69</sup> Kann man aus den Vergangenheitsdaten einen klaren Trend ablesen, dessen Fortdauer nicht erkennbar gestört ist, so läßt sich die Anwendung der einfacheren Verfahren rechtfertigen, z. B. für die Prognose des Konsumenten kreditgeschäfts. Die Eigenschaften dieser Methoden, eine in der Vergangenheit vorgefundene Entwicklung oder Situation einfach in die Zukunft fortzuschreiben, macht sie v. a. für reine Wachstums-<sup>70</sup> und Schrumpfungsphasen einsetzbar. Die komplexeren Verfahren sind sehr aufwendig und nur mit verschiedenen Einschränkungen einsetzbar. Die Vorschauanalyse wird daher nicht allein mit quantitativen Verfahren erfolgen können, zumal sich zunehmend die Erkenntnis durchsetzt, daß Prognoseverfahren mitnichten bei zunehmender mathematischer Komplexität bessere und zuverlässigere Ergebnisse liefern,<sup>71</sup> sondern lediglich eine Genauigkeit vortäuschen, die sich aufgrund der Unsicherheit der zugrundeliegenden Daten ohnehin nicht erreichen läßt.<sup>72</sup>

### 1.3.3 Qualitative Prognoseverfahren

Wie gesehen können die mathematisch-statistischen Methoden bei der Prognose von Entwicklungen, für die völlig neue Umfeldbedingungen maßgeblich sind, keine Hilfe leisten. Hier finden die qualitativen Methoden, v. a. die Delphi-Befragung und die Szenario-Technik, Anwendung.<sup>73</sup>

<sup>68</sup> Diese Anwendungsvoraussetzungen sind so restriktiv, daß gegen sie bei Untersuchungen regelmäßig verstoßen wird. Allerdings wird dadurch der Aussagegehalt der Ergebnisse nicht unbedingt vermindert, vgl. Kleber, P.: Prognoseprobleme, S. 207 f.

<sup>69</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Expertensystemtechnologie, S. 1683.

<sup>70</sup> Vgl. von Reibnitz, U.: Szenario-Planung, Sp. 1981.

<sup>71</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 84. Es wird dort noch zusätzlich bemängelt, daß komplexe quantitative Verfahren zu aufwendig und daher unwirtschaftlich sind. Diese Kritik trifft jedoch auch auf die meisten qualitativ orientierten Verfahren zu.

<sup>72</sup> Vgl. Helbling, C.: Unternehmensbewertung, S. 44.

<sup>73</sup> Vgl. Bretzke, W.-R.: Unternehmungsbewertung, S. 822 f. Danach sollen die „soft facts“ besser mit „soft methods“ verarbeitet werden, um aussagekräftige Ergebnisse zu erhalten.



Die Delphi-Methode wurde in den 40er Jahren von der *RAND Corporation* entwickelt, um Expertenmeinungen zusammenzuführen und zu analysieren.<sup>74</sup> Sie wird in mehreren Runden durchgeführt, in denen Experten aufgefordert werden, auf einem standardisierten Fragebogen eine begründete Einschätzung für den Eintritt bestimmter Ereignisse anzugeben. Die Fragebögen werden ausgewertet und die Ergebnisse den Experten mit der Bitte zurückgeschickt, ihre Einschätzung auf Basis dieser Ergebnisse zu überprüfen und ggfs. anzupassen. Dieser Prozeß wird so oft wiederholt, bis ein hinreichend einheitliches Bild erreicht wurde oder keine weitere Annäherung der Standpunkte mehr zu erkennen ist. Die Delphi-Methode erlaubt den befragten Experten keine Kommunikation untereinander<sup>75</sup> und die Identität der Experten bleibt anonym. Dadurch sollen die Vorteile der Gruppendiskussion, v. a. Addition von Know-how, genutzt werden können, ohne die Nachteile wie Konformitätsdruck oder Dominanz einzelner Diskussions Teilnehmer in Kauf nehmen zu müssen.<sup>76</sup> Für den deutschen Bankenmarkt wurde in der Vergangenheit regelmäßig eine großangelegte Delphi-Studie von Priewasser<sup>77</sup> durchgeführt, die die Entwicklung bis zum Jahre 2009 prognostiziert und auf deren Ergebnisse sich der Bewerter stützen kann.

Auch die Delphi-Methode ist nicht frei von Problemen. So ist keineswegs gewährleistet, daß durch die mehrmalige Rückkopplung der Expertenmeinungen tatsächlich die unfundierten Einschätzungen ausscheiden.<sup>78</sup> Daneben ist der mit der Durchführung des Verfahrens verbundene Zeit- und Planungsaufwand anzuführen.<sup>79</sup> In der Praxis erfreut sich das Verfahren aber wachsender Beliebtheit. Gegenüber den quantitativen Methoden besteht der Vorteil, daß in wesentlich größerem Umfang Erfahrungswissen in die Prognose einfließen kann und Interdependenzen zwischen verschiedenen Einflußfaktoren berücksichtigt werden können. Mit dieser Technik können auch menschliche Fähigkeiten wie Intuition, Auswertung auf verschiedenen Abstraktionsebenen und Verwendung von Analogien einbezogen werden.<sup>80</sup> Insofern sollte auf den Einsatz der Delphi-Methode, soweit dies unter zeitlichen Aspekten möglich ist, nicht verzichtet werden, zumal ihre Ergebnisse auch als Basisinformationen für die im Folgenden zu erläuternde Szenario-Technik eingesetzt werden können.<sup>81</sup>

<sup>74</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 116.

<sup>75</sup> Vgl. Diedrich, R.: Lösung des Prognoseproblems, S. 62.

<sup>76</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 116.

<sup>77</sup> Vgl. zuletzt 1993 Priewasser, E.: Prognose, S. 225 - 227, wo Stichprobe und Auswertungstechnik der Studie beschrieben werden.

<sup>78</sup> Vgl. Diedrich, R.: Lösung des Prognoseproblems, S. 63 f.

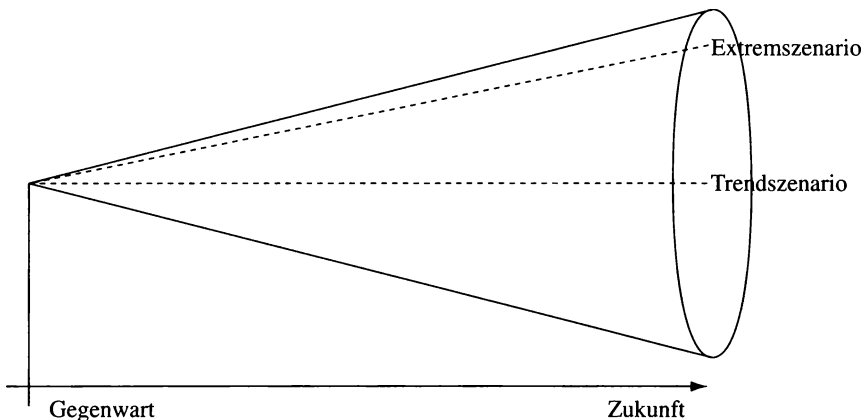
<sup>79</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 118.

<sup>80</sup> Vgl. Diedrich, R.: Lösung des Prognoseproblems, S. 64.

<sup>81</sup> Vgl. Huss, W. R./Honton, E. J.: Scenario Planning, S. 24.

Die Szenario-Technik ist ein weiteres Instrument zur kreativen Prognose. Sie wurde in den 60er Jahren entwickelt, um systematisch alternative Szenarien sowie deren Entwicklungsverlauf von der Gegenwart bis zum Prognosehorizont zu analysieren.<sup>82</sup> Als Szenario wird dabei die Beschreibung einer möglichen Zukunftssituation bezeichnet, in der wesentliche Umweltfaktoren unter Berücksichtigung ihrer Interdependenzen dargestellt werden sowie die Wege, die zu diesem Zukunftsbild hinführen.<sup>83</sup> Die Technik erlaubt eine Kombination von quantitativ zu verarbeitenden und qualitativen Informationen, wobei die qualitativen die Intuition und Erfahrung des Bewerbers widerspiegeln.<sup>84</sup> Insofern ist die Qualität der Ergebnisse auch stark abhängig von Erfahrung, Wissen und Kreativität der beteiligten Personen.<sup>85</sup> Die Szenario-Technik bezieht auch Strukturbrüche und Diskontinuitäten mit ihrem Einfluß auf die betrachtete Bank ein.<sup>86</sup> Die Darstellung erfolgt üblicherweise mit dem Modell des zur Zukunft hin geöffneten Trichters, der die immer weiter wachsende Unsicherheit von Vorhersagen symbolisiert, je weiter man den Blick voraus wagt. Jeder Schnitt durch den Trichter stellt den entsprechenden Zeitpunkt der Zukunft dar, und alle denkbaren Szenarien zu diesem Zeitpunkt befinden sich auf dieser Schnittfläche.<sup>87</sup>

Abbildung 8: Denkmodell der Szenario-Technik



Quelle: von Reibnitz, U.: Szenario-Planung, Sp. 1984.

<sup>82</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 97.

<sup>83</sup> Vgl. von Reibnitz, U.: Szenario-Planung, Sp. 1985.

<sup>84</sup> Vgl. Brauers, J./Weber, M.: Szenarioanalyse, S. 631 f.

<sup>85</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 110.

<sup>86</sup> Vgl. Herrmann, H.-J.: Planung, S. 85.

<sup>87</sup> Vgl. von Reibnitz, U.: Szenario-Planung, Sp. 1984 f.

Um die Vorteile dieses Instruments nutzen zu können, sollte man sich um die Einbeziehung von Strukturbrüchen und Diskontinuitäten bemühen, deren Eintritt meist durch sog. schwache Signale schon weit im voraus angezeigt wird, die wahrgenommen und interpretiert werden müssen.<sup>88</sup> Hier kann Erfahrungswissen aus der Vergangenheit genutzt werden, wenn es gelingt, hieraus konkrete Argumentationsketten als Gerüst für Zukunftsszenarien zu bilden.<sup>89</sup> Die an der Aufstellung des Szenarios Beteiligten sollten ihre Sensibilität für das Unerwartete stärken, ihrer Einbildungskraft freien Lauf lassen und möglichst viele qualitative Aussagen einbeziehen.<sup>90</sup> Üblicherweise werden mehrere Szenarien aufgestellt, die mit der Wahrscheinlichkeit ihres Eintreffens gewichtet werden.<sup>91</sup> Die Eintrittswahrscheinlichkeiten lassen sich dabei zum einen subjektiv abschätzen, was die Gefahr einer gewissen Willkür in sich birgt, zum anderen lassen sich auch Methoden der linearen Programmierung dafür einsetzen.<sup>92</sup> Eine vollständige Abbildung des gesamten Spektrums möglicher Entwicklungen ist dabei nicht anzustreben. Denkbare, aber für sehr unwahrscheinlich gehaltene Entwicklungen wie Störungen der marktwirtschaftlichen und rechtsstaatlichen Ordnung, Krieg oder Hyperinflation sollten daher nicht in die Planung einbezogen werden.<sup>93</sup> Für die Aufstellung von Szenarien gibt es verschiedene Ansätze.<sup>94</sup> Im Folgenden sollen die grundsätzlichen Schritte zur Szenario-Erstellung kurz aufgezeigt werden, wie sie bei der in Deutschland üblichen BASICS<sup>95</sup>-Technik erfolgen.

Bei der Szenario-Technik werden zunächst Stärken und Schwächen des Bewertungsobjektes herausgefiltert. Im zweiten Schritt erfolgt dann eine Analyse der Umwelt und ihrer Entwicklungstendenzen, bevor schließlich beides miteinander zu einer Vorhersage verknüpft wird.<sup>96</sup> Die auf die Bank zukommenden Chancen und Risiken sollen zum Bewertungszeitpunkt erkannt und ihr Einfluß auf die Erfolgsfaktoren und damit den Ertrag des

---

<sup>88</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Geschäftsstrukturen, S. 28 und Lerbinger, P./Hierl, W.: Diskontinuitätenmanagement, S. 151.

<sup>89</sup> Vgl. Schicklgruber, W.: Umfeldanalyse, S. 515.

<sup>90</sup> Vgl. Schicklgruber, W.: Umfeldanalyse, S. 513.

<sup>91</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 169.

<sup>92</sup> Vgl. Brauers, J./Weber, M.: Szenarioanalyse, S. 640 - 644.

<sup>93</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 169. Der Bewerter sollte keine Zeit aufwenden für Entwicklungen, deren Eintrittswahrscheinlichkeit unter 1 % liegt, vgl. Wipple III, W.: Scenarios, S. 83.

<sup>94</sup> Eine tabellarische, vergleichende Übersicht über vier verschiedene Ansätze zur Szenario-Erstellung bieten Huss, W. R./Honton, E. J.: Scenario Planning, S. 28.

<sup>95</sup> BASICS = Batelle Scenario Inputs for Corporate Strategy. Vgl. zur Entstehung und genauen Anwendung der BASICS-Methode Huss, W. R./Honton, E. J.: Scenario Planning, S. 25 f.

<sup>96</sup> Vgl. von Reibnitz, U.: Szenario-Planung, Sp. 1983.

Institutes abgeschätzt werden.<sup>97</sup> Hierfür werden die für den wirtschaftlichen Erfolg einer Bank ausschlaggebenden Faktoren in sog. „Deskriptoren“ zerlegt, denen mögliche künftige Ausprägungsformen zugeordnet werden können.<sup>98</sup> Abbildung 3 zeigt, wie ein solches Deskriptorenmodell für Banken aussehen könnte.

Um die Anzahl der zu prognostizierenden Deskriptoren übersichtlich zu halten, können die einzelnen Faktoren sinnvoll aggregiert werden.<sup>99</sup> Für die Abschätzung der einzelnen Deskriptorausprägungen können Expertenurteile herangezogen werden, die idealerweise aus einer Delphi-Untersuchung stammen.<sup>100</sup> Bei der Abschätzung der Deskriptorausprägungen ist die sog. Dreiecksverteilung üblich, bei der Maximal-, Minimal- und wahrscheinlicher Wert prognostiziert werden.<sup>101</sup>

Aus den Deskriptoren und den für sie erwarteten Ausprägungen sollen nun konsistente Szenarien erstellt werden. Hierfür werden die gefundenen Einflußfaktoren auf ihre Konsistenz und Logik überprüft, wofür eine sog. Konsistenzmatrix aufgestellt wird, in der die Verträglichkeit zweier Deskriptorausprägungen mit Ziffern zwischen  $-2$  und  $+2$  bewertet wird.<sup>102</sup> Alle Kombinationen, die in der Matrix eine niedrige Ziffer erhalten haben, sind damit inkonsistent und können aus der weiteren Betrachtung ausgeschlossen werden.<sup>103</sup> Für eine sinnvolle Anwendung der Technik soll die Zahl der Szenarien auf höchstens drei reduziert werden.<sup>104</sup> Wurden wesentlich mehr gefunden, so sollen diejenigen mit der höchsten Eintrittswahrscheinlichkeit und der höchsten Konsistenz für die weitere Betrachtung aus-

---

<sup>97</sup> Vgl. von Reibnitz, U.: Szenario-Planung, Sp. 1990f.

<sup>98</sup> Vgl. Huss, W. R./Honton, E. J.: Scenario Planning, S. 26.

<sup>99</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 105. Es sollten etwa 15 - 25 Deskriptoren einbezogen werden, um das Modell praktisch handhaben zu können, vgl. Huss, W. R./Honton, E. J.: Scenario-Planning, S. 26.

<sup>100</sup> So geht z.B. die INTERAX-Szenario-Technik von einer Delphi-Studie aus, die auf der Einschätzung von 500 Experten beruht, vgl. Huss, W. R./Honton, E. J.: Scenario Planning, S. 24.

<sup>101</sup> Vgl. Wilde, K. D.: Bankmarktprognosen, S. 469.

<sup>102</sup> Eine solche Konsistenzmatrix ist exemplarisch abgebildet bei von Reibnitz, U.: Szenario-Planung, Sp. 1991 f.

<sup>103</sup> Vgl. Brauers, J./Weber, M.: Szenarioanalyse, S. 639.

<sup>104</sup> Die Anzahl der in die Prognose eingehenden Szenarien wird im Schrifttum nicht einheitlich gesehen, teilweise sollen 3 - 6 Szenarien weiterverarbeitet werden, vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 108, teilweise 2 - 4 Szenarien, vgl. Huss, W. R./Honton, E. J.: Scenario Planning, S. 27, teilweise werden 2 Szenarien, die in sich völlig widerspruchsfrei sind, für ausreichend gehalten, vgl. von Reibnitz, U.: Szenario-Planung, Sp. 1985. Die hier genannte Zahl von drei Szenarien ist gleichsam als Durchschnittslösung zu verstehen, erscheint aber auch von daher sinnvoll, als damit die Dreiecksverteilung in pessimistisch-realistisch-optimistisch fortgeführt wird.

Abbildung 9: Deskriptorenmodell für Banken als Grundlage der Szenario-Planung

oberste Hierarchie	Deskriptor 1: Zinsüberschuß Deskriptor 2: Provisionsüberschuß Deskriptor 3: Verwaltungsaufwendungen Deskriptor 4: Risikoergebnis im Kreditgeschäft
untere Hierarchie (den Deskriptoren in der Entwicklung vorgelagert)	D 5: Verteuerung der Einlagenstruktur Z 1: geringe Erhöhung des Zinsaufwandes Z 2: starke Erhöhung des Zinsaufwandes  D 6: Aktivstruktur Z 1: bleibt unverändert Z 2: Umstrukturierungen zugunsten von Veranlagungen mit spürbar höheren Zinserträgen  D 7: Bonität der Kreditnehmer Z 1: bleibt unverändert Z 2: verschlechtert sich signifikant  D 8: Wettbewerbslage Z 1: bleibt unverändert Z 2: leichte Verschärfung Z 3: signifikante Verschärfung  D 9: Personalbestand Z 1: sinkt Z 2: bleibt unverändert Z 3: steigt an  D 10: Qualifikationsniveau der Mitarbeiter Z 1: bleibt unverändert Z 2: steigt leicht an Z 3: steigt stark an  D 11: Wirtschaftlichkeit (z. B. Zins- und Provisionsüberschuß je Mitarbeiter) Z 1: verschlechtert sich Z 2: bleibt unverändert Z 3: verbessert sich  D 12: durchschnittliche Betriebsgröße je Bankstelle Z 1: erhöht sich im Ausmaß der Geldentwertung Z 2: deutliche Erhöhung in realen Werten

Quelle: Priewasser, E.: Prognose, S. 129

gewählt werden.<sup>105</sup> Weiterhin ist es möglich, eng beieinanderliegende Szenarien mittels einer Clusteranalyse, die mit mathematischen Methoden aus einer Objektmenge homogene Gruppen herausfiltern kann, zusammenzufassen.<sup>106</sup> Aus diesen verdichteten Szenarien muß nun der voraussichtliche

<sup>105</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 107 f.

<sup>106</sup> Vgl. Brauers, J./Weber, M.: Szenarioanalyse, S. 644.

wirtschaftliche Erfolg der Bank unter Berücksichtigung ihrer Stärken und Schwächen abgeleitet werden.

Der Hauptvorteil der Szenario-Technik besteht in der Nutzung der menschlichen Kreativität und Intuition. Der Bewerter wird ermutigt, völlig unabhängig von Vergangenheitsbeobachtungen über Zukunftsentwicklungen nachzudenken und die Auswirkungen auf die Bank mit stringenten Argumentationsketten abzuschätzen. Es wird so eine systematische Verarbeitung von Zukunftsinformationen erreicht und durch die Einbeziehung mehrerer Personen können verschiedene Ansichten miteinander kombiniert werden.<sup>107</sup> Mit der Aufstellung der Konsistenzmatrix wird der Bewerter gezwungen, über Interdependenzen zwischen verschiedenen Einflußfaktoren nachzudenken, wodurch er auch einen besseren Einblick in die Erfolgsquellenstruktur erhält.<sup>108</sup> Daneben kann dieses Instrument auch mathematisch-statistische Elemente einbeziehen und damit bis zu einem gewissen Grad die Vorteile beider Verfahren nutzen.<sup>109</sup> Die Szenario-Technik kann die Zukunft unabhängig von Vergangenheitsentwicklungen fortschreiben und kann damit insbesondere für die strategieorientierte Bewertung eingesetzt werden, indem das geplante Konzept vor dem Hintergrund verschiedener Marktszenarien durchgespielt wird.<sup>110</sup>

Allerdings ist der Einsatz von Szenarien auch mit Problemen verbunden. Die verbale Darstellung bringt den Nachteil der zu geringen Konkretisierung mit sich, da für die Bewertung die wahrgenommenen Entwicklungen an sich nicht relevant sind, sondern nur ihre quantitative Ergebnisauswirkung. Andererseits liegt in der Einbeziehung nur ungenau absehbarer Tendenzen gerade die Stärke dieser Technik. Die Auswirkung auf die Zahlungsströme der Bank kann der Bewerter, wenn er eine Entwicklung erkannt hat, in einem zweiten Schritt ermitteln. Weiterhin wird ausgeführt, daß mit der Technik nur ein kleiner Ausschnitt möglicher Zukunftsentwicklungen dargestellt wird, die einen Großteil des denkbaren Spektrums nicht berücksichtigt. Auch diese Kritik trifft nur teilweise zu, da das Instrument die wahrscheinlichsten und konsistentesten Perspektiven weiterverfolgt und damit eine Beschränkung auf die wesentlichen Entwicklungslinien erreicht.<sup>111</sup> Insgesamt stellt sich die Szenario-Technik damit als ein brauchbares Instrument zur Prognose dar, das auch in der Praxis regelmäßig für die Bewertung eingesetzt wird.<sup>112</sup>

---

<sup>107</sup> Vgl. Koehn, H. E./Selbert, R.: Strategies, S. 200.

<sup>108</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 168.

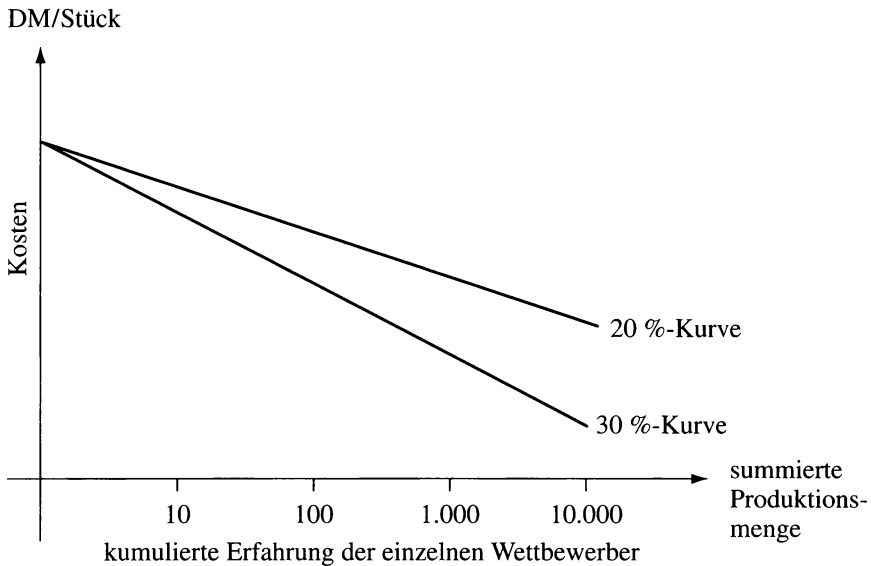
<sup>109</sup> Vgl. Diedrich, R.: Lösung des Prognoseproblems, S. 65.

<sup>110</sup> Vgl. Schneider, J.: Unternehmenswerte, S. 528.

<sup>111</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 170.

<sup>112</sup> Hierzu gab es übereinstimmende Interview-Aussagen aus der Bewertungspraxis von Investmentbankern und Unternehmensberatern. Vgl. außerdem Huss, W. R./Honton, E. J.: Scenario Planning, S. 71.

Abbildung 10: Kostenverlauf nach dem Konzept der Erfahrungskurve



Quelle: nach Henderson, B. D.: Erfahrungskurve, S. 422 - 424.

### 1.3.4 Strategieorientierte Prognoseverfahren

Viele Modelle der strategischen Planung basieren auf ökonomischen Wirkungshypothesen und lassen sich daher für Prognosezwecke einsetzen.<sup>113</sup> Besonders geeignet ist das sog. Erfahrungskurvenkonzept, das einen Zusammenhang zwischen der künftigen Kostenentwicklung und der Produkterfahrung, die in kumulierten Ausbringungsmengen gemessen wird, erkannt hat: mit jeder Verdopplung der im Zeitverlauf kumulierten Produktionsmenge sinken die realen Stückkosten potentiell um 20 - 30 %. Graphisch werden Erfahrungskurven üblicherweise zur besseren Verdeutlichung der Auswirkungen im doppelt-logarithmischen Diagramm dargestellt.<sup>114</sup>

Dieser im industriellen Bereich entdeckte Zusammenhang kann auf Banken, insbesondere den TOB, übertragen werden.<sup>115</sup> Die für den Erfahrungseffekt verantwortlichen Faktoren sind Lernkurven des Personals, Fixkostendegression, technischer Fortschritt und Rationalisierung, die allesamt auch in Banken wirksam sind.<sup>116</sup> Außerdem sinken bei höherer Erfahrung

<sup>113</sup> Vgl. Ossadnik, W.: Unternehmungsbewertung, S. 234.

<sup>114</sup> Vgl. Lange, B.: Erfahrungskurve, S. 143 f.

<sup>115</sup> So auch Lange, B.: Erfahrungskurve, S. 155.

<sup>116</sup> Vgl. Ziegenbein, K.: Erfahrungsökonomie, S. 509.



mit einem Geschäftsfeld auch die Kosten, die aufgrund unzweckmäßiger Durchführung entstehen (sog. „Lehrgeld“).<sup>117</sup> Kosteneinflußgrößen wie die Kreditpolitik der Notenbanken oder die Verfassung der Kapitalmärkte unterscheiden sich allerdings grundlegend von den Einflußgrößen der Erfahrungskurve und können davon nicht erfaßt werden.<sup>118</sup> Bei der Auswertung sekundärstatistischen Materials konnten für Spezialinstitute wie Hypotheken- und Teilzahlungsbanken Erfahrungskurveneffekte gezeigt werden. Für Universalbanken liegen vergleichbare Untersuchungen aufgrund von Datenerhebungsproblemen nicht vor.<sup>119</sup>

Die Erfahrungskurve kann für die Prognose der Betriebskosten eingesetzt werden, die in Abhängigkeit von den voraussichtlichen Produktionsmengen sinken werden. Die Kostenprognose ist relativ sicher durchführbar, wenn die jährlichen Produktionsmengen in konstanten Raten wachsen und keine sprunghaften Kapazitätserweiterungen erforderlich sind.<sup>120</sup> Allerdings kann der Kostensenkungseffekt nicht beliebig in die Zukunft fortgeschrieben werden, da z.B. mit der Einführung einer neuen Technologie oder einem Nachfragerückgang für das betrachtete Produkt die Kostensenkung nicht mehr weiter voranschreitet. Eine verlässliche Kostenprognose liefert die Erfahrungskurve daher nur für die unmittelbaren Folgeperioden.<sup>121</sup> Zudem ist zu beachten, daß lediglich **Potentiale** für den Kostenabbau angezeigt werden, die aktiv genutzt werden müssen.<sup>122</sup> Werden diese Potentiale nicht umgesetzt, so sind Kostensenkungen gemäß dem Erfahrungsmodell nicht zu erwarten und dürfen bei der Prognose auch nicht berücksichtigt werden.

Eine schematische Anwendung der Erfahrungskurve für die Prognose ist nicht zu empfehlen, da sie trotz vieler empirischer Bestätigungen keine Allgemeingültigkeit beanspruchen kann. Die Kausalitäten des Zusammenhanges konnten nicht endgültig geklärt werden,<sup>123</sup> und die Prognostizierbarkeit der Kostensenkungen hat sich als nicht fehlerrobust erwiesen, wobei die Hebelwirkung einer Fehleinschätzung enorm sein kann.<sup>124</sup> Die theoretische Betriebswirtschaftslehre fällt überwiegend negative Urteile über das Erfahrungskurvenkonzept, die aber nicht berücksichtigen, daß auch andere Planungs- und Prognoseinstrumente nicht endgültig bestätigt werden konn-

---

<sup>117</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 179.

<sup>118</sup> Vgl. Lange, B.: Erfahrungskurve, S. 148 und S. 155.

<sup>119</sup> Vgl. Lange, B.: Erfahrungskurve, S. 151 - 153, der diese Berechnungen für die Spezialinstitute mit Zahlenangaben durchführte, die er den jeweiligen Geschäftsberichten entnommen hatte.

<sup>120</sup> Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung, S. 138 - 142. Dort sind auch die für die Prognose einsetzbaren mathematischen Zusammenhänge genauer spezifiziert.

<sup>121</sup> Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung, S. 151.

<sup>122</sup> Vgl. Barzen, D./Wahle, P.: PIMS-Programm, S. 107.

<sup>123</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Strategische Planung, S. 263.

<sup>124</sup> Vgl. Henzler, H.: Planung, S. 1289.



ten.<sup>125</sup> Eine Prognose, die sich hieran orientiert, leistet jedenfalls mehr als eine simple Trendextrapolation.<sup>126</sup> Insofern kann das Konzept bei entsprechender Handhabung und Berücksichtigung seiner Einschränkungen bei der Vorschauanalyse behilflich sein.

Ein weiteres strategisches Modell, das für die Prognose eingesetzt werden kann, ist die Portfolioanalyse. Die Portfolio-Technik beurteilt die Geschäftsfelder der Bank nach den Kriterien „Attraktivität des bearbeiteten Marktes“ und „Wettbewerbsstärke des SGF in diesem Markt“ und positioniert sie in einer zweidimensionalen Matrix. Von den verschiedenen Portfolio-Konzepten<sup>127</sup> hat sich die Marktattraktivitäts-Wettbewerbsstärken-Matrix von *McKinsey & Co.* durchgesetzt, da sie die flexible Einbeziehung umfangreicher unternehmungsexterner und -interner Parameter ermöglicht.<sup>128</sup>

Die McKinsey-Matrix beurteilt die SGF einerseits nach den aus dem Umfeld einwirkenden Kräften, andererseits nach den internen Kompetenzen, die in einem Geschäftsfeld zur Schaffung von Wettbewerbsvorteilen mobilisiert werden können.<sup>129</sup> Für die Operationalisierung beider Dimensionen und die Gewichtung der maßgeblichen Einzelfaktoren für Kreditinstitute gibt es verschiedene Vorschläge.<sup>130</sup> Ein Beispiel für die Messung beider Dimensionen enthalten Abbildung 5 und Abbildung 6. Bei abweichenden Rahmenbedingungen können diese Faktoren bedarfsgerecht angepaßt werden.

Für die Aufstellung des Ist-Portfolios werden beide Dimensionen für jedes SGF gemessen und die Geschäftsfelder entsprechend ihrer Koordinaten mit einem Kreis in einer Matrix positioniert, wobei zur Schaffung eines zusätzlichen Informationswertes die Gewinnbeiträge der SGF in der Größe ihrer jeweiligen Kreisflächen dargestellt werden.<sup>131</sup> Durch die Einteilung der beiden Dimensionen Marktattraktivität und Wettbewerbsstärke in die Merk-

<sup>125</sup> Vgl. Kloock, J.: Erfahrungskurven-Konzept, Sp. 432.

<sup>126</sup> Vgl. Kleber, P.: Prognoseprobleme, S. 321 und Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung, S. 144.

<sup>127</sup> Für eine ausführliche Übersicht über die gängigsten Konzepte der Portfolio-Technik vgl. Wittek, B.: Unternehmensführung, S. 137 - 160.

<sup>128</sup> Die in der Praxis ähnlich beliebte Marktanteils-Marktwachstums-Matrix der Boston Consulting Group ist für die Analyse von Banken nicht brauchbar, da die darin enthaltenen Grundüberlegungen, v.a. das sog. Produktlebenszykluskonzept, auf die Kreditwirtschaft nicht oder nur stark eingeschränkt zutreffen, vgl. Krümmer, S.: Strategisches Management, S. 211.

<sup>129</sup> Vgl. Kilgus, E.: Bank-Management, S. 97.

<sup>130</sup> Vgl. z.B. Schierenbeck, H.: Bankmanagement, S. 420f.; Krümmer, S.: Strategisches Management, S. 240 und S. 243 oder Tanew-Iliitschew, G.: Portfolio-Analyse, S. 141 und S. 143, die das System eines österreichischen Kreditinstitutes recht detailliert darstellt. Dieser Ansatz ist allerdings umstritten, da er den Marketing-Aspekt einseitig in den Vordergrund stellt, während er die Produktion nahezu unberücksichtigt läßt, vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 238.

<sup>131</sup> Vgl. Wittek, B.: Unternehmensführung, S. 145f.

Abbildung 11: Kriterien zur Beurteilung der Marktattraktivität im Bankbereich

	Bewertungsfaktoren	Gewichtung	Interpretation
Marktpotential	1. Volumen	12	z.B. Summe aus Einlagen und Ausleihungen
	2. Konkurrenzsituation	13	Potentieller Marktanteil zu angemessenen Deckungsbeiträgen (in Relation zur Konkurrenz)
Erfolg	3. Kosten	12	Anteil der abbaubaren Kosten (Umkehrschluß: mit wieviel % zusätzlichen Kosten kann die Kundengruppe betreut/gewonnen werden?)
	4. Deckungsbeitrag	19	in % des Ø-Standes (welche Deckungsbeiträge sind potentiell zu erwirtschaften)
Sicherheit	5. Wirtschaftslage	7	Veränderung des DB im Wirtschaftszyklus
	6. politischer Einfluß	5	Wie stark ist die Beziehung zur Kundengruppe politischen Einflüssen ausgesetzt? (stark = schlecht für die Bank)
	7. Kundenverhalten	7	Bereitschaft der Kunden, die Bank zu wechseln
sonstige Vorteile	8. Produkte	10	Kundengruppennachfrage, gemessen an den wichtigsten Produkten der Bank
	9. Image	7	Wie sehr ist es dem Image der Bank dienlich, in der jeweiligen Kundengruppe vertreten zu sein?
Zukunft	10. Volumen	4	analog zu 1, aber mittelfristig gesehen (5 - 7 Jahre)
	11. Erfolg	4	analoge, zusammenfassende Beurteilung von 3 und 4 auf mittlere Sicht (5 - 7 Jahre)

Quelle: Tanew-Iliitschew, G.: Portfolio-Analyse, S. 141

malsausprägungen niedrig, mittel und hoch entsteht eine Matrix aus insgesamt neun Feldern.

Je nach Positionierung eines SGF in der Matrix legt das Konzept unterschiedliche Handlungsvorschläge, die sog. „Normstrategien“, nahe, die bei der Prognose der künftigen Entwicklung zugrundegelegt werden können.<sup>132</sup> SGF in den Feldern 1, 2 und 4 weisen aufgrund ihrer relativ guten Wettbewerbsposition in attraktiven Märkten ein hohes Ertragspotential auf und

<sup>132</sup> Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung, S. 89.

Abbildung 12: Kriterien zur Beurteilung der Wettbewerbsstärke im Bankbereich

	Bewertungsfaktoren	Gewichtung	Interpretation
Markterfordernis	1. Durchführungs-performance	10	Wie gelingt dem SGF die Vermarktung seiner Produktpalette
	2. Vertriebsnetz	13	Kundenpotential je Betreuer und örtliche Kundennähe in Relation zur Konkurrenz
	3. Produktpalette	12	Fehlen dem SGF Produkte zur Befriedigung der Bedürfnisse der Kundengruppe?
Marktposition	4. Image	11	Wie ist das Image des SGF bei der Kundengruppe
	5. Marktanteil	14	Absoluter Anteil des SGF an dem von ihm bearbeiteten Markt
Erfolg	6. Kosten	11	Anteil der abbaubaren Kosten bei der SGF
	7. Deckungsbeitrag	14	Welche Deckungsbeiträge kann das SGF potentiell erwirtschaften?
relatives Entwicklungspotential	8. Manpower	6	Besteht eine ausreichende personelle Ausstattung im Vergleich zur Konkurrenz
	9. Akquisitions-performance	6	Entwicklung des Marktanteils im Zeitverlauf
	10. Infostand innen	3	Qualität der Informationen zu 1 - 9
	11. Erfolg	4	Qualität unserer Informationen über den Markt

Quelle: Tanew-Iliitschew, G.: Portfolio-Analyse, S. 143

werden verteidigt oder weiter ausgebaut. SGF der Felder 6, 8 und 9 erhalten aufgrund ihrer schwachen Position und der geringen Marktattraktivität keine Investitionsmittel mehr und werden gezielt abgeschöpft oder desinvestiert. Für SGF in den verbleibenden Diagonalfeldern 7, 5 und 3 bietet das Konzept keine Prognosehilfe.<sup>133</sup> Die Position der einzelnen SGF in der Matrix bietet dem Bewerter damit einen ersten Aufschluß über die zu erwartenden Zahlungsmittelflüsse jedes SGF.

Abschließend sei noch darauf verwiesen, daß auch die Portfolio-Technik von der theoretischen Betriebswirtschaftslehre hart kritisiert wurde.<sup>134</sup> Den-

<sup>133</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 590 und Tanew-Iliitschew, G.: Portfolio-Analyse, S. 138 und S. 142.

<sup>134</sup> Vgl. für den Einsatz bei Bankunternehmungen z. B. Büschgen, H. E.: Strategische Planung, S. 268.

Abbildung 13: Neun-Felder-Matrix des Portfolio-Konzeptes von McKinsey &amp; Co.

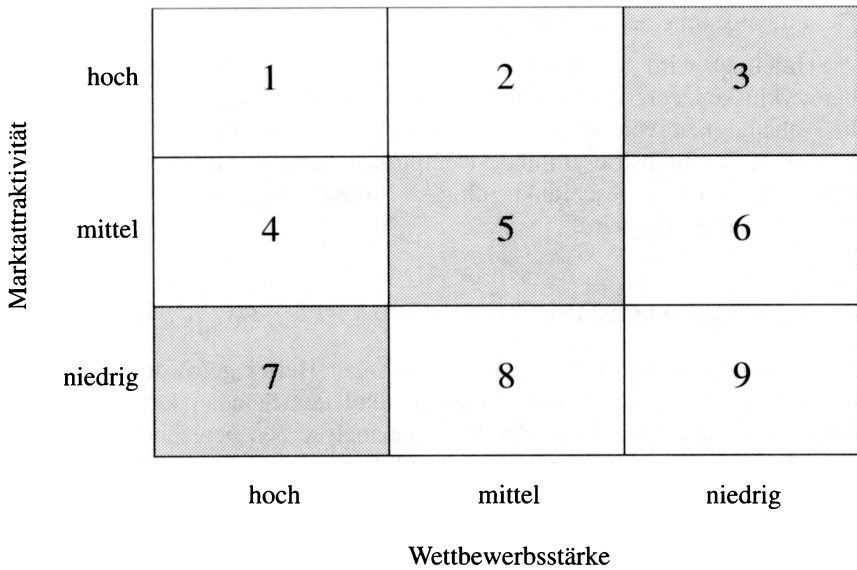
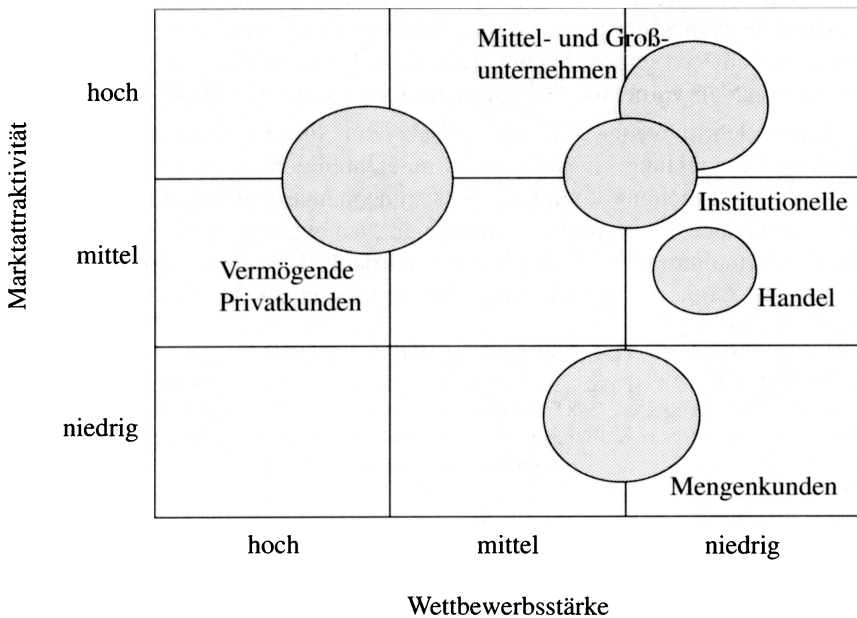


Abbildung 14: Beispiel für ein Bankenportfolio



noch ist sie in der Praxis ein beliebtes Instrument, v.a. zur Visualisierung der Gesamtsituation.<sup>135</sup> Es soll daher als Hilfsmittel für die Bewertung von Gesamtbankstrategien herangezogen werden.

Schließlich wird gelegentlich für die Prognose der Einsatz des Produktlebenszykluskonzeptes vorgeschlagen, nach dem der Ertrag für jedes Produkt in Abhängigkeit von seinem Lebensalter bestimmte Phasen durchläuft.<sup>136</sup> Dieses in der Industrie zumindest empirisch bewährte Konzept ist für den Bankbetrieb nur eingeschränkt gültig,<sup>137</sup> so daß von seinem Einsatz bei der Prognose abgeraten wird.

### *1.3.5 Einsatz der EDV als Hilfsmittel bei der Prognose*

Bei der Prognose ist die EDV ein wichtiger Helfer geworden. Üblich ist dabei v.a. der Einsatz von Tabellenkalkulation-Standardsoftware,<sup>138</sup> die automatisch alle Ergebnisse der Vorschauanalyse neu berechnet, sobald ein Eingabewert verändert wird. Dies ermöglicht eine schnelle Durchführung von Sensitivitätsanalysen. Tabellenkalkulation löst aber keine Prognoseprobleme, sondern erleichtert lediglich die Berechnung.

Weiterhin kann der Computer prognoserelevantes Wissen speichern und gezielt verfügbar machen. So läßt er sich zur Mustererkennung einsetzen, indem die Muster elektronisch verglichen und ggfs. auch neue Muster aufgenommen werden.<sup>139</sup> Auch bei der Informationssammlung kann die EDV hilfreich sein, wenn etwa intelligente Checklisten die einzelnen Informationsbeschaffungsschritte vorgeben. Denkbar ist auch der Einsatz von Systemen, die eine prognosegerechte Bereinigung und Aufbereitung der Vergangenheitszahlen vornehmen<sup>140</sup> oder eine Diskriminanzfunktion berechnen.

Einen Schritt weiter geht der Einsatz von Simulationsmodellen, die die weitere Entwicklung eines Kreditinstitutes abbilden. Solche Modelle erlauben die Einbeziehung komplexer Zusammenhänge und sind für Banken gut zu verwenden,<sup>141</sup> erfordern allerdings langwierige und umfangreiche Modellformulierungen.<sup>142</sup> Auch sog. neuronale Netze, mit denen die Vorzüge der Computertechnik und der menschlichen Intelligenz verknüpft

<sup>135</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Strategische Planung, S. 269.

<sup>136</sup> Vgl. z.B. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 60 oder Ossadnik, W.: Unternehmungsbewertung, S. 238f. Gegen den Einsatz des Produktlebenszyklus für die Prognose spricht sich Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung, S. 127 aus.

<sup>137</sup> Vgl. Krümmner, S.: Strategisches Management, S. 211 - 213.

<sup>138</sup> Vgl. Meyersiek, D.: Unternehmenswert, S. 236.

<sup>139</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Ergebnisprognose, S. 4.

<sup>140</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Expertensystemtechnologie, S. 1683.

<sup>141</sup> Vgl. Stapp, A. W.: target, S. 44.

<sup>142</sup> Vgl. Popp, W.: Strategieplanung, S. 21.

werden sollen, werden immer leistungsfähiger. Solche Systeme sind lernfähig und können zudem unvollständige Informationen auf Grundlage der übrigen im Netz vorhandenen Daten ergänzen. Die Entwicklung solcher Systeme steckt noch in den Anfängen, sie werden aber bereits in der Praxis insbesondere zur Prognose von Finanzmarktdaten eingesetzt.<sup>143</sup>

Die umfassendste Form des Einsatzes von EDV bei der Unternehmensbewertung sind Expertensysteme, in denen das Know-how von Experten in einer Wissensbasis gespeichert ist. Auf diese kann mit verschiedenen Verfahren der Informationsverarbeitung zugegriffen werden, um neues Wissen zu generieren.<sup>144</sup> Die Anwendung ist damit nicht auf bekannte und bereits strukturierte Fragestellungen begrenzt. Expertensysteme sind also auch für Probleme einsetzbar, die normalerweise nur mit menschlicher Intelligenz gelöst werden können, wie es bei Prognoseproblemen der Fall ist.<sup>145</sup> Notwendig hierfür ist die Schaffung von Systemen, die wie das menschliche Gehirn aus vorhandenen Informationen Schlüsse ziehen und zielgerichtet reagieren. Zudem enthalten die Systeme eine Lernkomponente, deren Entwicklung aber erst am Anfang steht.<sup>146</sup> Der Aufbau von Expertensystemen ist sehr aufwendig. Erste Ansätze für die Konzeption eines solchen Systems für die Prognose bei der Unternehmensbewertung gibt es bereits<sup>147</sup> und die fortschreitende Entwicklung der Informationstechnologie läßt noch einiges erwarten.

### 1.3.6 Fazit

In diesem Abschnitt wurden die für eine zukunftsgerichtete Unternehmensbewertung, wie sie das Discounted Cash-flow Modell erfordert, eingesetzten Prognoseverfahren vorgestellt. Die Anwendung dieser Verfahren auf Unternehmungen der Kreditwirtschaft bereitet keine Probleme. Fraglich ist aber, welches der vorgestellten Instrumente die besten Ergebnisse bringt und wofür sie jeweils eingesetzt werden sollen. Die Wahl des Prognoseverfahrens wird immer von der konkreten Situation abhängen, wobei sich mit einer Kombination der Verfahren die besten Ergebnisse erzielen lassen.<sup>148</sup>

---

<sup>143</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 85 f.

<sup>144</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Expertensystemtechnologie, S. 1681.

<sup>145</sup> Vgl. Diedrich, R.: Lösung des Prognoseproblems, S. 66 f.

<sup>146</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Ergebnisprognose, S. 4.

<sup>147</sup> Vgl. Sieben, G. et al.: Ergebnisprognose, S. 4 - 8, wo ausführlich über die PROGEX-Konzeption zur expertensystemgestützten Prognose berichtet wird, die an der Universität zu Köln im Rahmen des Forschungsprojektes UBES – Expertensystem zur Unternehmensbewertung – entwickelt wurde.

<sup>148</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 55. Die quantitativen Methoden sollen z.B. innerhalb des Szenario-Verfahrens zur Ermittlung von Funktionstypen und Parametern eingesetzt werden.

Der wesentliche Mangel bei den quantitativen Verfahren besteht darin, daß sie Strukturbrüche und Systemveränderungen nicht berücksichtigen können. Dieser Nachteil wiegt umso schwerer, je weiter der Blick in die Zukunft gerichtet wird.<sup>149</sup> Eine ergänzende Anwendung beider Prognoseformen wird daher im kurzfristigen Bereich eher mit den mathematisch-statistischen Methoden arbeiten, während langfristige Vorhersagen auf Basis der intuitiven Verfahren erfolgen sollten.<sup>150</sup> In der Praxis wird die Aufteilung der Verfahren auf die Prognosezeiträume in vielen Fällen auch auf diese Weise durchgeführt.<sup>151</sup>

Die Prognose bildet trotz der mittlerweile recht weit entwickelten Unterstützung durch EDV eine wesentliche Schwierigkeit bei der Ermittlung des Unternehmungswertes. Durch die Diskontierung haben weiter entfernt liegende Prognosewerte, die mit größerer Unsicherheit behaftet sind, einen geringeren Einfluß auf den Unternehmungswert. Zudem besteht die Möglichkeit, daß sich Prognosefehler bei der Vielzahl der zu ermittelnden Größen gegenseitig neutralisieren.<sup>152</sup> Die Hoffnung auf derartige kompensierende Effekte sollte aber nicht zu groß sein und entbindet den Bewerter keinesfalls von einer tiefergehenden Analyse der einzelnen Einflußfaktoren.<sup>153</sup>

## 1.4 Umfeldanalyse

Da die künftigen Erfolge der Bank nicht nur von Faktoren bestimmt werden, die sie selbst beeinflussen und kontrollieren kann, muß die Prognose auch Vorhersagen über das Umfeld umfassen. Dabei sollte sich der Bewerter auf die wesentlichen Trends und ihre Auswirkungen konzentrieren, weil eine vollständige Abbildung aller Entwicklungen ohnehin nicht machbar ist.<sup>154</sup> Die Faktoren, die hauptsächlich auf den Erfolg der zu bewertenden Bank einwirken, sollten in der Umfeldanalyse möglichst vollständig erfaßt werden.<sup>155</sup> Zur Systematisierung erfolgt die Analyse getrennt in Makro- und Mikrosystem.<sup>156</sup>

<sup>149</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 96. Vgl. auch Priewasser, E.: Prognose, S. 270, wo dargelegt wird, daß mit exponentiellen Wachstumsfunktionen nur kurz- bis allenfalls mittelfristig sinnvoll gearbeitet werden kann.

<sup>150</sup> Vgl. Schicklgruber, W.: Umfeldanalyse, S. 517.

<sup>151</sup> Vgl. von Reibnitz, U.: Szenario-Planung, Sp. 1994.

<sup>152</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 53.

<sup>153</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 267. Vgl. ferner kritisch zu kompensierenden Effekten bei der Prognose Jung, W.: Praxis, S. 231 f.

<sup>154</sup> Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung, S. 82.

<sup>155</sup> Vgl. Drill, M.: Prospektiv, S. 41.

<sup>156</sup> Vgl. Kümmel, A. T.: Bewertung von Kreditinstituten, S. 58 f.



*1.4.1 Analyse des Makrosystems*

Das Makrosystem umfaßt v.a. gesamtwirtschaftliche, politische, regulatorische und soziale Aspekte.<sup>157</sup> Diese Felder dürften den wirtschaftlichen Erfolg von Unternehmungen aller Branchen beeinflussen, auf Banken mit ihrer zentralen Stellung in der Volkswirtschaft entfalten sie besonders starke Wirkungen.

Ein wichtiger Prognosebereich im Makrosystem ist die gesamtwirtschaftliche Konjunktur, die die Ertragslage der Bank in vielfältiger Weise beeinflußt. In Aufschwungsphasen kommt es zu einer Zunahme der Wirtschaftsaktivitäten und damit zu verstärkten Zahlungsverkehrsaktivitäten. Auch das Kreditgeschäft wird von der gesamtwirtschaftlichen Lage beeinflusst. Das Einlagengeschäft weist ebenfalls gewisse Abhängigkeiten von der gesamtwirtschaftlichen Situation auf, da in Aufschwungsphasen die privaten Einkommen durch steigende Löhne, höhere Unternehmergewinne und ein höheres Beschäftigungsniveau ansteigen. Schlägt der Konjunkturaufschwung auch auf die Börse durch, so ist mit einer Belebung des Wertpapiergeschäfts mit entsprechenden Erträgen für die Bank im Effektenkommissions- und -eigengeschäft zu rechnen.<sup>158</sup> Erkenntnisse über die grundsätzlichen Auswirkungen unterschiedlicher gesamtwirtschaftlicher Situationen auf die verschiedenen Geschäftsfelder der Bank sind also durchaus vorhanden. Aufgabe des Bewerter muß es sein, Vorstellungen über den weiteren Konjunkturverlauf zu entwickeln und die konkreten Ertragswirkungen auf die Käuferbank als Bewertungsobjekt zu ermitteln.

Als Indikator für die gesamtwirtschaftliche Lage wird meist die Entwicklung des Bruttosozialprodukts angesehen. Für eine differenzierte Betrachtung sollten daneben weitere Kennzahlen wie die Im- und Exportquote, die das Auslandsgeschäft der Bank beeinflusst, die Investitionsquote, die die Prognose des Unternehmungskreditgeschäfts erleichtert oder die Sparquote, die Voraussagen im Passivgeschäft ermöglicht, hinzugezogen werden.<sup>159</sup> Bei Prognose dieser Indikatoren helfen Sekundärquellen wie Publikationen der Bundesbank, der Bundesregierung, des Sachverständigenrates oder der wirtschaftswissenschaftlichen Forschungsinstitute.<sup>160</sup> Häufiger Fehler bei der Prognose gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen ist die enge Orientierung an der zum Zeitpunkt der Vorhersage vorherrschenden konjunkturellen Lage.<sup>161</sup> Diesen Fehler sollte der Bewerter vermeiden.

---

<sup>157</sup> Vgl. Huss, W. R./Honton, E. J.: Scenario Planning, S. 26.

<sup>158</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 226.

<sup>159</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 125.

<sup>160</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze, S. 102.

<sup>161</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 19.



Ein für die Bankenprognose besonders wichtiger Bereich der Makro-Analyse ist die Zinsentwicklung, die insbesondere das Geschäftsvolumen im Kreditgeschäft beeinflusst, wobei es Unterschiede zwischen Kundengruppen und Verwendungszwecken gibt.<sup>162</sup> Auch im Einlagengeschäft bestimmt das Zinsniveau die Nachfragemengen; so konnte bei steigenden Zinsen eine stärkere Nachfrage nach den höher verzinslichen Termineinlagen beobachtet werden.<sup>163</sup> Neben dem Einfluß auf die Mengenkomponekte hat der Zins auch für die Abschätzung der Zinsmargen eine wichtige Bedeutung.<sup>164</sup> Der Wert eines Kreditinstitutes hängt deshalb auch von der Zinsentwicklung ab.

Bei der Zinsprognose werden in der Praxis meist fundamentale Modelle eingesetzt, die Marktdaten wie Inflationsrate, Zinspolitik der Bundesbank, Kreditnachfrage der öffentlichen Haushalte, private Ersparnisbildung, Außenwert der DM, insbesondere im Verhältnis zum US-\$, Zinsniveau anderer Länder, insbesondere in den USA und Kapitalangebot und -nachfrage des Auslands erfassen und hieraus mit ökonometrischen Verfahren den künftigen Marktzins ermitteln.<sup>165</sup> Daneben wurden im Schrifttum mathematisch-statistische Prognosemodelle entwickelt, die auf ganz unterschiedlichen Prämissen beruhen und teilweise erstaunliche Trefferquoten erzielen.<sup>166</sup> Je korrekter ein solches Modell die Kausalzusammenhänge zwischen den einbezogenen Rahmendaten und dem Zinsniveau erfaßt, desto zutreffender wird auch die Prognose sein.<sup>167</sup> Als weiteres Instrument werden gelegentlich die Forward Rate-Terminsätze vorgeschlagen, die die Erwartungen aller Marktteilnehmer über die künftige Zinsentwicklung widerspiegeln.<sup>168</sup> Bei einer kapitalmarktempirischen Untersuchung mußte allerdings festgestellt werden, daß mit hierauf beruhenden Vorhersagen keine befriedigenden Resultate erzielt wurden.<sup>169</sup> Weitere Prognosetechniken sind die technische Analyse, die aus der Zinsentwicklung der Vergangenheit Musteraussagen über die Zukunft ableiten will, und die Szenario-Technik, mit der mögliche alternative Entwicklungen simuliert und in die Unternehmungsbewertung eingearbeitet werden können.<sup>170</sup> Außerdem sind

<sup>162</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 129.

<sup>163</sup> Vgl. Wilde, K. D.: Bankmarktprognosen, S. 467.

<sup>164</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 121.

<sup>165</sup> Vgl. Kerstien, H.: Budgetierung, S. 206 f.

<sup>166</sup> Ein solches Modell sowie seine Einsetzbarkeit zur Zinsprognose wird ausführlich beschrieben bei Filc, W.: Theorie, S. 227 - 276.

<sup>167</sup> Vgl. Kummel, A. T.: Bewertung von Kreditinstituten, S. 99.

<sup>168</sup> Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 485 f.

<sup>169</sup> Vgl. Adam, D./Hering, T./Johannwille, U.: Prognosequalität, insbes. S. 1410 f. Es wird dort festgestellt, daß Terminzinssätze nur in gut einem Drittel der Fälle den später tatsächlich eingetretenen Zins in einer ohnehin bereits recht breiten Spanne von  $\pm 1,5$  Prozentpunkten prognostizieren konnten. In dem untersuchten Zeitraum von 1967 bis 1994 hätte die Annahme eines konstanten Zinssatzes von 6,8 % eine höhere Trefferquote erzielt als eine auf die Forward Rates gestützte Prognose.

neuronale Netze zur Zinsprognose in der Entwicklung, die bereits in der Praxis eingesetzt werden können.<sup>171</sup> Dennoch werden längerfristige Zinsprognosen stets mit großen Unsicherheiten behaftet sein und die Möglichkeit zur Vorhersage bankbetrieblicher Gewinne stark einschränken.<sup>172</sup>

Ein weiterer Bereich der Makro-Analyse mit Einflüssen auf das Bankergebnis ist der regulatorische Rahmen und seine absehbaren Veränderungen, die dazu führen können, daß Trends aus der Vergangenheit sich niveaumäßig verändern und für die Prognose angepaßt werden müssen oder sogar völlig neue Kausalitäten entstehen, so daß Vergangenheitsdaten nicht mehr als Prognosegrundlagen verwendet werden können.<sup>173</sup> Die Auswirkungen auf das Geschäftsergebnis können vielfältiger Natur sein, so können staatliche Vermögensbildungsprogramme die Nachfrage nach bestimmten Sparformen und Subventionierungen einzelner Wirtschaftszweige die Kreditnachfrage beeinflussen. Auch Veränderungen im Steuersystem oder im Aufsichtsrecht beeinflussen die wirtschaftlichen Erfolge von Banken.<sup>174</sup> Schließlich zählt zu den regulatorischen Rahmenbedingungen noch die Geldpolitik der Bundesbank, die sich etwa über eine Veränderung der Mindestreservesätze auf die bankwirtschaftlichen Erträge auswirkt.<sup>175</sup>

Veränderungen im regulatorischen Rahmen sind schwierig zu prognostizieren, da sie nicht aus Vergangenheitsbeobachtungen ableitbar sind und damit immer Diskontinuitäten darstellen. Hier helfen dem Bewerter nur gute Branchenkenntnisse und ein gewisses Maß an Intuition. So läßt sich z.B. die weitere Rechtsangleichung im Zuge des europäischen Binnenmarktes bis zu einem gewissen Grad vorhersehen, da im Vorfeld der Gesetzesverabschiedung meist jahrelange Diskussionen erfolgen, aus denen frühzeitig Entwicklungslinien erkennbar sind. Auch die staatliche Subventions- und Steuerpolitik wird öffentlich diskutiert, Kurswechsel deuten sich oft langfristig durch Verschiebungen der öffentlichen Meinung oder der parlamentarischen Mehrheitsverhältnisse an. Eine genaue Beobachtung der Diskussion und die Fähigkeit, die Signale richtig interpretieren zu können, sind für die Voraussage dieser Rahmenbedingungen wichtig.

Auch demographische Tendenzen können für die Analyse des Makro-Umfeldes einer Bank bedeutsam sein. Erkenntnisse hierüber erlauben langfristige Prognosen über das künftige Privatkundengeschäft, da es mit Verschiebungen der Altersstruktur zu Verschiebungen in der Nachfrage nach Finanz-

---

<sup>170</sup> Vgl. Kümmel, A. T.: Bewertung von Kreditinstituten, S. 99 f.

<sup>171</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 251 und Brinkmann, H./Gierhake, W.: Zinsprognosen, S. 192.

<sup>172</sup> Vgl. Keßler, H./Schaldt, H.: Gewinnplanung, S. 158.

<sup>173</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 107.

<sup>174</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 136 f.

<sup>175</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 224.

dienstleistungen kommt.<sup>176</sup> Eine mögliche Grundlage dabei ist das Modell des Familienlebenszyklus, nach dem die typische Familie mehrere aufeinanderfolgende Phasen durchläuft, in denen sie sich in unterschiedlichen Einkommens- und Vermögensverhältnissen befindet und die ihre Nachfrage nach Finanzdienstleistungen maßgeblich prägen. So steigen normalerweise im Laufe eines Arbeitslebens die Einkommen, mit der Gründung einer Familie werden Pläne für den Erwerb von Wohneigentum geschmiedet und es entwickeln sich Bedürfnisse zur Absicherung. Mit der Geburt von Kindern ist die finanzielle Lage der Familie zunächst schlecht, da meist eines der Einkommen entfällt, während die finanziellen Verpflichtungen weiterlaufen bzw. eher noch wach-

Abbildung 15: Lebenszykluskonzept für Finanzdienstleister

Lebenszyklusphase	Charakteristika dieser Phase	Bedarf an Finanzdienstleistungen
junger Single	sehr mobil, wenig Eigentum, kaum finanzielle Verpflichtungen, mode- und freizeitorientiert	Kredite für Urlaubsreisen, Autos u. ä., Finanzierung des Studiums, Überziehungskredit, Kreditkarte
junges Paar (ohne Kinder)	meist Doppelverdiener, daher trotz Beginn der Karrieren hohes Haushaltseinkommen, typisch: nur geringe langfristige Finanzplanung	Baufinanzierung/Bausparvertrag, Lebensversicherung, Beratung über langfristige Finanzplanung
Volles Nest I (jüngstes Kind unter 6 Jahre alt)	drastische Verschlechterung der finanziellen Situation: Wegfall eines Einkommens, durch Kinder aber höhere Ausgaben	Finanzberatung, verschiedene Versicherungen
Volles Nest II (jüngstes Kind über 6 Jahre alt)	langsame Verbesserung der finanziellen Situation: ggfs. Rückkehr zum Doppelseinkommen, mit Fortschreiten der Karriere höhere Gehälter, Ausgaben aber immer noch hoch, ggfs. Umzug in größeres Haus	ggfs. Baufinanzierung, evtl. beginnt bereits Sparphase für den Ruhestand
Leeres Nest I (älteres Paar, Kinder aus dem Haus)	Haushaltsvorstand auf dem Höhepunkt der Karriere, beste Einkommenssituation, keine Zahlungsverpflichtungen mehr für Kinder	Vorsorge für Ruhestand
Leeres Nest II	durch Ruhestand wieder Rückgang des Einkommens	Finanzberatung zur Vermeidung von Erbschaftsteuer

Quelle: McGoldrick, P. J./Greenland, S. J.: Retailing, S. 54.

<sup>176</sup> Vgl. Kerstien, H.: Budgetierung, S. 268.

sen. Erst in der Spätphase, wenn die Kredite aus der Familiengründungsphase getilgt sind und die Kinder auf eigenen finanziellen Beinen stehen, werden Vermögensanlageleistungen nachgefragt. Im Pensionsalter schließlich werden die im Laufe des Lebens angesparten oder ererbten Vermögen verbraucht.<sup>177</sup>

Obwohl das Konzept des Familienlebenszyklus einige Schwächen aufweist – z.B. werden Familiensituationen außerhalb dieser idealtypischen Phasen nicht erfaßt<sup>178</sup> und es muß zunehmend festgestellt werden, daß die jüngere Generation die bisher üblichen konventionellen Lebenspläne ablehnt<sup>179</sup> – kann es für die Aufstellung des Makroszenarios nützlich sein. Demographische Entwicklungen lassen sich verhältnismäßig einfach prognostizieren.<sup>180</sup> So kann davon ausgegangen werden, daß die Geburtenrate in Deutschland weiterhin gering sein wird und daher das Durchschnittsalter der Bevölkerung steigt und daß es zu einer immer breiteren Kapitalausstattung durch Vererbung kommt.<sup>181</sup> In diesem Bereich bestehen also nur geringe Prognoseunsicherheiten.

#### *1.4.2 Analyse des Mikrosystems*

Neben den gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen muß sich der Bewerter auch mit den Tendenzen aus dem Branchenumfeld befassen. Hierfür wird meist das von Porter entwickelte Konzept verwandt,<sup>182</sup> das die Wettbewerbssituation in einer Branche als Funktion von fünf Wettbewerbsfaktoren sieht: Bedrohung durch neue Konkurrenten, Verhandlungsstärke der Kunden, Verhandlungsstärke der Lieferanten, Bedrohung durch Substitutionsprodukte und Intensität der Rivalität zwischen den Anbietern. Dieses Denkschema erfaßt die wichtigsten Einflußgrößen einer Branche und hilft bei der Abschätzung der künftigen Branchendynamik.<sup>183</sup>

Der Eintritt neuer Konkurrenten verstärkt tendenziell die Wettbewerbsintensität und verringert die Margen für alle Anbieter. Die Gefahr des Eintritts

---

<sup>177</sup> Die Übertragung dieses Lebenszykluskonzeptes auf das Konsumentenverhalten erfolgte in den 60er Jahren, vgl. Wells, W. D./Grubar, G.: Life Cycle Concept, insbes. S. 355 - 358. Vgl. für die Übertragung des Konzeptes auf den Finanzdienstleistungsbereich McGoldrick, P. J./Greenland, S. J.: Retailing, S. 53 f.

<sup>178</sup> Hierzu gehören z.B. Alleinerziehende mit kleinen Kindern oder Familien, bei denen pflegebedürftige Eltern im Haushalt leben, vgl. Wells, W. D./Grubar, G.: Life Cycle Concept, S. 361. Außerdem fehlen spät heiratende Paare, Homosexuelle u. a., vgl. McGoldrick, P. J./Greenland, S. J.: Retailing, S. 53 f.

<sup>179</sup> Vgl. Szallies, R.: Zielgruppen, S. 10.

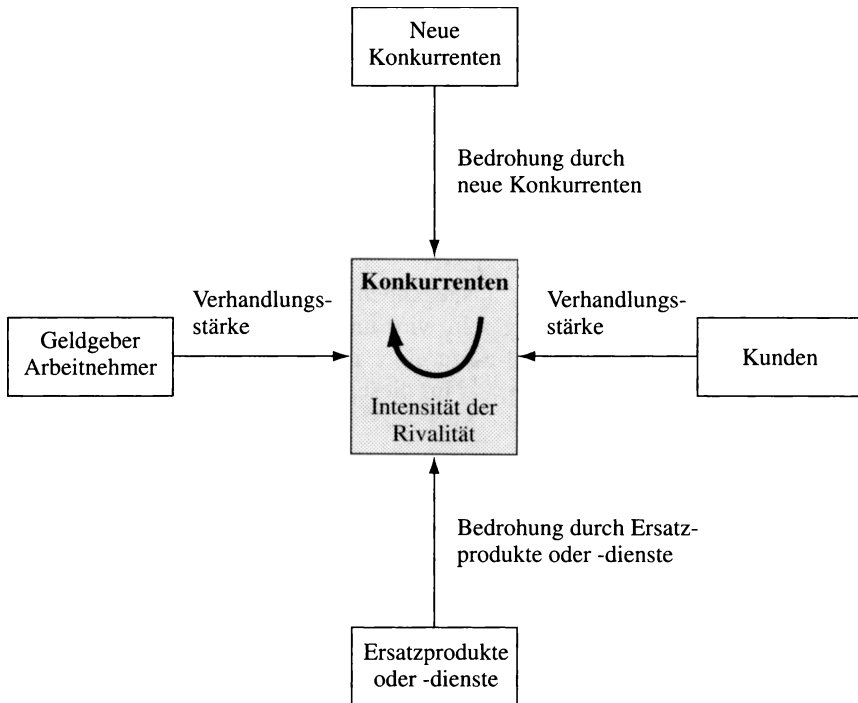
<sup>180</sup> Vgl. Koehn, H. E./Selbert, R.: Strategies, S. 187.

<sup>181</sup> Vgl. Szallies, R.: Verbraucherverhalten, S. 128.

<sup>182</sup> Vgl. Porter, M. E.: Competitive Strategy, S. 4.

<sup>183</sup> Vgl. Meyersiek, D.: Unternehmenswert, S. 236.

Abbildung 16: Porter-Konzept zur Branchenanalyse



Quelle: Schmid, P.: Strategisches Bankmarketing, S. 127.

neuer Wettbewerber ist umso geringer, je höher die Eintrittsbarrieren für diesen Markt sind.<sup>184</sup> Solche Barrieren sind in der Kreditwirtschaft v. a. in der Kundenloyalität zu sehen, die ein neuer Anbieter nur schwer überwinden kann. Außerdem entstehen einem Kunden Transaktionskosten beim Wechsel der Bankverbindung, die in Zeit- und Wegekosten für die Übertragung der einzelnen Leistungen auf das neue Institut und den hierfür erhobenen Gebühren bestehen. Hinzu kommen noch ebenfalls als Transaktionskosten zu wertende Übergangszeiten, bis die neue Bankverbindung die gleiche Leistung wie die alte bringt, z. B. durch Wartezeiten bei der Scheckkartenausstellung oder Mitteilung der neuen Verbindung an Geschäftspartner. Diese *Switching Costs* führen dazu, daß selbst unzufriedene Kunden nur schwierig abzuwerben sind.<sup>185</sup> In Geschäftsfeldern des Privatkundenbereichs sind auch dadurch

<sup>184</sup> Vgl. Schmid, P.: Strategisches Bankmarketing, S. 130.

<sup>185</sup> Vgl. Schäfer, H.: Bankdienstleistungen, S. 540.

Barrieren vorhanden, daß ein Filialnetz als Vertriebskanal vorhanden sein muß, das nur mit hohem Kapitaleinsatz geschaffen werden kann. Auch der Zutritt zu Bankenverbänden und Einlagensicherungen, der z.B. ausländischen Neuanbietern verwehrt werden kann, ist als Hemmfaktor für einen Markteintritt zu werten. Die Bedrohung durch neue Konkurrenten muß aber differenziert nach Geschäftsfeldern betrachtet werden, da in einigen Bereichen ein Marktneueintritt eher denkbar ist als in anderen.

Der nächste Baustein in der Analyse der Branchenattraktivität ist die Verhandlungsmacht der Kunden. In SGF mit Mengenkunden ist diese relativ gering, so daß zwar aufgrund der kleineren Volumina nur ein geringes Ertragspotential pro Einzelkunde besteht, die Bank aber ihre Konditionen eher durchsetzen kann. Dort ist auch festzustellen, daß die Verbraucher sich kaum über die einzelnen Produktangebote und Preisunterschiede informieren, so daß nur geringe Preissensitivität besteht.<sup>186</sup> Gewerbliche Kunden sind hingegen an einer kostenoptimalen Gestaltung ihrer Bankverbindung interessiert und verfügen mit wachsender Größe über eine immer höhere Nachfrage- und damit auch Verhandlungsmacht. Hier bestehen zwar höhere Ertragspotentiale pro Einzelverbindung, die Konditionen sind jedoch aus Sicht der Bank meist etwas ungünstiger.<sup>187</sup> Die Branchenattraktivität variiert also mit dem betrachteten Geschäftsfeld.

Ein weiterer Bereich ist die Verhandlungsstärke der Lieferanten, worunter man bei Banken Arbeitnehmer und Geldgeber fassen kann. Diese ist stark abhängig von Marktlage und Zeitpunkt der Nachfrage: ein Spezialist mit besonderem Know-how und ein bedeutender Geldgeber haben eine große, ein schlecht ausgebildeter Stellensuchender und ein Kleinsparer nur eine geringe Verhandlungsmacht.<sup>188</sup> Die Attraktivität eines Geschäftsfeldes wird hier also umso größer sein, je weniger gut ausgebildete Spezialisten erforderlich sind und je geringer die Abhängigkeit von einem einzelnen Geldgeber ist. Ein weiterer bedeutender Inputfaktor für die bankbetriebliche Leistungserstellung sind Betriebsmittel, insbesondere aus dem Bereich der EDV. Hier stehen wenige Lieferanten, die sich auf die bankwirtschaftliche Technisierung spezialisiert haben, wenigen Nachfragern, nämlich den Banken, gegenüber. Von einer umfassenden Verhandlungsmacht der Lieferanten kann bei einem solchen zweiseitigen Oligopol nicht ausgegangen werden.

Ein weiterer Indikator für die Branchenattraktivität ist die Bedrohung durch Substitutionsprodukte. Auch hier ergeben sich differenzierte Ergeb-

---

<sup>186</sup> Vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 38 - 41.

<sup>187</sup> Vgl. Schell, G.: Geschäftspolitik, S. 2555. Vgl. auch Schmid, P.: Strategisches Bankmarketing, S. 129, der feststellt, daß die Gesamtkundenbeziehung von Schweizer Großbanken mit multinationalen Unternehmungen sogar teilweise negativ ausfallen.

<sup>188</sup> Vgl. Schmid, P.: Strategisches Bankmarketing, S. 127 f.

nisse. Die Zunahme des bargeldlosen Zahlungsverkehrs, der die Einschaltung der Banken erfordert, zeigt, daß hier nicht mit Substitution zu rechnen ist. Bei der Vermögensbildung kommt dem Sachwertsparen sowie den Lebensversicherungen eine hohe Bedeutung zu, weitere Ersatzprodukte sind hier nicht in Sicht. Im Kreditgeschäft ist die mögliche Umgehung der Banken nur im Unternehmungsgeschäft mit hohen Transaktionsvolumina lohnend, während sie im Privatkundengeschäft trotz der deutlichen Differenz zwischen Soll- und Habenzins nicht denkbar ist.<sup>189</sup> In SGF, in denen Unternehmungskunden betreut werden, besteht eine gewisse Substitutionsgefahr durch das Inhouse-Banking, mit dem Bankleistungen durch Eigenleistungen ersetzt werden.

Der letzte Indikator der Branchenattraktivität ist die Rivalität zwischen den Anbietern, die vorwiegend von der Marktstruktur, dem Branchenwachstum und der Kapazitätsauslastung bestimmt wird. Die Struktur des deutschen Bankenmarktes wirkt durch die Existenz vieler kleiner Einzelanbieter auf den ersten Blick unübersichtlich und instabil. Dabei fehlt auch ein dominierender Wettbewerber: die Sparkassen können trotz ihrer hohen Marktanteile in vielen Geschäftsfeldern diese Position ebensowenig für sich beanspruchen wie die *Deutsche Bank AG*, die als größte Einzelanbieterin lediglich über einen Marktanteil von ca. 5 % verfügt.<sup>190</sup> Ein weiterer Parameter der Wettbewerbsintensität ist das Branchenwachstum. Bei langsamem Wachstum können zusätzliche Ertragspotentiale nur noch zu Lasten von Wettbewerbern erzielt und einmal verloren gegangene Marktanteile nur schwer wieder zurückerobert werden,<sup>191</sup> so daß die Rivalität zwischen den Anbietern relativ hoch ist. Im Bankensektor sind die Wachstumsaussichten in den einzelnen Geschäftsbereichen unterschiedlich, was der Bewerter entsprechend differenziert berücksichtigen sollte.

Schließlich ist zur Beurteilung der Rivalität zwischen den Wettbewerbern die Kapazitätslage zu untersuchen. Bei Kapazitätserfordernissen, die hohe Fixkosten verursachen, wie man sie in der Kreditwirtschaft vorfindet, ist die Notwendigkeit zur Auslastung der vorhandenen Anlagen besonders groß. Bestehen Überkapazitäten in der Gesamtbranche, so ist mit einer hohen Rivalität zwischen den Anbietern zu rechnen.<sup>192</sup> Im Finanzdienstleistungsmarkt gibt es insbesondere im Bereich der Geschäftsstellennetze Überkapazitäten, die sich dämpfend auf die Attraktivität von SGF auswirken.<sup>193</sup> Die Prognose von Reaktionen von Konkurrenten auf eigene Aktivitäten kann den Zukunftserfolg einer Bank maßgeblich beeinflussen.

---

<sup>189</sup> Vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 42.

<sup>190</sup> Vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 43 - 45.

<sup>191</sup> Vgl. Porter, M. E.: Competitive Strategy, S. 18.

<sup>192</sup> Vgl. Porter, M. E.: Competitive Strategy, S. 18 f.

<sup>193</sup> Vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 49.



## 2. Bestandteile der Stand-alone-Bewertung

Die Stand-alone Bewertung des Käufers findet unter der Annahme statt, daß die gegenwärtige Geschäftspolitik fortgesetzt wird und daß die beabsichtigte Akquisition unterbleibt. Es soll nun gezeigt werden, wie eine solche Bewertung erfolgen kann.<sup>1</sup>

### 2.1 Erlöse aus dem kundenbezogenen Geschäft

Zunächst sollen die Erlöse aus dem kundenbezogenen Geschäft prognostiziert werden. Für eine detaillierte Prognose wird zunächst das Mengengerüst durch eine Vorausschau auf die künftigen Aktiv- und Passivbestände sowie das Dienstleistungsgeschäft festgelegt. Für die Cash-flow-Prognose muß dann dieses Mengengerüst erfolgsmäßig bewertet werden.<sup>2</sup> Neben dem Stammhaus sollen auch die Funktionsbeteiligungen z.B. an Leasing-, Factoring- oder Investmentgesellschaften erfaßt und in die Prognose der Zahlungsüberschüsse einbezogen werden.

#### 2.1.1 Prognose der Mengenkomponente

Bei der Prognose der Mengenkomponente geht es zunächst darum, den Umfang des Aktiv-, Passiv- und Dienstleistungsgeschäfts der Käuferbank für den Vorhersagezeitraum abzuschätzen. Dies geschieht vor dem Hintergrund der Umfeldanalyse, in der der Bewerter sich bereits ein Urteil über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und bevorstehende Trends in der Finanzdienstleistungsbranche gebildet hat.

##### 2.1.1.1 Allgemeine Vorüberlegungen

Für die Mengenprognose sind verschiedene Instrumente einsetzbar. Bei konstanten Umfeldbedingungen sind quantitative Verfahren einsetzbar,<sup>3</sup> ansonsten sind eher die qualitativen Techniken zu empfehlen. Genauerer Aufschluß über die Entwicklung einzelner Bereiche und damit über die

---

<sup>1</sup> Exemplarisch ist die Stand-alone-Bewertung für ein Kreditinstitut dargestellt bei Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 488 - 502, wo eine Bewertung der Citibank mit öffentlich zugänglichen Informationen durchgeführt wird. Vgl. für eine schematische Darstellung des Bewertungsprozesses Kirsten, D. W.: Value-based-Management, S. 675.

<sup>2</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 93.

<sup>3</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 100 - 103, wo den einzelnen Bestandspositionen einer typischen Bankbilanz mathematisch-statistische Prognoseverfahren zugeordnet sind.

jeweils angemessene Prognosetechnik kann der Bewerter aus unternehmensinternen oder -externen Marktforschungsunterlagen des Käufers gewinnen.<sup>4</sup> Diesen ist zu entnehmen, welches absatzpolitische Potential sich für das betrachtete Institut ergeben wird, so daß der Bewerter seine künftige Position im Verhältnis zu den Hauptwettbewerbern erkennen kann.<sup>5</sup>

Ausgangspunkt für die Prognose sind die internen Planungen des Kreditinstitutes, die sich in der Praxis als brauchbare Grundlage erwiesen haben.<sup>6</sup> Im Rahmen ihrer Budgetierung erstellen die meisten Institute Planungen unter Einbeziehung dezentraler Stellen, die ihre Einschätzungen auf einen engen Kundenkontakt stützen und dadurch bereits frühzeitig Trendveränderungen erkennen können.<sup>7</sup> Allerdings sollte der Bewerter diese Planungen einer umfassenden Plausibilitätsprüfung unterziehen, insbesondere bezüglich der zugrundegelegten Prämissen, der angemessenen Einbeziehung der Risiken<sup>8</sup> und der Absatzmarktprognozen.<sup>9</sup> Die Verlässlichkeit der Prognosedaten ist auch abhängig vom Controlling-System der Bank, in dem die internen Daten gesammelt und verarbeitet werden. Ein aussagekräftiges Controlling gewährleistet gute Planzahlen, so daß der Bewerter sich in diesen Fällen besser auf die internen Daten verlassen kann.<sup>10</sup>

Die Entwicklung der Gesamtbranche kann als Anhaltspunkt für die Prognose genutzt werden, wobei aber untersucht werden muß, inwieweit der Käufer auch gegen einen positiven oder negativen Branchentrend agieren kann.<sup>11</sup> Hierfür muß der Bewerter die besonderen Stärken und Schwächen des Institutes analysieren,<sup>12</sup> um herauszufinden, ob z.B. Wettbewerbsvorteile bestehen, die auch in einem ungünstigen Umfeld Markterfolge ermöglichen.<sup>13</sup> Die oft praktizierte einseitige Berücksichtigung von Risiken sollte dabei zugunsten einer differenzierten Betrachtung aller Risiken und Chancen aufgegeben werden.

Auch das Personal und das Management müssen unter die Lupe genommen werden. Hierbei ist zunächst die Motivation der Mitarbeiter als wesent-

---

<sup>4</sup> Vgl. Ritchey, J. S.: Acquisition Valuation, S. 26.

<sup>5</sup> Vgl. Voigt, J. F.: Unternehmensbewertung, S. 83.

<sup>6</sup> Interviewaussage eines Investmentbankers.

<sup>7</sup> Vgl. Süchting, J.: Budgetrechnung, S. 42.

<sup>8</sup> Vgl. Funk, J.: Unternehmensbewertung, S. 505.

<sup>9</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze, S. 102.

<sup>10</sup> Vgl. Voigt, J. F.: Unternehmensbewertung, S. 87.

<sup>11</sup> Vgl. Voigt, J. F.: Unternehmensbewertung, S. 60, der eine solche Fähigkeit als „Erfolgsfaktor Adaption“ bezeichnet, dessen Ausprägung bei der Bewertung eine große Rolle spielt.

<sup>12</sup> Vgl. Gooch, L. B./Grabowski, R. J.: Valuation Methods, S. 15, nach deren Ansicht eine umfassende Stärken-Schwächen-Analyse Grundlage jeder Bewertung sein sollte.

<sup>13</sup> Solche Wettbewerbsvorteile können auch als „sources of value“, also Wertquellen, bezeichnet werden, vgl. Morgan, B. W.: Acquisition Terms, S. 30.

liches Wertelement zu nennen, da eine gut motivierte Belegschaft auch in schlechten Zeiten noch gute Ergebnisse erzielen kann, während unmotiviertes Personal auch bei günstigen Rahmenbedingungen nur durchschnittliche Ertragszuwächse erreichen wird.<sup>14</sup> Auch die Qualifikation eines Mitarbeiters ist für den künftigen Erfolg einer Bank wichtig, v.a. in Geschäftsfeldern, in denen die Kunden von ihrer Bank ein spezielles Know-how verlangen. Motivation und Qualifikation sind vom Bewerter nur mit erheblichem Aufwand zu messen, er ist hier auf singuläre Eindrücke angewiesen, die er durch Gespräche und Interviews mit der Belegschaft gewinnen kann. Auch die Qualität des Mangements ist ein wichtiger Wertbestandteil, der aber wegen fehlender Möglichkeiten zur Operationalisierbarkeit nur selten einbezogen wird,<sup>15</sup> zumal seine Beurteilung starken subjektiven Wertungen unterliegen muß.<sup>16</sup> Auch hier ist der Bewerter auf seine Urteilsfähigkeit angewiesen, aus Gesprächen mit dem Management Rückschlüsse auf dessen Leistungsfähigkeit zu ziehen.

Ein weiterer wichtiger Einflußfaktor für die künftige Entwicklung des Mengengerüsts ist die strategische Position der Bank innerhalb ihrer Branche.<sup>17</sup> Hier kann die Portfolioanalyse wertvolle Hilfe liefern, indem die vorhandenen SGF eingetragen werden und ihre weitere Entwicklung vor dem Hintergrund der jeweils erwarteten Marktattraktivität und der vom Portfolio-Konzept vorgeschlagenen Normstrategien projiziert wird.<sup>18</sup> Für die Abschätzung des Mengengerüsts muß der Bewerter wissen, ob ein SGF ausgebaut oder desinvestiert werden soll.

Die Prognose der einzelnen Geschäftsarten muß also von den Branchenbedingungen ausgehen und deren Einfluß auf das einzelne Institut unter Einbeziehung seiner Stärken und Schwächen voraussagen. Ziel ist es, möglichst für jede Leistungsart in jedem SGF ein Teilszenario aufzustellen, das alle Einflüsse erfaßt und so Auskunft über den künftigen Geschäftsumfang gibt.<sup>19</sup> Dabei müssen auch Interdependenzen einbezogen werden, damit die einzelnen Teile des Mengengerüsts aufeinander abgestimmt sind. Neben dem Volumen der prognostizierten Geschäftsvorfälle sollte sich der Bewerter auch eine Vorstellung über deren Stückzahl machen, da viele Bestandteile des Zahlungsüberschusses einer Bank, insbesondere die zu erwartenden Betriebskosten, eher von der Zahl der Einzelgeschäfte als von deren Volumen abhängen.<sup>20</sup>

---

<sup>14</sup> Vgl. Voigt, J. F.: Unternehmensbewertung, S. 70.

<sup>15</sup> Vgl. Kleber, P.: Prognoseprobleme, S. 340 f.

<sup>16</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 61.

<sup>17</sup> Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 201.

<sup>18</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 246 f.

<sup>19</sup> Vgl. Schicklgruber, W.: Umfeldanalyse, S. 517.

<sup>20</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 231.

## 2.1.1.2 Prognose des Mengengerüsts im Passivgeschäft

Die Mengenkomponte im Passivgeschäft besteht bei universell tätigen Banken aus Sicht-, Spar- und Termineinlagen sowie verbrieften Schuldverschreibungen.<sup>21</sup> Hilfreich bei der Prognose ist die für viele Einlagenformen charakteristische Langfristigkeit, so daß der gegenwärtige Bestand bereits ein Grundmengengerüst ergibt.

Sichteinlagen werden von allen Kundengruppen für die Abwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs genutzt und entstehen in allen SGF, die Zahlungsverkehrsleistungen abwickeln. Da die Sichteinlagen täglich großen Schwankungen unterliegen, ist eine genaue Prognose nicht möglich und auch nicht erforderlich. Bewertungsrelevant ist aber der sog. Bodensatz, der sich durch Substitution und Prolongation der Einzeleinlagen ergibt und so der Bank für längerfristige Dispositionen zur Verfügung steht. Dieser Bodensatz steigt mit zunehmender Größe und Filialisierung einer Bank, da dadurch der interne Verrechnungsfaktor, also die Zahl der Kundenverfügungen, die institutsintern durch Umbuchungen zwischen den Kundenkonten abgewickelt werden können, ansteigt.<sup>22</sup> Der Bewerter sollte für jedes SGF ermitteln, welche Bodensätze es jeweils in der Vergangenheit gegeben hat und diese mit geeigneten mathematisch-statistischen Verfahren, z. B. mit der Zeitreihenanalyse oder mit der Regression, weiterrechnen. Trotz einer allgemein spürbaren Tendenz zu mehr Renditebewußtsein gerade bei Privatkunden wird der Anteil der Sichteinlagen am Geschäftsvolumen in den nächsten Jahren voraussichtlich konstant bleiben.<sup>23</sup>

Die Prognose von Spareinlagen kann sich zumeist auf SGF des Privatkundenbereiches beschränken. Mit Hilfe statistischer Vergangenheitsanalysen wird der Bestand zunächst in drei Gruppen aufgeteilt: das Kerngeschäft, den saisonalen Bestand, der im Jahresverlauf Schwankungen unterworfen ist und den Arbitragebestand, der mit den Zinsverhältnissen schwankt.<sup>24</sup> Das Kerngeschäft stellt, da es sich bei dieser Einlagenform aus Sicht der Bank um eine preiswerte und damit sehr attraktive handelt, einen bedeutenden Wertbestandteil für ein Kreditinstitut dar<sup>25</sup> und bedarf insofern besonderer Sorgfalt bei der Prognose. Nach Ansicht von Experten wird

---

<sup>21</sup> Vgl. hierzu den Unterabschnitt 2 der RechKredV, der die bilanziell auszuweisenden Passivposten der Bankbilanz auführt, insbes. §§ 21, 22 RechKredV.

<sup>22</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 378.

<sup>23</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 104.

<sup>24</sup> Vgl. Geiger, H.: Zukunft der Banken, S. 23.

<sup>25</sup> Vgl. Nadler, P. S./Miller, R. B.: Banking Jungle, S. 46, die die Kerneinlagen sogar als Hauptbewertungsgrundlage vorschlagen, indem die Preisfindung mit Multiples auf den Kerneinlagenbestand erfolgen soll.

der Anteil der Spareinlagen am Geschäftsvolumen in den nächsten Jahren deutlich zurückgehen, wobei wegen der steigenden Zinsempfindlichkeit der Privatkunden teilweise sogar ein Verschwinden dieser Einlagenform befürchtet wird.<sup>26</sup> Diese Entwicklung wird auch die Kerneinlagen betreffen, deren künftiger Verlauf daher wohl nach unten gerichtet sein wird. Der zweite Bestandteil der Spareinlagen, der saisonal schwankende Bestand im Jahresverlauf, ist für die Bewertung uninteressant, da diese mit Jahresendbeständen operiert. Angesichts der ohnehin nur sehr unsicher durchzuführenden Vorhersage steht der Versuch, durch Einbeziehung saisonaler Schwankungen eine Scheingenauigkeit herbeiführen zu wollen, in keinem angemessenen Kosten-Nutzen-Verhältnis. Die dritte Komponente, der je nach Zinsverhältnissen schwankende Arbitragebestand, ist für die Prognose hingegen wieder interessant. Vor dem Hintergrund des bei der Umfeldanalyse aufgestellten Zinsszenarios muß der Bewerter beurteilen, wie sich die Verzinsung der Spareinlagen beim betrachteten Institut künftig entwickelt und wie der zinsreagible Teil des Bestandes hierauf reagiert. Dafür sind v.a. die intuitiven Prognosetechniken oder eventuell die Mustererkennung, falls aus Vergangenheitsdaten passende Muster abgeleitet werden können, geeignet.

Termineinlagen werden den Banken von Kunden meist in großen Beträgen für eine bestimmte Zeit zur Verfügung gestellt. Diese Einlagenform wird besonders von vermögenden Privatkunden zur Geldanlage, mittleren und größeren Unternehmungen zur vorübergehenden Liquiditätsanlage sowie von öffentlichen Stellen zur Synchronisation ihrer Geldein- und -ausgänge beansprucht,<sup>27</sup> so daß sich der Bewerter für die Prognose auf diese SGF konzentrieren kann. Die Expertenprognosen gehen von einem steigenden Anteil der Termineinlagen am Geschäftsvolumen aus.<sup>28</sup>

Verbriefte Schuldverschreibungen nehmen nur einen geringen Teil der Passivseite von Bankbilanzen ein. Sie werden den Kunden in verschiedenen Formen angeboten und sind teilweise auch börsennotiert.<sup>29</sup> Nach Schätzung von Experten wird sich der Anteil der verbrieften Schuldverschreibungen leicht erhöhen, was ebenfalls mit dem stärkeren Renditebewußtsein der Anleger zusammenhängt.<sup>30</sup> Auch hier muß der Bewerter die Prognose an der von ihm zugrundegelegten Umfeldanalyse, den Stärken und Schwächen sowie den Geschäftsschwerpunkten der zu bewertenden Bank orientieren.

---

<sup>26</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 104.

<sup>27</sup> Vgl. Ashauer, G.: Einlagengeschäft, S. 511.

<sup>28</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 103 f.

<sup>29</sup> Vgl. zum Charakter und den Erscheinungsformen solcher Bankschuldverschreibungen ausführlich Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 385 - 388.

<sup>30</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 104.

### 2.1.1.3 Prognose des Mengengerüstes im Aktivgeschäft

Nächster Schritt bei der Aufstellung des Mengengerüstes ist die Analyse des Aktivgeschäftes, das ebenfalls nach Geschäftsfeldern getrennt prognostiziert wird. Hilfreich hierbei sind die aufsichtsrechtlichen Strukturnormen, insbesondere der Eigenkapitalgrundsatz I, der ein festes Verhältnis zwischen den Eigenmitteln und den risikotragenden Aktiva einer Bank vorschreibt. Die Höhe des Eigenkapitals bewegt sich normalerweise auf einigermaßen konstantem Niveau, Erhöhungen werden meist einige Zeit im voraus geplant und sind daher für den Bewerter absehbar, so daß eine langfristige Obergrenze für das Aktivgeschäft bekannt ist. Der Bewerter muß nur noch die einzelnen Komponenten ermitteln, also diese Obergrenze auf die verschiedenen Bereiche des Aktivgeschäftes aufteilen.

Eine weitere Hilfe ist das auch im Kreditgeschäft typische Charakteristikum der Langfristigkeit, so daß auch hier das Altgeschäft als Grundgerüst fungieren kann, das um das Neugeschäft zu ergänzen ist. Dieses weist erfahrungsgemäß eine starke Abhängigkeit von der gesamtwirtschaftlichen Lage auf, wobei die Nachfrage von Unternehmungskunden nach Investitionskrediten zyklisch verläuft, aufgrund der Selbstfinanzierungsmöglichkeiten der Unternehmungen aber in gewissen zeitlichem Abstand hinter der Konjunkturentwicklung hinterherhinkt. Die Kreditnachfrage der öffentlichen Haushalte läuft hingegen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung meist ein wenig voraus. Das Privatkreditgeschäft schließlich verläuft einigermaßen zyklisch.<sup>31</sup> Aufgrund dieser Abhängigkeiten bietet sich der Einsatz der Szenario-Technik an, indem der Bewerter seine Erwartungen über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zugrundelegt und mit seinen Erkenntnissen über die Stärken und Schwächen der Bank zu einer Vorhersage über die künftigen Geschäftsvolumina zusammenfügt.

Prognoseprobleme bereitet der Rückfluß der Kreditbeträge, der gewissen Ausfallrisiken unterliegt. In einigen Geschäftsfeldern hat der Wettbewerb dazu geführt, daß Banken immer höhere Risiken annehmen müssen, um nicht vom Markt gedrängt zu werden.<sup>32</sup> Für die Quantifizierung sollte daher nach SGF unterschieden werden. In SGF, die im standardisierten Mengengeschäft mit vielen kleinen Einzelkrediten tätig sind, läßt sich das „Gesetz der großen Zahl“ anwenden, mit dem die Ausfallraten der Vergangenheit in die Zukunft fortgeschrieben werden können.<sup>33</sup> Bei unveränderter Risikopolitik können damit auch die Risiken des erst in den Folgeperioden abzuschließenden Neugeschäfts quantifiziert werden.<sup>34</sup>

---

<sup>31</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 126 f.

<sup>32</sup> Vgl. Kemp, R. S./Pettit, L. C.: Bank Value, S. 63.

<sup>33</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 154.

<sup>34</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 155 - 157.

In SGF, bei denen sich die Risiken auf wenige bedeutende Einzelkunden konzentrieren, ist dieses Gesetz der großen Zahl nicht anzuwenden. Andererseits dürfte bei den meisten Banken ihre Zahl zu groß sein, um eine Einzelanalyse für jedes Engagement durchzuführen, zumal auch diese nur grobe Anhaltspunkte für die Einschätzung liefern könnte.<sup>35</sup> Einen ersten Anhaltspunkt kann der Bewerter aus dem Bericht des Abschlußprüfers entnehmen, der üblicherweise das Kreditgeschäft besonders ausführlich kommentiert und eine Übersicht über die großen und über die problembehafteten Engagements bietet. Als Prognosegrundlage muß hier ebenfalls die Kreditpolitik der Bank herangezogen werden, die sich in den Bonitätsanforderungen der Vergangenheit manifestiert. Es ist zu erwarten, daß eine Bank mit geringen Bonitätsanforderungen systematisch höhere Risiken eingeht, zumal sich gerade bonitätsmäßig schwächere Kapitalsucher verstärkt an diese Bank wenden werden, während ein Institut mit hohen Anforderungen auch damit rechnen kann, seine ausgelegten Kredite wieder zurückzuerhalten.<sup>36</sup> Daneben muß die Gefahr einer Bonitätsverschlechterung von Kreditnehmern im Zeitverlauf einbezogen werden, da viele Unternehmungen zyklischen Schwankungen oder gar einem Strukturwandel unterliegen und sich so ihre Bonität rasch verschlechtern kann.<sup>37</sup> Sieht der Bewerter in seiner Umfeldanalyse größere strukturelle Umbrüche, so ist insgesamt mit höheren Ausfallraten im Unternehmungskreditgeschäft zu rechnen, da hierdurch einerseits Unternehmungen aus dem Markt ausscheiden, die in den veralteten Wirtschaftszweigen tätig sind, während andererseits nicht jede Existenzgründung in den zukunftssträchtigen Branchen einen dauerhaften Erfolg darstellen muß.<sup>38</sup>

#### 2.1.1.4 Prognose des Mengengerüsts im Dienstleistungsgeschäft

Als letzter Bereich für das Mengengerüst ist der Umfang des Dienstleistungsgeschäftes abzuschätzen. Die Bedeutung dieses Geschäftes ist in den letzten Jahren kontinuierlich gewachsen, da den Banken mit zunehmender Desintermediation immer häufiger die Funktion eines Arrangeurs oder Informationsvermittlers zufällt und zinstragendes durch provisionstragendes Geschäft verdrängt wird. Das Dienstleistungsgeschäft wird in vielen Fällen kurzfristig abgewickelt und führt nicht zu Beständen. Für eine möglichst genaue Vorhersage ist es sinnvoll, den Geschäftsfeldern aus dem Sortiment

---

<sup>35</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 154.

<sup>36</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 157 f.

<sup>37</sup> Vgl. Kemp, R. S./Pettit, L. C.: Bank Value, S. 66. Die Budgetierung branchenspezifischer Ausfallraten ist exemplarisch dargestellt bei Kerstien, H.: Budgetierung, S. 278.

<sup>38</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 127, der hierfür als Beispiel den im Gang befindlichen Wandel von der Industrie- zur Informationsgesellschaft anführt.



der Bank die jeweils angebotenen Leistungsarten zuzuordnen und ihre Entwicklung zu prognostizieren, wobei besondere Geschäftsschwerpunkte einfließen sollten. Das Volumen der traditionellen Dienstleistungsgeschäfte entwickelt sich relativ konstant, so daß es mit quantitativen Methoden prognostiziert werden kann.<sup>39</sup> Neben den einzeltransaktionsbezogenen Dienstleistungen gibt es noch solche, denen eine längerfristige Geschäftsbeziehung zugrundeliegt, wie z.B. das Zahlungsverkehrskonto und die Effektenverwaltung. Die hieraus entstehenden Mengen wachsen nur in dem Maße, in dem es gelingt, neue Kunden zu akquirieren. Hier kann mit einer Trendextrapolation prognostiziert werden. Schließlich sind noch Allfinanztransaktionen zu berücksichtigen, wenn Produkte anderer, meist verbundener Finanzdienstleister wie Bausparkassen, Leasing- oder Factoringunternehmen oder Versicherungen vermittelt werden. Die Prognose kann durch Zuordnung der einzelnen Leistungen zu den SGF und Fortschreibung erfolgen. In die Prognose müssen absehbare Trends integriert werden; so gehen Experten fast einhellig von einer wachsenden Bedeutung des Wertpapierensparens, insbesondere in festverzinslichen Papieren, aus, wobei teilweise drastische Steigerungen erwartet werden.<sup>40</sup>

Ein besonderer Problembereich bei der Prognose des Dienstleistungsgeschäftes sind mögliche Strukturbrüche, die dazu führen, daß heute noch unbedeutende Leistungsarten künftig zu einem wesentlichen Erfolgsfaktor werden oder daß im dynamischen Wettbewerb völlig neue Leistungsarten entstehen. So gelten Bankprodukte wie Asset Management oder Electronic Banking als besonders zukunftssträftig<sup>41</sup> und sollten daher bei der Prognose mit einem besonders hohen Wachstumsfaktor versehen werden. Weiterhin wird mit einem Wachstum des Massenwohlstandes gerechnet, so daß der gehobene Privatkunde künftig keine Minderheit mehr sein wird.<sup>42</sup> SGF, die sich um diese Kundengruppe kümmern, werden demnach künftig mit höheren Raten wachsen. Neue Einnahmequellen ergeben sich aus dem Verkauf von Informationen, die bereits heute in den meisten Kreditinstituten z.B. über Finanzmärkte, einzelne Länder oder die Gesamtwirtschaft gesammelt und ausgewertet werden. Daneben kann erwartet werden, daß Banken für ihre Beratungsleistungen ein Entgelt verlangen, zumindest in den Fällen, in denen sie nicht zu einem Geschäftsabschluß führen.<sup>43</sup> Zudem sind im Bereich der Finanzinnovationen Neukonzeptionen denkbar, die das bisherige Geschäftsgefüge aller Banken völlig umstrukturieren können. Der Bewerter sollte solche Erwartungen bei der Prognose einbeziehen und unter

<sup>39</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 127.

<sup>40</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 23 und Haiden, R. A.: Banken, S. 595.

<sup>41</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 210.

<sup>42</sup> Vgl. Szallies, R.: Verbraucherverhalten, S. 131.

<sup>43</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 120f.

Berücksichtigung der institutsspezifischen Gegebenheiten das Mengengerüst für das Dienstleistungsgeschäft vervollständigen.

### 2.1.2 Prognose der Wertkomponente

Um aus der Mengenkomponente die Erlöse für das kundenbezogene Geschäft abzuschätzen, muß sie nun im nächsten Schritt mit einer Wertkomponente belegt werden, die von den erhobenen Preisen für die einzelnen Komponenten des Mengengerüsts abhängig ist. Vor Abhandlung der einzelnen Bereiche erfolgen einige Vorüberlegungen.

#### 2.1.2.1 Allgemeine Vorüberlegungen

Für die Wertkomponente muß eine Schätzung der künftigen Preisgestaltung erfolgen. Trotz der oligopolistischen Marktstruktur, die zu einem kollusiven Verhalten der Anbieter führt, kann es bei Banken durch die Schaffung von Kundenpräferenzen oder durch eine starke Marktstellung zu gewissen Spielräumen kommen, die Preise über dem Marktniveau ermöglichen, ohne daß man dafür Marktanteilseinbußen erleidet.<sup>44</sup> Solche monopolistischen Spielräume sind abhängig von der Preiselastizität der Nachfrage. Sie ergeben sich insbesondere durch spezielle Stärken, die der Bewerter auf Stabilität in der Zukunft überprüfen und dann bei der Bemessung der Wertkomponente einbeziehen muß. Andererseits bieten Banken ausgewählten Kundengruppen auch einmal günstigere Preise als die Wettbewerber an, wenn sie in den betreffenden Geschäftsfeldern wachsen wollen.<sup>45</sup> Für die Wertkomponente ist auch die Verhandlungsstärke der jeweiligen Kundengruppe einzubeziehen, die für die am Markt durchzusetzenden Preise ebenfalls eine wichtige Rolle spielt.

Ein weiterer allgemeiner Einflußfaktor bei der Prognose der Wertkomponente ist der Reifegrad des betrachteten Marktes. Typischerweise sind in jungen Märkten die Ertragsaussichten höher, aber auch volatiler und damit risikoreicher als in reifen Märkten.<sup>46</sup> Die meisten Segmente des Finanzdienstleistungssektors haben mittlerweile einen hohen Reifegrad erreicht, so daß der Bewerter von einer recht stabilen Ertragslage ausgehen kann. Hat das zu bewertende Institut einen hohen Geschäftsanteil außerhalb der traditionellen, reifen Märkte, so ist die Prognose der Erlöse mit deutlich größeren Unsicherheiten belastet.

---

<sup>44</sup> Vgl. Süchting, J.: Marketing, S. 1011.

<sup>45</sup> Vgl. Kemp, R. S./Pettit, L. C.: Bank Value, S. 65, wo ein solches Verhalten für das Kreditgeschäft hart kritisiert wird, da dabei meist die Profitabilität auf der Strecke bleibt.

<sup>46</sup> Vgl. den typischen Verlauf der Erträge in Abhängigkeit vom Reifegrad des Marktes bei Quantock, P.: Opportunities, S. 16f.

## 2.1.2.2 Prognose des Zinsüberschusses

Die höchsten Zahlungsüberschüsse erzielen Banken noch immer aus dem zinsabhängigen Geschäft. Der Preispolitik des einzelnen Instituts bleiben aufgrund der Abhängigkeit von der gesamtwirtschaftlichen Zinssituation nur geringe Gestaltungsmöglichkeiten. Dazu muß beachtet werden, daß Veränderungen in der Preispolitik auch nicht sofort auf die Erträge durchschlagen, da vielen Verträgen langfristige Konditionen zugrunde liegen, so daß die Erlössituation nur langsam mit dem Neugeschäft und der Zinsanpassung bei bestehenden Verträgen den neuen Preisen folgt.<sup>47</sup> Insofern muß die Wertkomponente getrennt für Altgeschäfte mit Festkonditionen, Altgeschäfte mit variablen Konditionen und für das Neugeschäft für alle Aktiv- und Passivbestände des prognostizierten Mengengerüsts errechnet werden.<sup>48</sup> In der Vergangenheit konnte beobachtet werden, daß der Zinsüberschuß in Hochzinsphasen höher lag als in Niedrigzinsphasen. Dies wird – wenn auch in abgeschwächter Form – voraussichtlich so bleiben.<sup>49</sup>

Der Ertrag aus dem Altgeschäft mit Festkonditionen ist verhältnismäßig sicher vorherzusagen, da Zinssatz und Laufzeit für die Folgeperioden feststehen.<sup>50</sup> Allerdings muß im Aktivgeschäft das bereits bei Aufstellung des Mengengerüsts abgeschätzte Ausfallrisiko berücksichtigt werden, das auch zum Ausfall von erwarteten Zinseinnahmen oder zu ungeplanten Laufzeitverlängerungen führt. Im Passivgeschäft muß die Gefahr vorzeitiger Einlagenabzüge einbezogen werden, die die Bank dann oft zu ungünstigeren Bedingungen, z. B. im Interbankenmarkt, ersetzen muß.

Beim Altgeschäft mit variablen Konditionen ist lediglich die Frist der Kapitalbindung festgelegt. Derartige Konstruktionen kommen im Aktivgeschäft v. a. in Form von sog. *Roll-over-Kredit*en vor, deren Gesamtlaufzeit zwischen 5 und 10 Jahren liegt und deren Verzinsung regelmäßig an die Marktentwicklung angepaßt wird. Dabei orientiert man sich an Geldmarktsätzen wie LIBOR oder FIBOR und zählt je nach Kreditsumme und Bedeutung des Kunden einen Aufschlag hinzu.<sup>51</sup> Im Passivgeschäft sind solche Konstruktionen denkbar, wenn die Bank variabel verzinsliche Schuldverschreibungen, sog. *Floating Rate Notes*, emittiert.<sup>52</sup> Die Prognose des Zinsüberschusses im Altgeschäft mit variablen Konditionen muß auf der Rückschauanalyse aufbauen, indem die Bestände im Aktiv- und Passivgeschäft vor dem erwarteten Zinsszenario fortgeschrieben werden.<sup>53</sup> Dane-

---

<sup>47</sup> Vgl. Lammerskitten, P./Franke, A.: Planung, S. 281 f.

<sup>48</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 115.

<sup>49</sup> Vgl. hierzu die Expertenprognosen bei Priewasser, E.: Prognose, S. 119 f.

<sup>50</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 191.

<sup>51</sup> Vgl. Eichwald, B.: Kreditarten, S. 417.

<sup>52</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 157

ben gibt es noch das quasi-feste Altgeschäft, das de-jure kurzfristig fällig ist, wie Kontokorrentkredite oder Sicht- und Spareinlagen. Der Bodensatz bei diesen Geschäften kann ebenfalls als Altgeschäft angesehen werden, für das variable Konditionen gelten.<sup>54</sup> Die Zinsen für Kontokorrentkredite werden von den Banken regelmäßig der Marktlage angepaßt. Sichteinlagen werden bislang nicht oder nur mit geringen Sätzen verzinst. Die zunehmende Zinsempfindlichkeit aller Kundengruppen könnte hier aber langfristige Veränderungen hervorrufen, zumal einige Anbieter bereits verzinsliche Produkte für Zahlungsverkehrsgelder entwickelt haben.<sup>55</sup> Die Verzinsung von Spareinlagen schließlich verharrt seit Jahren auf sehr geringem Niveau, das wohl auch künftig nicht verlassen wird. Hier kann der Bewerber von relativ konstanten Sätzen ausgehen.

Das größte Problem bei der Prognose ist das Neugeschäft, dessen Konditionen von der weiteren Zinsentwicklung und der Preispolitik der Bank abhängen. Da die unterschiedlichen Kreditarten wie Kontokorrent, Ratenkredit, Diskontkredit oder Kommunalkredit, daneben noch Sonderformen wie Leasing oder die unterschiedlichen Formen der Außenhandelsfinanzierung unterschiedliche Erträge bringen,<sup>56</sup> sind die einzelnen Bestandteile des Mengengerüsts getrennt zu beurteilen. Orientierungspunkt können die durchschnittlichen Zinssätze pro Kreditart und SGF in der Vergangenheit sein. Auch auf der Passivseite soll den unterschiedlichen Erlöschancen bei den einzelnen Geschäftsarten durch differenzierte Prognose der Wertkomponente bei den einzelnen SGF Rechnung getragen werden. Auch hier sollten künftige Trends einbezogen werden, z.B. ist mit einem Abschmelzen des früher üblichen Zinsvorteils für Banken im ländlichen Raum zu rechnen.<sup>57</sup>

Eine wichtige Komponente bei der Prognose des Zinsüberschusses ist das Zinsänderungsrisiko. Dieses bezeichnet die Gefahr, daß die realisierte Bruttozinsspanne von der geplanten durch unerwartete Marktzinsniveauänderungen negativ abweicht und betrifft sämtliche Positionen, die nicht jederzeit an veränderte Marktzinsen angepaßt werden können. Das Zinsänderungsrisiko eines Kreditinstitutes ist abhängig vom Ausmaß der getätigten Fristentransformation, die sich in den unterschiedlichen Zinsbindungsfristen auf der Aktiv- und Passivseite ausdrückt und von der Höhe der Marktzinsveränderungen, wobei Zinsstrukturänderungen besonders risikoe erhöhend wirken.<sup>58</sup> Dieses Risiko kann für künftige Bestände nur sehr

---

<sup>53</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 194.

<sup>54</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 192.

<sup>55</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 213.

<sup>56</sup> Vgl. Lammerskitten, P./Franke, A.: Planung, S. 280.

<sup>57</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 112.

<sup>58</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 835.

unsicher abgeschätzt werden, sollte aber aufgrund seiner Bedeutung und möglichen Ertragsauswirkungen in jedem Fall einbezogen werden. Hierfür eignet sich das von Rolfes<sup>59</sup> entwickelte Konzept der Zinsanpassungselastizitäten, das die Möglichkeit der Anpassung eines Positionszinssatzes bei einer Marktzinsveränderung von 1 % beschreibt. Bei Festzinspositionen ist die Elastizität gleich Null, da eine Anpassung an Marktveränderungen nicht möglich ist.<sup>60</sup> Aus derartigen Positionen ergibt sich das sog. Festzinsrisiko, wenn die Laufzeiten der aktivischen mit denen der passivischen Festzinspositionen nicht übereinstimmen.<sup>61</sup> Aber auch im variablen Geschäft lassen sich aufgrund von Marktgegebenheiten, u. a. der Preispolitik der Konkurrenz und der Preiselastizität der Kunden, die Positionszinssätze nicht unbeschränkt an die Zinsentwicklung anpassen.<sup>62</sup> Die konkreten Anpassungselastizitäten für jede Position kann man aus den historischen Daten einer Bank ermitteln,<sup>63</sup> wobei nach SGF getrennt werden sollte. So wird die Anpassungselastizität im Mengengeschäft aufgrund der geringen Verhandlungsmacht des einzelnen Kunden für die Bank relativ günstig sein, nämlich hoch bei steigenden Zinsen und gering bei fallenden, während sie im Geschäft mit bedeutenden Einzelkunden wie vermögenden Privatpersonen oder Unternehmungen ungünstiger sein wird.<sup>64</sup> Die Übernahme von Zinsänderungsrisiken durch Fristentransformation ist ein wesentlicher Bestandteil des klassischen Bankgeschäfts und es ist Bestandteil der Geschäftspolitik, die Höhe der übernommenen Risiken festzulegen. Bei einer unveränderten Fortführung der Bank kann insofern das Zinsänderungsrisiko der Vergangenheit auch auf die Zukunft übertragen werden.<sup>65</sup>

Zur Umrechnung des Zinsänderungsrisikos in bewertungsrelevante Zahlungsströme werden der gemäß Umfeldanalyse erwarteten Zinsentwicklung die offenen Festzinspositionen und die Anpassungselastizitäten gegenübergestellt. Rechnet der Bewerter mit steigenden Marktzinsen, so kommt es bei einem aktivischen Festzinsüberhang zu einer Verringerung des Zinsüberschusses, da dann die erforderlichen Mittel während der Laufzeit der herausgelegten Kredite zu ungünstigeren Konditionen beschafft werden müssen. Bei einem Passivüberhang kommt es hingegen zu zusätzlichen Zinserträgen, weil die noch zu geringeren Zinsen hereingenommenen

---

<sup>59</sup> Vgl. Rolfes, B.: Zinsänderungsrisiken.

<sup>60</sup> Vgl. Rolfes, B./Schwanitz, J.: Zinselastizitäten, S. 334 f.

<sup>61</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 836.

<sup>62</sup> Vgl. Rolfes, B.: Zinsänderungsrisiken, S. 31.

<sup>63</sup> Vgl. Rolfes, B./Schwanitz, J.: Zinselastizitäten, S. 335 f, die verschiedene Verfahren zur Ermittlung der Zinselastizitäten vorstellen.

<sup>64</sup> Vgl. Schell, G.: Geschäftspolitik, S. 2555.

<sup>65</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 166.

Mittel günstiger angelegt werden können. Die offene Festzinsposition hat hier also nicht zu einem Zinsänderungsrisiko, sondern zu zusätzlichen Erträgen geführt, die für eine korrekte Bewertung in die Cash-flow-Prognose einbezogen werden müssen. Entsprechend umgekehrt verhalten sich Chance und Risiko, wenn der Bewerter mit sinkendem Zinsniveau rechnet.

### 2.1.2.3 Prognose der Erlöse im Dienstleistungsgeschäft

Im Dienstleistungsgeschäft erzielen Banken Provisionserlöse, die zweite Ertragssäule im kundenbezogenen Geschäft. Sie umfassen alle absoluten, nicht kapitalbezogenen Leistungsentgelte<sup>66</sup> und errechnen sich als Produkt zwischen Mengengerüst und Provisionssatz.<sup>67</sup> Hier kann die Bank eine gezieltere Preispolitik als im zinsabhängigen Aktiv-/Passivgeschäft betreiben, da die Abhängigkeit von externen Faktoren wie der Zinsentwicklung wesentlich geringer ist. Experten rechnen mit der Fortsetzung des seit einigen Jahren anhaltenden Trends, daß Provisionserträge gegenüber dem Zinsüberschuß an Gewicht gewinnen. Der Anteil der Provisionen an den Gesamterträgen liegt im privaten Banksektor bereits bei einem Viertel und wird sich weiter erhöhen. Allerdings werden bei vielen provisionsabhängigen Dienstleistungen im Zeitverlauf Sättigungsgrenzen erreicht.<sup>68</sup>

Im traditionellen Bankgeschäft, aus dem Provisionserlöse v.a. aus dem Zahlungsverkehr und dem Wertpapiergeschäft erzielt werden, daneben noch aus dem Auslandsgeschäft, z.B. durch Devisenhandel und Dokumenten-Akkreditive, galten für die Wertkomponente jahrelang konstante, absehbare Trends.<sup>69</sup> Durch zunehmenden Wettbewerb hat sich dies jedoch geändert, z.B. hat im Wertpapiergeschäft die Errichtung von Direktbanken erhebliche Turbulenzen bei der Wertkomponente des Provisionserlöses ausgelöst. Weiteres Problem ist die Prognose von Provisionssätzen für Leistungen, die derzeit noch kostenlos von den Banken angeboten werden oder die es noch gar nicht gibt.

Nachdem nun Mengen- und Wertkomponente des kundenabhängigen Geschäftes zusammengeführt wurden, sind die daraus zu erwartenden Erlöse bekannt. Eine weitere bedeutende Erlösquelle stellt bei den meisten Banken das Eigengeschäft dar, das der folgende Abschnitt untersucht.

---

<sup>66</sup> Vgl. Kerstien, H.: Budgetierung, S. 159.

<sup>67</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 97.

<sup>68</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 123 f.

<sup>69</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 127.

## 2.2 Prognose der Eigengeschäftsbereiche

Neben dem Kundengeschäft gibt es in wohl jeder Bank einen Bereich zur Abwicklung von Eigengeschäften. Hierunter werden eigeninitiierte, also kundenauftragsunabhängige Aktivitäten gefaßt. Ihre Ziele können das Geschäftsstrukturmanagement, die Erfüllung aufsichtsrechtlicher Vorschriften, die Steuerung banktypischer Risiken, die Erwirtschaftung zusätzlicher Erträge oder strategische Überlegungen im Rahmen einer Beteiligungspolitik sein.<sup>70</sup>

Zunächst soll das Geschäftsstrukturmanagement betrachtet werden. Für Zwecke der Bilanzpolitik sind Wertpapier-, Devisen- und Geldmarktgeschäfte besonders geeignet, um unerwünschte Bilanzstrukturen z.B. im Bereich der Liquidität, der Fristenstruktur oder der Währungspositionen zu bereinigen. Primäres Ziel solcher Geschäfte ist damit nicht die Gewinnerzielung, teilweise werden die zur Anpassung erforderlichen Maßnahmen sogar unter Inkaufnahme negativer Margen abgeschlossen.<sup>71</sup> Zahlungswirkungen in künftigen Perioden kann der Bewerter nur sinnvoll abschätzen, wenn er die Neigung der Geschäftsführung, Ungleichgewichte mit Eigengeschäften auszubalancieren, zugrunde legt. Angesichts der meist geringen Bedeutung für den gesamten Cash-flow kann die Prognose der hieraus resultierenden Zahlungen auch pauschal mit einfacher Trendfortschreibung erfolgen.

Die Erfüllung aufsichtsrechtlicher Vorschriften betrifft v.a. die Liquiditätsgrundsätze II und III des BAKred,<sup>72</sup> die bestimmte Relationen zwischen den kurz-, mittel- und langfristigen Aktiva und ihrer Deckung mit Eigen- und Fremdkapital festlegen. Aufgabe der Eigengeschäftsbereiche ist es, durch die passenden Transaktionen die vorgeschriebenen Relationen herzustellen. Hieraus wird es nur im Ausnahmefall zu Zahlungsüberschüssen kommen, es sind eher negative Auswirkungen zu erwarten, da die aufsichtsrechtlichen Normen nicht zur Rentabilitätsoptimierung aufgestellt wurden und daher mitunter suboptimale Transaktionen erfordern. Auch hier sind aber die Auswirkungen wohl nur von geringer Größenordnung und zudem schwierig zu prognostizieren.

Umfassende Zahlungswirkungen sind hingegen aus der Steuerung der verschiedenen banktypischen Risiken zu erwarten. Hier ist zunächst das Liquiditätsrisiko zu nennen, bei dem es weniger um das Problem der Illiquidität geht, da gesunde Banken auf funktionsfähigen Geld- und Kapitalmärkten jederzeit den erforderlichen Geldanschluß erhalten können,<sup>73</sup> sondern vielmehr um die ertragsoptimale Anlage von Liquiditätsreserven. Bei

---

<sup>70</sup> Vgl. Peters, H.: Eigengeschäfte, S. 732.

<sup>71</sup> Vgl. Witt, M.: Eigenhandel, S. 11.

<sup>72</sup> Vgl. Witt, M.: Eigenhandel, S. 12.

<sup>73</sup> Vgl. Akmann, M.: Ergebnissteuerung, S. 131.



international tätigen Instituten fällt ein solches Liquiditätsmanagement für mehrere Währungen an.<sup>74</sup> Je nach Umfang der bewegten Mittel können die Ertragsbeiträge aus der Liquiditätssteuerung erheblich sein. Zur Abschätzung können die Dispositionserfolge der Bank in der Vergangenheit herangezogen und ihr Fortbestehen unterstellt werden, so daß hier die Prognose durch Trendfortschreibung erfolgen kann.

Ein großer Bereich betrifft das Zinsänderungsrisiko. Bei vielen Kundengeschäften besteht für die Bank ein faktischer Kontrahierungszwang, so daß sich unerwünschte Positionsspitzen ergeben, die zu Zinsänderungsrisiken führen. Der Eigengeschäftsbereich muß dann die im Kundengeschäft entstandenen Strukturen so korrigieren, daß sie im Einklang mit den strukturellen Zielen der Gesamtbank stehen.<sup>75</sup> Dabei können unerwünschte Positionen geschlossen, zur Ausnutzung erwarteter Zinsentwicklungen bewußt offen gelassen oder sogar durch entsprechende Eigengeschäfte noch ausgebaut werden. Hierzu werden i. d. R. Finanzderivate wie Swaps, Options und Futures eingesetzt.<sup>76</sup> Die Erfassung der Zahlungsströme aus diesen Instrumenten ist nicht ganz einfach.<sup>77</sup> Der Bewerter sollte sich mit dem Erfolg der Bank bei der Behandlung des Zinsänderungsrisikos in der Vergangenheit auseinandersetzen. Bei der Prognose kann er unterstellen, daß das hierfür erforderliche Know-how auch in der Zukunft wirken wird und daher vergleichbare Erfolge zu verzeichnen sein werden.

Ähnliches gilt auch für die Steuerung von Währungsrisiken, die ebenfalls zumeist aus offenen Positionen des Kundengeschäftes resultieren. Offene Währungspositionen können je nach erwarteter Entwicklung der Wechselkurse zusätzliche Erträge einbringen oder zu erheblichen Verlusten führen. Auch hier besteht die Möglichkeit, die offenen Positionen zu schließen und damit eine Risikokompensation herbeizuführen, oder sie bewußt offen zu lassen, um Gewinne durch Kursveränderungen erzielen zu können. Instrumente hierzu sind v. a. Devisentermingeschäfte, Finanzhedging und verschiedene Futures- und Optionskontrakte, die flexibel für die Abdeckung der Risiken eingesetzt werden können.<sup>78</sup> Ebenso wie beim Zinsänderungsrisiko wird der Bewerter auch hier kaum die aus dem Risikomanagement zu erwartenden Zahlungsströme abschätzen können, sondern kann erneut nur die Erfolge der Bank bei der Absicherung von Währungsrisiken in der Vergangenheit ermitteln und dies als Prognosegrundlage für künftig zu erwartende Währungsrisiken nutzen.

---

<sup>74</sup> Vgl. Kerstien, H.: Budgetierung, S. 301.

<sup>75</sup> Vgl. Akmann, M.: Ergebnissteuerung, S. 135.

<sup>76</sup> Vgl. Baxmann, U./Weichsler, C.: Risikomanagement, S. 13.

<sup>77</sup> Vgl. Akmann, M.: Ergebnissteuerung, S. 147f, wo das grundsätzliche Vorgehen für ein Forward Rate Agreement dargestellt wird.

<sup>78</sup> Vgl. hierzu ausführlich Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 878 - 883.

Eine große Wirkung auf die künftigen Zahlungsströme einer Bank ist ferner aus dem Eigenhandel zu erwarten, bei dem die Bank in Abgrenzung zum Kommissionsgeschäft ohne Kundenauftrag in eigenem Namen und auf eigene Rechnung tätig wird. Objekte des Eigenhandels sind Kassa-, Termin- und Optionskontrakte in Aktien, Renten, Devisen, Edelmetallen und derivativen Produkten wie Marktindizes, wobei der Rentenhandel meist das größte Volumen einnimmt.<sup>79</sup> Ein bedeutendes Geschäftsfeld im Eigenhandel ist die Arbitrage, bei der durch zeitgleichen Abschluß zweier entgegengesetzter Geschäfte zu bekannten Preisen ein risikoloser Gewinn erzielt wird,<sup>80</sup> indem Preisdifferenzen in verschiedenen regionalen Märkten oder Marktsegmenten genutzt werden. Für die Prognose der hier erzielbaren Erträge muß der Bewerter beurteilen, ob trotz der wachsenden Transparenz der Märkte solche Preisunterschiede auch künftig möglich sind. Mit einer konkreten Vorhersage wird er sich aber schwertun, da sich Arbitragegewinne nicht planen lassen.

Hiervon zu unterscheiden sind spekulative Transaktionen, die das bewußte Eingehen offener Positionen erfordern und daher Marktpreisrisiken begründen.<sup>81</sup> Es können in diesem Bereich durchaus auch einmal Verluste auftreten. Eine Prognose ist auch hier schwierig, da abgeschätzt werden muß, inwieweit der Eigenhandel die Entwicklung der Finanzmärkte richtig antizipiert. In der Praxis werden daher die Erfolge der Vergangenheit als Indikator für künftige Erfolge genutzt.<sup>82</sup> Die Eigenhandelsaktivitäten können je nach Marktentwicklung und Handelsgeschick erhebliche Schwankungen in die Wirtschaftsergebnisse von Kreditinstituten bringen. Dieser Bereich bringt daher große Unsicherheiten in die Prognose.

Letzter zu untersuchender Bereich im Rahmen der Eigengeschäfte sind die Zahlungsüberschüsse aus dem Beteiligungsportfeuille. Da die Ergebnisbeiträge der sog. Funktionsbeteiligungen an Unternehmungen aus dem Finanzdienstleistungsbereich direkt in die Geschäftspolitik eingebunden sind und daher bereits bei der Prognose des kundenbezogenen Geschäfts erfaßt wurden, beschränkt sich die Betrachtung hier auf die investimentorientierten Beteiligungen, die Banken an Industrie-, Handels- oder Verkehrsunternehmungen halten.<sup>83</sup> Ungeplante Beteiligungen gehen Banken zu Sanierungszwecken oder im Nachgang zu mißglückten Plazierungen ein, um materielle Verluste oder auch mögliche Imageschäden bei Kunden und Öffentlichkeit zu vermeiden.<sup>84</sup> Die Zahlungswirkungen sind daher eher

---

<sup>79</sup> Vgl. Kerstien, H.: Budgetierung, S. 340.

<sup>80</sup> Vgl. Akmann, M.: Ergebnissteuerung, S. 160.

<sup>81</sup> Vgl. Akmann, M.: Ergebnissteuerung, S. 162.

<sup>82</sup> Vgl. Akmann, M.: Ergebnissteuerung, S. 160.

<sup>83</sup> Zur Abgrenzung zwischen diesen beiden Beteiligungsgruppen vgl. von Stein, J. H.: Beteiligungen, S. 752.

<sup>84</sup> Vgl. von Stein, J. H.: Beteiligungen, S. 752 f.

indirekt, indem z.B. ansonsten akut gewordene Ausfallrisiken verhindert werden, und damit schwer zu prognostizieren. Der Bewerter wird sich mit Tendenzaussagen begnügen müssen. Die geplanten Beteiligungen hingegen stellen üblicherweise, bereits bedingt durch die gesetzliche Definition des § 271, I HGB, langfristige Bestände dar. Kauf und Verkauf von Beteiligungsbeständen sind mit erheblichen Cash-flow-Wirkungen verbunden, deren Höhe jeweils von der gesamtwirtschaftlichen Lage und der Branchensituation des Beteiligungsobjektes abhängt. Die Wertveränderungen der Anteile zwischen Kauf- und Verkaufszeitpunkt stellen die zentrale Erfolgsgröße des Beteiligungsmanagements dar.<sup>85</sup> Daneben sind die laufenden Ausschüttungen auf die Anteile einzubeziehen, die langfristig recht stabil<sup>86</sup> und damit gut prognostizierbar sind.

### **2.3 Prognose der betrieblichen Auszahlungen**

Den in den vorangegangenen Abschnitten ermittelten Erlösen aus dem Kunden- und Eigengeschäft müssen nun die für ihre Erzielung erforderlichen Auszahlungen gegenübergestellt werden, um den Zahlungsüberschuß aus der Geschäftstätigkeit zu ermitteln. Betriebliche Auszahlungen fallen einmal in Form von Betriebskosten im TOB an, zum anderen in Form von Netto-Investitionen in das Sachanlagevermögen.

#### *2.2.1 Prognose der Betriebskosten*

Nachdem die Aufwendungen des LFB bereits bei der Abschätzung des Zinsüberschusses berücksichtigt wurden, konzentriert sich die Kostenprognose auf den TOB, dessen Aufwendungen zum Großteil kurz- bis mittelfristig einen fixen Charakter aufweisen.<sup>87</sup> Fixkosten, die unabhängig von der Beschäftigungshöhe anfallen, haben für die Bewertung den Vorteil der leichten Vorhersagbarkeit. Einziger Unsicherheitsfaktor hierbei ist der Zeithorizont, bis zu dem eine Kostenart als fix anzusehen ist. Die variablen Kosten hingegen richten sich nach dem Beschäftigungsgrad, der aus dem erwarteten Mengengerüst abgeleitet werden kann. Die Höhe dieser Kosten ergibt sich durch eine Multiplikation der prognostizierten Mengen mit dem jeweils dafür erforderlichen Ressourcenverzehr.<sup>88</sup> Bei vielen Banken ist dieser Zusammenhang in der sog. Standard-Kostenrechnung erfaßt, die den einzelnen Leistungen mit Hilfe von Ablauf- und Zeitstudien die genauen

---

<sup>85</sup> Vgl. Kerstien, H.: Budgetierung, S. 151 f.

<sup>86</sup> Vgl. von Stein, J. H.: Beteiligungen, S. 754.

<sup>87</sup> Vgl. Schell, G.: Geschäftspolitik, S. 2555.

<sup>88</sup> Zur unterschiedlichen Behandlung der Kostenarten bei der Prognose im Rahmen der Plankostenrechnung vgl. Wimmer, K.: Bankkalkulation, S. 164.

Kosten zuordnet.<sup>89</sup> Dabei werden die Arbeitsabläufe genau analysiert, indem z.B. ein Mitarbeiter durch Selbstaufschreibung erfaßt, mit welchen Arbeitsschritten eine bestimmte Dienstleistung wie die Annahme eines Wertpapierkaufauftrages verbunden ist, welche Betriebsmittel hierfür erforderlich sind und wieviel Zeit ihn jeder Arbeitsschritt kostet.<sup>90</sup> Verfügt das Institut nicht über eine Standard-Kostenrechnung, so wird sie insbesondere bei Bewertung unter Zeitdruck auch nicht mehr aufgestellt werden können, so daß sich der Bewerter z.B. mit ihm bekannten Daten anderer Institute behelfen muß. Nach Erfahrungen der Praxis lassen sich 50 %-70 % aller Kosten mit dieser Rechnung den einzelnen Leistungen zuordnen.<sup>91</sup>

Für die verbleibenden Gemeinkosten wird ebenfalls gelegentlich gefordert, sie möglichst exakt den einzelnen Geschäftsfeldern zuzuordnen.<sup>92</sup> Diese Auffassung wird hier nicht geteilt, da die Kostenzuteilung einen erheblichen Aufwand verursacht und sich aufgrund der engen Verflechtungen zwischen den einzelnen Geschäftsfeldern ohnehin nicht exakt durchführen läßt. Da für die Wertfindung letztlich aber nur der gesamte Zahlungsüberschuß der Bank entscheidend ist und nicht der einzelne Erfolgsbeitrag je Geschäftsfeld, ist eine aufwendige Zurechnung entbehrlich.<sup>93</sup>

Aufgrund ihrer hohen Bedeutung sind die Personalkosten innerhalb der Prognose besonders wichtig. Diese sind kurzfristig nur in begrenztem Rahmen variierbar, da sowohl Personalbeschaffung wie auch -freisetzung sich stets über einige Monate hinziehen.<sup>94</sup> Neben dem eigentlichen Personalaufwand sind auch Pensionszahlungen an ausgeschiedene Mitarbeiter zu beachten,<sup>95</sup> für deren Prognose es komplexe versicherungsmathematische Berechnungen gibt. Diese könnten im Einzelfall zu aufwendig sein, so daß sich die Praxis hierfür Daumenregeln geschaffen hat, die sich an der Lohn- und Gehalts Gesamtsumme orientieren.<sup>96</sup> Für die langfristige Personalplanung, die im Rahmen der Bewertung relevant ist, kann unterschieden werden in das ausführende und das leitende Personal.<sup>97</sup> Der Bedarf an ausführendem Personal kann mit Hilfe der Standard-Kostenrechnungssätze aus

<sup>89</sup> Vgl. Schierenbeck, H.: Controlling, S. 932.

<sup>90</sup> Vgl. Frohmüller, K.-P./Klinge, R.: Kapazitätsplanung, S. 57 f.

<sup>91</sup> Vgl. Küstel, N./Schardt, H.: Kostenmanagement, S. 35.

<sup>92</sup> Vgl. insbesondere Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 322 und speziell für Banken S. 511, daneben Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Bewertung, S. 489.

<sup>93</sup> So auch Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 103 und Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 118.

<sup>94</sup> Daher weisen Personalkosten zumindest kurz- bis mittelfristig einen Fixkostencharakter auf, vgl. Lehner, A.: Kostenrechnung, S. 795.

<sup>95</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 130.

<sup>96</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 80 f.

<sup>97</sup> Vgl. Wimmer, K.: Bankkalkulation, S. 166.

dem Mengengerüst abgeleitet<sup>98</sup> und den einzelnen SGF direkt belastet werden. Für die langfristige Vorschau müssen in die Kostensätze noch Produktivitätszuwächse einbezogen werden, die dazu führen, daß derselbe Arbeitsumfang auch mit geringerem Personalstand bewältigt werden kann. Mit fortschreitendem EDV-Einsatz für die ausführenden Tätigkeiten erhöht sich die Produktivität, da Mitarbeiter von Abwicklungsaktivitäten entlastet werden und sich stärker der Kundenakquisition widmen können. Allerdings verringert sich erfahrungsgemäß nicht der Personalgesamtbestand, da lediglich eine Verschiebung in andere Bereiche erfolgt,<sup>99</sup> aber der Personalstab kann ein höheres Geschäftsvolumen bewältigen. Durch die Einbeziehung der Erfahrungskurve, bei der Lerneffekte von Mitarbeitern eine entscheidende Rolle spielen, in die Prognose werden weitere Produktivitätszuwächse berücksichtigt. Das Potential für Kostensenkungen hängt dabei von den künftigen Ausbringungsmengen und dem bereits erfolgten Fortschritt auf der Lernkurve ab.<sup>100</sup>

Nicht sinnvoll auf die SGF zu verteilen sind die meisten dispositiven Personalkosten. Hierzu gehören auch sog. reine Cost- oder Service-Center wie die volkswirtschaftliche Abteilung, die keinen Kontakt zum Absatzmarkt haben und ihre Erträge nur durch interne Verrechnung von Vorleistungen für die SGF erzielen.<sup>101</sup> Die Anzahl der dispositiven Mitarbeiter sowie die Gehaltsstrukturen können aus der nach Hierarchien und Funktionen gegliederten Stellenbesetzungsübersicht abgeleitet werden. Diese Übersicht wird in der Bank für die langfristige Bedarfsplanung aufgestellt und enthält insofern auch zukunftsgerichtete Informationen über absehbare Fluktuationen sowie Zu- und Abwanderungen<sup>102</sup> und läßt sich daher für die Prognose einsetzen.

Bei der Planung der Personalkosten sollte der Bewerter auch Umfeldtendenzen einbeziehen. Hier ist zunächst die allgemeine Lohn- und Gehaltsentwicklung zu beachten, die erfahrungsgemäß zu höheren Belastungen in der Zukunft führen. Aber auch allgemeine Branchentendenzen sind einzubeziehen. So wird es durch erwartete Veränderungen beim Vertrieb von Finanz-

---

<sup>98</sup> Wird z.B. über das Mengengerüst ermittelt, daß zur Abwicklung des Geschäftsvolumens einer Organisationseinheit 4.800 Stunden erforderlich sind, so beträgt der Personalbedarf bei einer Nettoarbeitszeit von 1.560 Stunden, die Urlaub, Krankheit etc. berücksichtigt, 3,1 Vollzeitkräfte, vgl. Frohmüller, K.-P./Klinge, R.: Kapazitätsplanung, S. 60.

<sup>99</sup> Vgl. Kohlleppel, L.: EDV-Einsatz, S. 33, wo dies für den Genossenschaftsbereich festgestellt wird. Nach Auffassung von Experten wird es trotz erhöhter Rationalisierungsanstrengungen bei den deutschen Banken insgesamt nur zu einem sehr moderaten Abbau von Arbeitsplätzen kommen, vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 125.

<sup>100</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 177.

<sup>101</sup> Vgl. Kerstien, H.: Budgetierung, S. 47.

<sup>102</sup> Vgl. Kunadt, R.: Personalplanung, S. 15.

dienstleistungen, v. a. durch die Rückführung der Geschäftsstellennetze, insgesamt zu leichten Personalrückgängen bei den Banken kommen.<sup>103</sup> Weitere Rückgänge sind durch die Tendenz zum Outsourcing zu erwarten, die den Bezug von Leistungen wie Fahr- und Botendienst, Kantine oder Rechenzentrum an externe Serviceanbieter auslagert, so daß Kosten nur in Höhe der beanspruchten Leistungen anfallen.<sup>104</sup> Eine weitere Reduktion von Personalleerkosten ist durch die Zunahme der Teilzeitarbeit zu erwarten, mit der Experten für die nächsten Jahre rechnen.<sup>105</sup> Schließlich werden Entlastungen durch den steigenden Einsatz leistungsorientierter Vergütungsmodelle erreicht, so daß die Kosten proportional zu den Erträgen anfallen.<sup>106</sup> Ein gegenläufiger Trend zeigt sich hingegen bei den höheren Qualifikationsanforderungen an die Bankmitarbeiter in vielen Geschäftsfeldern. Hierdurch erhöht sich das allgemeine Gehaltsniveau, hinzu kommen Weiterbildungskosten, deren Umfang in den nächsten Jahren noch erheblich wachsen wird.<sup>107</sup> Solche und ähnliche Trends muß der Bewerter einbeziehen, um die künftige Entwicklung der Personalkosten treffend zu erfassen.

Neben den Personalaufwendungen sind noch Sachkosten zu prognostizieren, die z. B. den Bürobedarf, die Nutzung von Telekommunikationsmedien, laufende EDV-Aufwendungen, Raummieten oder Versicherungen umfassen.<sup>108</sup> Hinzu kommen noch Aufwendungen für beanspruchte Dienstleistungen wie Rechts-, Prüfungs- und Beratungskosten, ferner ggfs. Beiträge für Verbände, die sich aber relativ konstant verhalten und daher aus Vergangenheitswerten extrapoliert werden können.<sup>109</sup> Für die genaue Kostenerfassung sind die Eigenarten der Bank einzubeziehen; so erfordert z. B. ein Institut mit Filialnetz einen aufwendigeren Betriebsbereich mit entsprechend höheren Kosten als ein filialloses.<sup>110</sup> Viele dieser Kostenarten stehen aufgrund langfristiger Vertragsbindungen für Miete oder Pacht relativ sicher fest und sind gut prognostizierbar.<sup>111</sup>

---

<sup>103</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 125. Im Bereich der baren Kontoverfügungen im Privatkundengeschäft wird davon ausgegangen, daß in einigen Jahren bis zu 100 % der Verfügungen an SB-Automaten abgewickelt werden, vgl. ebenda, S. 150. Hierdurch sind erhebliche Kostenentlastungen im Personalbereich zu erwarten.

<sup>104</sup> Vgl. Kunadt, R.: Personalplanung, S. 17. Der Trend zum Outsourcing betrieblicher Aufgaben wird in den kommenden Jahren weiter zunehmen, vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 149.

<sup>105</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 149.

<sup>106</sup> Vgl. Kerstien, H.: Budgetierung, S. 284.

<sup>107</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 155.

<sup>108</sup> Vgl. für einen Katalog von Sachkostenartengruppen im Bankbetrieb Klewin, R.: Sachkostenmanagement, S. 49.

<sup>109</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 129.

<sup>110</sup> Vgl. Schell, G.: Geschäftspolitik, S. 2556.

<sup>111</sup> Vgl. Kleber, P.: Prognoseprobleme, S. 276.



Ein Teil dieser Kosten ist den SGF über Standard-Kostenrechnungssätze zurechenbar, so daß deren Prognose auf Basis des erwarteten Mengengerüsts erfolgen kann. Für den nicht-zurechenbaren Kostenanteil sind dagegen zusätzliche Überlegungen anzustellen, wobei insbesondere Veränderungen der Sachmittelausstattung zu berücksichtigen sind, die die in der Vergangenheit beobachteten Kostenstrukturen völlig verändern können, so daß eine Extrapolation dann nicht mehr möglich ist.<sup>112</sup>

Ein großer Teil der nicht den Einzelleistungen zurechenbaren Kosten betrifft die Geschäftsstellennetze. Durch den zunehmenden Kostendruck ist zu erwarten, daß diese in den nächsten Jahren immer weiter zurückgeführt werden, wobei Reduzierungen von 30 % für wahrscheinlich gehalten werden.<sup>113</sup> Entlastung von Bürokosten ist auch durch die Entwicklung zu erwarten, daß Mitarbeiter ihre Aufgaben in Heimarbeit erledigen und daher keinen Arbeitsplatz innerhalb des Bankgebäudes benötigen, was Experten in den nächsten Jahren für wahrscheinlich halten.<sup>114</sup> Ein gegenläufiger Trend ist das Wachstum von Leistungsarten wie dem privaten Wertpapiergeschäft, das zwar hohe Provisionserträge einbringt, aber andererseits auch erhebliche Sachkapazitäten für die Abwicklung erfordert.<sup>115</sup> Da bei diesen Leistungen die Qualitätsanforderungen der Kunden immer weiter steigen, sind die Banken zur Erhaltung ihrer Wettbewerbsfähigkeit gezwungen, ihre Sachkapazität auf dem Stand der Technik zu halten, was entsprechende laufende Sachkosten verursacht.<sup>116</sup> Hier ist auch die geplante Strategie der betrachteten Bank in den verschiedenen Geschäftsfeldern einzubeziehen, da z.B. aus einer Kostenführerstrategie andere Kostenstrukturen folgen als aus einer auf Leistungsqualität ausgerichteten Differenzierung.<sup>117</sup>

Experten rechnen damit, daß die Banken in den nächsten Jahren ihre Rationalisierungspotentiale stärker ausschöpfen werden, so daß es zu einem leichten Absinken der Personal- und Sachkosten kommen wird.<sup>118</sup>

### *2.2.2 Prognose der Investitionen*

Neben den Kosten sind Auszahlungen zu berücksichtigen, die durch Investitionen in das Sachanlagevermögen entstehen. Anders als bei den Rechenwerken der Jahreserfolgsermittlung, in denen die Investitionen durch jährliche Abschreibungen über die Lebensdauer des Objektes verteilt werden, ist

---

<sup>112</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 233.

<sup>113</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 197 f.

<sup>114</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 150.

<sup>115</sup> Vgl. Terrahe, J.: Dienstleistungsgeschäft, S. 112.

<sup>116</sup> Vgl. Akmann, M.: Ergebnissteuerung, S. 185.

<sup>117</sup> Vgl. Dieckhöner, B.: Felder, S. 14.

<sup>118</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 125 f.



es bei der Cash-flow-Rechnung gerade nicht das Ziel, diese meist in unregelmäßigen Schüben wiederkehrenden Auszahlungen zu periodisieren. Die Investitionen müssen hier dem Jahr ihrer Entstehung voll zugerechnet werden, da sich in dem betreffenden Jahr die Ausschüttung an die Anteilseigner entsprechend verringert. In den Folgeperioden können dann wieder höhere Ausschüttungen erfolgen, da aus dem angeschafften Objekt Überschüsse erzielt werden. Im Gegensatz zur GuV-Rechnung wird hiermit kein buchhalterisch korrekter Jahresgewinn ermittelt, sondern der bewertungsrelevante Zahlungsstrom aus der Bank. Für eine korrekte Rechnung muß für jede Investition so genau wie möglich berücksichtigt werden, welche Auszahlungen sie wann verursacht. So fließen in die Überschußrechnung geleaste Anlagegüter nur mit ihrer jährlichen auszahlungswirksamen Leasingrate ein, während bar gezahlte Anschaffungen die Jahresrechnung mit dem vollen Betrag belasten.

Zur Strukturierung der Prognose sollten die bevorstehenden Investitionspläne für jedes SGF unterteilt werden in Ersatzinvestitionen, bei denen abgenutzte Güter durch gleichartige neue ersetzt werden, Rationalisierungsinvestitionen, bei denen die abgenutzten durch höherwertige Güter abgelöst werden und Erweiterungsinvestitionen, mit denen die vorhandene Kapazität vergrößert wird.<sup>119</sup>

Ersatzinvestitionen betreffen alle abnutzbaren Anlagegegenstände, die regelmäßig durch technisch etwa gleichwertige Anlagen ersetzt werden müssen, z.B. den Fuhrpark. Die Prognose ist relativ einfach, da es sich um ein stetiges Budget handelt, das in die Zukunft fortgeschrieben werden kann.<sup>120</sup> Ersatzinvestitionen müssen nach dem Grundsatz der erfolgsorientierten Substanzerhaltung einbezogen werden, nach dem nur der Teil des Zahlungsüberschusses entnehmbar ist, der nicht zur Aufrechterhaltung der erfolgsbildenden Substanz benötigt wird.<sup>121</sup> Hiervon könnte lediglich abgewichen werden, wenn das Bewertungsobjekt durch Substanzaushöhlung allmählich liquidiert werden soll und die Ersatzinvestitionen tatsächlich unterbleiben, wovon angesichts des hier betrachteten Bewertungsfalls nicht auszugehen ist, oder wenn die gesamte Branche einem Schrumpfungsprozeß unterliegt und damit insgesamt die Substanz zurückgeführt wird,<sup>122</sup> was in der Kreditwirtschaft nicht zu beobachten ist. Zur Quantifizierung der für die Substanzerhaltung erforderlichen Ersatzinvestitionen muß sich der Bewerter den langfristigen Wirtschaftsplan der Bank vornehmen, aus dem die Restnutzungsdauer der einzelnen Anlagen hervorgeht, so daß er die jeweiligen Erneuerungszeitpunkte ermitteln kann.<sup>123</sup> Als wesentliches Pro-

<sup>119</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 71.

<sup>120</sup> Vgl. Akmann, M.: Ergebnissteuerung, S. 198.

<sup>121</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: Grundsätze, S. 474.

<sup>122</sup> Vgl. Bellinger, B./Vahl, G.: Unternehmensbewertung, S. 247f.

blem verbleibt die Ermittlung der dann für die Anlagen zu entrichtenden Preise, da es insbesondere in Zeiten lebendiger technischer Entwicklung zu großen Fortschritten und entsprechenden Preissteigerungen kommt. Die Bewertungspraxis hat zur Bewältigung dieses Problems verschiedene Methoden entwickelt, indem z. B. aktuelle Preise mit Indices, die neben allgemeinen Preissteigerungen auch den Fortschritt berücksichtigen, auf die Zukunft hochgerechnet werden.<sup>124</sup>

Rationalisierungsinvestitionen werden v. a. in SGF anfallen, die sich mit einer höheren Leistungsqualität z. B. im Unternehmungskundengeschäft oder bei den vermögenden Privatkunden differenzieren wollen. Dabei spielen immer häufiger auch High-Tech-Bankprodukte eine Rolle, die für einen erfolgreichen Einsatz stets auf dem Stand der Technik sein müssen. Auch die unterstützende Funktion bei der Kundenberatung, z. B. direkter Informationszugang des Bankmitarbeiters zu Datenbanken vom Beraterplatz aus, tragen zu einer erfolgreichen Leistungsdifferenzierung bei.<sup>125</sup> Das Aufkommen neuer Kommunikationstechnologien hat die Komplexität der Investitionsentscheidungen erhöht und die Investitionszyklen verkürzt, so daß die entsprechenden Budgets bei allen Banken in den letzten Jahren erheblich angestiegen sind.<sup>126</sup> Für die Vorschauanalyse muß der Bewerter die qualitative Eignung der vorhandenen Kapazitäten für den geplanten Geschäftsverlauf der Bank beurteilen.<sup>127</sup> Die Prognose der hier anfallenden Investitionen kann ähnlich wie bei den Ersatzinvestitionen erfolgen, allerdings ist in diesem Bereich wegen des hohen Innovationstempos tendenziell mit geringeren Nutzungsdauern und höheren Preissteigerungen zu rechnen.

Schließlich sind Investitionen zur Erweiterung der vorhandenen Kapazität einzubeziehen. Der Kapazitätsbedarf leitet sich aus der Nachfrage ab, so daß künftige Nachfragemengen den künftigen Kapazitätsbedarf determinieren.<sup>128</sup> Die Kapazitätsplanung gehört bei Banken zu den Haupterfolgsfaktoren,<sup>129</sup> wobei die Ausstattung v. a. im Kundenbereich meist am Spitzenbedarf orientiert sein muß,<sup>130</sup> so daß, gemessen an der Durchschnittsbelastung, eine leichte Überausstattung üblich ist. Die Abstimmung zwischen TOB und LFB sollte der Bewerter also relativ genau vornehmen, da, insbesondere wenn die Bank ein starkes Wachstum anstrebt, die Sachkapazitäten möglicherweise erweitert werden müssen.

---

<sup>123</sup> Vgl. Busse von Colbe, W.: Zukunftserfolg, S. 80 f.

<sup>124</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 72 - 75.

<sup>125</sup> Vgl. Schell, G.: Geschäftspolitik, S. 2555 f.

<sup>126</sup> Vgl. Akmann, M.: Ergebnissteuerung, S. 198.

<sup>127</sup> Vgl. Schell, G.: Geschäftspolitik, S. 2554.

<sup>128</sup> Vgl. Dieckhöner, B.: Felder, S. 13.

<sup>129</sup> Vgl. Frohmüller, K.-P./Klinge, R.: Kapazitätsplanung, S. 60 f.

<sup>130</sup> Vgl. Akmann, M.: Ergebnissteuerung, S. 185.

Größere Anschaffungen werden normalerweise einige Zeit im voraus geplant, so daß der Bewerter für alle Investitionsformen bereits eine Planungsgrundlage vorfindet, die meist auch in Teilbudgets, z.B. nach SGF, aufgeteilt ist.<sup>131</sup> Den von der Bank aufgestellten Plan muß er auf Plausibilität überprüfen, insbesondere ob er die im Regelfall höheren Wiederbeschaffungskosten berücksichtigt und ob die vorgesehene Kapazität des TOB zur Bewältigung des erwarteten Geschäftsvolumens genügt. Hierbei ist insbesondere auch zu prüfen, inwieweit der geplante Betriebsbereich der strategischen Zielsetzung der Bank entspricht.<sup>132</sup>

Dazu sind noch Umfeldtrends einzubeziehen. Hier ist zunächst der steigende Anteil betrieblicher Aufgabenbereiche zu nennen, die an externe Anbieter abgegeben werden. Dies ermöglicht den Banken, ähnlich wie *Just-in-time-Konzepte* der Industrie, eine Verlagerung der Kapazitätsplanung auf Dritte.<sup>133</sup> Durch dieses *Outsourcing* entfallen bei Kreditinstituten erhebliche Sachinvestitionen, stattdessen fallen laufende Kosten für den externen Anbieter an, die aber streng proportional zu den dort beanspruchten Leistungen sind. Ein weiterer Einflußfaktor aus dem Umfeld sind technische Entwicklungen, die die Kunde-Bank-Beziehung und auch die Bankleistung an sich völlig verändern und so zu unabsehbaren Folgen für das Investitionsbudget führen. Beispiele aus der Vergangenheit sind der Bildschirmtext, der den Einstieg in das Homebanking ermöglichte, und die Zahlungsverkehrsautomation.<sup>134</sup> Für die Zukunft wird eine weiter steigende Dichte an Kundenselbstbedienungsterminals erwartet,<sup>135</sup> was von den Banken weitere Investitionen in diesen Bereich erfordert.

## 2.4 Sonstige Zahlungswirkungen

Nach den Ein- und Auszahlungen des normalen Bankgeschäfts sollen nun weitere Auswirkungen auf den maximal ausschüttbaren Betrag analysiert werden. Hierunter fällt der Saldo aus zahlungswirksamen außerordentlichen Erträgen und Aufwendungen sowie Bestandteile des Cash-flow, die wegen aufsichtsrechtlicher Bestimmungen oder aus Gründen der hausinternen Risikopolitik nicht ausgeschüttet werden.

Erträge und Aufwendungen gelten als außerordentlich, wenn sie außerhalb der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit anfallen, wie z. B. positive oder negative Erfolge aus Rechtsstreitigkeiten, Stilllegung oder Veräußerung von Betriebsteilen, betrügerische Machenschaften oder Unterschlagungen, Zuschüsse der

<sup>131</sup> Vgl. Akmann, M.: Ergebnissteuerung, S. 199.

<sup>132</sup> Vgl. Schell, G.: Geschäftspolitik, S. 2557.

<sup>133</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 149.

<sup>134</sup> Vgl. Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 111.

<sup>135</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 202 f.

öffentlichen Hand<sup>136</sup> oder auch ein Forderungsverzicht gegenüber einem Kreditnehmer.<sup>137</sup> Für eine zutreffende Prognose der Zahlungsüberschüsse müßte sich der Bewerter auch von solchen Vorgängen und ihren Zahlungswirkungen innerhalb der Bank ein Bild machen. Solche Ereignisse sind jedoch kaum prognostizierbar, so daß sie wohl nur in den Fällen sinnvoll in die Vorschauanalyse integriert werden können, in denen sie unmittelbar absehbar sind. Dies dürfte mit zunehmendem Prognosehorizont immer weniger der Fall sein. Der Bewerter wird sich insofern mit einer pauschalen Prognose begnügen müssen.

Weiterhin sind Verminderungen bei den Ausschüttungen einzubeziehen, wenn die Bank Zahlungsüberschüsse thesauriert. Dies geschieht zunächst aufgrund der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalnormen der §§ 10, 10a KWG in Verbindung mit dem Grundsatz I, der ein festes Verhältnis zwischen den Risikoaktiva bzw. den verschiedenen offenen Positionen und den Eigenmitteln vorschreibt. Bei einem Wachstum der Bank genügen die vorhandenen Eigenmittel möglicherweise nicht mehr, um die Strukturnormen zu erfüllen. Eine Möglichkeit zur Erhöhung des Eigenkapitals ist die Einbehaltung von Gewinnen, bis die vorgeschriebene Relation wieder hergestellt ist.

Die aufsichtsrechtlichen Normen sind jedoch nur sehr pauschal und decken nicht in jedem Fall die in der Bank vorhandenen Risiken ab. Daher thesaurieren Kreditinstitute im Rahmen ihrer hausinternen Risikopolitik oft weitere Beträge, die über die aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen hinausgehen.<sup>138</sup> Es hat sich gezeigt, daß derartige Puffer auf den internationalen Kapitalmärkten gewürdigt werden und sich über ein besseres Rating auch in günstigeren Finanzierungskonditionen niederschlagen.<sup>139</sup> Für die Stand-alone-Bewertung des Käufers kann davon ausgegangen werden, daß lediglich die aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen und die nach betriebswirtschaftlichen Maßstäben angemessenen Beträge thesauriert werden.

## 2.5 Berücksichtigung von Steuern

Für die Ermittlung des ausschüttungsfähigen Betrages müssen nun noch die Verminderungen einbezogen werden, die sich durch die Besteuerung ergeben, da auch diese nicht für die Ausschüttung an die Anteilseigner zur Verfügung stehen. Aufgrund der von ständigem Wandel geprägten Gesetzgebung und der unübersehbaren Vielfalt an Sonder- und Ausnahmeregelungen kann auf dieses Problemfeld nur kurz hingewiesen werden, zumal sich bei der Bewertung von Banken gegenüber Unternehmungen

---

<sup>136</sup> Vgl. Meyer, C./Isenmann, S.: Bankbilanzrichtlinie-Gesetz, S. 199 und S. 220.

<sup>137</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken e. V. [Hrsg.]: Bankbilanzrichtlinie-Gesetz, S. 73.

<sup>138</sup> Vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 89f.

<sup>139</sup> Vgl. Kerstien, H.: Budgetierung, S. 235.

anderer Branchen keine grundsätzlichen Unterschiede ergeben. Es soll von einer steueroptimalen Gestaltung der unternehmungs- und ausschüttungspolitischen Parameter ausgegangen werden, sofern nicht konkret hiervon abweichende Planungen bestehen. Aufgrund der damit verbundenen Komplexität des Bewertungsverfahrens sind in der Praxis aber vereinfachende Annahmen z. B. hinsichtlich der Abschreibungen und Ausschüttungen üblich.<sup>140</sup>

In die Bewertung einzubeziehen sind sowohl Ertragsteuern als auch Substanzsteuern,<sup>141</sup> wobei zu berücksichtigen ist, daß bei einigen Steuerarten die Rechtsform der zu bewertenden Bank für die Höhe der Abgabenlast mitentscheidend ist.<sup>142</sup>

Die nicht-ertragsabhängigen Substanzsteuern werden üblicherweise mit individueller Einzelplanung direkt in die Zukunftsrechnung durch entsprechend geringere Schätzung der künftigen Erfolge einbezogen.<sup>143</sup> Sind nennenswerte Veränderungen im Geschäftsumfang geplant, müssen die steuerlichen Wirkungen so genau wie möglich in die Vorausschätzung eingerechnet werden.<sup>144</sup> Ohne derartige Veränderungen bieten die Steuerzahlungen der Vorjahre eine gute Prognosegrundlage. Daneben müssen die ertragsabhängigen Steuern von den Zahlungsströmen in Abzug gebracht werden. Diese werden aus den erwarteten buchhalterischen Überschüssen berechnet, so daß neben der Zahlungsstromprognose in einer Nebenrechnung eine Prognose der steuerpflichtigen Gewinne erfolgen muß.<sup>145</sup>

Bei der Prognose müssen künftige Veränderungen in der Steuerpolitik so gut wie möglich einbezogen werden. Stellt der Bewerter bei der Umfeldanalyse Hinweise auf bevorstehende Veränderungen fest, so ist die Berücksichtigung noch relativ einfach zu bewerkstelligen. Ansonsten ist er auf grobe Vermutungen angewiesen, so daß hier ein wesentliches Unsicherheitsmoment bei der Prognose liegt.

## 2.6 Einbeziehung der Inflation

Da Bewertungen regelmäßig weit in die Zukunft blicken und der Wert des Geldes erfahrungsgemäß nicht bis zum Prognosehorizont stabil bleibt,

<sup>140</sup> Vgl. Leuthier, R.: Besteuerung, S. 507f.

<sup>141</sup> Vgl. Leuthier, R.: Besteuerung, S. 510 und S. 512.

<sup>142</sup> Vgl. Bellinger, B./Vahl, G.: Unternehmensbewertung, S. 348, wo dies anhand einer Beispielrechnung für die Vermögensteuer einer Kapitalgesellschaft und einer Personengesellschaft gezeigt wird.

<sup>143</sup> Vgl. Bellinger, B./Vahl, G.: Unternehmensbewertung, S. 126.

<sup>144</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 79.

<sup>145</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 83. Da von einer internen Bewertung ausgegangen wird, bei der dem Bewerter alle Unterlagen uneingeschränkt zugänglich sind, entsteht durch die äußerst restriktive Handhabung bei der Einsichtnahme von Bank-Steuerbilanzen hierbei kein zusätzliches Problem.

ist die Einbeziehung der Inflation erforderlich und in der Praxis auch üblich. Ein beliebtes Instrument hierzu ist die Rechnung mit Realwerten, indem aus Ertragsprognosen und Kalkulationszinsfuß bewußt alle Inflationswirkungen herausgehalten werden.<sup>146</sup> Dieses Vorgehen unterstellt, daß sich sämtliche Zukunftserträge parallel zur Geldentwertungsrate entwickeln und daß die Bank die Inflationswirkungen an ihre Kunden überwälzen kann, so daß die real gerechneten Ertragsüberschüsse konstant bleiben. Diese Annahme ist jedoch realitätsfern, da Inflation nicht einfach zur gleichmäßigen Erhöhung aller Nominalwerte führt, sondern die Preisrelationen zwischen den Gütern verändert, so daß sich für jede Unternehmung aus der Geldentwertung unterschiedliche Chancen und Risiken ergeben.<sup>147</sup>

Für die Bewertung von Kreditinstituten wird die Einbeziehung von Inflationswirkungen häufig für unnötig empfunden, da ihre Aktiva und Passiva zu über 95 % aus Nominalwerten bestehen, deren geldwertbedingte Gewinne und Verluste sich vollständig zu neutralisieren scheinen.<sup>148</sup> Diese Argumentation läßt sich jedoch bei genauer Betrachtung nicht aufrechterhalten.<sup>149</sup> Hier ist zunächst auf die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalnormen zu verweisen. Inflation führt zu einer Aufblähung der Bilanz. Zur Erfüllung der Eigenmittelgrundsätze müßten die Eigenkapitalpositionen parallel zu dieser Ausweitung mitwachsen. Erfahrungsgemäß geschieht dies nicht, so daß die Eigenkapitalquoten der Banken in Inflationszeiten sinken.<sup>150</sup> Diese Problematik wirkt unmittelbar auf den ausschüttbaren Überschuß, da bei bereits weitgehender Auslastung der aufsichtsrechtlichen Obergrenzen entweder das Geschäftsvolumen zurückgefahren werden muß mit entsprechend negativen Rückwirkungen auf die Erträge oder aus den erzielten Gewinnen höhere Beträge thesauriert werden müssen.

---

<sup>146</sup> Vgl. Ballwieser, W.: Wahl des Kalkulationszinsfußes, S. 106f.

<sup>147</sup> Vgl. Matschke, M. J.: Geldentwertung, S. 550f. Vgl. hierzu auch Schildbach, T.: Funktionenlehre, S. 28, wo das Verfahren mit realgerechneten Größen als „erste Annäherung“ bezeichnet wird, die in einem zweiten Schritt der genauen Analyse bedarf. Dieses Verfahren wird auch inzwischen in der Praxis überwiegend abgelehnt, vgl. Prieze, O./Walker, A.: Kapitalisierungszinsfuß, S. 203.

<sup>148</sup> Diese Auffassung vertritt Zessin, A.: Unternehmungsbewertung, S. 165. Die möglichen inflationsbedingten Verzerrungen, die sich bei Gebäuden und bei der Betriebs- und Geschäftsausstattung ergeben, sind nach dieser „traditionellen Sichtweise“ in Zeiten, in denen nur eine schleichende Inflation herrscht, sehr gering und daher zu vernachlässigen, vgl. Diekhöner, B.: Rentabilitätsrisiken, S. 1.

<sup>149</sup> Vgl. Diekhöner, B.: Rentabilitätsrisiken, S. 5 oder Hasenkamp, K. P.: Wachstum, S. 14. Nach Nadler sind die Kreditinstitute sogar die in der Volkswirtschaft am stärksten von der Inflation betroffene Gruppe, vgl. Nadler, P. S.: Inflation, S. 9.

<sup>150</sup> Vgl. hierzu einhellig Bruning, C. A.: Inflation's impact, S. 76; Nadler, P. S.: Inflation, S. 10 und Hasenkamp, K. P.: Wachstum, S. 16. Als Extrembeispiel läßt sich die Hyperinflation der 20er Jahre anführen, in der die Eigenkapitalquoten der deutschen Kreditinstitute von 1918 bis 1923 in nur fünf Jahren von 13 % auf unter 1 % sank, vgl. Diekhöner, B.: Rentabilitätsrisiken, S. 6.



Weiterhin ergeben sich bei Inflation Kostensteigerungen, v.a. im Personalbereich. Bei den Lohnverhandlungen orientiert sich die Arbeitnehmerseite gewöhnlich an der Geldentwertungsrate, die als Forderungsminimum angesehen wird. Gelingt es der Bank nicht, eine mit der Inflation gleichgerichtete Erhöhung der Personalkosten zu verhindern oder z.B. durch Abbau übertariflicher Leistungen oder Umgruppierung von Angestellten aufzufangen, so entsteht ein inflationsbedingter Kostenschub.<sup>151</sup> Dieser kann durch ebenfalls inflationsbedingte Kostensteigerungen im technisch-organisatorischen Bereich noch verschärft werden,<sup>152</sup> wobei keineswegs sicher ist, daß die Bank diese höheren Kosten auf ihre Kunden wird abwälzen können. Dies trifft besonders auf den Zahlungsverkehrsbereich zu, in dem die Weitergabe von Kosten auf besonders großen öffentlichen Widerstand stößt.<sup>153</sup>

Auch inflationsbedingte Verhaltensänderungen der Bankkunden müssen einbezogen werden. Sparer werden bei ihren Entscheidungen über die Geldanlage auch die Inflation berücksichtigen und wenden sich verstärkt höherverzinslichen Anlageformen zu oder nutzen ihre Ersparnisse für Konsumausgaben.<sup>154</sup> Es kommt dadurch zu einer Erhöhung des allgemeinen Zinsniveaus, was durch das Verhalten der Zentralbank, die hiermit die Inflation zu bekämpfen versucht, noch unterstützt wird. Zudem ergibt sich für diejenigen Kreditinstitute, die auf der Aktivseite eine größere durchschnittliche Zinsbindungsdauer haben als auf der Passivseite, ein erhöhtes Zinsänderungsrisiko durch die Inflation.<sup>155</sup>

In Anbetracht dieser Zusammenhänge ist eine differenzierte Betrachtung notwendig, wenn mit Geldentwertung in nennenswertem Umfang gerechnet werden muß. Dabei ist zu beachten, daß sich die Inflation je nach Geschäftsstruktur unterschiedlich auf Kreditinstitute auswirkt.<sup>156</sup> Am wenigsten werden Banken von den Begleiterscheinungen der Geldentwertung beeinflusst, die eine breite Finanzierungsbasis im Nichtbankensektor haben, die v.a. kurz- und mittelfristige Kredite vergeben, die auch kurz- und mittelfristig finanziert sind und die die Möglichkeit zur externen Eigenkapitalaufnahme haben. Darüber hinaus hat es sich in der Vergangenheit gezeigt, daß Universalbanken mit einem ausgedehnten Zweigstellennetz durch überproportionale Ausdehnung der Geschäftsvolumina und durch Vergrößerung der Zinsspanne die inflationsbedingten Kostensteigerungen am besten durch Erlössteigerungen auffangen konnten, während insbesondere Spezialbanken mit Geschäftsschwerpunkt im

<sup>151</sup> Vgl. Dieckhöner, B.: Rentabilitätsrisiken, S. 24.

<sup>152</sup> Vgl. Bruning, C. A.: Inflation's impact, S. 80.

<sup>153</sup> Süchting bezeichnet die Kontoführungsgebühren daher als „politische Preise“, vgl. Süchting, J.: Marketing, S. 1017.

<sup>154</sup> Vgl. Nadler, P. S.: Inflation, S. 10 und S. 12.

<sup>155</sup> Vgl. Dieckhöner, B.: Rentabilitätsrisiken, S. 8 - 11.

<sup>156</sup> Vgl. zum Folgenden v.a. Dieckhöner, B.: Rentabilitätsrisiken, S. 9 - 26.



langfristigen Geschäft, z. B. Hypothekenbanken, stärker unter Geldentwertung zu leiden hatten.

Die Inflation ist also in die Bewertung von Kreditinstituten bei der Prognose der Zukunftserfolge einzubeziehen. Die damit zusammenhängenden Prognoseunsicherheiten sind zwar beachtlich,<sup>157</sup> sollten aber im Interesse einer möglichst exakten Wertfindung in Kauf genommen werden. Die Diskontierung dieser nominalen Größen erfolgt dann mit einem ebenfalls nicht inflationsbereinigten Kapitalisierungszinsfuß.

## 2.7 Bestimmung des Restwertes

Eine detaillierte Prognose der Zahlungsüberschüsse wird i. d. R. nur für einen begrenzten Horizont durchgeführt. Danach wird auf Grundlage der vorhergehenden Erkenntnisse pauschal ein Endwert ermittelt, der besonders gründlich auf Plausibilität und eventuelle Ermittlungsfehler untersucht werden muß, da er den Unternehmungsgesamtwert nicht unerheblich beeinflusst.<sup>158</sup>

Ausgangspunkt bei der Festlegung des Restwertes ist der Zahlungsüberschuß des letzten genau prognostizierten Jahres. Dieses sollte ein möglichst durchschnittliches sein, für das keine Investitionen in extremer Höhe erwartet werden, um Verzerrungen zu vermeiden.<sup>159</sup> Zur Vereinfachung wird meist unterstellt, daß Erweiterungsinvestitionen, die nach dem Prognosehorizont vorgenommen werden, sich genau zu ihren Kapitalkosten verzinsen und so weder Wert schaffen noch vernichten.<sup>160</sup> Diese Annahme ist durchaus plausibel, da überlegene Wettbewerbspositionen nur schwer über eine lange Zeit hinweg aufrechterhalten werden können, so daß sich langfristig die aus einer Unternehmung zu erwartende Rendite an ihre Kapitalkosten annähert.<sup>161</sup> Der Endwert ergibt sich dann wie folgt:

$$\text{Endwert}_T = \frac{CF_T}{k} \cdot \frac{1}{(1 + k)^T}$$

(ewige Rente des prognostizierten Cash-flow am Prognosehorizont abgezinst auf  $t = 0$ )

mit  $CF_T$  = Cash-flow der letzten Periode vor dem Prognosehorizont

$k$  = Kapitalkostensatz

$T$  = Prognosehorizont

<sup>157</sup> Vgl. Schildbach, T.: Geldentwertung, S. 227.

<sup>158</sup> Je nach Höhe des verwandten Kapitalisierungszinsfußes kann dieser Endwert bis zu 75 % des Gesamtunternehmungswertes ausmachen, vgl. Helbling, C.: Unternehmensbewertung, S. 43.

<sup>159</sup> Vgl. Helbling, C.: Unternehmensbewertung, S. 37.

<sup>160</sup> Vgl. Bühner, R./Weinberger, H.-J.: Cash-flow, S. 193.

<sup>161</sup> Vgl. Schlosser, M.: Corporate Finance, S. 472 f.

Sofern der Bewerter aber Anhaltspunkte findet, daß sich Investitionen nach dem Prognosehorizont besser oder schlechter als die Kapitalkosten verzinsen, so muß er dies bei der Endwertermittlung einbeziehen.<sup>162</sup> Formal kann dies durch Integration der angenommenen Wachstumsrate in den Kalkulationszinsfuß erfolgen, so daß der Endwert wie folgt ermittelt wird:

$$\text{Endwert}_T = \frac{CF_T}{k - g} \cdot \frac{1}{(1 + k)^T}$$

(ewige Rente des Cash-flow am Prognosehorizont unter Einbeziehung von Wachstumspotential abgezinst auf  $t=0$ )

mit  $CF_T$  = Cash-flow der letzten Periode vor dem Prognosehorizont

$k$  = Kapitalkostensatz

$g$  = jährliches Wachstumspotential

$T$  = Prognosehorizont

Die Prognose eines solchen Wachstumsfaktors sollte mit äußerster Vorsicht erfolgen, da er einerseits sehr weit in die Zukunft reicht, andererseits aber großen Werteinfluß ausübt.<sup>163</sup> Bei einer erwarteten geringeren Verzinsung der Investitionen nach dem Prognosehorizont wird die ewige Wachstumsrate negativ, so daß sich ein Aufschlag auf den Kalkulationszinsfuß ergibt. Eine Orientierung kann der Bewerter aus der Umfeldanalyse gewinnen, indem er den Wachstumsfaktor analog zum erwarteten Wachstum der Gesamtwirtschaft oder des Bankensektors festlegt.<sup>164</sup>

Die Unsicherheit, die mit der Bestimmung eines solchen Wachstumsfaktors verbunden ist, hat dazu geführt, daß er in der Bewertungspraxis weitgehend abgelehnt wird. Dort wird der Restwert entweder ohne Wachstumsfaktor ermittelt oder durch Anwendung eines Marktbewertungsverfahrens ein fiktiver Verkaufserlös am Prognosehorizont ermittelt.<sup>165</sup> In jedem Fall sollte der Bewerter nicht einfach ein festgelegtes Verfahren statisch anwenden, sondern den ermittelten Endwert auf Plausibilität überprüfen.

<sup>162</sup> Vgl. Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 63.

<sup>163</sup> Vgl. die Darstellung von Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 294. Dort wird deutlich, daß bei einer angenommenen Wachstumsrate von  $g=8\%$  p.a. je nach gewähltem Kalkulationszinsfuß ein bis zu dreimal höherer Endwert als bei  $g=0$  errechnet wird.

<sup>164</sup> Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 295.

<sup>165</sup> Aussage eines Investmentbankers. Vgl. zu dieser Methode sowie zu ihren Vor- und Nachteilen im Vergleich zum Endwert auf Basis des letzten Cash-flow Day, G./Fahey, L.: Market Strategies, S. 51 f.

## 2.8 Ermittlung des Kapitalisierungsfaktors

Zur Diskontierung der Zahlungsüberschüsse auf den Bewertungszeitpunkt verwendet das DCF-Verfahren die Kapitalkosten, die bei Banken auf die Kosten des Eigenkapitals beschränkt sind. Für die Stand-alone-Bewertung des Käufers müssen daher dessen Eigenkapitalkosten ermittelt werden. Dies gestaltet sich für Kreditinstitute nicht ganz einfach, da ihr Eigenkapital aus mehreren Komponenten besteht, für die jeweils unterschiedliche Kostenätze zu kalkulieren sind. Im folgenden soll nun dargestellt werden, wie sich die Gesamteigenkapitalkosten einer Bank zusammensetzen.

### 2.8.1 Kosten der verschiedenen Eigenkapitalkomponenten

Das Eigenkapital von Banken besteht zunächst aus eingezahltem Kapital. Die Kosten hierfür können nicht anhand der tatsächlichen Ausschüttungen bemessen werden, da die Eigenkapitalgeber neben Dividendenzahlungen auch Wertsteigerungsgewinne auf ihre Anteile erwarten.<sup>166</sup> Um diese impliziten Kapitalkosten einzubeziehen werden die Erkenntnisse der modernen Finanzierungstheorie eingesetzt, insbesondere das Capital Asset Pricing Model (CAPM),<sup>167</sup> das einen linearen Zusammenhang zwischen Risikoübernahme und impliziter Renditeforderung eines Anlegers annimmt. Grundlage der Eigenkapitalkostenberechnung nach dem CAPM ist ein risikofreier Zinssatz, zu dem eine Prämie für das vom Anleger wahrgenommene Risiko addiert wird, die er verlangt, wenn er der Bank sein Geld als Eigenkapital zur Verfügung stellt.

Als geeigneter Satz für diesen risikolosen Zins gilt die aktuelle Marktrendite für Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren.<sup>168</sup> Dieser Zinssatz soll nicht um einen Inflationsabschlag gekürzt werden, da die Cash-flows in nominalen Zahlen prognostiziert wurden und davon auszugehen ist, daß der am Markt zustande gekommene Zins die allgemeinen Inflationserwartungen enthält.<sup>169</sup> Allerdings muß der Zins um Steuern gekürzt werden, da auch bei den Cash-flows eine Nachsteuerbetrachtung erfolgt ist. Hier kann eine pauschale Kürzung um 40 % erfolgen, die dem durchschnittlichen Steuersatz deut-

---

<sup>166</sup> Vgl. Behm, U.: Eigenkapitalkosten, S. 141.

<sup>167</sup> Vgl. Stapp, A. W.: target, S. 44.

<sup>168</sup> Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 259 f. Hier gibt es allerdings abweichende Meinungen, nach denen die Rendite von Treasury Bills, den deutschen Finanzierungsschätzen vergleichbar, besser geeignet sind, vgl. Coenenberg, A. G./Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 705 f. Die Wahl des Zinssatzes soll v. a. die Annahme des Bewerter über die Lebensdauer des Akquisitionsobjektes widerspiegeln, vgl. Swad, R.: Capitalization Rates, S. 41. Insofern scheint die Argumentation von Copeland et al., die u. a. auf den langfristigen Charakter einer Unternehmungsakquisition hinweisen, stichhaltiger. Auch in der Praxis ist die Verwendung 10-jähriger Renditen üblich.

<sup>169</sup> Vgl. Moskowitz, J. I.: Business, S. 33.

scher Kapitalanleger entspricht und damit dessen geforderte Nachsteuerrendite für risikofreie Anlagen widerspiegelt. Für den Restwert wird üblicherweise nicht der aktuelle Marktzins verwandt, sondern der langfristige Durchschnittswert, der für den deutschen Markt zwischen 6,5 % und 7 % angenommen werden kann.<sup>170</sup>

Zur Berechnung des hierzu zu addierenden Risikozuschlags muß zunächst die Marktrisikoprämie ermittelt werden, die den Renditevorteil von risikotragenden Eigenkapitalanteilen im Vergleich zu risikofreien Staatsanleihen anzeigt. Diese läßt sich am Kapitalmarkt, an dem Eigenkapitalanteile z. B. in Form von Aktien gehandelt werden, an den dort zustandekommenen Kursen ablesen, da dort alle verfügbaren Informationen in den Preisbildungsprozeß einfließen.<sup>171</sup> Die Marktrisikoprämie wird üblicherweise aus Vergangenheitsdaten ermittelt, wobei ein möglichst langer Zeithorizont, der auch Kursstürze, Boomphasen, Rezessionen und Kriege umfaßt, die beste Prognosebasis gewährleistet, da so Zufallseinflüsse vermieden werden.<sup>172</sup> Für den US-amerikanischen Markt liegen hierüber umfangreiche Untersuchungen vor,<sup>173</sup> aus denen eine Marktrisikoprämie von 5,4 % p. a. hervorgeht. Für den deutschen Markt ergab die Untersuchung von Bimberg eine Risikoprämie von 5,3 %.<sup>174</sup> Daneben gibt es noch eine Reihe weiterer Untersuchungen, die mit anderen Methoden oder einem anderen Untersuchungszeitraum zu ganz unterschiedlichen Ergebnissen kamen.<sup>175</sup> Insgesamt erscheint es aber gerechtfertigt, die Marktrisikoprämie zwischen 5 % und 5,5 % anzunehmen. Hiervon darf keine Steuer abgezogen werden, da sie vom privaten Investor steuerfrei vereinnahmt werden können und daher die vom Markt geforderte Nachsteuerrendite darstellt.

---

<sup>170</sup> In einer langfristig angelegten Studie wurde festgestellt, daß der risikofreie Zinssatz am deutschen Markt für einen Korb aus Bundesanleihen durchschnittlich 6,6 % p. a. betrug, vgl. Bimberg, L. H.: Aktien, S. R 368. Höfner und Pohl ermittelten einen Satz von 8,5 % p. a., ohne allerdings ihre Untersuchungsmethodik zu nennen, vgl. Höfner, K./Pohl, A.: Werterzeuger, S. 52. Für einen wesentlich kürzeren Untersuchungszeitraum, nämlich 1987 - 1992, ermittelte Kleeberg 7,01 % p. a., vgl. Kleeberg, J. M.: Portfolio-Management, S. 477.

<sup>171</sup> Vgl. Coenenberg, A. G./Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 697.

<sup>172</sup> Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 261 und Freygang, W.: Kapitalallokation, S. 210f.

<sup>173</sup> Vgl. die umfangreiche Untersuchung von Ibbotson, R. G./Sinquefeld, R. A.: Stocks, S. 43, die die Daten von 1926 bis 1978 untersucht haben.

<sup>174</sup> Bimberg führte seine Untersuchung mit denselben Methoden durch wie Ibbotson und Sinquefeld vorher für den US-Markt, um eine Vergleichbarkeit herzustellen und ermittelte für den Zeitraum von 1954 bis 1988 eine jährliche durchschnittliche Aktienperformance von 11,9 % bei einer durchschnittlichen Rendite der Bundesanleihen von 6,6 %. Damit erzielten Aktien in diesem Zeitraum eine Risikoprämie von 5,3 % p. a., vgl. Bimberg, L. H.: Aktien, S. R 368.

<sup>175</sup> Vgl. hierzu die Übersicht bei Freygang, W.: Kapitalallokation, S. 211 - 218.

Um das relative Risiko einer einzelnen Unternehmung im Verhältnis zum Gesamtmarkt zu messen, verwendet das CAPM den Beta-Faktor. Dieser zeigt die Schwankungen gegenüber dem Gesamtmarkt an und liefert damit eine Aussage, ob die Prämie für eine bestimmte Unternehmung auf, über oder unter dem allgemeinen Marktniveau liegen muß.<sup>176</sup> Die Messung des Beta-Faktors für einen Einzelwert erfolgt üblicherweise durch Vergleich seiner Performance über einen bestimmten Zeitraum hinweg mit dem Gesamtmarkt, der durch einen repräsentativen Index abgebildet wird. Fällt bei einem Rückgang des Gesamtmarktes von 10 % der Kurs der betrachteten Bankaktie nur um 8 %, so beträgt sein Beta-Faktor 0,8; fällt er um 12 %, so beträgt er 1,2.<sup>177</sup> Aktien mit einem Beta-Faktor von größer als Eins sind in den Augen der Anleger besonders risikoreich, so daß sie dafür eine höhere Prämie fordern. Die Eigenkapitalkosten sind dann höher als bei Unternehmungen, die vom Kapitalmarkt als weniger riskant angesehen werden. Die Beta-Werte der deutschen Großbanken liegen zwischen 0,9 und 1, sie werden also von den Anlegern als verhältnismäßig risikoarm eingestuft.<sup>178</sup>

Für Banken, deren Anteile nicht am Kapitalmarkt gehandelt werden, ist die Ableitung der Risikoprämie deutlich problematischer. Eine Lösungsmöglichkeit ist die Verwendung von Branchen-Betas, indem der Durchschnitt der Beta-Faktoren, wie er sich für die notierten Institute ergibt, als Maßzahl verwendet wird. Gegenüber dem aus einem Einzelwert errechneten Beta hat dieses Verfahren sogar noch den Vorteil, daß Zufallsschwankungen eingeebnet werden.<sup>179</sup> Eine weitere Möglichkeit bietet die *Pure-play-technique*, nach der eine Unternehmung in ihre Geschäftsbereiche aufgeteilt und jedem Bereich eine möglichst ähnliche börsennotierte Gesellschaft gegenübergestellt wird. Diese Technik hat sich für die Ermittlung von Beta-Faktoren breit diversifizierter Unternehmungen in empirischen Tests als sehr aussagekräftig erwiesen<sup>180</sup> und ließe sich z.B. für einen breit diversifizierten Finanzdienstleistungskonzern, der neben klassischen Bankgeschäften noch das Versicherungs-, Investment-, Leasing-, Hypothekenbank- oder ähnliche Geschäfte anbietet und sich daher nicht genau einer Branche zuordnen läßt, anwenden. Der Beta-Faktor der gesamten Unternehmung ergibt sich dann als gewichteter Durchschnitt der gefundenen Pure-plays.<sup>181</sup>

---

<sup>176</sup> Vgl. Rappaport, A.: acquisitions, S. 105.

<sup>177</sup> Vgl. Dimson, E./Marsh, P.: Cost of Capital, S. 114.

<sup>178</sup> Vgl. Spremann, K.: Hammer, S. 24. Dies stellt allerdings eine deutsche Besonderheit dar, da in den meisten anderen Ländern der Beta-Faktor für Banken zwischen 1 und 1,5 liegt, vgl. Behm, U.: Eigenkapitalkosten, S. 137.

<sup>179</sup> Vgl. Brealey, R. A./Myers, S. C.: Corporate Finance, S. 181.

<sup>180</sup> Vgl. Fuller, R. J./Kerr, H. S.: Cost of Capital, insbes. S. 1007. Dort werden auch Kriterien entwickelt, wie sich zu den einzelnen Geschäftsbereichen börsennotierte Pure-plays zuordnen lassen, vgl. ebenda, S. 1000.

<sup>181</sup> Vgl. Fuller, R. J./Kerr, H. S.: Cost of Capital, S. 999.

Für die Berechnung der Eigenkapitalkosten benötigt der Bewerter die zukünftigen Betas, die den historischen Kursverläufen nicht zu entnehmen sind. Das bekannteste Verfahren zur Beta-Prognose sind die sog. Fundamentalbetamodelle der US-Beratungsunternehmung BARRA International, die sich nicht auf die historischen Kursverläufe stützen, sondern die Auswirkungen fundamentaler Rahmendaten auf die betrachtete Unternehmung und den Gesamtmarkt zu schätzen versuchen. Hierfür wird aus 27 Risikofaktoren mit mathematisch-statistischen Verfahren ein künftiger Wert für Beta errechnet. Bei einem Test des Verfahrens auf dem deutschen Markt erzielte diese Methode bemerkenswert gute Prognoseergebnisse.<sup>182</sup> Da in das Modell z.T. Kapitalmarktdaten wie die Volatilität und das Kurs-Gewinn-Verhältnis eingehen, ist es primär für börsennotierte Unternehmungen konzipiert. Der überwiegende Teil der erforderlichen Inputvariablen läßt sich aber auch für nicht-notierte Gesellschaften ermitteln,<sup>183</sup> so daß die Anwendung des Verfahrens mit gewissen Einschränkungen auch in diesen Fällen möglich sein sollte.

Nach dem CAPM berechnen sich die Kosten für eingezahltes Kapital mit:<sup>184</sup>

Kosten für eingezahltes Kapital = risikoloser Zins n.St. + Beta · Marktrisikoprämie

Die Nachsteuerkosten für das Aktienkapital eines Kreditinstituts ergeben sich danach z.B. mit:

Kosten für eingezahltes Kapital =  $6,75 \cdot (1 - 0,4) + 0,9 \cdot 5,3 \Rightarrow \text{Kosten} = 8,82 \%$ .

Der Einsatz des CAPM für die Ermittlung von Eigenkapitalkosten ist nicht unumstritten. Die umfangreichen einschränkenden Annahmen des Modells<sup>185</sup> lassen es in den Augen seiner Kritiker als in der Realität nicht anwendbar erscheinen.<sup>186</sup> Auch die Aussagekraft der Beta-Faktoren als Risikoindikator ist fraglich.<sup>187</sup> Die Übertragbarkeit auf nicht börsennotierte Unternehmungen wurde wiederholt angezweifelt und die Eignung des Modells, das ursprünglich nur für Wertpapiere konzipiert wurde, für

<sup>182</sup> Vgl. hierzu und zum genauen Vorgehen bei Berechnung der fundamentalen Betas für deutsche Unternehmungen Kleeberg, J. M.: Portfoliomanagement, S. 475 - 477.

<sup>183</sup> Eine Übersicht über die in das deutsche BARRA-Risikoanalysemodell eingehenden Faktoren inklusive Erklärung bietet Nielsen, L.: Investitionsrisiken, S. 229.

<sup>184</sup> Vgl. Rappaport, A.: acquisitions, S. 105.

<sup>185</sup> Vgl. für eine Aufstellung der Prämissen z.B. Baetge, J./Krause, C.: Unternehmensbewertung, S. 438.

<sup>186</sup> Zu diesen Annahmen gehört z.B. die des vollkommenen Kapitalmarktes mit unbegrenzter Möglichkeit zur Geldanlage und Verzinsung zu einem einheitlichen Zinssatz und homogene Erwartungen aller Marktteilnehmer bezüglich der Renditen und ihrer Varianzen und Kovarianzen, vgl. Freygang, W.: Kapitalallokation, S. 203.

<sup>187</sup> Vgl. Valcárcel, S.: Ermittlung, S. 593.

Zwecke der Unternehmungsbewertung in Frage gestellt.<sup>188</sup> Besonders schwer wiegt die Kritik, daß der dem CAPM zugrundeliegende Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko am deutschen Kapitalmarkt nicht zweifelsfrei nachgewiesen werden konnte. Die insgesamt höhere Durchschnittsrendite von Aktien gegenüber Staatsanleihen seit den fünfziger Jahren ist fast ausschließlich auf die drei starken Aktienjahre 1954, 1959 und 1985 zurückzuführen, während zwischen 1960 und 1985 Anleihen höher rentierten als Aktien.<sup>189</sup>

Trotzdem liefert das CAPM brauchbare Ergebnisse, viele der Kritikpunkte können mit Erweiterungen des Grundmodells entkräftet werden. Die Beta-Faktoren sind die noch immer verlässlichste Maßzahl für das systematische Risiko einer Unternehmung und konnten bislang nicht durch zuverlässigere Kennziffern ersetzt werden.<sup>190</sup> Trotz des beschriebenen zeitweisen Renditeparadoxon am deutschen Kapitalmarkt konnte die Geltung des CAPM insgesamt nicht endgültig widerlegt werden.<sup>191</sup> Insofern soll das Modell hier als Grundlage zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten mit dem beschriebenen Vorgehen herangezogen werden, zumal es auch in der Bewertungspraxis angewandt wird<sup>192</sup> und dort das am weitesten verbreitete Risikomaß ist.<sup>193</sup>

Ein weiterer Eigenkapitalbestandteil, für den die Kosten ermittelt werden müssen, sind die verschiedenen Positionen von offenen und stillen Rücklagen. Da diese nicht mit Auszahlungen verbunden sind, könnte man vermuten, daß hierfür keine Kosten anfallen. Nach dieser Sichtweise wäre es sinnvoll, wenn die Bank ihre Gewinne grundsätzlich nicht ausschüttet, um so kostenloses Kapital zu bilden. Dies aber ist betriebswirtschaftlich offensichtlich unsinnig. Die Einbehaltung von Gewinnen kann den Eigenkapitalgebern gegenüber, denen diese Gewinne zustehen, nur gerechtfertigt werden, wenn die Bank damit eine risikoadäquate Rendite erwirtschaftet.<sup>194</sup> Daher müssen einbehaltene Gewinne, die im bankbetrieblichen Eigenkapital in Form von offenen Rücklagen und bestimmten stillen Reserven, den sog. Vorsorge- und Neubewertungsreserven, enthalten sind, mit demselben Kostensatz wie das eingezahlte Kapital belastet werden.<sup>195</sup>

---

<sup>188</sup> Vgl. Ruhnke, K.: Preisobergrenze, S. 1891.

<sup>189</sup> Dies beschreibt die sog. „Renditeparadoxie“ am deutschen Kapitalmarkt, vgl. Freygang, W.: Kapitalallokation, S. 216f.

<sup>190</sup> Vgl. Höfner, K./Pohl, A.: Werterzeuger, S. 54.

<sup>191</sup> Vgl. Coenenberg, A. G./Sautter, M. T.: Unternehmensakquisition, S. 705.

<sup>192</sup> Vgl. Schmidt, J. G.: Discounted Cash-flow-Methode, S. 1108. Dies ergaben auch übereinstimmend die Interviewergebnisse.

<sup>193</sup> Vgl. Rosenberg, B./Rudd, A.: Beta, S. 58.

<sup>194</sup> Vgl. Freygang, W.: Kapitalallokation, S. 188f.

<sup>195</sup> Dieser Meinung sind auch Zimmer und McCauley, die die hier vertretene Ansicht teilen, thesaurierte Gewinne stünden den Anteilseignern zu und müßten, wenn sie nicht an diese ausgeschüttet werden, dieselbe Rendite erbringen wie gezeichnetes Kapital, vgl.



Auch Vermögenseinlagen stiller Gesellschafter gem. §§ 230 - 237 HGB werden als Eigenkapital der Banken anerkannt. Da diese dieselben Risikocharakteristika aufweisen wie das eingezahlte Kapital können die Kosten dieser Einlagen wie bei nicht börsennotierten Anteilen ermittelt werden. Daneben gibt es noch weitere Bestandteile, die aber aufgrund ihrer geringen praktischen Relevanz im Interesse einer übersichtlichen und straffen Darstellung aus den folgenden Betrachtungen herausgehalten werden sollen.<sup>196</sup>

Neben diesen als Kernkapital anerkannten Bestandteilen dürfen Kreditinstitute auch Genußrechtskapital und nachrangige Verbindlichkeiten zu ihrem Eigenkapital zählen. Die dafür jährlich anfallenden Zinszahlungen können als Eigenkapitalkosten, aber auch als Bestandteil des Passivgeschäfts und damit als Fremdkapitalkosten aufgefaßt werden. Da diese Kapitalformen aber aus Sicht des Anlegers mit deutlich höheren Risiken belastet sind, verursachen sie, um verkäuflich zu sein, höhere Kosten als die übrigen Passivgeschäfte. Banken werden daher Genußrechte und nachrangige Verbindlichkeiten nur emittieren, um neues Eigenkapital zu schaffen, und nicht, um sich Fremdkapital zu besorgen, da dies mit normalen Bankschuldverschreibungen oder der Hereinnahme von Einlagen billiger möglich wäre. Insofern erscheint die Einbeziehung der Aufwendungen für diese – aufsichtsrechtlich als Eigenkapital anerkannten, betriebswirtschaftlich aber eher als Fremdkapital aufzufassenden – Kapitalformen in die Eigenkapitalkosten gerechtfertigt, sofern sie bei der Prognose des Zinsüberschusses in den Cash-flow noch nicht eingeflossen sind.

Genußrechtskapital wird gemäß § 10, V KWG als sog. Ergänzungskapital Klasse I, das insgesamt die Hälfte des haftenden Eigenkapitals ausmachen darf, anerkannt, sofern es in voller Höhe am laufenden Verlust teilnimmt, im Konkursfall der Bank erst nach Befriedigung aller Gläubiger zurückgezahlt wird und eine Gesamtlaufzeit von mindestens fünf bei einer Restlaufzeit von mindestens zwei Jahren aufweist. Es wird üblicherweise in Genußscheinen verbrieft und kann zum Handel an Wertpapierbörsen zugelassen werden, wovon die deutschen Kreditinstitute in den letzten Jahren regen Gebrauch gemacht haben. Für die Ausgestaltung der Rechte und Pflichten von Genußrechtskapital gibt es keine gesetzlichen Vorschriften.<sup>197</sup>

---

Zimmer, S. A./McCauley, R. N.: Bank Cost of Capital, S. 44. In einigen deutschen Unternehmungen herrscht, trotz einhellig anderslautender Meinung in der Literatur, noch immer die Meinung, daß Eigenkapitalbestandteile, mit denen keine Auszahlungen verbunden sind, auch keine Kapitalkosten verursachen, vgl. Prietze, O./Walker, A.: Kapitalisierungszinsfuß, S. 202, die dies in einer Befragung unter deutschen Großunternehmungen feststellten.

<sup>196</sup> Hierbei handelt es sich z.B. um den Haftsummenzuschlag der Genossenschaftsbanken, der als Ergänzungskapital der Klasse II anerkannt ist, und das freie Vermögen eines Privatbankiers, das auf Antrag beim BAKred als Kernkapital anerkannt werden kann.

Aus Sicht des Investors verbinden sich in dieser Kapitalform die geringen Mitwirkungsrechte des Fremdkapitalgebers mit den Risiken des Eigenkapitalgebers. Um dennoch Käufer zu finden, muß der Emittent Renditeaussichten bieten, die die Risiken kompensieren.<sup>198</sup> Allerdings wird von den meisten Anlegern das Risiko eines Bankenkurses nicht sehr hoch eingeschätzt, so daß die Kreditinstitute relativ niedrige Risikoprämien durchsetzen können.

Ausgangspunkt bei der Ermittlung der Kosten für Genußrechtskapital sind die tatsächlich anfallenden Auszahlungen für die jährlichen Ausschüttungen. Diese sind je nach Ausgabebedingungen mehr oder weniger stark an die Ertragslage der Bank gekoppelt, indem z.B. eine Mindestverzinsung in Aussicht gestellt wird, die in Abhängigkeit von den Gewinnausschüttungen auf das eingezahlte Kapital nach oben angepaßt wird.<sup>199</sup> Für die Kostenermittlung sind aber nicht die nominellen Ausschüttungen relevant, sondern die Bedingungen des aktuellen Kapitalmarktes, da diese die Konditionen zur Beschaffung zusätzlichen Genußrechtskapitals widerspiegeln. Da die Rendite aus der Akquisition die künftigen Kapitalkosten decken soll, muß die Berechnung auf diese aktuellen Emissionsbedingungen abstellen.<sup>200</sup> Sofern die Genußscheine börsennotiert sind, läßt sich der Kapitalkostensatz aus dem dort festgestellten Kurs ermitteln. Ansonsten muß sich der Bewerter z.B. durch einen Vergleich mit ähnlichen börsennotierten Genußscheinen behelfen. Da Genußscheine am Ende ihrer Laufzeit i.d.R. zum Nennwert zurückgezahlt werden, brauchen -anders als z.B. bei Aktien- implizite Renditeforderungen der Anleger durch Kurswertsteigerungen nicht in die Ermittlung der Kapitalkosten einbezogen zu werden.

Da bei Ermittlung des freien Cash-flow die Steuerwirkungen berücksichtigt wurden, muß dies auch bei Berechnung der Kapitalkosten erfolgen. Banken gestalten die Ausgabebedingungen für ihre Genußscheine meist so, daß die Ausschüttungen als Betriebsausgaben absetzbar sind und den steuerpflichtigen Gewinn mindern.<sup>201</sup> Unter Einrechnung dieses Steuervorteils sind die Kapitalkosten für Genußrechtskapital demnach wie folgt zu bestimmen:

---

<sup>197</sup> Vgl. zum Rechtscharakter von Genußkapital Hedrich, C.-C.: Genußschein, S. 38 - 41.

<sup>198</sup> Der Fall Klöckner & Co. KG, in dem die Genußrechtsinhaber Ende der achtziger Jahre bei einer Schieflage der Unternehmung ihr gesamtes Kapital verloren, zeigt, daß diese Risiken nicht nur in der Theorie existieren.

<sup>199</sup> Vgl. Hedrich, C.-C.: Genußschein, S. 21.

<sup>200</sup> Vgl. Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 56.

<sup>201</sup> Hierfür ist es erforderlich, daß der Genußscheininhaber im Konkursfall – ähnlich einem Fremdkapitalgeber – nicht am Liquidationserlös teilnimmt. Aus der Spezialregelung des § 8, III S. 2 KöStG ergibt sich nämlich, daß nur Ausschüttungen auf Genußrechte, mit denen ein Teilhaberecht am Liquidationserlös verbunden ist, das Einkommen nicht mindern, vgl. Henke, J.: Novelle, S. 44.

$$\text{Kapitalkosten}_{Gk} = \text{MR}_{Gk} \cdot (1 - t)$$

mit  $Gk$  = Genußrechtskapital

$\text{MR}$  = Marktrendite

$t$  = Ertragsteuersatz

Ähnlich verhält es sich mit nachrangigen Verbindlichkeiten, die ebenfalls betriebswirtschaftlich eher Fremdkapital sind, gem. § 10, Va KWG aber als Eigenkapital anerkannt werden, allerdings nur bis zu 25 % des gesamten Eigenkapitals als sog. Ergänzungskapital Klasse II. Die Bedingungen für die Anerkennung entsprechen denen des Genußkapitals, wobei aber die Teilnahme am laufenden Verlust nicht erforderlich ist. Die Renditeforderungen der Investoren orientieren sich am allgemeinen Zinsniveau zuzüglich einer Prämie für das mit der nachrangigen Befriedigung im Konkurs der Bank verbundene Risiko. Wie bereits ausgeführt wird dieses Risiko von den Anlegern als gering eingestuft, so daß die von der Bank zugestandene Prämie gering sein kann.<sup>202</sup> Ihre Höhe läßt sich, falls die Papiere am Kapitalmarkt gehandelt werden, an den dort zustandekommenen Kursen ablesen; ansonsten können die Kurse für nachrangige Verbindlichkeiten vergleichbarer Banken als Anhaltspunkt dienen. Für erstklassige deutsche Banken liegt die Risikoprämie nahe bei Null, wodurch sich ein nicht unerheblicher Kapitalkostenvorteil gegenüber Kreditinstituten anderer Länder ergibt.<sup>203</sup> Da auch nachrangige Verbindlichkeiten am Ende der Laufzeit zum Nennwert zurückgezahlt werden, sind über die jährlichen Zinszahlungen hinaus, die zudem als Betriebsausgaben steuerlich geltend gemacht werden können, keine weiteren Kostenelemente zu berücksichtigen. Die Kosten für nachrangige Verbindlichkeiten ergeben sich daher mit:

$$\text{Kosten}_{nV} = \text{Mr}_{nV} \cdot (1 - t)$$

mit  $nV$  = nachrangige Verbindlichkeiten

$\text{Mr}$  = Marktrendite

$t$  = Ertragsteuersatz

In diesem Abschnitt wurde gezeigt, wie sich die Kosten für die einzelnen Bestandteile des Bankeigenkapitals ermitteln lassen. Zentraler Bestandteil dieser Kosten war jeweils die Risikoprämie, die nach Möglichkeit aus am Kapitalmarkt zustandekommenen Kursen errechnet werden soll. Es konnte festgestellt werden, daß nachrangige Verbindlichkeiten, bei denen der Anleger nur das Konkursrisiko zu befürchten hat, das vergleichsweise geringste Risiko tragen und daher hierfür die geringste Risikoprämie zu zahlen ist, während Genußrechtskapital, das auch zum Ausgleich für lau-

<sup>202</sup> Vgl. Fischer, R.: Sparkassenstruktur, S. 569.

<sup>203</sup> Vgl. Zimmer, S.A./McCauley, R. N.: Bank Cost of Capital, S. 44f.

fende Verluste herangezogen werden kann, eine höhere Prämie erfordert. Die höchsten Kosten entstehen für das eingezahlte Kapital und die einbehaltenen Gewinne, da hier Investoren das unternehmerische Risiko voll mittragen und dafür eine entsprechende Rendite verlangen.

### 2.8.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten von Kreditinstituten

Nach Ermittlung der Kosten für die einzelnen Komponenten des bankbetrieblichen Eigenkapitals kann hieraus der Eigenkapitalkostensatz berechnet werden. Hierzu muß der Bewerter feststellen, welchen Anteil jede der Komponenten am gesamten Eigenkapital hat. Für jeden Bestandteil ist ein Gewichtungsfaktor anzusetzen, der sich aus den Marktwerten ergibt, so daß sich der Kapitalkostensatz nach folgender Formel errechnet:<sup>204</sup>

$$\text{Eigenkapitalkosten} = \frac{M_{GK}}{GK/EK} \cdot (1 - t) + \frac{M_{nV}}{nV/EK} \cdot (1 - t) + \frac{k_{eK}}{eK/EK} + \frac{k_{eK}}{R/EK}$$

**Aussage:** Die Eigenkapitalkosten berechnen sich als gewichteter Durchschnitt der in die Eigenkapitalberechnung einbezogenen Komponenten

mit  $M$  = Marktrendite

$GK$  = Genußrechtskapital

$EK$  = Eigenkapital

$t$  = Steuersatz

$nV$  = nachrangige Verbindlichkeiten

$k_{eK}$  = Kostensatz des eingezahlten Kapitals

$eK$  = eingezahltes Kapital

$R$  = in die Eigenkapitalberechnung einbezogene offene und stille Rücklagen

Für Kreditinstitute gibt es über die Zusammensetzung des Eigenkapitals im KWG präzise Vorschriften: mindestens 50 % des Bankeigenkapitals muß aus den teuersten Bestandteilen, nämlich eingezahltem Kapital und offenen Rücklagen, bestehen, während der billigste Bestandteil, die nachrangigen Verbindlichkeiten, nicht mehr als 25 % ausmachen darf. Genußrechtskapital darf bis zu 50 % des Eigenkapitals betragen.<sup>205</sup> Bei der Kostenberechnung ist nicht die Zusammensetzung des Eigenkapitals zum Zeitpunkt der Bewertung maßgeblich, sondern die langfristig angestrebte Struktur. Weicht also die aktuelle Zusammensetzung von der langfristig geplanten ab, so ist die Zielstruktur zugrunde zu legen,<sup>206</sup> die sich aufgrund der aufsichtsrechtlichen

<sup>204</sup> In Anlehnung an Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 240.

<sup>205</sup> Vgl. zum genauen Wortlaut dieser Vorschriften den § 10 KWG sowie einschlägige Gesetzeskommentare. Einen guten Überblick über die Zusammensetzung des bankbetrieblichen Eigenkapitals bietet darüber hinaus z. B. Dürselen, K.: KWG-Novelle, S. 270 - 274.

<sup>206</sup> Vgl. Moskowitz, J. I.: Business, S. 32.

Regelungen nur in engen Grenzen bewegen kann. Die Eigenkapitalkosten deutscher Banken liegen im Durchschnitt bei ca. 10 %.<sup>207</sup>

## 2.9 Wertermittlung für das nicht-betriebsnotwendige Vermögen

Der letzte Bestandteil für den Stand-alone-Wert des Käufers ist das nicht-betriebsnotwendige Vermögen. Die Abgrenzung, ob ein Vermögensgegenstand betriebsnotwendig ist oder nicht, läßt sich häufig nicht eindeutig vornehmen. Da die Bewertung zukunftsorientiert erfolgt, muß auch diese Einteilung sich auf die Zukunft beziehen, so daß alle Aktiva, die künftig nicht mehr benötigt werden, als nicht-betriebsnotwendig einzustufen sind.<sup>208</sup> Dies hängt auch von der geplanten Fortführung des Bewertungsobjektes ab, da bei einschneidenden Veränderungen in der Geschäftspolitik viele vorher notwendige Güter nicht mehr gebraucht werden.<sup>209</sup> Die Bewertung erfolgt gemäß dem Liquidationswertverfahren zum fiktiven Netto-Veräußerungspreis.<sup>210</sup>

Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen umfaßt bei Banken v.a. nicht für Geschäftszwecke genutzte Immobilien wie z.B. ungenutztes Bauland, Luxusausstattungen der Büros und branchenfremde Beteiligungen. Im Zweifelsfall muß überprüft werden, ob eine unveränderte Fortführung des Kreditinstituts ohne den fraglichen Gegenstand denkbar wäre.<sup>211</sup> Bei Immobilien, die sich z.B. durch einen „Rettungserwerb“ im Nachgang zu einer mißglückten Baufinanzierung im Eigentum der Bank befinden, ohne dem Geschäftszweck zu dienen, sind die Liquidationserlöse, mithin also die Ver-

<sup>207</sup> Hierzu gibt es unterschiedliche Berechnungen mit abweichenden Ergebnissen. Die Untersuchung von Behm ergab für deutsche Großbanken einen im internationalen Vergleich recht günstigen Satz von 9,7 %, vgl. Behm, U.: Eigenkapitalkosten, S. 135f. Berechnungen der Federal Reserve Bank New York kamen in den 80er Jahren zu einem Satz von 6,9 %, vgl. Zimmer, S. A./McCauley, R. N.: Bank Cost of Capital, S. 42. In den USA liegen die Kapitalkosten erheblich höher. Der Kapitalisierungszinsfuß für Bankakquisitionen liegt dort im Bereich zwischen 12 % und 13,5 %, vgl. Clarke, J.: Cost of Capital, S. 52 und Weiant, W. M./Duke, H.: Acquiring Thrifts, S. 13. Für die Schweiz wird mit Sätzen zwischen 10 % und 12 % gerechnet, vgl. Spremann, K.: Hammer, S. 26.

<sup>208</sup> Vgl. Helbling, C.: Unternehmenswertoptimierung, S. 182.

<sup>209</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze, S. 41.

<sup>210</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 36 und Schlosser, M.: Corporate Finance, S. 484.

<sup>211</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Bewertung, S. 490f. Daneben können auch überdimensionierte Kapazitäten, zu hohe Bargeldbestände, unnötig teure Betriebsstandorte u.ä. als nicht-betriebsnotwendiges Vermögen eingestuft und entsprechend behandelt werden, vgl. Helbling, C.: Unternehmenswertoptimierung, S. 180. Diese Argumentation ist zwar betriebswirtschaftlich stichhaltig, wird aber wegen der mit ihrer konsequenten Anwendung verbundenen methodischen Probleme nicht weiter verfolgt.

kehrswerte zu ermitteln. Bei erst kürzlich erworbenen Grundstücken ist der tatsächlich gezahlte Kaufpreis ein guter Anhaltspunkt für die Bewertung, der um seither erfolgte Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt korrigiert werden muß. Ansonsten können Vergleichspreise von der betreffenden Stadt- bzw. Kreisverwaltung, aus Richtwertkarteien, in denen tatsächlich gezahlte Bodenpreise gesammelt werden, oder von Maklern und Architekten erfragt werden. Bei Gebäuden wird der Neuwert zugrundegelegt und um Abschläge für veraltete Bauweise, Nutzung oder Sonderentwertungsur-sachen wie Risse, Schwamm o.ä. korrigiert.<sup>212</sup> Luxusausstattungen werden ebenfalls mit dem Liquidationswert angesetzt. Die branchenfremden Beteiligungen werden im Eigengeschäftsbereich der Bank verwaltet. Falls der Barwert des Liquidationserlöses einer solchen Beteiligung höher liegt als die abdiskontierten erwarteten Zahlungsüberschüsse aus Ausschüttungen und Wertsteigerung, so ist ein rascher Verkauf dieser Anteile günstiger und sollte bei der Bewertung unterstellt werden.<sup>213</sup>

### 3. Ermittlung des Stand-alone-Wertes

Im vorangegangenen Kapitel wurden die Komponenten ermittelt, die für die Ermittlung des Stand-alone-Wertes der Käuferbank wichtig sind. Dieser Wert ergibt sich durch die Summe aus dem diskontierten Cash-flow der Planperiode, dem Restwert am Ende des Prognosehorizontes und dem Barwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens:

$$\begin{array}{rcl}
 & \text{diskontierter Cash-flow der Planperiode} \\
 & \text{(aus Kunden- und Eigengeschäften,} \\
 & \text{inklusive Inflations- und Steuerwirkungen)} \\
 + & \text{Restwert nach Ende des Prognosehorizontes} \\
 + & \text{Barwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens} \\
 \hline
 = & \text{Stand-alone-Wert des Käufers} \\
 \hline
 \hline
 \end{array}$$

Die Bankakquisition wird nun bewertet, indem der Wert des entstehenden Konglomerats ermittelt wird, um danach zu beurteilen, welche Wertsteigerung mit der Transaktion erreicht wird. Dies ist Gegenstand des folgenden Kapitels.

<sup>212</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 127.

<sup>213</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Bewertung, S. 490.

## D. Grenzpreisfindung für die Akquisition

Im vorigen Hauptkapitel wurde die Käuferbank mit dem DCF-Verfahren bewertet. Der Grenzpreis für die Akquisition soll sich aus der Differenz zwischen dem Stand-alone-Wert des kaufenden Institutes und seinem Wert mit der Akquisition und allen damit verbundenen Zusammenschlußeffekten ergeben. Dieses Hauptkapitel wird sich nun mit der Bewertung des zusammengeschlossenen Institutes befassen.

Die Betrachtung erfolgt aus Sicht des Käufers, für den die Preisobergrenze ermittelt wird. In die Bewertung fließen seine unternehmerische Zielsetzung und die geplante Verwendung des Akquisitionsobjektes mit ein. Für die richtige Bemessung der Verbundeffekte muß der Bewerter eine möglichst genaue Vorstellung über die geplante Einbindung des Zielobjektes in die Geschäftsabläufe des Käufers entwickeln und diese – nicht etwa die optimal mögliche Eingliederung!<sup>1</sup> – der Bewertung zugrundelegen. Die Anwendung des Subjektivitätsprinzips führt dazu, daß sich für jeden Käufer ein anderer Unternehmungswert ergibt, je nachdem, welche Ziele er mit der Akquisition verfolgt.<sup>2</sup> Um einem möglichen Mißverständnis vorzubeugen, sei an dieser Stelle ausdrücklich betont, daß die ermittelte Obergrenze, in die sämtliche wertschaffenden Effekte einbezogen sind, nicht den empfohlenen Kaufpreis repräsentiert, sondern nur eine Grenze, bis zu der sich die Akquisition noch lohnt. Überschreitet das kaufende Institut diesen Grenzpreis, in den sämtliche mögliche Zusammenschlußeffekte eingehen, so fällt der Gegenwert der wertsteigernden Effekte an die Anteilseigner des Akquisitionsobjektes, während der Käufer nur die Risiken behält.<sup>3</sup>

Zusammenschlußeffekte können entstehen durch Größenvorteile, die Realisierung von Synergiepotentialen, die Umsetzung strategischer Zielsetzungen und Auswirkungen auf die Risikostruktur. Diese Systematisierung ermöglicht die Einordnung aller denkbaren Effekte und stellt eine Neuerung im Schrifttum dar, in dem es eine Gesamtdarstellung von Zusammenschlußeffekten im Bankbereich bislang nicht gab. Es soll jeweils gezeigt werden, unter welchen Bedingungen die Effekte erreichbar sind, welche Chancen

---

<sup>1</sup> Vgl. Küting, K.: Analyse von Verbundeffekten, S. 186.

<sup>2</sup> Vgl. Busse von Colbe, W.: Subjektive Unternehmungsbewertung, S. 117. Zur Verdeutlichung vgl. auch noch einmal den Beispielfall der regional tätigen Privatbank in Abbildung 3.

<sup>3</sup> Vgl. Hempel, G. H./Simonson, D. G.: Bank Financial Management, S. 408.



und Risiken mit ihnen verbunden sind und inwiefern sie bei der Wertfindung eine Rolle spielen. Auch die hier verwandte Methodik der Einbeziehung der einzelnen Wertelemente in den Discounted Cash-flow stellt eine Neuerung dar. Soweit vorhanden werden empirische Ergebnisse über die Erfolge der behandelten Verbundeffekte bei Bankzusammenschlüssen aufgeführt, die dem Bewerter Anhaltspunkte für die Einbeziehung in die Preisobergrenze bieten können.

In der Praxis wird meist davon ausgegangen, daß die Einrechnung der Zusammenschlußeffekte zu einem Mehrwert der entstehenden Wirtschaftseinheit im Vergleich zur bloßen Summe beider Banken vor der Akquisition führt. Allerdings werden die Potentiale in der Vorfreude über die geplante Akquisition oft zu optimistisch eingeschätzt oder die mit ihrer Realisierung verbundenen Risiken und Kosten übersehen, so daß es zu einem zu hohen Grenzpreis kommt. Es ist daher wichtig, die Zusammenschlußeffekte kritisch und differenziert zu begutachten und zu bewerten. Bei sehr pessimistischer Bewertung kann sich auch ergeben, daß die entstehende Wirtschaftseinheit einen geringeren Wert hat als die Summe beider Banken vor der Transaktion. Der Zusammenschlußeffekt wäre dann negativ<sup>4</sup> und die Akquisition würde Wert vernichten.

## 1. Größenwirkungen als Wertbestandteil

Zunächst soll untersucht werden, welche Zusammenschlußeffekte sich durch die Zusammenlegung von Käufer und Zielobjekt über Größenwirkungen ergeben und wie diese in die Bewertung einbezogen werden können. Hauptuntersuchungsfeld dabei sind die Größendegressionseffekte, für die sich in der Fachliteratur der Begriff *Economies of Scale* eingebürgert hat. Daneben wird zu untersuchen sein, inwieweit sich Umfangsvorteile aus einer durch die Akquisition erweiterten Angebotspalette ergeben. Hierfür wurde der Begriff der *Economies of Scope*<sup>1</sup> geprägt, der sich im deutschen Schrifttum ebenfalls durchgesetzt hat. Als drittes Untersuchungsfeld sollen die Effizienzwirkungen abgeschätzt werden, die sich durch den Zusammenschluß zweier Finanzdienstleister ergeben können.

### 1.1 Größendegressionseffekte

Der Begriff der Größendegressions- oder Skaleneffekte umschreibt die Entwicklung der Stückkosten bei einer Ausweitung der Produktion. Bei steigenden Skalenerträgen kann eine Steigerung des Outputs mit einer unterpro-

---

<sup>4</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Bankenfusionen, S. 228.

<sup>1</sup> Dieser Begriff wurde von Panzar und Willig geprägt, vgl. Panzar, J. C./Willig, R. D.: Scope, S. 268.

portionalen Erhöhung der Inputfaktoren erreicht werden,<sup>2</sup> so daß es zu geringeren Durchschnittskosten für das einzelne Produkt kommt. Im Gegensatz zum internen Wachstum erhöht sich durch eine Akquisition die Betriebsgröße schlagartig.<sup>3</sup> Ein positiver Zusammenschlußeffekt entsteht, wenn sich mit der Betriebsgrößenerweiterung die Kosten nur unterproportional erhöhen, während im umgekehrten Fall eine Wertvernichtung erfolgt.<sup>4</sup> Die Hoffnung auf Economies of Scale gehört in der Praxis zu den am meisten genannten Gründen für einen Bankenkau.<sup>5</sup>

Das Konzept der Economies of Scale war ursprünglich für Industrieunternehmen konzipiert und bezog sich auf ein Output-Maß, dem die physikalische Anzahl der produzierten Stücke zugrundelag. Dieses Maß ist für Dienstleister wie Kreditinstitute nicht geeignet und muß entsprechend modifiziert werden.<sup>6</sup> Ein einheitlicher und allgemeingültiger Betriebsgrößenbegriff hat sich noch nicht herausgebildet. In den empirischen Studien über Economies of Scale in der Kreditwirtschaft wird hierfür häufig die Bilanzsumme verwandt,<sup>7</sup> die aber das außerbilanzielle Geschäft nicht berücksichtigt und außerdem anfällig für bilanzpolitische Verfälschungen ist.<sup>8</sup> Ein genauerer Maßstab ist die getrennte Betrachtung von Betriebs- und Unternehmungsgröße. Die Betriebsgröße umfaßt dabei den TOB und bemißt sich nach Kriterien wie Anzahl der Konten und Buchungen, Filialintensität oder Kapazität der EDV-Systeme. Die Unternehmungsgröße umfaßt hingegen den LFB und bemißt sich z. B. nach der Höhe des Eigenkapitals, dem Geschäftsvolumen im Aktiv- und Passivgeschäft, der Plazierungskraft bei Wertpapieremissionen oder dem Volumen der Treuhandgeschäfte.<sup>9</sup> Für die Betrachtung der Potentiale erscheint diese Trennung in Unternehmungs- und Betriebsgröße fruchtbar und soll daher den Überlegungen zugrundegelegt werden.

### *1.1.1 Potentiale für Skaleneffekte*

Im folgenden Abschnitt werden nun zunächst die Ansatzpunkte zusammengetragen, die auf Skaleneffekte durch eine Bankakquisition hinweisen.

<sup>2</sup> Vgl. Schmid, F. A.: Skalenerträge, S. 530.

<sup>3</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Bankenfusionen, S. 228.

<sup>4</sup> Vgl. Schell, G.: Betriebsgröße, S. 312.

<sup>5</sup> Vgl. Lausberg, C./Rose, P. S.: Merger Motives, S. 181. Vgl. allerdings auch Benston, G. J./Hanweck, G. A./Humphrey, D. B.: Scale Economies, S. 451, nach deren umfassenden ökonometrischen Untersuchungen von Bankakquisitionen in den USA die Economies of Scale kein Akquisitionsgrund sein können.

<sup>6</sup> Vgl. Uhle, C.: Effizienzkriterium, S. 263.

<sup>7</sup> Vgl. Keßler, H.: Betriebsgrößen, S. 12.

<sup>8</sup> Steiner spricht in diesem Zusammenhang von „törichter Bilanzsummen-Illusion“, vgl. Steiner, J.: Konzentration, S. 113.

<sup>9</sup> Vgl. Schuster, L.: Bankpolitik, S. 49f.

Dabei sollen positive und negative Potentiale getrennt voneinander betrachtet werden.

#### 1.1.1.1 Potentiale für steigende Skalenerträge

Die Ansatzpunkte für steigende Skalenerträge bei Bankakquisitionen ergeben sich v. a. im TOB, für dessen Kosten ein degressiver Verlauf eindeutig nachgewiesen werden konnte.<sup>10</sup> Untersuchungen im Genossenschaftsbereich haben z. B. ergeben, daß größere Institute geringere durchschnittliche Personalaufwendungen und geringere Sachmittelaufwendungen zu verzeichnen haben.<sup>11</sup> Dieser Effekt ist einfach zu erkennen, was dazu geführt hat, daß die Erwartungen der Praxis an eine Verbesserung der Ertragslage nach einer Geschäftsvergrößerung sehr hoch sind.<sup>12</sup> Die Fixkosten verteilen sich nach dem Zusammenschluß auf eine größere Anzahl von Geschäftsvorfällen, so daß die Durchschnittskosten pro Leistungseinheit sinken. Die höchsten und am leichtesten realisierbaren Degressionen finden in den Kostenblöcken des Massengeschäftes statt,<sup>13</sup> hauptsächlich im Zahlungsverkehr, der Effektenverwaltung<sup>14</sup> und der Buchungstechnik<sup>15</sup>, deren Beherrschung für die Banken in den kommenden Jahren zu einem Erfolgsfaktor von strategischem Ausmaß wird.<sup>16</sup>

Auch bei immateriellen Faktoren ergeben sich Degressionseffekte. Der Goodwill, den sich ein Kreditinstitut aus Image, Vertrauen, Kundenbeziehungen u. ä. aufgebaut hat, wird durch den Zusammenschluß auf eine breitere Basis verteilt und die Kosten zur Pflege dieses Goodwill werden pro Einzelprodukt geringer ausfallen.<sup>17</sup> Es hat sich auch gezeigt, daß Marketing-Aktionen großer Unternehmungen erfolgreicher verlaufen als die kleiner,<sup>18</sup> da Kundenreaktionen erst ab einer gewissen Mindestzahl von Werbe-

---

<sup>10</sup> Vgl. Keßler, H.: Betriebsgrößen, S. 12, der sich mit seiner Aussage allerdings nur auf den Sparkassensektor bezieht. Dieselben Ergebnisse fanden sich aber auch bei Untersuchungen im deutschen Genossenschaftssektor, vgl. Tebroke, H.-J.: Größe, S. 123 und S. 126. Es darf daher angenommen werden, daß die Erkenntnis eines degressiven Verlaufs von Personal- und Sachkosten auch für die übrigen Institute gilt.

<sup>11</sup> Vgl. die genauen Berechnungen bei Tebroke, H.-J.: Größe, S. 123, S. 126 und S. 143.

<sup>12</sup> Vgl. Watt, J. B.: Bank Reform, S. 23, wo ein McKinsey-Berater zitiert wird.

<sup>13</sup> Die US-Bank *Standard Federal* aus Troy (Michigan) betrieb in den 80er Jahren eine aktive und erfolgreiche Akquisitionspolitik, bei der die Umsetzung derartiger Economies of Scale bei Standardprodukten zu den Kernbestandteilen des Erfolgsrezeptes gehört, vgl. Ricketts, T. R.: Micromergers, S. 37. Ende 1996 wurde das Institut dann selbst von der niederländischen ABN-Amro-Gruppe übernommen.

<sup>14</sup> Vgl. Steiner, J.: Konzentration, S. 108.

<sup>15</sup> Vgl. Hahn, O.: Betriebsgröße, S. 444.

<sup>16</sup> Interviewaussage eines auf Banken spezialisierten Unternehmungsberaters.

<sup>17</sup> Vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 91.

<sup>18</sup> Vgl. Barzen, D./Wahle, P.: PIMS-Programm, S. 104f.

botschaften zu erwarten sind<sup>19</sup> und die Koordination der Werbebudgets beider Partner zur Optimierung der Werbewirkung beitragen kann. Werbespots brauchen nach dem Zusammenschluß nur noch einmal erarbeitet zu werden und die Kosten der Medien steigen meist nicht proportional zu ihrer Reichweite. Außerdem erfüllen das durch die Akquisition erreichte höhere Eigenkapital und Bilanzvolumen sowie die stärkere Marktstellung schon für sich genommen eine Werbefunktion.<sup>20</sup>

Auch das Erfahrungskurvenkonzept zeigt Potentiale für steigende Skalenerträge an. Bei zusammenschlußbedingten höheren Ausbringungsmengen kommt die Bank schneller zur Verdopplung ihrer kumulierten Produktionsmenge und damit zu Kostensenkungen, die sich idealerweise im voraus berechnen lassen.<sup>21</sup> Damit wird, was aus der Sicht der Unternehmungsbewertung von besonders großem Interesse ist, die Berechnung des Gegenwartswertes einer Marktanteilssteigerung möglich. Akquisitionen gelten als idealer Anwendungsfall für die Nutzung der Erfahrungskurve,<sup>22</sup> da sie mit einem Schlag den Marktanteil erhöhen und damit auf alle Einflußfaktoren des Erfahrungseffektes positiv wirken. Um den Wertbeitrag aus diesem Effekt abschätzen zu können, muß der Bewerter ermitteln, inwieweit sich Vorteile aus Lerneffekten, Fixkostendegression und Rationalisierung auf die Kosten der einzelnen SGF auswirken.

Weitere Größenvorteile ergeben sich über die EDV. Die kurzen Fortschrittsintervalle und die steigenden Kundenansprüche zwingen die Banken zu enormen Investitionsvolumina in immer kürzeren Abständen, um Anschluß an die Technologieentwicklung zu halten.<sup>23</sup> Diese Investitionen können von großen Instituten eher geleistet werden, die auch in der Lage sind, große Projekte zu realisieren, die mit Anlaufverlusten verbunden sind und daher ein gewisses finanzielles Durchhaltevermögen erfordern.<sup>24</sup> Große Banken können daher bereits frühzeitig in überlegene Zukunftstechnologie investieren und so *Economies of Superscale*<sup>25</sup> verwirklichen.<sup>26</sup> Sie können ihre Betriebskosten zudem senken, wenn sie in vorher arbeits- und personalintensiven Bereichen die erforderliche kritische Ausbringungsmenge erreichen, bei der ein Wechsel zu kapitalintensiven Verfahren mit hohen fixen, aber nur geringen variablen

<sup>19</sup> Dieser Zusammenhang wird in der sog. Werbereaktionsfunktion abgebildet, vgl. Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 243 f.

<sup>20</sup> Vgl. Wächter, K.: Fusion, S. 27.

<sup>21</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 74.

<sup>22</sup> Vgl. Klein, W./Kleefisch, T.: Akquisition, S. 79.

<sup>23</sup> Vgl. Moormann, J./Wölfling, D.: Fertigungstiefe, S. 679.

<sup>24</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 8.

<sup>25</sup> Hempel, G. H./Simonson, D. G.: Bank Financial Management, S. 408.

<sup>26</sup> Vgl. Küting, K.: Analyse von Verbundeffekten, S. 182 und speziell auf Banken bezogen Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 122.

Kosten zu einer Stückkostensenkung führt.<sup>27</sup> Auch bei den Softwarekosten lassen sich Degressionen feststellen, da ein einmal angeschafftes oder selbst entwickeltes Programm umso geringere Stückkosten verursacht, je breiter es auf ein Geschäftsvolumen verteilt werden kann.<sup>28</sup> Einschränkung ist zu bemerken, daß durch die rasante Entwicklung der Informationstechnologie die Vorteile der automatisierten Verarbeitung inzwischen auch für kleine Institute zu erschwinglichen Preisen zugänglich sind.<sup>29</sup>

Auch im liquiditätsmäßig-finanziellen Bereich ergeben sich Größendegressionseffekte. Im Kreditgeschäft kommt es wegen der Fähigkeit zur Übernahme größerer Einzelrisiken zu einer Erhöhung des durchschnittlichen Einzelgeschäftes. Steigende Skalenerträge ergeben sich dadurch, daß der Zinsüberschuß proportional zum Kreditbetrag steigt, während die Bearbeitungskosten für Bonitätsprüfung, Hereinnahme von Sicherheiten und laufende Verwaltung für jedes Einzelgeschäft unabhängig von der Höhe des Kreditbetrages anfallen.<sup>30</sup> Weiterhin konnte festgestellt werden, daß die Erträge aus dem Wertpapier-, Auslands-, Immobilien-, Devisen-, Sorten- und Garantiegeschäft im Gefolge eines Zusammenschlusses nicht nur absolut zunehmen, sondern auch in Relation zum durchschnittlichen Geschäftsvolumen.<sup>31</sup>

Weitere Größenvorteile können dadurch entstehen, daß die Teilhabe an verschiedenen Geschäftsfeldern erst ab einer bestimmten Mindestgröße sinnvoll möglich ist,<sup>32</sup> die durch die Akquisition möglicherweise insgesamt erreicht wird. Hierzu gehören ertrags- und zukunftssträchtige Leistungen wie Going-public, Konsortialgeschäft, Produkte aus dem Bereich Corporate Finance oder Swaps.<sup>33</sup> Dagegen sind allerdings die Risiken zu rechnen, die sich aus der Betätigung in diesen vorher unbekannten Bereichen ergeben und die für den Aufbau der erforderlichen Personal- und Sachkapazitäten anfallenden Kosten.

#### 1.1.1.2 Bereiche mit sinkenden Skalenerträgen

Durch eine Akquisition sind allerdings auch negative größenbedingte Zusammenschlußeffekte denkbar. Hier sind zuvorderst Organisationsprobleme aufzuführen, die sich aus der eingeschränkten Informationsver-

---

<sup>27</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 125 f. und Bea, F. X.: Entscheidungen, S. 417.

<sup>28</sup> Vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 92.

<sup>29</sup> Vgl. Hahn, O.: Betriebsgröße, S. 444, der auf den PC hinweist, mit dem auch kleine Banken ihre Daten schnell und preiswert verarbeiten können.

<sup>30</sup> Vgl. Schuster, L.: Bankpolitik, S. 52, der aber auch auf die schlechtere Risikolage der Bank hinweist, die sich aus größeren Einzelengagements ergibt.

<sup>31</sup> Vgl. Dieckhöner, B.: Fusionen, S. 12.

<sup>32</sup> Vgl. Schell, G.: Betriebsgröße, S. 357.

<sup>33</sup> Vgl. Heitmüller, H.-M.: Konzentration, S. 116 und Bryan, L. L.: Breaking up the Bank, S. 165.

arbeits- und -erfassungskapazität des einzelnen Menschen ergeben. Hierfür wurde von Simon das Konzept der *bounded rationality* entwickelt.<sup>34</sup> Die Führung einer Bank ist eine umfangreiche und unübersichtliche Aufgabe, die ein Einzelner kaum erfüllen kann, da das Entscheidungsfeld sich in seiner Gesamtheit nur schwer überblicken läßt.<sup>35</sup> Um die Unternehmungsziele zu erreichen, müssen die Fähigkeiten und das Wissen mehrerer Personen in einer Gruppe zusammengefaßt werden, die das Entscheidungsfeld in überschaubare Einzelaufgaben einteilt und die die Leitung der Bank gemeinschaftlich durchführt. Problematisch hierbei ist, daß die Aktionen dieser Gruppe aufeinander abgestimmt sein müssen, um das gewünschte Ziel, nämlich die effiziente Leitung der Bank, zu erreichen. Mit dem Zusammenschluß wird die Leitungsaufgabe noch komplexer, was eine immer stärkere Arbeitsteilung erfordert und die Zahl der an der Organisation beteiligten Personen überproportional erhöht.<sup>36</sup> Die gestiegene Betriebsgröße zieht damit automatisch das Problem der Koordination der Arbeitsprozesse nach sich.<sup>37</sup>

Kunden reagieren normalerweise empfindlich, wenn sie differierende Auskünfte z.B. bezüglich Kreditkonditionen oder in der Wertpapierberatung von unterschiedlichen Filialen derselben Bankengruppe erhalten und dies ist nur durch entsprechende Koordination zu vermeiden. Die Struktur der meisten Banken besteht in einer Vielzahl dezentraler Stellen, denen in gewissem Umfang Entscheidungskompetenzen zugestanden wurden.<sup>38</sup> Insbesondere wenn sich durch den Zusammenschluß die Anzahl der Geschäftsstellen erhöht, wenn es sich beim Akquisitionsobjekt also um eine Bank mit Zweigstellennetz handelt, dürften die zusätzlichen Koordinationskosten für ein einheitliches Auftreten am Markt erheblich sein.<sup>39</sup> Die Steuerung der dezentralen Einheiten erfordert zudem den Aufbau aufwendiger Controlling-Systeme,<sup>40</sup> deren zusätzliche Kosten als negativer größenbedingter Zusammenschlußeffekt zu berücksichtigen sind.

Weiterhin besteht in einer größeren Organisation das Problem, daß Informationswege sich verlängern und der Einsatz techno-bürokratischer Kommunikationsinstrumente überproportional zunimmt.<sup>41</sup> Diese wachsende Bürokratie

<sup>34</sup> Vgl. Simon, H. A.: Models, S. 198. Simon und die von ihm begründete Pittsburger Gruppe haben mit ihrem Ansatz die Organisationstheorie maßgeblich beeinflusst und auch Werke bedeutender anderer Autoren geprägt wie z.B. Williamson, vgl. Frese, E.: Organisationstheorie, Sp. 1718.

<sup>35</sup> Vgl. Bryan, L. L.: Breaking up the Bank, S. 170. Die einzelne Teilaufgabe soll nach Meinung von Bryan so gestaltet sein, daß „real people“ sie erfüllen können und es nicht um den Einsatz von „super humans“ geht.

<sup>36</sup> Vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 83 f.

<sup>37</sup> Vgl. Widemann, K.: Fusion, S. 737.

<sup>38</sup> Vgl. von Schimmelfmann, W.: Bankorganisation, S. 948.

<sup>39</sup> Vgl. DeYoung, R./Whalen, G.: Consolidated Banking Industry, S. 13.

<sup>40</sup> Vgl. Steiner, J.: Konzentration, S. 109.

fördert den Hang zum meist unnötigen, aber teuren Perfektionismus, der die Flexibilität der Kommunikations- und Entscheidungsprozesse lähmt. Es steigt also der Ressourcenverzehr, der bei der Übermittlung pro Informationseinheit vom Sender zum Empfänger im Durchschnitt anfällt.<sup>42</sup> Die für schnelles und effizientes Handeln wichtige informelle Kommunikation leidet hierunter besonders stark.<sup>43</sup> Auch die Unternehmenskultur kann sich durch diesen Prozeß nachteilig verändern, da das Aufstellen fester Regeln das Handeln des Einzelnen stark reglementiert und eine vorher bestehende lebendige und produktive Kultur in eine bürokratische mit engem Korsett verwandeln kann.<sup>44</sup>

Eng verbunden mit dem Problem der Bürokratisierung ist die Gefahr von sog. „Informationspathologien“, zu der es bei einer wachsenden Zahl von Informationen und Informationsträgern bei Gewinnung, Weitergabe und Anwendung der Informationen kommen kann.<sup>45</sup> Solche Pathologien treten auf, wenn Informationen auf einer anderen hierarchischen Ebene anfallen als dort, wo sie benötigt werden und ihre Besitzer sie zu ihrem Vorteil nutzen wollen.<sup>46</sup> Ursächlich hierfür sind v.a. interessen- und konkurrenzbezogene Aspekte, indem alle Informationen im Sinne persönlicher oder abteilungsbezogener Interessen interpretiert und weitergegeben werden.<sup>47</sup> Mit der Größe einer Organisation steigt zudem die Gefahr, daß Informationen einfach verloren gehen oder vergessen werden,<sup>48</sup> was in der informations- und vertrauenssensiblen Kreditwirtschaft besonders unangenehm sein kann.

Die mit den organisatorischen Problemen einhergehenden Kosten können jedoch durch entsprechende Maßnahmen begrenzt werden, wenn es gelingt, Aufbau- und Ablauforganisation der gestiegenen Größe anzupassen.<sup>49</sup> Eine Vermeidung aller größenbedingten organisatorischen Nachteile ist nicht möglich, so daß sich hier in jedem Fall ein negativer Effekt ergibt.

Größennachteile gibt es im EDV-Bereich, wenn vorher beide Partner ihre Daten mit relativ preiswerter Standardsoftware verarbeiten konnten und durch den Zusammenschluß eine solche Größe erreicht haben, daß nun komplexere Systeme mit speziellen Problemlösungen entwickelt werden müssen.<sup>50</sup> Weitere Nachteile sind durch einen Verlust an Marktnähe zu erwarten. Kleine Kreditinstitute sind meist durch enge Verbindungen zum lokalen Markt und

---

<sup>41</sup> Vgl. Seidel, R. G.: Erfolgsfaktoren, S. 41.

<sup>42</sup> Vgl. Schmid, F. A.: Skalenerträge, S. 531.

<sup>43</sup> Vgl. Steiner, J.: Konzentration, S. 109.

<sup>44</sup> Vgl. Kono, T.: Corporate Culture, S. 14.

<sup>45</sup> Vgl. Scholl, W.: Informationspathologien, Sp. 901.

<sup>46</sup> Vgl. Schmid, F. A.: Skalenerträge, S. 531.

<sup>47</sup> Vgl. Scholl, W.: Informationspathologien, Sp. 906.

<sup>48</sup> Vgl. Widemann, K.: Fusion, S. 737.

<sup>49</sup> Vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 85 f.

<sup>50</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 8.



kurze Entscheidungswege gekennzeichnet, wodurch sie ihren größeren Wettbewerbern gegenüber einen wesentlichen Vorteil genießen. Geht in den Augen der Kunden dieser Vorteil durch das akquisitionsbedingte sprunghafte Wachstum verloren, so werden durch die Transaktion Marktanteile und damit Erfolgspotentiale eingebüßt.<sup>51</sup> Zudem konnte gezeigt werden, daß mit zunehmender Entfernung der Entscheidungsstelle vom Kreditkunden die Überwachungskosten steigen.<sup>52</sup>

Daneben ergeben sich für die Banken auch negative Größenwirkungen im liquiditätsmäßig-finanziellen Bereich. So liegen die Zinsaufwendungen bei kleineren Banken in einigen Geschäftsbereichen günstiger als bei großen. Zwar sind große Banken bei der Mittelaufnahme am Kapital- oder Interbankenmarkt hinsichtlich Zugang und Konditionen im Vorteil,<sup>53</sup> für solche Mittel fallen aber deutlich höhere Zinskosten an als bei den von Kunden erhaltenen Sicht-, Spar- und Termineinlagen. Insofern ist die Finanzierung einer Bank umso günstiger, je höher der Anteil von Kundeneinlagen an der Bilanzsumme ist.<sup>54</sup> Inwieweit sich daraus ein negativer Zusammenschlußeffekt ergibt, muß der Bewerter nach Lage des Einzelfalls beurteilen. Mit der Akquisition werden zunächst die Kundeneinlagen beider Institute im Verhältnis zu ihren Bilanzsummen konstant bleiben. Eine Verringerung der Zinsspanne tritt erst ein, wenn nach der Transaktion weiteres Wachstum angestrebt wird und zusätzliche Kundeneinlagen nicht mehr im erforderlichen Ausmaß gewonnen werden können.

Weiterhin muß berücksichtigt werden, daß Banken, die sich auf ein einzelnes Segment des Finanzdienstleistungsmarktes spezialisiert haben, keine Größenvorteile erzielen können. Derartige Nischen gibt es in der Kreditwirtschaft zahlreich, und immer mehr Institute finden ihr Erfolgsrezept darin, sich auf wenige ertragsstarke Leistungsarten oder Kundengruppen zu spezialisieren.<sup>55</sup> Ein Privatbankhaus, das sich auf die Nische Vermögensberatung und -verwaltung für wohlhabende Individualkunden spezialisiert hat, wird beim Zusammenschluß mit einer anderen Bank kaum Größenvorteile in seinem angestammten Geschäftsbereich realisieren, sondern in den Augen seiner anspruchsvollen Kundschaft an Exklusivität und damit an Attraktivität verlieren.<sup>56</sup> Ist also eine der an der Akquisition beteiligten Banken ein solcher Nischenbearbeiter, so sind die möglichen Größendegressionseffekte besonders kritisch zu betrachten.

<sup>51</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Bankenfusionen, S. 231.

<sup>52</sup> Vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 246.

<sup>53</sup> Vgl. Dietsch, M.: Economies, S. 34.

<sup>54</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Größe, S. 149.

<sup>55</sup> Vgl. Peters, T.: Rethinking Scale, S. 15. Auch hier lassen sich die Spezialisierungsstrategien der *BHF-Bank AG* und von *Bankers Trust* als Beispiel anführen.

<sup>56</sup> Vgl. Keffler, H.: Betriebsgrößen, S. 8.

### 1.1.2 Empirische Evidenz

Bei der Einbeziehung von Größeneffekten in die Bewertung kann umfangreicher Aufschluß aus empirischen Untersuchungen gezogen werden, die sich besonders mit der Kostenentwicklung bei steigender Betriebsgröße einer Bank befassen haben. Solche Studien werden seit Mitte der 50er Jahre in den USA überwiegend von den wissenschaftlichen Abteilungen des Zentralbankensystems durchgeführt, die damit Entscheidungsgrundlagen für eine Reform des US-Bankwesens erarbeiten wollten.<sup>57</sup> Um die Vielfalt der seither entstandenen Arbeiten sinnvoll interpretieren und ihre Aussagefähigkeit für die Frage, ob sich durch Bankzusammenschlüsse größenbedingte Kostensenkungen ergeben, besser beurteilen zu können, muß sich der Bewerter über die Methoden der empirischen Studien orientieren. Die widersprüchlichen Ergebnisse, die sich bei den Studien eingestellt haben, sind durch die unterschiedlichen Annahmen und Untersuchungsmethoden zu erklären.<sup>58</sup> Das Untersuchungsergebnis ist also bereits durch die verwandte Methodik, z.B. die angenommene Kostenfunktion<sup>59</sup> oder die Auswahl der in die Studie einbezogenen Kosten- und Leistungsarten<sup>60</sup> in gewissem Umfang vorbestimmt. Dies mahnt zur Vorsicht im Umgang mit den Untersuchungen, die nur als Richtungsaussage einbezogen werden können. In Abbildung 17 sind diese Auswirkungen tabellarisch zusammengestellt.

---

<sup>57</sup> Vgl. Berger, A. N./Humphrey, D. B.: dominance, S. 117 und ausführlich Humphrey, D. B.: Bank Scale Economies, S. 38.

<sup>58</sup> Vgl. Boyd, J. H./Graham, S. L.: Consolidation Trend, S. 73. Eine ausführliche Untersuchung hierüber findet sich bei Humphrey, D. B.: Bank Scale Economies.

<sup>59</sup> Wegweisend war in diesem Bereich der 1965 erschienene Beitrag von Benston, G. J.: Economies of Scale, der eine *Cobb-Douglas-Funktion* zugrundelegte. Da diese den Kostenverlauf in Banken nicht hinreichend genau beschreiben konnte (vgl. z.B. die Untersuchung von Lawrence, C.: Banking Costs, S. 374) wurde sie zu Beginn der 80er Jahre von der sog. *Translog-Kostenfunktion* abgelöst. Die hierfür maßgebliche Arbeit stammt von Benston, G. J./Hanweck, G. A./Humphrey, D. B.: Scale Economies. Aber auch diese Funktion weist gewissen Schwächen auf, so daß sie in jüngerer Zeit von den sog. nicht-parametrischen Verfahren abgelöst wurden. Vgl. zu einem Überblick über die verschiedenen nicht-parametrischen Verfahren zur Ermittlung der bankbetrieblichen Kostenzusammenhänge McAllister, P. H./McManus, D.: Scale efficiency, S. 395 - 397. Sie weisen gleichzeitig die Überlegenheit der nicht-parametrischen Verfahren über die *Translog-Funktion* nach.

<sup>60</sup> Viele Größenstudien betrachten lediglich die Kostenseite und lassen damit alle von der Outputseite herrührenden Effekte außer Betracht, wodurch die Economies of Scale tendenziell unterschätzt werden, vgl. Berger, A. N./Hunter, W. C./Timme, S. G.: efficiency, S. 227. Auch die Einbeziehung nur weniger Standardleistungen in die meisten Studien trägt zur Unterschätzung der Größenwirkungen bei, da bei den noch unerforschten Leistungsarten wie Cash-management-service, Leasing oder Corporate Finance besonders hohe Economies of Scale vermutet werden, vgl. Rose, P. S.: American Banking, S. 138.

*Abbildung 17: Auswirkung von Methodenunterschieden  
bei empirischen Größenstudien*

Unterschied	Auswirkung
Konzentration auf Kostenseite, damit keine Einbeziehung von Ertragseffekten	Unterschätzung von Economies of Scale
Einbeziehung von nur wenigen, leicht meßbaren Kostenarten	Überschätzung von Economies of Scale
Einbeziehung von nur wenigen, leicht meßbaren Leistungsarten	Unterschätzung der Economies of Scale
Funktionaler Zusammenhang zwischen Input und Output: – Cobb-Douglas-Funktion – Translog-Funktion – nicht-parametrische Verfahren	monoton steigende Skalenerträge u-förmiger Kostenverlauf steigende Skalenerträge für kleine und konstante für große Banken
älteres Datenmaterial; damit keine Einbeziehung technischer Neuerungen	Unterschätzung von Economies of Scale

Vgl. Humphrey, D. B.: Bank Scale Economies, S. 48.

Angesichts der erheblichen Unterschiede im Bankensystem und in der Wettbewerbsstruktur ist es fraglich, inwieweit in den USA durchgeführte Studien für die europäische Kreditwirtschaft aussagefähig sind. Systematische Untersuchungen hierzu hat es zwar bislang nicht gegeben, doch sprechen die den amerikanischen Ergebnissen sehr ähnlichen Erkenntnisse der bislang für Europa durchgeführten Untersuchungen für eine Übertragbarkeit.<sup>61</sup>

Es galt lange die Erkenntnis als gesichert, daß die Kostenkurve für Banken u-förmig verläuft, die optimale Betriebsgröße also in der Mitte liegt. Da sich meist ein flacher Kurvenverlauf ergab, wurden sowohl die Economies of Scale für die kleinen als auch die Diseconomies für die großen Banken als gering eingestuft.<sup>62</sup> Unterschiedliche Erkenntnisse gab es über das Minimum der Kostenkurve und damit über die optimale Betriebsgröße. Untersuchungen, die sich auf kleinere Kreditinstitute beschränkten, fanden das Kostenminimum im Bereich zwischen 75 Mio. US-\$ und 300 Mio. US-\$ Bilanzsumme, während Studien, die auch größere Institute mit einbezogen, eine optimale Betriebsgröße zwischen 2 Mrd. US-\$ und 10 Mrd. US-\$ ermittelten.<sup>63</sup>

<sup>61</sup> Vgl. Tichy, G.: Bankengröße, S. 369. Für eine Übersicht über die bislang in Europa hierzu durchgeführten Studien vgl. Lang, G./Welzel, P.: Cost Efficiency, S. 2.

<sup>62</sup> Vgl. Humphrey, D. B.: Bank Scale Economies, S. 48.

<sup>63</sup> Vgl. Berger, A. N./Hunter, W. C./Timme, S. G.: efficiency, S. 223. In einer neueren Studie fanden Hunter und Timme bis zu einer Bilanzsumme von 25 Mrd. US-\$

Neuere Untersuchungen stellten diesen u-förmigen Zusammenhang zunehmend in Frage. Hierbei ist besonders die Studie von *McAllister* und *McManus* zu erwähnen,<sup>64</sup> die nicht-parametrische Verfahren verwenden und damit steigende Skalenerträge für Banken bis zu einer Bilanzsumme von 500 Mio. US-\$ ermitteln. Nach Überschreiten dieser optimalen Betriebsgröße aber kommt es zu weitgehend konstanten Skalenerträgen.<sup>65</sup> Bei einer Untersuchung der weltweit größten Banken stellten *Saunders* und *Walter* für Institute mit einer Bilanzsumme bis zu 25 Mrd. US-\$ steigende Skalenerträge fest.<sup>66</sup> Diese und weitere Studien mit vergleichbaren Ergebnissen<sup>67</sup> haben erhebliche Zweifel am u-förmigen Kostenverlauf aufkommen lassen. Einigkeit besteht über steigende Skalenerträge für kleine Banken, die sich ab einer gewissen Größe verlieren, während der Kostenverlauf für große Institute unklar ist.

Bei einer Untersuchung der in den 80er Jahren durchgeführten Zusammenschlüsse zwischen großen Banken fanden *Berger* und *Humphrey* äußerst erfolgreiche Akquisitionen mit hohen Economies of Scale, aber auch sehr stark fehlgeschlagene.<sup>68</sup> Zu vergleichbaren Ergebnissen kam *Shaffer*, der Zusammenschlüsse zwischen großen Banken simulierte und die daraus erzielbaren Skaleneffekte abschätzte. Ab einem Geschäftsvolumen von 7,6 Mrd. US-\$ sind nach diesen Berechnungen keine weiteren Economies of Scale mehr zu erwarten.<sup>69</sup> In einer weiteren Studie fanden *Shaffer* und *David* Vorteile für große Banken, wobei sie, je nach Inputdaten und verwendeter Kostenfunktion, optimale Betriebsgrößen zwischen 15 Mrd. US-\$ und 37 Mrd. US-\$ ermittelten.<sup>70</sup> *Fixler* und *Zieschang* fanden in ihrer Untersuchung keine Anhaltspunkte für steigende Skalenerträge im Gefolge von Bankzusammenschlüssen.<sup>71</sup> Diese Ergebnisse lassen es ratsam erscheinen, die Skaleneffekte bei Bankakquisitionen eher vorsichtig bis skeptisch zu beurteilen<sup>72</sup> und bei der Grenzpreisfindung äußerst differenziert vorzugehen.

---

keine Diseconomies of Scale, vgl. Hunter, W. C./Timme, S. G.: Bank Scale Economies, S. 176.

<sup>64</sup> Vgl. *McAllister*, P. H./*McManus*, D.: scale efficiency.

<sup>65</sup> Vgl. *McAllister*, P. H./*McManus*, D.: scale efficiency, S. 402f.

<sup>66</sup> Vgl. *Saunders*, A./*Walter*, I.: Universal Banking, S. 81f.

<sup>67</sup> Vgl. zu einer knappen Übersicht über weitere Studien, die in jüngerer Zeit steigende Skalenerträge auch für größere Institute feststellen konnten, *Brunner*, C.: Bankübernahmen, S. 131f.

<sup>68</sup> Vgl. *Berger*, A. N./*Humphrey*, D. B.: Megamergers, S. 578f.

<sup>69</sup> Vgl. *Shaffer*, S.: megamergers, S. 427.

<sup>70</sup> Vgl. *Shaffer*, S./*David*, E.: Superscale, S. 292.

<sup>71</sup> Vgl. *Fixler*, D. J./*Zieschang*, K. D.: bank efficiency, S. 449.

<sup>72</sup> Zu diesem Ergebnis kommen auch *Evanoff* und *Israilevich*: Falls es für Kreditinstitute Economies of Scale gibt, so sind sie sehr gering, vgl. *Evanoff*, D. D./*Israilevich*, P. R.: Productive efficiency, S. 22f.

Nur wenig Beachtung fand in den USA die Untersuchung von Skaleneffekten im Investment Banking, was v. a. mit der schlechten Verfügbarkeit von Kostendaten zu erklären ist. *Goldberg* et al. fanden hierfür einen u-förmigen Kostenverlauf,<sup>73</sup> wobei aber zu bemerken ist, daß sie ihrer Arbeit die *Trans-log*-Kostenfunktion zugrundelegten, die ein solches Ergebnis provoziert.

Bei den Untersuchungen konnten interessante Differenzierungen in den Aussagen festgestellt werden. So ergaben sich für Banken aller Größenklassen Skalenvorteile, wenn es gelang, durch Zusammenlegung von Filialen deren durchschnittliches Geschäftsvolumen zu erhöhen.<sup>74</sup> Dies ist mit der für die Kreditwirtschaft typischen dezentralen Produktion und der hohen Filialdichte zu erklären, was dazu führt, daß viele Zweigstellen unterhalb ihrer optimalen Betriebsgröße arbeiten.

Auch in Europa hat es verschiedene empirische Untersuchungen zu diesem Thema gegeben. So stellte *Sheldon* für das schweizer Bankwesen einen u-förmigen Kostenverlauf fest.<sup>75</sup> Für das österreichische Bankensystem ergab sich ein Kostenverlauf in Form eines liegenden S, der auf Skalenvorteile für die kleinen und die besonders großen Kreditinstitute hinweist.<sup>76</sup> Kleine Banken können danach bei einem Wachstum rasche Skalenvorteile erzielen, wobei ihnen die genaue Kenntnis ihres regionalen Marktes und ihrer Kunden hilft. Mitttelgroße und große Institute verlieren diese lokalen Vorteile, ohne wirkliche Größenvorteile zu erreichen, und haben daher mit sinkenden Skalenerträgen zu kämpfen. Erst sehr große Banken, die besonders stark von den Rationalisierungsmöglichkeiten des technologischen Wandels profitieren,<sup>77</sup> dürfen wieder mit Skalenvorteilen rechnen.<sup>78</sup>

Die wenigen Studien, die bislang für den deutschen Bankenmarkt durchgeführt wurden, deuten auf einen u-förmigen Kostenverlauf hin. *Lang* und *Welzel* fanden bei ihrer Untersuchung von 764 bayerischen Genossenschaftsbanken durchweg steigende Skalenerträge,<sup>79</sup> räumen aber ein, daß aufgrund des benutzten Datenmaterials ihr Ergebnis für die deutsche Kreditwirtschaft insgesamt nicht repräsentativ ist.<sup>80</sup> Bei einer verbesserten Studie

<sup>73</sup> Vgl. *Goldberg, L. G. et al.: securities industry*, S. 101 f.

<sup>74</sup> Vgl. *Nelson, R. W.: Banking Costs*, S. 190.

<sup>75</sup> Vgl. *Sheldon, G.: Skalenerträge*, S. 373.

<sup>76</sup> Vgl. *Greil, T./Schmid, F. A.: Effizienz*, S. 20. Allerdings ist die Aussagefähigkeit dieses Ergebnisses für die großen Banken recht fragwürdig, da es maßgeblich durch die hohe Kosteneffizienz einer einzelnen großen Bank, der *Creditanstalt*, zustande kam.

<sup>77</sup> Vgl. *Bessler, W.: Financial Conglomerates*, S. 278.

<sup>78</sup> Vgl. *Tichy, G.: Bankengröße*, S. 363 f. Ähnlich argumentieren auch *Berger, A. N./Humphrey, D. B.: Megamergers*, S. 547.

<sup>79</sup> Vgl. *Lang, G./Welzel, P.: Skalenerträge*, S. 16.

<sup>80</sup> Vgl. *Lang, G./Welzel, P.: Skalenerträge*, S. 2. Die Autoren weisen aber darauf hin, daß auch die US-Studien oftmals nur einen kleinen Ausschnitt des Gesamtmarktes untersuchen.

ergaben sich steigende Skalenerträge bis zu einer Größenordnung von 2 bis 5 Mrd. DM Bilanzsumme. Für größere Institute fanden sie leichte Diseconomies of Scale.<sup>81</sup> Auch Uhle ermittelte bei seiner Untersuchung von 84 Banken aller Größenklassen einen u-förmigen Kostenverlauf mit leicht sinkenden Skalenerträgen für die größeren Banken.<sup>82</sup>

### *1.1.3 Einfluß der Größendegressionseffekte auf die Bewertung*

Die vorangegangenen Ausführungen haben die Größenwirkungen auf den Unternehmungswert des zusammengefaßten Konglomerats aus Käufer und Akquisitionsobjekt aufgezeigt. Dabei ergab sich ein uneinheitliches Bild, das es ratsam erscheinen läßt, bei der Beurteilung der Effekte differenziert und einzelfallbezogen vorzugehen.

Bei Beurteilung der Economies of Scale ist grundsätzlich zu überprüfen, ob durch den Zusammenschluß ein Schritt in Richtung auf eine optimale Betriebsgröße getan<sup>83</sup> oder eine notwendige kritische Mindestgröße erreicht werden konnte.<sup>84</sup> Sofern nämlich die kaufende Bank vor der Transaktion Schwächen aufweist, die einer zu geringen Betriebsgröße zuzuschreiben sind, so ist eine Betriebsgrößenerweiterung durch Akquisition ein passender Weg.<sup>85</sup> Den genauen Einfluß möglicher Größendegressionseffekte wird man am besten ermitteln können, indem die möglichen Auswirkungen auf die verschiedenen Bestandteile des bankbetrieblichen Cash-flow einzeln untersucht werden.

Der überwiegende Teil der Skaleneffekte wirkt über den Cash-flow-Bestandteil Betriebskosten auf den Unternehmungswert. Durch die Degressionseffekte insbesondere bei den Fixkosten kann das größere Geschäftsvolumen der beiden Transaktionspartner zusammengefaßt mit nur unterproportional gestiegenen Personal- und Sachkosten sowie Overhead-Kosten wie Marketing abgewickelt werden, was v. a. für Banken mit ausgeprägtem Mengengeschäft interessant ist. Nach den empirischen Erkenntnissen sind Degressionseffekte speziell bei einer Erhöhung der einzelnen Filialgrößen zu erreichen. Die Größendegression im TOB ist nach der Akquisition schnell und leicht realisierbar und stellt sich teilweise ohne aktives Zutun der Beteiligten ein. Daher wird hier in den meisten Fällen ein positiver Werteffekt erzielt werden können. Weitere Senkungen der Betriebskosten werden erreicht, wenn mit entsprechenden Investitionen, die

<sup>81</sup> Vgl. Lang, G./Welzel, P.: Cost Efficiency, S. 15.

<sup>82</sup> Vgl. Uhle, C.: Effizienzkriterium, S. 263 f.

<sup>83</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 121 sowie bereits 1957 Busse von Colbe, W.: Subjektive Unternehmungsbewertung, S. 122.

<sup>84</sup> Vgl. Salter, M. S./Weinhold, W. A.: Diversification, S. 174.

<sup>85</sup> Vgl. Schell, G. R.: Betriebsgröße, S. 312.



sich erst mit der neu gewonnenen Größe lohnen, teure Arbeitskraft durch relativ billigere EDV ersetzt werden kann. Die durch Spezialisierung und Arbeitsteilung möglichen Fortschritte auf der Lernkurve tragen zu einer schnelleren Ausnutzung der Effekte bei, auf denen das Erfahrungskurvenkonzept beruht. Dadurch sind Produktivitätssteigerungen und damit eine Senkung der Betriebskosten zu erwarten. Schließlich ergeben sich positive Kostenwirkungen, wenn nach dem Zusammenschluß die durchschnittliche Einlagen- und Kredithöhe steigt, was als wahrscheinlich gelten kann.

Gegen diese positiven Wirkungen müssen die möglichen Nachteile bei den Betriebskosten gerechnet werden, die durch die größere Organisation und Probleme bei ihrer Leitung entstehen. Die Koordination der dezentralen Stellen wird, insbesondere wenn sich durch die Akquisition deren Zahl erhöht, aufwendiger und damit auch kostspieliger. Gleiches gilt für die innerbetriebliche Kommunikation. Daneben steigen die Überwachungskosten im Kreditgeschäft mit zunehmendem Abstand zwischen Kreditnehmer und Kreditanalyse. Für die Einbeziehung dieser Aspekte in die Grenzpreisfindung muß der Bewerter beurteilen, inwieweit es der Bank nach dem Zusammenschluß gelingt, durch entsprechende Gestaltung der aufbau- und ablauforganisatorischen Strukturen derartige Größennachteile abzumildern. Außerdem sind negative Einflüsse auf die Unternehmungskultur denkbar, die im Einzelfall zu untersuchen wären. Die hier entstehenden zusätzlichen Betriebskosten werden nur überschlägig abgeschätzt werden können.

Schließlich wird auch die Wertkomponente beeinträchtigt, wenn der Anteil an relativ günstigen Kundeneinlagen an der Bilanzsumme im Verlauf des weiteren Wachstums sinkt.

Angesichts solcher Überlegungen bedürfen die zweifellos vorhandenen positiven Skaleneffekte im Betriebsbereich von Banken einer gewissen Relativierung. Die empirische Evidenz hat gezeigt, daß die Economies of Scale insgesamt mit großer Vorsicht zu betrachten sind. Insbesondere mittelgroße Banken, die einerseits keinen engen Kontakt zum regionalen Markt mehr haben, die aber andererseits auch noch keine herausragende Position im Gesamtmarkt haben, haben es besonders schwer bei der Nutzung von Skalenvorteilen, so daß beim Zusammenschluß zweier kleinerer Institute zu einem solchen mittelgroßen eher Nachteile zu erwarten sind. Überhaupt keine Economies of Scale sind für Banken zu erwarten, die sich bislang als erfolgreiche Nischenanbieter betätigt haben, insbesondere wenn der Erfolg dem Image der Exklusivität, wie z.B. bei auf vermögende Individualkunden spezialisierten Privatbanken, zuzuschreiben ist.

Nach Abwägung der verschiedenen Potentiale sind eindeutige Aussagen über den Werteinfluß einer akquisitionsbedingten Betriebsgrößenerweiterung nicht möglich. Unbestrittene Größenvorteile ergeben sich lediglich aus dem Zusammenschluß von Banken, die gemeinsam noch eindeutig unter



der als optimal festgestellten Betriebsgröße liegen. Die starke Streubreite an Betriebsgrößen, die es alleine in der deutschen Kreditwirtschaft gibt, legt den Schluß nahe, daß es in Abhängigkeit von den Umfeldbedingungen verschiedene optimale Betriebsgrößen gibt<sup>86</sup> und daß die Betriebsgröße bei Banken im Gegensatz zu industriellen Unternehmungen nur geringen Einfluß auf die Ertragskraft hat.<sup>87</sup>

Die wertschaffenden Größenvorteile einer Akquisition werden nach den vorangegangenen Überlegungen sehr vorsichtig und immer nur für den Einzelfall zu beurteilen sein.<sup>88</sup> Vor einer undifferenzierten Übernahme der in der Praxis geltenden These „Größe bringt Vorteile“ sei aber jedenfalls gewarnt. Weder die theoretischen Argumente noch die empirischen Ergebnisse lassen den Schluß zu, daß der Zusammenschlußeffect, der sich durch Größenwirkungen ergibt, eindeutig positiv ist.<sup>89</sup> Diese Erkenntnisse stehen damit „in auffallendem Gegensatz zu der Konzentrations- und Fusions-euphorie der Praktiker“<sup>90</sup>.

## 1.2 Umfangseffekte

Ein weiterer Bereich, in dem sich durch den Zusammenschluß zwischen zwei Banken Größenvorteile ergeben können, sind die Umfangsvorteile oder *Economies of Scope*. Diese stellen sich ein, wenn bei der Produktion unterschiedlicher Güter in einer Unternehmung geringere Kosten anfallen als bei getrennter Herstellung in einzelnen Spezialunternehmungen.<sup>91</sup> Sie treten auf, wenn bei der Produktion dieser Güter auf gemeinsame Einsatzfaktoren zurückgegriffen wird, die nebeneinander genutzt werden können,

---

<sup>86</sup> Vgl. Keßler, H.: Betriebsgrößen, S. 5.

<sup>87</sup> Vgl. Schuster, L.: Bankpolitik, S. 50.

<sup>88</sup> Die ernüchternden Erkenntnisse, die es gerade in den empirischen Arbeiten hierzu gegeben hat, führten bereits zu dem leicht resignierenden Fazit, daß die Durchschnittskosten der meisten Bankprodukte wohl unabhängig von der Betriebsgröße der Bank sind, vgl. Christl, J.: *Economies of Scale*, S. 22. Ähnlich auch Berger, A. N./Humphrey, D. B.: *Megamergers*, S. 558. Obwohl die Praxis die Skaleneffekte stark überschätzt, wird eine so weitgehende Auffassung hier nicht geteilt.

<sup>89</sup> So auch Uhle, C.: *Effizienzkriterium*, S. 264. Marois und Farde finden ebenfalls keinen systematischen Zusammenhang zwischen Größe und Profitabilität einer Bank, da in der Liste der 100 weltweit größten Banken nur 9 Banken auftauchen, die zu den 100 profitabelsten gehören, vgl. Marois, B./Farde, X.: *Cross-border acquisitions*, S. 842.

<sup>90</sup> Tichy, G.: *Bankengröße*, S. 382. Auch Berger und Humphrey bemerken, daß insbesondere Consultants die Skaleneffekte optimistischer einstufen als es nach den Erkenntnissen der akademischen Forschung angemessen wäre, vgl. Berger, A. N./Humphrey, D. B.: *Megamergers*, S. 562.

<sup>91</sup> Vgl. Gilligan, T./Smirlock, M./Marshall, W.: *Banking Firm*, S. 394.

ohne daß dadurch zusätzliche Kosten entstehen.<sup>92</sup> Für Finanzdienstleister ist das Konzept der *Economies of Scope* sehr fruchtbar, da die angebotene Dienstleistungspalette mit gleichem Sachkapital und verwandtem Management-Know-how hergestellt wird.<sup>93</sup> Weitere Umfangsvorteile entstehen auf der Verbraucherseite, indem unterschiedliche Leistungen an demselben Ort bezogen werden können, was dem Abnehmer Zeit und Kosten spart.<sup>94</sup>

Größenvorteile aus Umfangseffekten sind bei Bankakquisitionen nur zu erwarten, wenn der Käufer damit seine Leistungspalette erweitert. Der Bewerter muß also feststellen, welche Produkte des Zielobjektes vom Käufer nicht selbst angeboten werden, ob diese nach der Transaktion im Sortiment erhalten bleiben und welchen Auswirkungen auf die einzelnen Wertkomponenten daraus zu erwarten sind. Typisch sind solche Leistungsprogrammerweiterungen, wenn sich zwei unterschiedlich ausgerichtete Spezialinstitute zusammenschließen oder wenn eine Universalbank ein z. B. auf Factoring, Corporate Finance, Leasing oder Realkredite spezialisiertes Institut erwirbt.<sup>95</sup> Beim Zusammenschluß zweier Universalbanken mit vollständiger Leistungspalette oder zweier Spezialbanken mit identischen Geschäftsschwerpunkten wird es hingegen nicht zur Sortimentserweiterung kommen, so daß Umfangsvorteile nicht zu erwarten sind.<sup>96</sup>

Es soll nun untersucht werden, inwieweit sich durch eine Bankakquisition Potentiale für derartige Umfangsvorteile ergeben. Den denkbaren Potentialen soll ebenfalls die empirische Evidenz gegenübergestellt werden.

### 1.2.1 Potentiale für Umfangseffekte

Vorteile lassen sich mit der Ausweitung der Angebotspalette zunächst durch die *Information Economies*<sup>97</sup> erzielen, die durch Mehrfachnutzung des Einsatzfaktors Kundeninformation entstehen. Der Ressourcenverzehr für diesen Faktor fällt nur einmal beim Erwerb an, danach kann er als quasi-öffentliches Gut angesehen werden, das sich ohne zusätzliche Kosten beliebig oft nutzen läßt.<sup>98</sup> Die Vorteile, die sich hieraus für den Erfolg in der informationssensiblen Finanzdienstleistungsbranche ergeben können, sind vielfältig. Zunächst können Kosteneinsparungen realisiert werden, wenn Kundeninformationen, über die der eine Transaktionspartner durch langjäh-

<sup>92</sup> Vgl. Panzar, J. C./Willig, R. D.: *Scope*, S. 271.

<sup>93</sup> Vgl. Rose, P. S.: *American Banking*, S. 130.

<sup>94</sup> Vgl. Litan, R. E.: *Banks*, S. 76.

<sup>95</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: *Zusammenschlußbewegungen*, S. 54.

<sup>96</sup> Vgl. Berger, A. N./Humphrey, D. B.: *Megamergers*, S. 549 und Schmid, F. A.: *Skalenerträge*, S. 531.

<sup>97</sup> Berger, A. N./Hanweck, G. A./Humphrey, D. B.: *Viability*, S. 504.

<sup>98</sup> Vgl. Schmid, F. A.: *Skalenerträge*, S. 531.

rigen Geschäftskontakt bereits verfügt, für die erweiterte Produktpalette benötigt werden. Ein Beispiel hierfür ist die Risikoevaluierung: ist ein Kunde bereits bekannt, so erfordert die Abwicklung einer weiteren Leistungsart mit ihm i.d.R. keine oder zumindest keine sehr umfangreiche zusätzliche Risikoeinschätzung.<sup>99</sup> Auf der Absatzseite können diese Informationen z.B. genutzt werden, indem bei bekannten Kunden ein Finanzdienstleistungsbedarf konkret ausgemacht und die neue Leistungsart ihm im Wege des *Cross-selling* gezielt angeboten wird. Die Höhe der realisierbaren Information Economies hängt von der Art der Sortimentserweiterung bzw. der zusätzlich gewonnenen Kundeninformation ab.

Ein zweiter Bereich, in dem sich Umfangsvorteile ergeben können, ist die bessere Nutzung nicht voll ausgelasteter Sachkapazitäten, soweit diese auch für die Erstellung der neu hinzukommenden Leistungsarten eingesetzt werden können.<sup>100</sup> Bei Banken zählen hierzu v.a. die EDV-Anlagen und das Zweigstellennetz, die beide nur selten voll ausgelastet sind und sich leicht für zusätzliche Produktarten nutzen lassen. Es fallen hierfür keine zusätzlichen Kosten an, sondern die ohnehin entstehenden Fixkosten werden auf eine breitere Angebotspalette verteilt.<sup>101</sup> Auch das Know-how der Mitarbeiter kann durch ein erweitertes Sortiment für eine breitere Produktion genutzt werden.<sup>102</sup>

Im Marketing lassen sich ebenfalls Umfangsvorteile erzielen. Aufgrund der Besonderheiten des Finanzdienstleistungsproduktes kommt in der Kreditwirtschaft der Institutswerbung<sup>103</sup> ein besonderer Stellenwert zu. Für das neu hinzukommende Produkt fallen daher keine Werbekosten an, sondern es wird lediglich der immaterielle Vermögensgegenstand „Institutsimage“ auf eine größere Zahl von Leistungsarten verteilt.

Schließlich sind die externen Umfangsvorteile aufzuführen. Kann ein Finanzdienstleister seinem Kunden ein breites Produktsortiment anbieten, so vermindern sich aus Kundensicht Such-, Erfahrungs- und Verwaltungskosten, da positive Erfahrungen aus der Inanspruchnahme einer Leistungsart auf andere übertragen werden. Mit diesem Angebot zum One-stop-Banking dürfte sich v.a. im Privatkundengeschäft ein Marktvorsprung erzielen lassen,

---

<sup>99</sup> Vgl. Tichy, G.: Bankengröße, S. 375 und Gilligan, T./Smirlock, M./Marshall, W.: Banking Firm, S. 396.

<sup>100</sup> Vgl. Hunter, W. C./Timme, S. G./Yang, W. K.: Cost Subadditivity, S. 522.

<sup>101</sup> Vgl. Berger, A. N./Hanweck, G. A./Humphrey, D. B.: Viability, S. 503.

<sup>102</sup> Vgl. Schell, G.: Betriebsgröße, S. 361 und Hunter, W. C./Timme, S. G./Yang, W. K.: Cost Subadditivity, S. 522 f.

<sup>103</sup> Bei Institutswerbung wird im Gegensatz zur Leistungswerbung nicht ein einzelnes Produkt beworben, sondern versucht, für das gesamte Institut und damit indirekt auch für alle angebotenen Leistungen ein positives und verkaufsförderndes Image aufzubauen, vgl. Süchting, J.: Marketing, S. 1034.

zumal im Finanzdienstleistungssektor immer seltener einzelne Produkte, sondern Problemlösungen nachgefragt werden.<sup>104</sup> Daneben sind auch höhere Erträge möglich, wenn die dem Kunden aus der Bereitstellung einer breiteren Produktpalette entstehenden Vorteile durch höhere Gebühren abgeschöpft werden können.<sup>105</sup> Allerdings ist umstritten, inwieweit Banken hieraus tatsächlich Vorteile ziehen können, da viele Kunden am One-stop-Banking gar nicht interessiert sind. Der Bewerber muß sich zur genauen Beurteilung an der Kundenstruktur orientieren, um die hier möglichen Ertragswirkungen abschätzen zu können. Als weiterer Umfangsvorteil wird das Risiko von Nachfrageverschiebungen genannt, dem ein Institut mit breiterer Produktpalette weniger stark ausgesetzt ist, da es Leistungsarten, zu denen sich die Kundenpräferenzen verschieben, mit größerer Wahrscheinlichkeit bereits im Sortiment hat als ein Spezialanbieter.<sup>106</sup>

Als gegenläufiger Aspekt ist aber zu beachten, daß die Ausweitung des Sortiments die Kundenberater möglicherweise überfordert. Dies kann zu Fehlern führen, wodurch es für die Bank zu Imageschäden und zur Belastung von Kundenbeziehungen kommt.<sup>107</sup> Auch könnte die Verbreiterung der Produktpalette erhöhten Koordinationsaufwand und Informationspathologien hervorrufen, wenn sie eine Vergrößerung der Abteilungszahl mit sich bringt. Auch durch die Erhöhung der Anzahl der Leistungsarten sind Kostensteigerungen denkbar.<sup>108</sup> Schließlich muß die Gefahr gesehen werden, daß es zwischen den Produkten einer zu tief gestaffelten Angebotspalette zum Kannibalismus kommt.<sup>109</sup> Die Kunden betrachten die zusätzliche Leistung dann nicht mehr als Ergänzung, sondern nur als Ersatz und wählen aus dem größeren Sortiment eine andere als die bisher beanspruchte Leistung. Im Mengengerüst der entstehenden Bank steht dem Gewinn beim einen Produkt der Verlust beim anderen gegenüber, der Nettoeffekt für die Bank ist bestenfalls Null.

### 1.2.2 Empirische Evidenz

Die Resultate der empirischen Forschung über die Realisierung von Umfangsvorteilen sind sehr unterschiedlich und z.T. widersprüchlich,<sup>110</sup> was auch hier auf die stark differierenden Untersuchungsmethoden zurückzuführen ist. Daher können die Ergebnisse über die Economies of Scope bei

<sup>104</sup> Vgl. Benölken, H.: Megatrends, S. 38.

<sup>105</sup> Vgl. Lang, G./Welzel, P.: Skalenerträge, S. 6.

<sup>106</sup> Vgl. Steinherr, A./Huveneers, C.: Universal Banks, S. 8.

<sup>107</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Geschäftsstrukturen, S. 33.

<sup>108</sup> Vgl. Friege, C.: Economies of Scope, S. 754.

<sup>109</sup> Vgl. Cramer, J. E.: Bank, S. 6.

<sup>110</sup> Für einen kurzen Ausschnitt aus den Erkenntnissen von Studien über die Economies of Scope bei Banken vgl. die Aufstellung von Berger, A. N./Hanweck, G. A./Humphrey, D. B.: Viability, S. 502.

Banken auch nur mit großer Vorsicht zur Abschätzung dieses Zusammenschlußeffektes eingesetzt werden. Die meisten Studien stellen für die Produkte des Commercial Banking Umfangsvorteile fest,<sup>111</sup> die sich aber in sehr engen Grenzen halten.<sup>112</sup> Im Investment Banking können v.a. die kleineren Institute aus einer Sortimentserweiterung Economies of Scope realisieren, während die größeren eher Kostennachteile erleiden.<sup>113</sup> Umfangsvorteile zwischen dem zins- und dem provisionsabhängigen Geschäfte sind zwar plausibel, konnten aber empirisch nicht zweifelsfrei nachgewiesen werden.<sup>114</sup> Während *Saunders* und *Walter* eindeutige Umfangsnachteile feststellen,<sup>115</sup> kommen andere Studien eher zu Vorteilen beim gemeinsamen Angebot von Kredit- und Dienstleistungsgeschäft,<sup>116</sup> die allerdings insgesamt äußerst gering sind. Die Erfahrungen, die Banken bislang mit Allfinanzstrategien gemacht haben, mahnen insgesamt eher zur Vorsicht.<sup>117</sup>

Erhebliche Economies of Scope konnten zwischen den Geschäftsarten Einlagen und Kredite festgestellt werden. Danach ist es für eine Bank vorteilhaft, auf beiden Bilanzseiten direkt mit dem Kunden das Geschäft zu machen.<sup>118</sup> Ergibt sich durch die Akquisition eine Sortimentserweiterung in dieser Richtung, so kann von der Realisierung erheblicher Umfangsvorteile ausgegangen werden.

### 1.2.3 Einfluß der Umfangseffekte auf die Bewertung

In der Praxis wird die Realisierung von Umfangseffekten im Vorfeld von Zusammenschlüssen meist zurückhaltend beurteilt und bei der Wertfindung

---

<sup>111</sup> Vgl. etwa Lawrence, C.: *Banking Costs*, S. 374 oder Gilligan, T./Smirlock, M./Marshall, W.: *Banking Costs*, S. 400, nach deren Ansicht die für größere Banken möglichen Economies of Scope sogar die Nachteile eventueller Diseconomies of Scale ausgleichen können, vgl. ebenda, S. 404. Saunders und Walter finden für große Commercial Banks zwar keine Umfangsvorteile, aber auch keine Nachteile, vgl. Saunders, A./Walter, I.: *Universal Banking*, S. 81.

<sup>112</sup> Vgl. Berger, A. N./Humphrey, D. B.: *Megamergers*, S. 549, wo Größenordnungen von 1 % - 3 % für möglich gehalten werden.

<sup>113</sup> Vgl. Goldberg, L. G. et al.: *securities industry*, S. 103. Die gemessenen Diseconomies of Scope für die größeren Institute sind aber statistisch nicht signifikant.

<sup>114</sup> Vgl. Litan, R. E.: *Banks*, S. 76.

<sup>115</sup> Vgl. Saunders, A./Walter, I.: *Universal Banking*, S. 81.

<sup>116</sup> Vgl. für die deutschen Banken Lang, G./Welzel, P.: *Skalenerträge*, S. 17 und S. 19, für französische Banken Dietsch, M.: *Economies*, S. 49 und für israelische Banken Kim, M.: *Output Aggregate*, S. 193. Andere Ergebnisse erhalten allerdings bei Nutzung einer anderen Datenbasis Lang, G./Welzel, P.: *Cost efficiency*, S. 17f.

<sup>117</sup> Vgl. Bessler, W.: *Financial Conglomerates*, S. 279 und S. 288 ff., wo verschiedene Beispiele aus den USA hierzu angeführt werden.

<sup>118</sup> Vgl. Tichy, G.: *Bankengröße*, S. 366. Für das Universalbankensystem kam Dietsch in einer Untersuchung der französischen Kreditwirtschaft ebenfalls zu diesem Ergebnis, vgl. Dietsch, M.: *Economies*, S. 49.

außer Acht gelassen.<sup>119</sup> Im Interesse einer möglichst präzisen Grenzpreisermittlung sollten sie aber einbezogen werden. Allerdings zeigen die empirischen Ergebnisse, daß die Economies of Scope in den meisten Fällen gering ausfallen, zudem ist das Ausmaß der damit möglichen Werteinflüsse von der Umsetzung der Potentiale durch das Management abhängig.<sup>120</sup> Für die realisierbaren Effekte ist es entscheidend, welche Produktpaletten die beiden Partner in die neue Wirtschaftseinheit einbringen, inwieweit das Leistungsangebot damit insgesamt erweitert wird und welche Wirkungen auf die einzelnen Wertkomponenten sich dadurch einstellen können. Einfluß auf den Wert des entstehenden Institutes nehmen die Umfangseffekte über die Betriebskosten, die Wertkomponente und das Mengengerüst.

Bei den Betriebskosten ist oft eine Abwicklung des durch die neue Leistungsart geschaffenen zusätzlichen Geschäftsvolumens mit den vorhandenen Kapazitäten möglich, so daß Ertragsquellen erschlossen werden können, ohne daß hierfür zusätzliche Kosten entstehen. Auch im Marketing sind höhere Wirkungen bei konstanten oder nur unwesentlich höheren Kosten möglich. Allerdings sind, falls das neu hinzugekommene Produkt die Kundenberater überfordert, höhere Fehlerraten und damit eine geringere Produktivität einzukalkulieren. Dies ist umso wahrscheinlicher, je weniger Gemeinsamkeiten die beiden Leistungspaletten haben. Andererseits sind die erreichbaren Umfangsvorteile umso höher, je unterschiedlicher die Leistungsarten sind, so daß sich hier gegenläufige Effekte ergeben. Das Überforderungsproblem kann durch Weiterbildungsmaßnahmen oder den Einsatz höher qualifizierter Kundenberater gelöst werden, was jedoch zusätzliche Kosten verursacht, die gegen die aus den Economies of Scope zu erwartenden Vorteile gerechnet werden müssen. Auch Informationspathologien führen zu höheren Betriebskosten.

Auf die Wertkomponente ergeben sich Vorteile durch Nutzung der Information Economies, da z.B. eine Risikoevaluierung bei bereits bekannten Kunden für die neu hinzukommenden Produkte nicht mehr durchgeführt zu werden braucht, so daß sich die Ertragsmarge verbessert. Können durch das verbesserte One-stop-banking Angebot höhere Gebühren bei den Kunden abgeschöpft werden, so ergeben sich auch hier positive Wirkungen. Empirisch konnten eindeutige Umfangsvorteile nachgewiesen werden, wenn auf der Einlagen- oder Kreditseite ein vorher nicht bestehender Kundenzugang geschaffen wurde. Durch Kannibalisierung können allerdings Verschiebungen von ertragsstarken zu ertragsschwächeren Leistungsarten erfolgen.

Auf das Mengengerüst wirken Umfangseffekte positiv durch das Cross-selling Potential und das vergrößerte Angebot zum One-stop-banking, da

---

<sup>119</sup> Vgl. Martin, D. L./Hanley, C. A.: Merger of Equals, S. 14.

<sup>120</sup> Vgl. Friege, C.: Economies of Scope, S. 754.



die neu hinzukommende Leistung an bekannte Kunden gezielt verkauft werden kann. Kannibalisierungseffekte können aber dazu führen, daß es nicht zur Vergrößerung, sondern nur zu Verschiebungen innerhalb des Mengengerüsts kommt.

### 1.3 Effizienzwirkungen

Als letzter Bereich innerhalb der größenbedingten Zusammenschlußeffekte wird nun untersucht, wie sich eine Bankakquisition auf die Effizienz der neu entstehenden Wirtschaftseinheit auswirkt und wie dies in die Grenzpreisfindung einbezogen werden kann.

Banken arbeiten unterschiedlich effizient, da bei ihnen verschiedene Formen von Ineffizienzen vorkommen können. Diese lassen sich in drei Gruppen einteilen. Zunächst gibt es die alloкатive Ineffizienz, die aus einem suboptimalen Produktionsplan entsteht. Beispiele hierfür sind eine nicht-gewinnmaximale Angebotspalette, die aus falschen Annahmen über die Erträge aus den einzelnen Leistungsarten entstehen kann oder ein suboptimales Einsatzverhältnis von Arbeit und Sachkapital, das durch unzutreffende Annahmen über die relativen Preise beider Inputfaktoren begründet sein kann.<sup>121</sup> Außerdem werden aufsichtsrechtliche Vorschriften als Grund angeführt, die häufig suboptimale Produktionspläne provozieren.<sup>122</sup> Diese Form der Effizienz wird durch die Akquisition nur am Rande berührt und spielt bei der Abschätzung der Zusammenschlußeffekte eine untergeordnete Rolle. Wesentlich wichtiger sind technische Ineffizienzen, die entstehen, wenn für eine bestimmte Produktionsmenge mehr Inputs als erforderlich eingesetzt werden oder aus den gegebenen Einsatzfaktoren ein geringerer Output als möglich erzielt wird. Beispiele hierfür sind, wenn eine Bank aus ihrer technischen Ausstattung weniger Leistung herausholt als Kapazität vorhanden wäre oder wenn die Mitarbeiter nicht genügend überwacht werden und daher eine unter den Möglichkeiten liegende Arbeitsleistung erbringen.<sup>123</sup> *Leibenstein* prägte hierfür den Begriff der *X-Inefficiency*<sup>124</sup>, der sich trotz einiger Unschärfen<sup>125</sup> eingebürgert hat. Die dritte Kategorie ist die qualitative Ineffizienz, die entsteht, wenn die angebotenen Produkte im Hinblick auf ihre Qualität unter den gegebenen Kostenbedingungen den Vorstellungen der Kunden nicht entsprechen.<sup>126</sup>

<sup>121</sup> Vgl. Berger, A. N./Hancock, D./Humphrey, D. B.: Bank efficiency, S. 321.

<sup>122</sup> Vgl. Evanoff, D. D./Israilevich, P. R.: Productive efficiency, S. 12.

<sup>123</sup> Vgl. Berger, A. N./Hancock, D./Humphrey, D. B.: Bank efficiency, S. 321.

<sup>124</sup> Vgl. Leibenstein, H.: X-Efficiency, wo dieser Begriff 1966 erstmals auftauchte.

<sup>125</sup> Leibenstein hat im Zeitverlauf seine Begrifflichkeit verändert und ist vielfach vage geblieben, so daß der Begriff der *X-Inefficiency* nur unscharf definiert ist, vgl. Kruse, J.: Monopolregulierung, S. 98.

<sup>126</sup> Vgl. Kruse, J.: Monopolregulierung, S. 117.



Im folgenden werden wieder zunächst die Potentiale für Effizienzveränderungen aufgezeigt, bevor die empirische Evidenz dagegestellt wird.

### 1.3.1 Potentiale für Effizienzveränderungen

Im Zuge der Akquisition kann es durch die Erhöhung der Betriebsgröße v.a. zu Veränderungen der technischen Effizienz kommen. Die Unternehmungsinsider, also Management und Mitarbeiter, verfolgen oftmals Eigenziele, die mit denen der Bank konfliktieren können. Hierzu zählen hohe Einkommen, großzügige Sozial- und Sonderleistungen oder die Abrechnung privater Aufwendungen auf Firmenkosten. Hinzu kommen Aufwendungen, die das Bedürfnis nach Status und Prestige erfüllen, z.B. für repräsentative Verwaltungsgebäude, eine luxuriöse Bürousausstattung, Dienstwagen, üppige Spenden für gemeinnützige Zwecke oder als Mäzene für Kunst. Schließlich streben die Insider nach weiteren Vorteilen wie geringer Arbeitsbelastung, angenehmen Arbeitsbedingungen, Schutz vor Entlassung u.ä. Diese Vorteile, die sich Mitarbeiter und Management durch ihre Zugehörigkeit zu der Bank verschaffen, werden auch als *Insiderrenten* bezeichnet und führen zu erheblichen unnötigen Kosten und damit technischen Ineffizienzen.<sup>127</sup> Der Unternehmungsinsider wird seinen Arbeitseinsatz so dosieren, daß er insgesamt einen hohen Nutzen erzielt, wobei neben Aspekten wie Entlohnung, Arbeitszufriedenheit oder internalisierten Verhaltensstandards wie Loyalität die Angst vor Sanktionen der wesentliche Einflußfaktor ist.

Sofern durch den Zusammenschluß die Wettbewerbsintensität nachläßt, reduziert sich der Druck des Marktes zur Kosteneffizienz.<sup>128</sup> Das Management braucht dann weniger Sanktionen für das Streben nach Insiderrenten zu befürchten, so daß sich suboptimale und kostensteigernde Verhaltensweisen in der Bank verbreiten können.<sup>129</sup> Tatsächlich hat sich gezeigt, daß Banken in weniger wettbewerbsintensiven Märkten ihre Kapitalkraft oft für die Anschaffung typischer Statussymbole aufwenden, statt sie in die Erschließung von Ertragspotentialen zu investieren.<sup>130</sup> Außerdem setzte das Management solcher Banken die Potentiale für Kostensenkungen und Effizienzsteigerungen nicht mehr schnell und tatkräftig um. Stattdessen wurde eine risiko- und damit auch ertragsarme Geschäftspolitik verfolgt, so daß der nachlassende Wettbewerb zu deutlich geringeren Erträgen führte.<sup>131</sup>

<sup>127</sup> Vgl. Kruse, J.: Monopolregulierung, S. 100 - 102.

<sup>128</sup> Vgl. Leibenstein, H.: X-Efficiency, S. 397 und speziell auf Banken bezogen Evanoff, D. D./Israilevich, P. R.: Productive efficiency, S. 27.

<sup>129</sup> Vgl. Reding, K./Dogs, E.: X-Effizienz, S. 32.

<sup>130</sup> Vgl. die unveröffentlichte Studie von Stevens, zitiert bei Rose, P. S.: American Banking, S. 139f.

<sup>131</sup> Vgl. Rose, P. S.: American Banking, S. 139f., der sich auf eine unveröffentlichte Studie von Stevens bezieht. Bei einer Untersuchung des spanischen Marktes wurde

Dieser Zusammenhang zwischen nachlassender Wettbewerbsintensität und geringer Kosteneffizienz braucht jedoch keineswegs als naturgesetzlich hingenommen zu werden. Sofern die Entscheidungsträger sich dieser Gefahr bewußt sind und sich bereitfinden, ihr aktiv entgegenzuwirken, braucht es zu einer Verschlechterung der X-Effizienz nicht zu kommen. Der Bewerber muß hierfür eine Kompetenzeinschätzung des Managements vornehmen.

Der Bewerber muß auch die Möglichkeit einbeziehen, daß die Durchführung der Akquisition an sich bereits eine Form von Insiderrente sein kann. So konnte festgestellt werden, daß eine häufige Motivation für das Management der kaufenden Unternehmung nicht die Wertsteigerung für ihre Anteilseigner war, sondern reines Eigeninteresse, indem sich z. B. damit ihr Wunsch erfüllte, ein größeres Bankenimperium zu leiten,<sup>132</sup> oder die persönlichen Einkünfte nicht an die Profitabilität, sondern die Bilanzsumme gebunden war.<sup>133</sup> Liegt der Verdacht vor, daß diese Form von Insiderrente durch die Akquisition realisiert werden soll, so muß der Bewerber bei der Einschätzung der wertbeeinflussenden Effekte besonders kritisch vorgehen.

Eng verbunden mit dem Problem der Insiderrenten sind die Ineffizienzen, die durch organisatorische Schwierigkeiten entstehen können, wobei sich eher Nachteile für große Unternehmungen ergeben. Gehalt und Status eines Managers sind oft abhängig von der Höhe des von ihm verwalteten Budgets und der Anzahl seiner Untergebenen. Daraus ergeben sich Anreize zum budgetmaximierenden Verhalten und zur Ausweitung der Zuständigkeitsbereiche bei Erhöhung des Personalstandes, ohne daß entsprechende Outputzuwächse entstehen.<sup>134</sup> Weitere Nachteile können sich aus dem Arbeitseinsatz des einzelnen Mitarbeiters bei wachsender Unternehmungsgröße ergeben. Die Arbeitsintensitäten der einzelnen Mitarbeiter beeinflussen das Leistungsniveau der Arbeitsgruppe. Je größer die Gruppe, umso schwieriger wird es, deren Leistungsniveau zu erhöhen, da mit wachsender Gruppengröße Abstimmungsprozesse schwieriger und Konfliktpotentiale größer werden. Die Leistung der Gruppe erhöht sich auch nicht unbedingt, wenn ein einzelnes Gruppenmitglied seine Arbeitsintensität steigert, da dies eine entsprechende Koordination bedingt.<sup>135</sup> Es ist also damit zu rechnen, daß nach der Akquisition die Mitarbeiter nur schwer zu höheren Leistungen

---

ebenfalls festgestellt, daß mit wachsender Anbieterkonzentration eine geringere Wettbewerbsintensität einhergeht. Allerdings wurde dabei kein Effizienzverlust der verbliebenen Institute gemessen, sondern diese erzielen im Gegenteil sogar höhere Gewinne, was mit kollusivem Verhalten der Banken erklärt wird. Vgl. hierzu ausführlich die Untersuchung von Lloyd-Williams, D. M./Molyneux, P./Thornton, J.: *Spanish banking*, insbesondere S. 442.

<sup>132</sup> Vgl. DeYoung, R./Whalen, G.: *Consolidated Banking Industry*, S. 17.

<sup>133</sup> Vgl. Boyd, J. H./Graham, S. L.: *Consolidation Trend*, S. 80.

<sup>134</sup> Vgl. Kruse, J.: *Monopolregulierung*, S. 101.

<sup>135</sup> Vgl. Reding, K./Dogs, E.: *X-Effizienz*, S. 26f.

motiviert werden können. Bürokratische und komplexe Organisationsformen erfordern zudem einen rigiden Aufgabenzuschnitt für den Einzelnen, der das Mitdenken bei bereichsübergreifenden Problemen unterbindet,<sup>136</sup> was gerade in Abteilungen mit anspruchsvollen Bankprodukten zu empfindlichen Effizienzverlusten führt. Weiterhin ist es in großen Organisationen schwieriger, Verfahrensinnovationen oder Veränderungen in den Arbeitsabläufen durchzusetzen, da festgelegte Handlungsweisen unabhängig von ihrer Effizienz nicht mehr hinterfragt werden. Auch das großenbedingte Wachstum von Kostenblöcken gefährdet die Effizienz, da es die Kostenkontrolle erschwert und das Kostenbewußtsein reduziert.<sup>137</sup>

Die nach dem Zusammenschluß erforderliche Neuaufteilung der Aufgaben auf die größer gewordene Belegschaft führt beim Einzelnen aufgrund seiner *bounded rationality* zur Abwendung des vorher verfolgten Optimierungs- und Maximierungsstrebens. Stattdessen wird eine Satisfizierung betrieben, bei der er sein Engagement für die Organisation auf das Maß reduziert, bei dem er gerade noch Schwierigkeiten mit übergeordneten Instanzen vermeiden kann.<sup>138</sup>

Effizienzwirkungen ergeben sich auch aus der Kapazitätsausstattung. Werden mit der Akquisition nicht erforderliche Kapazitäten gekauft, so steigen die Durchschnittskosten und es kommt zu technischer Ineffizienz.<sup>139</sup> Solche Überkapazitäten können einerseits eine Form von Insiderrente sein, indem nämlich Umsatz- und Budgetmaximierungsziele verfolgt werden, andererseits können sie aber auch der Schaffung strategischer Eintrittsbarrieren dienen.<sup>140</sup> Im zweiten Fall sind langfristig positive Ertragswirkungen möglich, während im ersten Fall eher negative Einflüsse für den Cash-flow zu erwarten sind.

Andererseits können sich durch Arbeitsteilung und Spezialisierung auch Effizienzvorteile ergeben. Oft wird durch Größe und Spezialisierung erst die Insitutionalisierung von Aufgaben wie Anlageberatung, Wertpapieranalyse, Marktforschung oder Werbung möglich. Mit wachsender Größe der Bank nimmt das Ausmaß zu, in dem sich Mitarbeiter auf ein solches abgegrenztes Aufgabengebiet beschränken können,<sup>141</sup> so daß sich *Economies of Skill*<sup>142</sup> ergeben, die Bearbeitungszeiten und Fehlerquoten sinken lassen.

<sup>136</sup> Vgl. Scholl, W.: Informationspathologien, Sp. 908.

<sup>137</sup> Vgl. Uhle, C.: Effizienzkriterium, S. 261.

<sup>138</sup> Diese Erkenntnis stammt von der Pittsburgher Gruppe um Simon, vgl. z.B. Cooper, W. W./Simon, H. A.: *Economic Expectations*, S. 357.

<sup>139</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 124.

<sup>140</sup> Vgl. Kruse, J.: Monopolregulierung, S. 116.

<sup>141</sup> Vgl. Sheldon, G.: Skalenerträge, S. 356.

<sup>142</sup> Tebroke, H.-J.: Größe, S. 82.

Solche Produktivitätszuwächse sind v. a. bei Routinetätigkeiten mit geringer EDV-Unterstützung zu erwarten, z. B. bei der Bonitätsprüfung im Kreditgeschäft mit Mengenkunden,<sup>143</sup> sie sind aber auch auf komplexeren Gebieten wie Emissionen oder Syndizierungen festzustellen.<sup>144</sup> Diese Lernprozesse sind rein empirische Phänomene, für die es kein Erklärungsmodell gibt. Oftmals laufen sie auch nur unbewußt und schleichend ab, so daß sie sich der Modellbildung weitgehend entziehen und können einen einzelnen Mitarbeiter wie auch eine gesamte Arbeitsgruppe betreffen.<sup>145</sup>

Auf die qualitative Effizienz wirkt die Möglichkeit zur Schaffung von Produktinnovationen. Besonders erfolgreiche Banken wie der amerikanische *Bankers Trust* erwirtschaften einen Großteil ihrer Gewinne heute mit Produkten, die es 10 Jahre zuvor noch gar nicht gegeben hat.<sup>146</sup> Der Innovator hat bei einer erfolgreichen Leistungsinnovation neben dem Wissens- und Erfahrungsvorsprung noch den Vorteil einer positiven Imagewirkung, wie sie mit traditionellen Marketinginstrumenten nicht erzielt werden können.<sup>147</sup> Daher ist Innovationstätigkeit auch für Banken wichtig.

Die Neo-Schumpeter-Hypothese I unterstellt einen positiven Zusammenhang zwischen Größe und Innovationsstärke einer Unternehmung. Große Banken haben Vorteile durch ihre höhere Finanzkraft, die sie für die Konzeption neuer Leistungsarten einsetzen können. Zudem können sie das mit der Produktneueinführung verbundene Risiko eines Fehlschlags besser tragen. Allerdings gibt es in großen Kreditinstituten meist die für Großunternehmungen charakteristischen langen und bürokratischen Entscheidungswege, die die Kreativität des Einzelnen bremsen.<sup>148</sup> In den Entscheidungsprozeß über die Weiterverfolgung von Produktideen sind viele Personen einbezogen, was die Chance für die Realisierung risikoreicher Projekte senkt und die Zeitspanne verlängert, bis eine Produktidee zu einer marktreifen Lösung weiterentwickelt wird.<sup>149</sup> Schließlich verfügen kleine Banken i. d. R. über größere Kundennähe, so daß Marktentwicklungen und -bedürfnisse schneller wahrgenommen und mit entsprechenden Neukonzeptionen beantwortet werden können.<sup>150</sup>

---

<sup>143</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 179.

<sup>144</sup> Vgl. Uhle, C.: Effizienzkriterium, S. 260.

<sup>145</sup> Vgl. Ziegenbein, K.: Erfahrungsökonomie, S. 509. Bei einer von McKinsey betreuten Akquisition ergab sich eine Zunahme der pro Mitarbeiter abgewickelten Aufträge im Wertpapierbereich um 20 %, die Produktivität bei der Bearbeitung von Privatkreditanträgen stieg um 50 %, vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 5.

<sup>146</sup> Vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 143.

<sup>147</sup> Vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 182.

<sup>148</sup> Vgl. Peters, T.: Rethinking Scale, S. 20 f.

<sup>149</sup> Vgl. Betge, P.: Betriebsgröße, Sp. 4284.

<sup>150</sup> Vgl. Peters, T.: Rethinking Scale, S. 20.

Es zeigen sich also gegenläufige Effekte der durch die Akquisition gewonnenen Größe auf die Innovationsfähigkeit einer Bank. In der Vergangenheit sind wesentliche Neuerungen wie Euroscheck oder Finanzinnovationen i. d. R. von Großbanken ausgegangen,<sup>151</sup> so daß hier per Saldo wohl positive Größenwirkungen auf die qualitative Effizienz angenommen werden können. Im Schrifttum hat sich die Auffassung durchgesetzt, daß eine gewisse Mindestgröße, verbunden mit einem Mindestmaß an Finanzkraft, als Voraussetzung für Innovationstätigkeit vorhanden sein muß. Ist diese erreicht, so sind weitere Innovationsvorteile nicht zu erwarten.<sup>152</sup> Ein bewertungsrelevanter Zusammenschlußeffekt ergibt sich also, wenn beide Institute vor der Transaktion diese Mindestgröße unterschritten haben und sie nun durch den Zusammenschluß erreichen. Außerdem kann der Käufer seine Innovationsfähigkeit verbessern, wenn er mit dem Akquisitionsobjekt eine spezielle Innovationskultur oder hierauf spezialisiertes Personal erwirbt.

Die Betrachtung der Potentiale für Effizienzveränderungen macht deutlich, daß die Effizienzwirkungen nicht eindeutig sind. Vieles wird davon abhängen, wie der Kontrolldruck durch Wettbewerb und Anteilseigner sich verändert, und inwieweit dem Problem der Insiderrenten begegnet werden kann.

### *1.3.2 Empirische Evidenz*

Auch bei den Studien über die Effizienz von Banken überwiegen die in den USA entstandenen Arbeiten, deren Erkenntnisse auf die europäischen und insbesondere deutschen Verhältnisse nur mit Vorbehalten übertragen werden können.<sup>153</sup> Das Problem bei diesen Untersuchungen liegt in noch weit größerem Maße als bei denen über die Skaleneffekte in der Untersuchungsmethodik.<sup>154</sup>

Bei Untersuchungen in verschiedenen Ländern, z.B. den USA<sup>155</sup>, der Schweiz<sup>156</sup>, Österreich<sup>157</sup> und Deutschland<sup>158</sup> wurden wiederholt technische

<sup>151</sup> Vgl. Schuster, L.: Bankpolitik, S. 48.

<sup>152</sup> Vgl. Schmidt, I./Elßer, S.: Unternehmensgrößen, S. 558 f.

<sup>153</sup> Eine Übersicht über die wichtigsten bislang in den USA durchgeführten Studien über Banken-Effizienz mit einer knappen Zusammenfassung der Ergebnisse bieten Kaparakis, E. I./Miller, S. M./Noulas, A. G.: Cost Inefficiency, S. 879.

<sup>154</sup> Vgl. Berger, A. N./Humphrey, D. B.: dominance, S. 118 und Berger, A. N./Hunter, W. C./Timme, S. G.: efficiency, S. 228, wo verschiedene Ansätze dargestellt und kurz kritisch gewürdigt werden. Hunter und Timme weisen zudem nach, daß die Ergebnisse von Effizienzstudien stark von den verwandten Meßmethoden abhängen, so daß die Wahl einer bestimmten Methode bereits zum Großteil das Ergebnis bestimmt, vgl. Hunter, W. C./Timme, S. G.: Bank Scale Economies, S. 180.

<sup>155</sup> Vgl. Berger, A. N./Hancock, D./Humphrey, D. B.: Bank efficiency, S. 339; Ferrier, G. D./Lovell, C. A. K.: Cost Efficiency, S. 242; Grabowski, R./Rangan,

Ineffizienzen bei den Banken festgestellt.<sup>159</sup> Dabei wurde auch erkannt, daß die Effizienz einer Bank mit ihrer Größe variiert, wobei sich deutliche Vorteile für die großen Kreditinstitute ergaben.<sup>160</sup> Allokative Ineffizienzen wurden nur selten festgestellt und scheinen zudem weitgehend unabhängig von der Größe der Bank zu sein,<sup>161</sup> so daß sich hier keine wertbeeinflussenden Effekte ergeben werden. Es konnte dabei auch festgestellt werden, daß die Anbieter bei geringer Wettbewerbsintensität in einem Markt höhere Betriebskosten aufwiesen, so daß das Insiderrentenproblem auch empirisch nachweisbar ist.<sup>162</sup>

Die Effizienzentwicklung nach einer Akquisition hängt davon ab, welches der beteiligten Institute sich durchsetzt. Gelingt es, die Strukturen des effizienteren Institutes auf die gesamte neue Einheit zu übertragen, so sind Effizienzzuwächse und damit höhere Erträge möglich, aber nicht zwingend,<sup>163</sup> wobei der Umfang der möglichen Kostenersparnisse durchaus erheblich sein kann.<sup>164</sup> Besondere Effizienzvorteile scheinen sich zu ergeben, wenn das Käuferinstitut deutlich größer und effizienter ist als das Zielobjekt.<sup>165</sup> Überwiegend wird aber festgestellt, daß die Effizienz durch

---

N./Rezvanian, R.: cost efficiency, S. 537 und Aly, H. Y. et al.: Efficiencies, S. 218. Ein anderes Ergebnis erhielten Kaparakis, E. I./Miller, S. M./Noulas, A. G.: Cost Inefficiency, S. 885, die aber einräumen, daß ihr Modell und die darin verarbeiteten Daten einige Schwachpunkte aufweisen und die Ergebnisse daher möglicherweise unzutreffend sind, vgl. ebenda, S. 891.

<sup>156</sup> Vgl. Sheldon, G.: Skalenerträge, S. 375, der zwar mit verschiedenen Verfahren unterschiedliche Ergebnisse erhält, insgesamt aber daraus schließt, daß größere Banken effizienter operieren.

<sup>157</sup> Vgl. Greil, T./Schmid, F. A.: Effizienz, S. 20 und Schmid, F. A.: Skalenerträge, S. 533.

<sup>158</sup> Vgl. Lang, G./Welzel, P.: X-Ineffizienz, S. 419.

<sup>159</sup> So stellten Aly et al. fest, daß Banken denselben Output im Durchschnitt mit einem um 35 % geringeren Faktoreinsatz hätten erbringen können, vgl. Aly, H. Y. et al.: Efficiencies, S. 215. Zu ähnlichen Ergebnissen kamen auch Ferrier, G. D./Lovell, C. A. K.: Cost Efficiency, S. 243 mit Ineffizienzen von 20 % - 30 % und Berger, A. N./Hancock, D./Humphrey, D. B.: Bank efficiency, S. 338, nach deren Ergebnissen den Banken etwa die Hälfte ihres möglichen Gewinns durch Ineffizienzen verloren geht. Vgl. auch die Übersicht bei Sheldon, G.: Skalenerträge, S. 373. In seiner eigenen Untersuchung des schweizer Bankwesens kommt er allerdings genau zu dem entgegengesetzten Ergebnis, nämlich daß die allokativen Ineffizienz das Hauptproblem ist. Die Schweiz scheint insofern ein Sonderfall zu sein.

<sup>160</sup> Vgl. Berger, A. N./Hunter, W. C./Timme, S. G.: efficiency, S. 230.

<sup>161</sup> Vgl. Evanoff, D. D./Israilevich, P. R.: Productive efficiency, S. 27.

<sup>162</sup> Vgl. Rhoades, S. A.: Operating Performance, S. 13.

<sup>163</sup> Vgl. Shaffer, S.: megamergers, S. 431 f. Berger und Humphrey halten diesen Zusammenhang zwar auch für plausibel, konnten ihn aber aus ihrem Datenmaterial nicht ableiten, vgl. Berger, A. N./Humphrey, D. B.: Megamergers, S. 583.

<sup>164</sup> Vgl. DeYoung, R./Whalen, G.: Consolidated Banking Industry, S. 17, die Größenordnungen von 20 % - 30 % für möglich halten.



Akquisitionstätigkeit nicht<sup>166</sup> oder nur geringfügig<sup>167</sup> verbessert werden kann, was darauf hinweist, daß die vorhandenen Potentiale zur Effizienzsteigerung nach der Akquisition nicht tatkräftig genug umgesetzt werden. Die Realisierung der Effizienzpotentiale hängt damit entscheidend von der Managementqualität des Käuferinstitutes ab.<sup>168</sup> Für die Quantifizierung der Effizienzeffekte muß der Bewerter daher ein Urteil darüber fällen, ob er dem Management zutraut, vorhandene Potentiale in tatsächliche Vorteile umzusetzen.

### *1.3.3 Einfluß der Effizienzwirkungen auf den Wert*

Der Schwerpunkt der möglichen Zusammenschlußeffekte in diesem Bereich liegt in der technischen Effizienz, inwieweit eine Bank also eine bessere Nutzung ihrer Einsatzfaktoren erreichen kann. Daneben kann die qualitative Effizienz betroffen sein. Wertauswirkungen ergeben sich über die Betriebskosten, die Wertkomponente, das Mengengerüst und den Eigen Geschäftsbereich.

Nachteile sind v. a. für die Betriebskosten zu erwarten, wenn der wahrgenommene Kontrolldruck durch den Wettbewerb nachläßt, da sich dadurch kostensteigernde Verhaltensweisen verbreiten und mögliche Produktivitätssteigerungen nicht realisiert werden. Dies ist in erster Linie bei Transaktionen zu erwarten, in die lokale Banken einbezogen sind, so daß sich die regionale Konkurrenz verringert. Weitere ungünstige Auswirkungen sind durch budgetmaximierendes Verhalten zu erwarten, durch die v. a. die Personalkosten ohne entsprechende Zusatzerträge steigen. Auch die Produktivität wird in dem nach dem Zusammenschluß vergrößerten Institut nur noch schwierig zu steigern sein oder sogar deutlich nachlassen. Die neue Größe wird sich negativ auf den Arbeitseinsatz des Einzelnen und auch der Arbeitsgruppe auswirken. Gegebenenfalls werden durch die Akquisition in der Bank auch Überkapazitäten geschaffen, die sich nachteilig auf die Kostenstruktur auswirken. Die Kosten in der vergrößerten Bank werden schwieriger zu kontrollieren sein. Ob sich diese Wirkungen tatsächlich so einstellen, liegt zum Großteil daran, wie der Käufer die Integration handhabt. Dieser Zusammenhang muß bei der Prognose unbedingt beachtet werden.

<sup>165</sup> Vgl. Evanoff, D. D./Israilevich, P. R.: Efficiency in Banking, S. 1044.

<sup>166</sup> Vgl. Fixler, D. J./Zieschang, K. D.: bank efficiency, S. 440f., die allerdings darauf hinweisen, daß M&A-aktive Banken deutlich X-effizienter sind als nicht-aktive, ferner Rhoades, S. A.: Efficiency effects, S. 419.

<sup>167</sup> Vgl. Berger, A. N./Humphrey, D. B.: Megamergers, S. 577.

<sup>168</sup> Die dominierende Rolle des Managements wird auch betont bei Berger, A. N./Hunter, W. C./Timme, S. G.: efficiency, S. 234.



Daneben sind weitere Komponenten des Discounted Cash-flow von den Effizienzwirkungen betroffen. Falls die Betriebsvergrößerung Qualitätsverbesserungen bei den Bankleistungen, z.B. durch Spezialisierung der Mitarbeiter, mit sich bringt, so verbessert sich dadurch die Verhandlungs- und Marktposition der Bank ihren Kunden gegenüber.<sup>169</sup> Hieraus sind positive Effekte auf die Wertkomponente zu erwarten, da hohe Leistungsqualität einen monopolistischen Preisspielraum schafft oder vergrößert.

Wird durch den Zusammenschluß die Innovationskraft der Bank verbessert, so kann dies als positiver Verbundeffekt einbezogen werden, der je nach Art der hinzukommenden Geschäftsarten auf die Mengenkomponeute im kundenbezogenen Geschäft oder auf den Eigengeschäftsbereich wirkt. Darüber hinaus können hiermit noch Imagewirkungen erzielt werden, die die künftige Kundenakquisition erleichtern und damit ebenfalls positiv auf das Mengengerüst wirken.

Die empirische Evidenz verweist darauf, daß Effizienzvorteile mit einer Akquisition erreichbar sind, insbesondere wenn der Käufer über eine höhere Effizienz verfügt als das Zielobjekt, diese aber zu selten tatsächlich umgesetzt werden. Für die Einbeziehung der Werteinflüsse bedarf es also einer Einschätzung der Managementqualität.

### 1.4 Zusammenfassende Beurteilung

In diesem Hauptabschnitt wurden die Auswirkungen dargestellt, die sich durch die Größenveränderung auf den Wert der mit dem Zusammenschluß entstehenden Bank ergeben. Ausgangspunkt dabei ist die Überlegung, daß sich durch die Akquisition die Gesamtgröße der entstehenden Bankengruppe erhöht, so daß sich Economies of Scale, Economies of Scope und Effizienzwirkungen ergeben können. Es wurde dabei festgestellt, daß die Wirkungen nicht eindeutig festliegen, sondern immer vom speziellen Einzelfall abhängen, über den sich der Bewerter genau orientieren sollte. Die umfangreichsten Auswirkungen sind im Bereich der Betriebskosten denkbar, die sich nicht einfach als Summe der beiden Transaktionspartner fortschreiben lassen, sondern erheblichen positiven wie negativen Größenwirkungen unterliegen. Aber auch in anderen Bereichen wie der Mengen- und Wertkomponente im kundenbezogenen Geschäft sind Auswirkungen zu erwarten.

## 2. Werteinflüsse durch Synergien

Der Begriff der Synergie leitet sich aus dem griechischen *synergon* ab und bedeutet „zusammenwirken“.<sup>1</sup> Beim Zusammenschluß von Unterneh-

<sup>169</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Größe, S. 85.

<sup>1</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 192f.

mungen entstehen Synergien durch das Zusammenwirken bislang getrennter Erfolgspotentiale,<sup>2</sup> was den Wert der entstehenden Wirtschaftseinheit über der Summe des Wertes der beteiligten Partner vor der Transaktion heben kann.<sup>3</sup> Daher wird auch vom „2+2=5-Effekt“ gesprochen, da die Realisierung der Synergien mit der Erwartung verbunden ist, daß mit gegebenen Auszahlungen („2+2“) eine höhere Einzahlung als ohne Synergien erreicht werden kann (5 oder jedenfalls mehr als 4).<sup>4</sup> Es darf aber nicht übersehen werden, daß im Gegensatz zum allgemeinen Sprachgebrauch auch negative Synergien vorkommen.

Der Grad der geplanten Integration des Zielobjektes in die Geschäftsabläufe des Käufers bestimmt maßgeblich die erreichbaren Synergien. Nur wenn beide Partner nach der Transaktion eine neue ökonomische Einheit bilden, dürfen synergetische Wertbestandteile eingerechnet werden,<sup>5</sup> während die schlichte Addition beider Institute ohne Verflechtung der Abläufe keine Vorteile erbringt.<sup>6</sup> Die Entscheidungsträger des Käufers sollten dem Bewerter daher ihre Integrationspläne offenlegen, um die Grenzpreisermittlung auf eine festere Basis zu stellen. Der Bewerter muß bei der Quantifizierung des Potentials von der vom Käufer geplanten Integration ausgehen, auch wenn diese seiner Einschätzung nach nicht die optimale ist.<sup>7</sup>

Auch Synergien lassen sich für die Bewertung nur schwer quantifizieren, was dazu führt, daß die Potentiale zwar im Vorfeld mit blumigen Worten dargestellt, aber keiner kritischen Analyse unterzogen werden,<sup>8</sup> so daß ihre Ertragsauswirkungen erheblich überschätzt werden.<sup>9</sup> Bei Banken kommt erschwerend hinzu, daß die Produktions- und Kostenzusammenhänge nicht genügend transparent sind, so daß Synergiepotentiale nur schwer ausgemacht werden können. Diese Unsicherheit bei der Quantifizierung hat dazu geführt, daß der Hinweis auf Synergiepotentiale „in der Unternehmenspraxis vermutlich das am meisten mißbrauchte Argument zum ‚Durchboxen‘ einer Akquisition“<sup>10</sup> ist. Eine realistische Vorstellung der zu erwartenden synergetischen Effekte ist einer der wichtigsten Erfolgsfaktoren bei Akquisitionen<sup>11</sup> und der Schlüssel zur Festlegung einer angemessenen Preisober-

<sup>2</sup> Vgl. Ossadnik, W.: Verschmelzungen, S. 79.

<sup>3</sup> Vgl. Seth, A.: Value Creation, S. 432.

<sup>4</sup> Vgl. Ropella, W.: Synergie, S. 220.

<sup>5</sup> Vgl. Sieben, G./Siellaff, M.: Unternehmensakquisition, S. 57.

<sup>6</sup> Vgl. Betsch, O.: Fusionen, S. 19.

<sup>7</sup> Vgl. Küting, K.: Analyse von Verbundeffekten, S. 186.

<sup>8</sup> Vgl. Niehues, K.: Unternehmensbewertung, S. 2246.

<sup>9</sup> Vgl. Weber, E.: Berücksichtigung von Synergieeffekten, S. 105 f.

<sup>10</sup> Gomez, P.: Wertsteigerung, S. 445.

<sup>11</sup> Vgl. Coenenberg, A. G./Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 692 und speziell auf Banken bezogen Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 4.

grenze. Der Bewerter muß in diesem Bewertungsschritt zunächst die möglichen Synergien identifizieren, gegen die er Integrationskosten und Dys-synergien rechnen muß. Die gewonnenen Erkenntnisse sollen wiederum gegen die empirische Evidenz getestet werden.

## 2.1 Potentiale für positive Synergien

In diesem Abschnitt werden die positiven Synergien und ihr Einfluß auf den Unternehmungswert analysiert, die sich beim Zusammenschluß zweier Banken ergeben können. Dabei wird nach Markt-, Betriebs-, Beschaffungs-, Management-, Finanz- und aufsichtsrechtlich bedingten Synergien unterschieden.

### 2.1.1 Marktsynergien

Marktsynergien entstehen durch die Übernahme des im Zielobjekt vorgefundenen Kundenstammes.<sup>12</sup> In der Kreditwirtschaft, in der Kundenbeziehungen auf Dauer angelegt sind, macht der Kauf einer Kundenbasis aufgrund der zu erwartenden Beständigkeit Sinn und kann zur langfristigen und nachhaltigen Erfolgsverbesserung beitragen. Ein weiterer Vorteil, der sich beim Zusammenschluß von Banken aus demselben Marktsegment ergibt, ist die Verringerung der Konkurrenz, so daß bisherige Wettbewerbsaktivitäten z.B. bei der Werbung oder Preiskämpfen entfallen können.<sup>13</sup>

Durch die Akquisition eines direkten Wettbewerbers können sich auch Marktsynergien in Form höherer Marktmacht ergeben.<sup>14</sup> Der betriebswirtschaftlich meßbare Vorteil eines solchen Marktmachtzuwachses besteht darin, daß nach dem Zusammenschluß gegenüber der jeweiligen Marktgegensseite verbesserte Konditionen ausgehandelt werden können.<sup>15</sup> Die Marktmacht einer Bank muß zwar in Relation zur Stärke des jeweiligen Verhandlungspartners<sup>16</sup> gesehen werden, es besteht aber Konsens darüber, daß große Institute insgesamt über eine höhere Machtfülle verfügen und hieraus auch umfang-

---

<sup>12</sup> Vgl. Guatri, L.: Unternehmungswertsteigerung, S. 77.

<sup>13</sup> Vgl. Klage, G. A.: Fusion, S. 9. Strutz spricht in diesem Zusammenhang von *Collusive Synergy*, vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 293.

<sup>14</sup> Vgl. Seth, A.: Value Creation, S. 434. Dies ist allerdings nicht unumstritten. Nach Ansicht von Lang und Welzel dürfte sich nur in Ausnahmefällen durch Akquisitionen eine ökonomisch signifikante Steigerung der Marktmacht ergeben, vgl. Lang, G./Welzel, P.: Cost Efficiency, S. 1.

<sup>15</sup> Vgl. Küting, K.: Analyse von Verbundeffekten, S. 182.

<sup>16</sup> So kann die Verhandlungsposition einer multinationalen Großbank bei einem Geschäft mit einem erdölexportierenden Land recht gering, die einer kleinen Regionalbank bei Geschäften mit kleinen inländischen Gesellschaften hingegen relativ hoch sein, vgl. Schuster, L.: Bankpolitik, S. 47.

reichen Nutzen ziehen, v. a. bei der Preissetzung.<sup>17</sup> In mehreren Studien des US-Bankenmarktes konnte gezeigt werden, daß marktmächtige Institute geringere Einlagenzinsen und höhere Gebühren für verschiedene Leistungen des Zahlungsverkehrs und der Kontoführung durchsetzen konnten.<sup>18</sup>

Hierzu kommen noch Vorteile, die sich aus dem Standing ergeben, das eine Bank bei seinen Kunden genießt. Dieses ist bei großen Banken tendenziell besser, da ihnen eine höhere Kompetenz zugetraut wird.<sup>19</sup> Hieraus ergeben sich oft Zugeständnisse der Kunden bei den Konditionen, zudem wird der Aufbau neuer und die Festigung vorhandener Kundenbindungen erleichtert.

Als gegenläufiger Effekt sind die Widerstände zu kalkulieren, die sich von der Kundschaft und der breiten Öffentlichkeit als Reaktion auf den Machtzuwachs einer Bank nach der Akquisition ergeben können. Bankenkritiker ereifern sich in öffentlichen Diskussionen über die Einflußmöglichkeiten, die marktmächtigen Instituten aufgrund ihres Beteiligungsbesitzes, des Depotstimmrechtes und den von ihren Vertretern übernommenen Aufsichtsratsmandaten zustehen.<sup>20</sup> Für diese Kritik sind oft nicht nur sachbezogene Gründe maßgeblich, sondern auch Motive wie ein allgemeines Unbehagen gegenüber den als intransparent empfundenen Machenschaften bis hin zu verschiedenen Ressentiments. Die öffentliche Kritik kann für Banken – unabhängig von ihrer Berechtigung – geschäftsschädlich sein, da bei den Kunden ein negatives Image aufgebaut wird und Forderungen nach noch stärkerem staatlichen Eingriff in die Geschäftstätigkeit die Ertragspotentiale angreifen.<sup>21</sup> Um diese Angriffe abzuwehren, müssen Banken umfangreiche PR-Kampagnen in Gang setzen und sich als Mäzene von Kunst, Wissenschaft, Kultur und Sport betätigen. Diese nicht direkt zum Bankgeschäft gehörenden Kosten lassen sich insofern als der an die Öffentlichkeit zu entrichtende Preis für die Aufrechterhaltung ihrer wahrgenommenen Macht interpretieren.<sup>22</sup> Sofern durch die Akquisition die Macht des resul-

<sup>17</sup> Vgl. Schuster, L.: Bankpolitik, S. 48.

<sup>18</sup> Vgl. Watt, J. B.: Bank Reform, S. 26 f.

<sup>19</sup> Vgl. Uhle, C.: Effizienzkriterium, S. 262. Diese Tendenzaussage muß allerdings insoweit relativiert werden, als kleine Institute, die sich erfolgreich auf einzelne Marktsegmente spezialisiert haben wie z. B. *BHF-Bank, Trinkaus & Burkhard*, bei ihren Zielkunden eine sehr hohe Akzeptanz besitzen.

<sup>20</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 469.

<sup>21</sup> Vgl. von Stein, J. H.: Beteiligungen, S. 756.

<sup>22</sup> Vgl. Schuster, L.: Bankpolitik, S. 48. Auch Bloom und Kotler sehen hierin das besondere Risiko einer starken Marktposition und schlagen einerseits die Möglichkeit vor, den Marktanteil durch gezielte Maßnahmen zu verringern oder die möglichen Widerstände von allen Seiten durch Aktionen wie PR, Kollusion mit Wettbewerbern, Lobbying oder soziales Engagement zu verringern, vgl. Bloom, P. N./Kotler, P.: *Strategies*, S. 69 und S. 70 - 72.

tierenden Institutes so weit ansteigt, daß derartige PR-Maßnahmen erforderlich werden, so ist dies als negativer Zusammenschlußeffekt einzubeziehen.

Für die Preisfindung muß sich der Bewerter zunächst eine Meinung bilden, ob und in welchem Ausmaß die geplante Akquisition zusätzliche Macht schafft und in welchem der genannten Bereiche sich daraus Vor- oder Nachteile ergeben werden. Insgesamt scheinen sich für größere und marktmächtigere Kreditinstitute höhere Erfolgspotentiale zu erschließen.<sup>23</sup> Allerdings konnte festgestellt werden, daß die Marktmachtgewinne, die Kreditinstitute durch Akquisition erreichen, nur einen bescheidenen Umfang einnehmen und daß die damit verbundene Wertschaffung äußerst gering ist.<sup>24</sup>

Auch der Eintritt in neue Märkte kann als Marktsynergie aufgefaßt werden. Durch die Übernahme eines Institutes mit anderen regionalen Schwerpunkten kann die geographische Marktpräsenz erweitert werden.<sup>25</sup> Regionale Expansion durch Akquisition gilt als typisch für die Bankenbranche.<sup>26</sup> Dem Käufer bleiben Aufwendungen für den Aufbau einer eigenen Organisation und für den Erwerb von Know-how und Kundenbeziehungen erspart, was *Ansoff* als *startup-synergy* bezeichnet.<sup>27</sup>

Im Vergleich zur Expansion aus eigener Kraft verfügt man dabei sofort über eine Kundenbasis im Zielmarkt, eine regionale Verankerung und ein lokales Zweigstellennetz.<sup>28</sup> Die mit dem Neuaufbau eigener Stützpunkte nahezu unweigerlich verbundenen Anlaufverluste – üblicherweise wird mit zwei bis drei Jahren Verlust bis zum Break-even gerechnet –<sup>29</sup> können so vermieden,<sup>30</sup> die unsicheren Erfolgsaussichten für eine solche Aktion ver-

---

<sup>23</sup> Vgl. Tichy, G.: Bankengröße, S. 370.

<sup>24</sup> Diese Erkenntnis basiert allerdings nicht auf ausführlichen Cash-flow Analysen, sondern auf Event-Studies, die die Reaktion des Kapitalmarktes auf den Marktmachtgewinn mißt, vgl. James, C. M./Wier, P.: Returns, S. 365 f.

<sup>25</sup> Vgl. Schell, G.: Ertragsermittlung, S. 274.

<sup>26</sup> Vgl. Rogers, D.: Banking, S. 293. Besonders charakteristisch für diese Wachstumsstrategie ist das Vorgehen der US-Superregional Bank *Banc One Corp.*, vgl. Rogers, D.: Banking, S. 261 f. *Banc One* gilt als einer der besten Akquisiteure unter den US-Banken und hat seinen geographischen Markt durch gezielte Aufkäufe sukzessive erweitert, vgl. Svare, J. C.: Acquiring for Growth, S. 19. In Deutschland kann als charakteristisches Beispiel für eine Marktentwicklungsstrategie durch Akquisition der Mehrheitserwerb der v.a. in Norddeutschland tätigen Vereins- und Westbank AG durch die schwerpunktmäßig im Süden vertretene Bayerische Vereinsbank AG genannt werden.

<sup>27</sup> In diesem Zusammenhang kann auch von „Lehrgeld“ gesprochen werden, das der neu in den Markt Eintretende normalerweise aufwenden muß, vgl. Sautter, M. T.: Unternehmensakquisition, S. 214.

<sup>28</sup> Vgl. Rose, P. S.: American Banking, S. 160.

<sup>29</sup> Vgl. Darnell, J. C.: Bank Mergers, S. 25.

<sup>30</sup> Vgl. Uhle, C.: Effizienzkriterium, S. 261.

bessert werden. Die damit verbundenen zusätzlichen Ertragspotentiale rechtfertigen einen Aufschlag auf den Kaufpreis.<sup>31</sup>

Mit dem Eintritt in einen neuen Markt stärkt die Bank ihre Geschäftsposition. Sie verringert ihre Abhängigkeit von der Wirtschaftsentwicklung einer Region oder eines Geschäftsschwerpunktes. Der Bewerter muß sich zur Einbeziehung dieser Effekte in den Kaufpreis eine Vorstellung über die Attraktivität des Zielmarktes machen und beurteilen, ob durch die Akquisition dort Fuß gefaßt werden kann. Die Erfahrung zeigt, daß die Erfolgsquote für diese Form des Markteintrittes verhältnismäßig hoch liegt.<sup>32</sup>

### 2.1.2 Betriebssynergien

Betriebs- oder operative Synergien umfassen Rationalisierungs- und Einsparungsmöglichkeiten, die sich aus der gemeinsamen Nutzung von Ressourcen nach dem Zusammenschluß ergeben.<sup>33</sup> Sie sind in allen betrieblichen Funktionsbereichen denkbar, wobei das Hauptpotential in der Verkleinerung der Belegschaft liegt. Im personalkostenintensiven Bankgeschäft sind erhebliche Auswirkungen auf den Cash-flow Bestandteil Betriebskosten zu erreichen. Die Nutzung solcher Betriebssynergien erfordert eine starke Integration der Geschäftsabläufe beider Partner.<sup>34</sup> Mitunter kann hingegen ein bewußter Verzicht auf operative Synergien sinnvoll sein, wenn z.B. große Widerstände bei Kunden und Mitarbeitern des Zielinstitutes zu erwarten sind, denen mit Autonomiezugeständnissen entgegengewirkt werden kann oder wenn die speziellen Besonderheiten des Akquisitionsobjektes in der Vergangenheit Teil seines Erfolgsrezeptes waren.<sup>35</sup> Für die Abschätzung der möglichen Betriebssynergien ist die Kenntnis des geplanten Integrationsgrades für den Bewerter eine besonders wichtige Grundlageninformation.

Operative Synergien lassen sich am besten mit dem Wertkettenkonzept von Porter identifizieren,<sup>36</sup> das den Prozeß der betrieblichen Leistungs-

<sup>31</sup> Vgl. Rizzi, J. V.: Acquisition Analysis, S. 39.

<sup>32</sup> Dies ergab eine Befragung, bei der Banken ihre Akquisitionsmotive und den entsprechenden Erreichungsgrad angeben sollten. Das Akquisitionsziel „Eintritt in einen neuen (nationalen) Markt“ wurde in ca. 70 % der Fälle erreicht, vgl. Rose, P. S.: Profiles, S. 19.

<sup>33</sup> Vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 293.

<sup>34</sup> Vgl. Graf Matuschka, A.: Unternehmensakquisitionen, S. 106.

<sup>35</sup> Die erfolgreiche Akquisitionspolitik der US-amerikanischen Banc One Corp. gründet sich z.B. teilweise auf das Prinzip, den gekauften Banken ihre Identität zu belassen, vgl. Svare, J. C.: Acquiring for Growth, S. 19f.

<sup>36</sup> Vgl. Porter, M. E.: Wettbewerbsvorteile, S. 59 ff. Daneben werden noch das Konzept des Geschäftssystems von McKinsey & Co., das dem Wertkettenansatz von Porter ziemlich ähnlich ist, und das Synergiekonzept von Ansoff vorgeschlagen, vgl. Coenenberg, A. G./Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 698.

erstellung als ein System unterschiedlicher Aktivitäten sieht, die über Bereiche und Abteilungen hinweg in einem Modell der Wertschöpfungskette zusammengefaßt sind.<sup>37</sup>

Eine wichtige Quelle für Einsparungen beim Zusammenschluß von Banken kann die bessere Ausnutzung vorhandener Kapazitäten sein. Bei kleinen Banken kann es zum Aufbau von unfreiwilligen Überkapazitäten kommen, wenn Unteilbarkeiten bei Inputfaktoren vorliegen oder ein Einsatzfaktor nur in einer Mindestmenge eingesetzt werden kann.<sup>38</sup> Zu denken ist hierbei z.B. an den Faktor Arbeit, der nicht in beliebig teilbaren Mengen einsetzbar ist oder an Sachkapital wie Gebäude oder Schalterkapazität, die einen bestimmten Umfang aufweisen müssen, um Mindestanforderungen der Kundschaft an die Erstellung von Bankdienstleistungen zu erfüllen.<sup>39</sup> Einsparungen sind insbesondere zu erwarten, wenn eine der beiden Banken vor dem Zusammenschluß Überkapazitäten aufgebaut und die andere an der Kapazitätsgrenze gearbeitet hatte, da dann das Verhältnis von Nutzkosten zu Leerkosten verbessert werden kann.<sup>40</sup>

Weitere operative Synergien stellen sich ein, wenn beide Banken in demselben geographischen Bereich tätig sind und es so zu einer Straffung des Filialnetzes kommen kann, dessen Unterhalt zu den Hauptkostenblöcken in der Kreditwirtschaft gehört. Die Einsparungen, die sich mit der Zusammenlegung von Zweigstellen mit überlappendem Einzugsgebiet ergeben, werden auf 15 - 20 % der gemeinsamen Filialkosten taxiert und sind tendenziell höher, wenn sich die Einzugsgebiete stark überschneiden, die Geschäftsstellennetze vor der Transaktion nicht voll ausgelastet waren, nach den Zusammenlegungen noch eine dem Marktpotential angemessene Filialdichte sichergestellt ist und beide Partner ähnliche Geschäftsschwerpunkte (z.B. Firmen- oder Privatkundengeschäft) haben.<sup>41</sup> Die wesentlichen Kostensenkungen entstehen dabei im Personalbereich, insbesondere im dispositiven Bereich, da weniger Geschäftsstellenleiter notwendig sind,<sup>42</sup> der bis zu 70 % des gesamten Einsparpotentials ausmacht, und bei den EDV-Sachkosten.<sup>43</sup> Auch die Zusammenlegung von Doppelkundenverbindungen ermöglicht Einsparungen, da für dasselbe Geschäftsvolumen nur noch einmal Aufwendungen für Betreuung und Verwaltung anfallen.<sup>44</sup> Die hier

---

<sup>37</sup> Vgl. Gaitanides, M.: Ablauforganisation, Sp. 15f.

<sup>38</sup> Vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 78.

<sup>39</sup> Vgl. Keßler, H.: Betriebsgrößen, S. 10 und Büschgen, H. E.: Zusammenschlußbewegungen, S. 51.

<sup>40</sup> Vgl. Priewasser, E.: Prognose, S. 98.

<sup>41</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 5.

<sup>42</sup> Vgl. Dierolf, G.: Fusionen, S. 12.

<sup>43</sup> Diese Erkenntnisse beruhen auf Untersuchungen von McKinsey & Co., vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, R.: Synergien, S. 4f.



entstehenden Kostenentlastungen kann der Bewerter anhand von Erfahrungswerten<sup>45</sup> normalerweise gut abschätzen und quantifizieren. Einsparungen sind ferner möglich, wenn beide Partner an internationalen Finanzplätzen mit einer Niederlassung vertreten sind und diese zusammenlegen. Erfahrungsgemäß sind die hieraus zu erwartenden Kostenentlastungen aber nur gering.<sup>46</sup>

Weitere Betriebssynergien ergeben sich, wenn im Zuge des Zusammenschlusses der Verwaltungsbereich beider Transaktionspartner zusammengelegt wird. Dieser umfaßt alle Aktivitäten, die sich nicht auf einzelne betriebswirtschaftliche Funktionen beziehen, sondern die einzelnen Funktionen integriert, sie bei der Erfüllung ihrer Aufgaben unterstützt und die rechtliche und soziale Repräsentation der Bank übernimmt, z.B. die allgemeine Unternehmensführung, die Planung, das Personal, das Rechnungswesen, die Datenverarbeitung, Rechtsangelegenheiten und die Öffentlichkeitsarbeit. Synergien lassen sich erzielen, wenn die Verwaltungsabteilungen beider Partner unterhalb ihrer Kapazitätsgrenze arbeiten. Die Bank kann dann Personal vom Verwaltungsbereich in den Verkauf verlagern, um so das vorhandene Kundenpotential wirksamer ausschöpfen und gegebenenfalls neue Kundengruppen hinzufügen zu können.<sup>47</sup>

Einsparungen ergeben sich, wenn zentralisationsfähige Aktivitäten beider Partner an einem Ort zusammengefaßt und so wirtschaftlicher ausgeführt werden.<sup>48</sup> Die Einsparungen werden besonders hoch sein, wenn auf eine der beiden Abteilungen gänzlich verzichtet werden kann.<sup>49</sup> Die aus der Umgestaltung der Organisation erzielbaren Synergien dürfen aber keineswegs überschätzt werden, da aus der Zusammenlegung von Abteilungen nicht automatisch ein Kapazitätsabbau resultiert. So kann z.B. in der Rechtsabteilung ein Mitarbeiter nur eine bestimmte Anzahl von Fällen gleichzeitig bearbeiten. Werden die Rechtsabteilungen beider Banken zusammengefaßt, so muß sie sich um die Rechtsfälle beider Institute kümmern. Waren vorher beide Rechtsabteilungen ausgelastet, so ist durch die Zusammenfassung keine Personalfreisetzung möglich und damit auch keine Kostensenkung zu erwarten.<sup>50</sup> Bewertungsrelevante Vorteile ergeben sich

---

<sup>44</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 197.

<sup>45</sup> Neben der bereits genannten Untersuchung von McKinsey & Co. gibt es weitere mit vergleichbaren Ergebnissen. So ermittelte Dierolf folgende Kostensenkungspotentiale durch die Zusammenlegung von Zweigstellen: Personalkosten 20 - 30 %, EDV-Aufwand 10 - 20 %, Marketing-Aufwand 5 - 10 %, sonstige Sachkosten ca. 10 %. Vgl. Dierolf, G.: Fusionen, S. 12.

<sup>46</sup> Vgl. Uhle, C.: Effizienzkriterium, S. 262.

<sup>47</sup> Vgl. Wächter, K.: Fusion, S. 25 f.

<sup>48</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Größe, S. 210.

<sup>49</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 5.

aber auch in diesem Fall, wenn durch die Zusammenfassung vorher nicht vorhandene Spezialisierungen umgesetzt werden, indem z.B. in der Rechtsabteilung jeder Mitarbeiter einen Schwerpunkt wählen kann, mit dem er sich besonders gut auskennt und mit dem er daher auch schnell, effizient und motiviert arbeiten kann. Ähnliche Effekte sind auch im Wertpapierbereich denkbar: können sich die Aktienanalysten auf bestimmte Branchen spezialisieren, so steht der Bank ein höheres Informationspotential zur Verfügung als vorher, als die getrennt agierenden Researcher das gesamte Anlageuniversum abdecken mußten.<sup>51</sup>

### *2.1.3 Beschaffungssynergien*

Beschaffungssynergien ergeben sich, wenn der gemeinsame Bezug von Inputfaktoren für die größere Wirtschaftseinheit kostengünstiger und effizienter abgewickelt werden kann. Während in anderen Wirtschaftszweigen, v.a. im Einzelhandel, diese Form von Synergie die wichtigste ist, spielt sie bei Bankakquisitionen eine eher untergeordnete Rolle, z.B. bei der Beschaffung von Büromaterial und von Sachanlagevermögen.

Daneben sind Beschaffungssynergien bei der knappen Ressource „qualifiziertes Personal“ wichtig. Nach dem Zusammenschluß kann die Bank innerhalb ihrer dann tiefer gegliederten Unternehmungshierarchie mehr Aufstiegsmöglichkeiten<sup>52</sup> und, wenn eine Teilhabe an anspruchsvollen Geschäftsfeldern angestrebt ist, qualifiziertere Aufgabenbereiche bieten. Der einzelne Mitarbeiter kann nach dem Zusammenschluß gezielter berufliche Schwerpunkte setzen und erhält neue Entwicklungsperspektiven, ohne den Arbeitgeber wechseln zu müssen.<sup>53</sup> So wird ihm ggfs. die Möglichkeit von Auslandseinsätzen und das oft als höher empfundene Sozialprestige eines Großbankiers geboten, so daß der Zusammenschluß die Attraktivität der Bank als Arbeitgeber erhöht<sup>54</sup> und den Mitarbeitern langfristige Perspektiven aufgezeigt, mit denen sie diese an sich bindet.<sup>55</sup> Auch in der Aus- und Weiterbildung sowie in der personalpolitischen Flexibilität bestehen Vorteile vor kleineren Wettbewerbern. Im Personalmarketing lassen sich bei der Rekrutierung von Nachwuchskräften Kosten sparen, wenn der Bekanntheitsgrad des Instituts sich erhöht.

In diesem wichtigen Wettbewerbsbereich ist aber auch eine gegenläufige Tendenz festzustellen. Mitarbeiter in kleinen Instituten haben i.d.R. einen

---

<sup>50</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 279.

<sup>51</sup> Vgl. Priewasser, E.: Sparkassen, S. 102.

<sup>52</sup> Vgl. Baxmann, U.: Konzentration, S. 509.

<sup>53</sup> Vgl. Schmoll, A.: Bankfusionen, S. 184.

<sup>54</sup> Vgl. Schuster, L.: Bankpolitik, S. 49.

<sup>55</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Bankfusionen, S. 230.

größeren Aufgabenbereich, den sie weitgehend eigenverantwortlich bearbeiten können,<sup>56</sup> so daß Arbeitszufriedenheit und -motivation dort deutlich höher sind.<sup>57</sup> Zudem ist selbst der Direktor in Großbanken nur einer unter vielen und auf einem schmalen Spezialgebiet tätig. Wenn solche Führungspersonen ihre Chance auf weiteren Aufstieg aus dem breiten mittleren Kader in die enge Führungsspitze für gering halten, werden sie bei passender Gelegenheit zu einem kleineren Wettbewerber wechseln, der auf diese Weise einen qualifizierten Mitarbeiter gewinnt, ohne hierfür Ausbildungskosten aufgewandt zu haben.<sup>58</sup>

Es ergeben sich also gegenläufige Effekte aus dem Zusammenschluß auf die Personalbeschaffung. Für das nach der Transaktion größere Institut werden sich Vorteile bei der Rekrutierung von qualifiziertem Nachwuchs ergeben, da es dort als ein attraktiverer Arbeitgeber als vorher erscheint. Diese Vorteile werden jedoch zum Teil aufgewogen von Personalabwanderungen. Aus diesen Komponenten muß der Nettoeffekt geschätzt werden, um die Auswirkung der Akquisition auf die Personalbeschaffung quantifizieren zu können.

Insgesamt dürften die Beschaffungssynergien im Sachmittel- wie im Personalbereich per Saldo leichte Kostensenkungen bringen, die als Wertbestandteil in die Grenzpreisfindung einbezogen werden müssen.

### *2.1.4 Managementsynergien*

Im Bankgeschäft stellt das Management-Know-how einen wichtigen Einsatzfaktor dar, dessen optimale Nutzung erhebliche Kostenvorteile einbringen kann.<sup>59</sup> Managementsynergien entstehen beim Zusammenschluß von Partnern mit komplementären Fähigkeiten.<sup>60</sup> Der Wissenstransfer kann dabei sowohl vom Käufer auf das Zielobjekt als auch umgekehrt stattfinden, wobei sicherzustellen ist, daß das gepoolte Wissen möglichst schnell in der Gesamtbank diffundiert.<sup>61</sup> Der Know-how-Bestand kann damit durch die Akquisition erweitert werden ohne teure Schulungen oder kostenträchtiges Abwerben von Spezialisten der Konkurrenz.

Bei der Beurteilung der Ertragswirkungen sollte der Bewerter zunächst die funktionalen Fähigkeiten z.B. im Portfoliomanagement oder Kreditrisikobeurteilung im Firmenkundenbereich betrachten, da sich diese relativ

<sup>56</sup> Vgl. Peters, T.: Rethinking Scale, S. 19.

<sup>57</sup> Vgl. Steiner, J.: Konzentration, S. 110.

<sup>58</sup> Vgl. Schuster, L.: Bankpolitik, S. 49.

<sup>59</sup> Vgl. Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 253.

<sup>60</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 6.

<sup>61</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 202.

leicht von einem Partner auf den anderen übertragen lassen. Das Ausmaß der Synergie kann danach abgeschätzt werden, inwieweit eine Übertragbarkeit dieses Know-how für möglich gehalten wird.<sup>62</sup> Haben beide Partnerinstitute unterschiedliche Geschäfts- und damit auch Know-how-Schwerpunkte, so kann der Wertgewinn aus dem Fähigkeitentransfer wesentlich größer ausfallen, als wenn beide denselben Schwerpunkt bearbeiten.<sup>63</sup>

Wesentlich unsicherer als die Bewertung von funktionalem Wissenstransfer ist die Übertragung allgemeiner Managementfähigkeiten z.B. zur Entwicklung und Umsetzung von strategischen Plänen. Anhaltspunkte für das Ausmaß solcher funktionsübergreifenden Managementfähigkeiten sind z.B. nachgewiesene Erfolge bei der Sanierung einzelner Geschäftsbereiche oder bei Entwicklung und Einführung neuer Produkte.<sup>64</sup>

Eine Grenze finden die Managementsynergien in der Belastbarkeit der Know-how-Träger. Die Übertragung ihrer Fähigkeiten verlangt von ihnen einen erheblichen arbeitsmäßigen und zeitlichen Einsatz, der umso größer ist, je höher das Know-how-Defizit beim Empfänger ist. Leidet unter dieser Übertragung die Erledigung des Tagesgeschäftes, kann die Nutzung der Managementsynergien mehr Kosten als Ertragszuwächse verursachen, zumal der Integrationsprozeß im Nachgang zur Akquisition ohnehin die Mitarbeiter beider Seiten stark beanspruchen wird. Wichtig für die Nutzung von Managementsynergien ist, daß die Know-how-Träger dem Zusammenschluß positiv gegenüberstehen, da sie ansonsten den Wissenstransfer boykottieren könnten. Bei Akquisitionen, deren primäres Ziel im Erwerb von Know-how besteht, ist die Gefahr der Personalabwanderung von besonderer Bedeutung. Die Belegschaft stellt in diesen Fällen den Hauptwertbestandteil dar, so daß ein Wechsel von Schlüsselmitarbeitern den Erfolg der gesamten Transaktion in Frage stellt.<sup>65</sup>

### 2.1.5 Aufsichtsrechtlich bedingte Synergien

Weiterhin gibt es Kostensenkungspotentiale, die durch die kreditwirtschaftlichen Aufsichtsnormen bedingt sind.<sup>66</sup> Dabei ist zunächst die Groß-

---

<sup>62</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 7.

<sup>63</sup> Vgl. Martin, D. L./Hanley, C. A.: Merger of Equals, S. 16.

<sup>64</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 6f.

<sup>65</sup> Vgl. Quantock, P.: Opportunities, S. 16f., wo auf die Akquisition von *Morgan Grenfell* durch die *Deutsche Bank AG* verwiesen wird. Gerade im Investment Banking ist das in der Ressource Personal gebundene Know-how entscheidend, so daß ein Abwandern von Mitarbeitern dem Käufer nur eine „empty shell“ zurückläßt.

<sup>66</sup> Dadurch wirken die Aufsichtsnormen konzentrationsfördernd. Dies wurde bereits 1973, bezogen auf die damals noch recht simple Regelung des Grundsatz I von Büschgen erkannt, vgl. Büschgen, H. E.: Zusammenschlußbewegungen, S. 54.

kreditregelung des § 13 KWG zu nennen, die für Einzelkredite, die 15 % des haftenden Eigenkapitals überschreiten, besondere Vorschriften hinsichtlich Beschlußfassung und Anzeige gegenüber der Bankenaufsicht enthält, wodurch sich Gewährung und Verwaltung solcher Engagements für die Bank verteuern.<sup>67</sup> Zudem darf ein einzelner Großkredit 40 %, alle Großkredite zusammen das Achtfache des haftenden Eigenkapitals nicht übersteigen. Diese Vorschriften gelten nicht nur für eine einzelne Bank, sondern über § 13a KWG auch für eine Kreditinstitutsgruppe, wie sie sich durch die Akquisition bildet. Ein Einzelengagement wird dann als Großkredit eingestuft, wenn es 15 % der quotal zusammengefaßten Eigenmittel übersteigt.

Vorteile ergeben sich, wenn die Großkredite in der neu entstehenden Bankengruppe so verteilt werden können, daß ihre Zahl nach der aufsichtsrechtlichen Definition möglichst klein bleibt. Ist einer der Transaktionspartner wesentlich größer als der andere und verfügt er über entsprechend höhere Eigenmittel, so können die Großkredite der kleineren Bank dorthin übertragen werden, wo sie dann nicht mehr als Großkredite gem. § 13 KWG eingestuft werden, so daß die aufsichtsrechtlichen Lasten und Beschränkungen entfallen. Zudem kann das kleinere Institut durch den Zusammenschluß auch Kunden, deren Kapitalbedarf ansonsten seinen Großkreditspielraum gesprengt hätte, weiter bedienen, indem diese Kredite über den größeren Partner abgewickelt werden. Auf diese Weise kann der Verlust solcher interessanten Geschäftsverbindungen und der damit verbundenen Ertragspotentiale vermieden werden.<sup>68</sup>

Weiterhin gibt es Vorteile durch die Eigenkapitalregelungen des § 10 KWG und die Grundsätze I und Ia des BAKred, die den Banken ein angemessenes Eigenkapital im Verhältnis zu den übernommenen Risiken vorschreiben. Für viele Institute wird das Eigenkapital aufgrund dieser Regelungen zu einem Engpaßfaktor, der einer Ausweitung des Geschäftsvolumens im Wege steht. Die Akquisition einer Bank mit nicht ausgenutzten Eigenkapitalreserven kann hier neuen Spielraum schaffen<sup>69</sup> und bringt zusätzliche Erträge, da ansonsten auf eine Geschäftsausweitung hätte ver-

---

<sup>67</sup> So erfordert die Beschlußfassung über die Gewährung eines Großkredites ein einstimmiges Votum sämtlicher Geschäftsleiter gemäß § 13, II KWG, zudem ist eine „unverzügliche“ Anzeige an die Bundesbank fällig, die erneuert werden muß, wenn der Kredit um mehr als 20 % aufgestockt wurde oder nach einer Aufstockung 40 % des haftenden Eigenkapitals übersteigt, vgl. hierzu ausführlich etwa Szagunn, V./Wohlschließ, K.: Bankenaufsicht, S. 274.

<sup>68</sup> Vgl. Köbe, E.: Konzentration, S. 13 und Tebroke, H.-J.: Bankenfusionen, S. 233f. Dieser Zusammenhang gehört nach Aussage eines Wirtschaftsprüfers zu den wichtigsten Zusammenschlußmotiven kleiner Banken, v. a. im Genossenschaftssektor.

<sup>69</sup> Vgl. Uhle, C.: Effizienzkriterium, S. 261.

nichtet werden müssen oder diese mit der Beschaffung neuen Eigenkapitals verbunden gewesen wäre.

Aufsichtsrechtlich bedingte Synergien sind also zu erwarten, wenn aufgrund von Größenunterschieden zwischen den Transaktionspartnern die Engagements so weiterverteilt werden können, daß es zu einer Abnahme der transaktionskostenintensiven Großkredite kommt oder wenn „freies“ Eigenkapital miterworben wird, so daß sich das erlaubte Volumen im risikotragenden Aktivgeschäft erhöht. Der besondere Vorteil dieser Form von Synergie ist, daß sie sich mit geringem organisatorischen Aufwand umsetzen läßt.

### *2.1.6 Finanzielle Synergien*

Finanzielle Synergien bewirken, daß sich die neue Bankengruppe nach der Akquisition günstiger mit Eigen- und Fremdkapital versorgen kann als die einzelnen Institute vorher.<sup>70</sup> Da kleine Banken aufgrund ihres geringeren absoluten Haftungskapitals und der Anfälligkeit beim Ausfall eines Großkredites von den Investoren als risikoreicher angesehen werden, müssen sie meist einen relativ höheren Bestand an teurem Eigenkapital halten.<sup>71</sup> Durch den Zusammenschluß entsteht ein vergrößerter Eigenkapitalblock, der für Haftungszwecke verfügbar ist. Dem steht zwar i. d. R. auch ein entsprechend größerer Bestand an Risikoaktiva gegenüber, dennoch kann eine große Bank mit einem höheren Haftkapital eher Verluste aus dem normalen Geschäftsbetrieb oder aus dem Ausfall eines hohen Einzelengagements auffangen.<sup>72</sup> Daher kann die nach dem Zusammenschluß größere Bank mit geringeren Eigenkapitalkosten rechnen. In den USA konnten signifikante Vorteile für große Unternehmungen in der Aufbringung von Eigenkapital am Markt und in den dafür zu kalkulierenden Risikoprämien festgestellt werden.<sup>73</sup> Weitere Vorteile bei der Begebung neuen Eigenkapitals ergeben sich dadurch, daß die dabei entstehenden Transaktionskosten sich auf größere Volumina verteilen und daher pro aufgebrachter DM geringer sind.<sup>74</sup>

Darüber hinaus erreicht die entstehende Wirtschaftseinheit möglicherweise die kritische Mindestgröße, um ihre Anteile an einem organisierten Markt notieren zu lassen. Dieser Börsenzugang kann auch erfolgen, wenn

---

<sup>70</sup> Vgl. Guatri, L.: Unternehmungswertsteigerung, S. 78.

<sup>71</sup> Vgl. McAllister, P. H./McManus, D.: scale efficiency, S. 398.

<sup>72</sup> Vgl. Köbe, E.: Konzentration, S. 16.

<sup>73</sup> Vgl. Rose, P. S.: American Banking, S. 139, wo die Ergebnisse einer unveröffentlichten Studie von Reingaum und Smith vorgestellt werden, die an der University of Southern California zu diesem Thema durchgeführt wurde.

<sup>74</sup> Vgl. Seidel, G. R.: Erfolgsfaktoren, S. 39 und Kirchner, M.: Akquisitionsmanagement, S. 157f., der hierzu auch konkrete Zahlen nennt, die das Ausmaß der in diesem Bereich möglichen Größenvorteile verdeutlichen.

bereits eine der beiden Banken vor dem Zusammenschluß notiert war und diesen Vorteil auf den Partner überträgt.<sup>75</sup> Dadurch steigen die Möglichkeiten zur Erweiterung der Eigenkapitalbasis und damit des Geschäftsvolumens, da nun bei Bedarf auf den anonymen Kapitalmarkt zurückgegriffen werden kann.

Auch bei der Aufnahme von Fremdkapital am Markt ergeben sich Vorteile, da die Investoren für die Anlage in kleineren, unbekannten Kreditinstituten Risikoprämien fordern, während sie das Ausfallrisiko großer Banken mit einem hohen absoluten Eigenkapital als gering einschätzen.<sup>76</sup> Bei höheren Emissionsvolumina ergibt sich für die Anleihen leichter ein liquider Markt. Zudem ist bei großen Emittenten eher damit zu rechnen, daß Maßnahmen zur Marktpflege ergriffen werden. Aus diesen Gründen lassen sich die Papiere großer Banken leichter bei den Anlegern, insbesondere den institutionellen Investoren, unterbringen, was die Finanzierungskosten ebenfalls verringert.<sup>77</sup> Außerdem haben große Institute einen besseren Zugang zum Interbankenmarkt,<sup>78</sup> so daß sie leichter und flexibler Geld zu günstigen Konditionen aufnehmen und anlegen können.

Neben diesen Vorteilen bei der externen Kapitalaufbringung lassen sich finanzielle Synergien auch bei der internen Kapitalzuteilung realisieren, indem Cash-flows von liquiden Unternehmungsbereichen abgezogen und in wachstumsträchtigen Geschäftsfeldern eingesetzt werden. Einsparungen ergeben sich, wenn dieser interne Kapitalmarkt eine höhere Effizienz hat als der externe, was v. a. durch den Wegfall von Transaktionskosten für die Beanspruchung des externen Marktes bedingt ist.<sup>79</sup> Solche Einsparmöglichkeiten werden von Vertretern der reinen Kapitalmarkttheorie gelegentlich bestritten, da auf den von ihnen unterstellten streng effizienten Märkten Transaktionskosten nicht anfallen. Die Realität und einige weiterentwickelte Theorien zeigen jedoch die Existenz dieser Kosten und damit auch dieser Art von finanzieller Synergie.<sup>80</sup>

Finanzielle Synergien sind auch im Tagesgeschäft möglich, wenn ein aktiv- und ein passivlastiges Institut sich zusammenschließen und einen Finanzausgleich ermöglichen.<sup>81</sup> Dieser verbessert die langfristige Rentabilität der Aktiv- und Passivgeschäfte beider Partner, da damit Geldanlage-

---

<sup>75</sup> Vgl. Bea, F. X.: Entscheidungen, S. 403.

<sup>76</sup> Vgl. McAllister, P. H./McManus, D.: Scale efficiency, S. 397.

<sup>77</sup> Vgl. Rohrer, B. W.: Vorteil durch Größe, S. 532.

<sup>78</sup> Vgl. Dietsch, M.: Economies, S. 34, der dies bei einer empirischen Untersuchung der französischen Universalbanken festgestellt hat.

<sup>79</sup> Vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 293.

<sup>80</sup> Vgl. mit umfangreichen Verweisen auf Vertreter beider Theorierichtungen Chatterjee, S.: Types of Synergy, S. 121.

<sup>81</sup> Vgl. Dierolf, G.: Fusionen, S. 15.



bzw. -beschaffungsmöglichkeiten direkt beim Kunden bestehen, die tendenziell günstiger sind als am Interbankenmarkt.<sup>82</sup> Durch die Zusammenlegung des Liquiditätsmanagements beider Partner können größere Geldanlagevolumina erreicht werden, was neben den evtl. günstigeren Konditionen den Vorteil einer höheren Wertleistung und damit geringerer Stückkosten mit sich bringt.<sup>83</sup>

Finanzielle Synergien haben den Vorteil, daß sie sich mit geringem organisatorischen Aufwand und schnell umsetzen lassen.<sup>84</sup> Tatsächlich hat es sich gezeigt, daß die finanziellen Synergien die größten Wertsteigerungsbeiträge bei Zusammenschlüssen liefern, da sie im Gegensatz zu den übrigen Potentialen so gut wie immer im vorgesehenen Ausmaß umgesetzt werden.<sup>85</sup>

## 2.2 Negative Synergiewirkungen

Für ein vollständiges Bild der Synergiewirkungen bei Bankakquisitionen müssen auch die negativen Wirkungen betrachtet werden. Diese werden in der Praxis bei der Beurteilung von Akquisitionen oft vernachlässigt,<sup>86</sup> was zu einer überhöhten Einschätzung des Netto-Synergieeffekts und damit zu einer Überbewertung des Akquisitionobjektes führt.<sup>87</sup> Eine intensive Analyse der negativen Effekte wird von den Entscheidungsträgern des Käufers meist gar nicht gewünscht.<sup>88</sup> Dennoch muß der Bewerter sich ein Bild darüber verschaffen, welche Maßnahmen für die Ausschöpfung der wahrgenommenen Synergiepotentiale erforderlich sind und welche Kosten und Risiken damit verbunden sind. Damit soll er den Käufer davor schützen, sich aus den vermuteten Potentialen reich zu rechnen, da erst der Saldo aus positiven und negativen Synergieeffekten über die zu erwartenden Wertbeiträge Aufschluß gibt.

---

<sup>82</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Zusammenschlußbewegungen, S. 51. Dieses Motiv steckte z.B. hinter dem Zusammenschluß der passivlastigen Vereinsbank in Hamburg und der aktivlastigen schleswig-holsteinischen Westbank zur Vereins- und Westbank AG.

<sup>83</sup> Vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 92.

<sup>84</sup> Vgl. Ropella, W.: Synergie, S. 185. Zu demselben Resultat kam Kitching, der hierzu Ende der 60er Jahre eine vielbeachtete empirische Untersuchung durchführte, vgl. Kitching, J.: mergers, S. 93.

<sup>85</sup> Vgl. Salter, M. S./Weinhold, W.: Diversification, S. 176 und Küting, K.: Analyse von Verbundeffekten, S. 180, der sich z.T. auf die gerade erwähnte Studie von Kitching bezieht.

<sup>86</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 83.

<sup>87</sup> Vgl. Coenenberg, A. G./Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 692 f.

<sup>88</sup> Vgl. Weber, E.: Berücksichtigung von Synergieeffekten, S. 108.

Bei der Darstellung der negativen Synergien wird unterschieden nach den nur vorübergehend nach Vollzug der Akquisition anfallenden Integrationskosten und den langfristig wirksamen Dyssynergien.<sup>89</sup> Diese Unterscheidung ist wichtig, da der Bewerter sich bei der Cash-flow Prognose darüber klar sein muß, ob ein negativer Effekt das Ergebnis der Bank dauerhaft oder nur vorübergehend belastet.

### *2.2.1 Integrationskosten*

Integrationskosten sind die Aufwendungen, die der Käufer zu leisten hat, um das Akquisitionsobjekt in seinen Geschäftsbetrieb so einzugliedern, daß die Nutzung von Synergien möglich wird. Je stärker die Geschäftsabläufe beider Partner ineinander integriert werden sollen, desto komplexer ist die Integrationsaufgabe und desto höher werden auch die dafür anfallenden Kosten sein.<sup>90</sup> Die Integrationskosten sind gleich Null, wenn der Käufer sich mit dem Erwerb der Anteile am Bewertungsobjekt zufrieden gibt und darüber hinaus nicht in die Geschäftsführung eingreift. Damit wird allerdings auch auf die Nutzung der meisten Synergien verzichtet.

Ein Großteil der Integrationskosten fällt im Personalbereich an. Zur Bewältigung der Integrationsaufgabe werden meist Arbeitskreise und Projektgruppen gebildet, die sich mit organisatorisch-technischen Details befassen.<sup>91</sup> Hierfür müssen Mitarbeiter, teilweise aus dem oberen und mittleren Management, abgestellt werden, die dadurch von ihren eigentlichen Aufgaben abgelenkt werden, so daß hier Opportunitätskosten entstehen.<sup>92</sup> Diese Kosten werden besonders hoch sein, wenn das Zielobjekt wirtschaftlich angeschlagen ist, da dann neben der Integration noch gleichzeitig eine Sanierung erfolgen muß, was erfahrungsgemäß überproportional viel Managementkapazität bindet.<sup>93</sup> Weitere Kosten müssen insbesondere bei geographisch weit auseinanderliegenden Zusammenschlußpartnern für Reisen und ggfs. Übernachtungen von Mitarbeitern einkalkuliert werden, daneben absorbiert ein solcher „Arbeitskreis-Tourismus“ weitere Führungskapazität.<sup>94</sup> Die Durchführung der Integration erfordert also erhebliche zusätzliche

---

<sup>89</sup> Diese Systematisierung geht zurück auf Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 8.

<sup>90</sup> Vgl. Ganz, M.: Erhöhung des Unternehmenswertes, S. 233.

<sup>91</sup> Vgl. Krauß, H.-U.: Fusionsmanagement, S. 30.

<sup>92</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 226.

<sup>93</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Größe, S. 225.

<sup>94</sup> Vgl. z.B. den Fall der Fusion mehrerer Zweckverbandssparkassen, bei dem hierdurch ein Viertel der Führungskapazität absorbiert wurde, bei Benölken, H./Winkelmann, A.: Fusionsmanagement, S. 318.

Arbeitskraft, so daß unmittelbar nach Vollzug der Transaktion zunächst Personalmangel herrscht. Es kommt zu Verzögerungen bei der Erledigung des Tagesgeschäftes, zu teuren Überstunden und – wie es die Praxis gezeigt hat – auch zu Neueinstellungen.<sup>95</sup> Kurzfristig ist also statt des erhofften Personalabbaus oft eher ein Zuwachs festzustellen.<sup>96</sup>

Weitere personalbezogene Integrationskosten fallen an, wenn nach Abschluß der eigentlichen Integration mit der Verkleinerung der Belegschaft begonnen werden soll, die oft mit der natürlichen Fluktuation alleine nicht bewältigt werden kann. Werden Frühpensionierungen oder Entlassungen notwendig, so sind Abfindungen von ein bis zwei Jahresgehältern und sonstige Abgangsentschädigungen wie die Zahlung einer Outplacement-Beratung für die ausscheidenden Mitarbeiter üblich, wobei sich die Banken meist recht großzügig zeigen.<sup>97</sup> Ab einer gewissen Größenordnung sind Sozialpläne aufzustellen, zudem setzt das Arbeitsrecht dem Personalabbau verschiedene Grenzen.<sup>98</sup> Die kaufende Bank sollte das scheidende Personal aber fair behandeln, da sie sich ansonsten auch bei der Kundschaft ein Negativimage aufbaut, was zum Verlust wichtiger Kundengruppen führen kann.<sup>99</sup> Besondere Probleme bereitet dabei die Geschäftsführung des Akquisitionsobjektes. Ihre vollständige Übernahme in die Führungsspitze der kaufenden Bank dürfte ausgeschlossen sein, da dies zu einer zu großen und damit letztlich ineffizienten Geschäftsleitung führt.<sup>100</sup> Falls Mitglieder der Geschäftsführung nicht nach der Transaktion freiwillig ausscheiden, kann dies zu einem kostspieligen Problem werden.

Bei sehr starkem und schnellem Personalabbau kommt ein weiteres Problem hinzu. Ankündigungen wie „Unser Ziel: Abbau von 3.000 Arbeitsplätzen in drei Monaten“, wie sie insbesondere bei Käufern aus dem angelsächsischen Raum üblich sind, führen dazu, daß die besten Mitarbeiter, die

<sup>95</sup> Vgl. Klage, G. A.: Fusion, S. 10.

<sup>96</sup> Diese Erfahrung mußte auch der genossenschaftliche Banksektor machen, in dem seit Beginn der 70er Jahre trotz erheblicher Konzentrationsbewegungen die Zahl der Mitarbeiter kontinuierlich mit der Bilanzsumme gewachsen ist. Die Zusammenschlüsse haben insofern dort nicht zum Rückgang der Personalkosten geführt, vgl. Dieckhöner, B.: Fusionen, S. 10.

<sup>97</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 228.

<sup>98</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Bankenfusionen, S. 232.

<sup>99</sup> Ein Beispiel, bei dem sich dies so zugetragen hat, ist die Übernahme der *Girard Bank* durch die *Mellon Bank*, vgl. Stedman, M. J.: Merge-Purge, S. 29.

<sup>100</sup> Vgl. Benölken, H.: Fusionen, S. 14. Benölken berichtet dort von einem Zusammenschluß, in dem dieser Weg, aus den Führungsspitzen der Partnerinstitute die der neuen Wirtschaftseinheit additiv zusammenzusetzen, beschritten wurde. Außer dem Problem, daß dieser Vorstand durch enorme Koordinationsschwierigkeiten nicht arbeitsfähig war, ergab sich noch das der schlechten Vorbildfunktion. Sparappelle wurden von den unteren Ebenen mit dem Hinweis zurückgewiesen, „die da oben“ mögen doch mit dem Sparen anfangen.

schnell eine neue Stelle bei einem Wettbewerber bekommen, die Bank von sich aus verlassen.<sup>101</sup> Mit dem Ausscheiden solcher Schlüsselmitarbeiter verliert das neue Institut wichtiges Know-how und gewachsene Kundenbeziehungen.<sup>102</sup> Besonders wichtigen Mitarbeitern werden oft finanzielle Anreize zum Verbleib gegeben,<sup>103</sup> was die Integrationskosten weiter in die Höhe treibt.

Für die Nutzung vieler Synergievorteile ist zudem eine technische Integration der beiden Institute erforderlich.<sup>104</sup> Die Vereinheitlichung der Datenverarbeitung wird nur geringe Probleme bereiten, wenn die Rechnerkapazität des Käufers ausreicht, die Daten des Zielobjekts mit zu verarbeiten. In diesem Fall können die Datenverarbeitungsanlagen des Akquisitionsobjektes wegfallen, und es muß lediglich die Übergabe der Daten an das Rechenzentrum des Käufers geregelt werden. Die hierfür anfallenden Kosten dürften sich im Rahmen halten und sind für den Bewerber einigermaßen sicher prognostizierbar. In der Realität ist diese günstige Konstellation aber nur im Ausnahmefall gegeben.<sup>105</sup>

Die Vereinheitlichung der EDV bereitet weiterhin verhältnismäßig geringe Probleme, wenn beide Partner technisch compatible Systeme verwenden. Es muß dann lediglich eine Verbindung zwischen beiden Anlagen hergestellt werden, ggfs. sind daneben noch Vereinheitlichungen bei der Datenerfassung und -ausgabe vorzunehmen. Es kann aber die vorhandene Hardware weitergenutzt werden, evtl. auch die Software, und die Mitarbeiter beider Institute können auf ihren vertrauten Systemen weiterarbeiten, was einen nicht zu unterschätzenden Vorteil darstellt. Auch in diesem Fall dürften sich die Kosten für die technische Integration in Grenzen halten. Der Bewerber sollte sich aber über den Grad der Kompatibilität möglichst genau informieren.

In allen übrigen Fällen muß mit einem umfangreichen und teuren Integrationsprozeß gerechnet werden.<sup>106</sup> Die Vereinheitlichung des EDV-Systems erfordert neben umfangreichen Investitionen in Hard- und Software auch enorme Aufwendungen für externe Berater und Techniker und für die Schulung der Bankmitarbeiter.<sup>107</sup> Daneben sind Probleme mit Kunden zu erwar-

---

<sup>101</sup> Vgl. Uhle, C.: Effizienzkriterium, S. 262.

<sup>102</sup> Vgl. Feldman, M. L./Murata, D. K.: mergers, S. 36.

<sup>103</sup> Vgl. Bone, J.: Merging Cultures, S. 27, wo Größenordnungen von zweimal 15 % des Jahresgehaltes dieser Mitarbeiter genannt werden.

<sup>104</sup> Erfahrungen aus der Praxis zeigen, daß es ohne eine technische Integration schnell zu Problemen im Rechnungswesen und zu Irritationen unter den Kunden kommt, vgl. Krauß, H.-U.: Fusionsmanagement, S. 30 und Kilzer, J. R./Kurtz, T. A.: Merger Methods, S. 38.

<sup>105</sup> Vgl. Srinivasan, A.: Bank Mergers, S. 26.

<sup>106</sup> Krauß spricht in diesem Zusammenhang von einer „Herkulesaufgabe“, vgl. Krauß, H.-U.: Fusionsmanagement, S. 30

<sup>107</sup> Vgl. Wächter, K.: Fusion, S. 30.

ten, die sich mit ihren Dispositionen auf das EDV-System der Bank eingerichtet haben, z.B. im Firmenkundengeschäft beim Cash-management mit Online-Verbindung. Es bedarf seitens der Bank sicherlich einigen Erklärungsaufwandes und evtl. auch finanzieller Unterstützung bei der Veränderung der Datenanschlüsse bei den Kunden, wenn aufgrund eines Systemwechsels eine solche Online-Verbindung nicht mehr genutzt werden kann.<sup>108</sup> Zudem ist häufig zu beobachten, daß die Mitarbeiter eine hohe emotionale Bindung zu ihrem vertrauten System aufgebaut hatten, so daß bei der Einführung eines neuen Systems Widerstände zu befürchten sind.<sup>109</sup> Diese Belastungen werden insgesamt geringer sein, wenn lediglich der kleinere Partner sein Datenverarbeitungssystem umstellt, da die Anzahl der anzuschaffenden und zu installierenden Geräte, der umzuschulenden Mitarbeiter und der von der Umstellung betroffenen Kunden geringer ist als wenn der größere Partner sich anpaßt. Aus diesem Grund ist auch ein Austausch der Systeme beider Partner durch eine neue und überlegene Lösung meist nicht sinnvoll. Ist dies dennoch geplant, so muß der Bewerter die Aufwendungen für die technische Integration entsprechend höher veranschlagen.

Weitere Kosten verursacht die Zusammenführung der Datenbestände, die schnell nach dem Zusammenschluß und sehr zügig, möglichst innerhalb von 24 Stunden, erfolgen sollte, und unbedingt fehlerfrei und reibungslos ablaufen muß, da ein Ausfall der EDV auch nur für wenige Tage mit erheblichen Ansehens- und finanziellen Verlusten verbunden wäre.<sup>110</sup> Daher muß eine sorgfältige Vorbereitung dieser Zusammenführung vorausgehen und bei der Durchführung der eigentlichen Aktion wird den daran beteiligten Mitarbeitern hoher persönlicher Einsatz abverlangt. Daneben nimmt der Käufer oft noch eine Angleichung der Kontonummernsysteme beim Zielobjekt vor. Da dies für die Zahlungsverkehrskunden einen großen Einschnitt bedeutet, wird die Umstellung meist von einer umfassenden Marketing-Aktion begleitet. Die Kosten hierfür können je nach Anzahl der Kontokorrentkunden beträchtliche Größenordnungen annehmen.<sup>111</sup> Daneben sind der-

---

<sup>108</sup> Vgl. Gamble, R. H.: Bank disruptions, S. 25.

<sup>109</sup> Vgl. Rubin, H.: Information Systems, S. 73.

<sup>110</sup> Nach verschiedenen Schätzungen sind bereits die finanziellen Verluste überwältigend hoch. Der Ausfall des Host-Rechners für nur zwei bis drei Nächte kann bei großen Banken zu einem Schaden von mehreren 100 Mio. DM führen. Nach 5 1/2 Tagen wären beim EDV-Ausfall fast 90% der Aktivitäten einer Bank lahmgelegt. Nach einer anderen Schätzung sind Banken beim Totalausfall der EDV nur ca. 1 - 2 Tage überlebensfähig, während Industrieunternehmungen ca. 5 Tage überstehen könnten, vgl. Leichsenring, H./Schwartzkopff, W.: Strategische Risiken, S. 592.

<sup>111</sup> Beim Zusammenschluß der fünf Sparkassen aus dem Berliner Umland zur Mittelbrandenburgischen Sparkasse wurden z.B. ca. 300.000 Kunden in Vorab-Mailings über die Veränderung der Kontonummern informiert und erhielten dann Mappen mit den neuen Kontounterlagen, deren Stückpreis etwa DM 13,- betrug. Daneben gab es begleitende Aktionen wie Anzeigenkampagnen in Tageszeitungen, ein

artige Eingriffe in eingefahrene Zahlungsverkehrsströme erfahrungsgemäß sehr langwierig, da auch nach Jahren noch immer Transaktionen mit den alten Nummern vorkommen.<sup>112</sup> Der dafür anfallende personelle und zeitliche Aufwand im Rechenzentrum der Bank ist wohl nur von sehr erfahrenen Bewertern zu prognostizieren.

Schließlich ist im Zusammenhang mit der technischen Integration noch zu erwähnen, daß neue Belegvordrucke, Schecks und Scheckkarten erstellt und an die Kunden ausgehändigt werden müssen. Dies bindet Personal- und Schalterkapazität, die dann für das eigentliche Bankgeschäft nicht mehr zur Verfügung stehen. Darüber hinaus sind evtl. Sonderschalter vorgesehen mit verlängerten Öffnungszeiten in den Abendstunden und am Wochenende, wofür vorübergehend zusätzliches Personal eingestellt werden muß.<sup>113</sup>

Weitere Kosten sind für bauliche Maßnahmen einzukalkulieren, die bei der Zusammenlegung von Abteilungen anfallen,<sup>114</sup> z.B. für die Schaffung oder Umgestaltung von Büroräumen, damit die Mitarbeiter beider Banken, die in denselben Funktionsbereichen tätig sind, räumlich dicht beieinander untergebracht werden können. Insbesondere im geplanten Hauptsitz können Umbaumaßnahmen erforderlich werden, falls dort die Verwaltung beider Institute zusammengefaßt werden soll.<sup>115</sup> Die Höhe der hierfür anfallenden Kosten kann der Bewerter in Abhängigkeit vom geplanten Zentralisierungsgrad und den derzeitigen räumlichen Verhältnissen prognostizieren. Falls nach der Akquisition ein einheitliches Erscheinungsbild beider Banken vorgesehen ist, fallen weitere Umbaukosten an.<sup>116</sup>

Ist nach der Akquisition eine Straffung des Filialnetzes geplant, sollte der Bewerter beachten, daß dies möglicherweise Widerstände bei den betroffenen Mitarbeitern provoziert. Diese können oft nur mit erheblichem Kostenaufwand überwunden werden, was den Synergievorteil mindert oder die Zusammenlegung der Filialen schließlich ganz verhindert.<sup>117</sup> Weiterhin sind verschiedene Schließungskosten z.B. für einzuhaltende Mietverträge oder durch Fixkostenremanenz zu berücksichtigen<sup>118</sup> sowie das Problem von Ertragsrückgängen durch Abwanderung von Kunden, die mit der Verlegung „ihrer“ Geschäftsstelle nicht einverstanden sind.<sup>119</sup>

---

Servicetelefon für Kundenrückfragen und ein Gewinnspiel mit einem PKW als Hauptpreis, vgl. Boie, G.: Drehbuch, S. 29 f.

<sup>112</sup> Vgl. Küster, K.: Fusion, S. 14.

<sup>113</sup> Vgl. Grimm, R.: Fusionsmanagement, S. 406 f.

<sup>114</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 8.

<sup>115</sup> Vgl. Küster, K.: Fusion, S. 15.

<sup>116</sup> Vgl. Wächter, K.: Fusion, S. 30.

<sup>117</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Größe, S. 223 f.

<sup>118</sup> Vgl. Haiss, P. R.: Banken unter Streß, S. 767.

<sup>119</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 274.

Integrationsbedingte Aufwendungen entstehen auch im Marketing der Bank. Zunächst muß die Transaktion auf der Marktseite erläutert und die dadurch gewonnenen Stärken mit entsprechenden PR-Aktionen kommuniziert werden.<sup>120</sup> Ertrageinbußen sind einzukalkulieren, wenn anfängliche Marktwiderstände durch vorübergehende Preiszugeständnisse überwunden werden sollen.<sup>121</sup> Auch Anteilseigner und Finanzanalysten sollten durch entsprechende Marketingmaßnahmen von der Richtigkeit des Akquisitionsschrittes überzeugt werden.<sup>122</sup> Besonders wichtig ist auch das interne Marketing gegenüber den Mitarbeitern, da diese im unmittelbaren Kontakt zum Kunden stehen und dort die Vorteile des Zusammenschlusses nur positiv vertreten können, wenn sie selber davon überzeugt sind.<sup>123</sup> Zudem sind v.a. beim Personal des Akquisitionsobjektes Irritationen, teilweise auch Zukunftsorgen nach der Akquisition unvermeidbar. Das interne Marketing soll dafür Sorge tragen, daß diese internen Unruhen möglichst schnell vorbegehen und nicht nach außen dringen.<sup>124</sup>

Schließlich sind noch verschiedene andere Integrationskosten zu beachten. Hier ist zunächst festzustellen, daß meistens externe Berater hinzugezogen werden, teilweise um konkrete Integrationsprobleme zu lösen, teilweise nur als Moderator zur Schlichtung von Streitfragen oder zur Versachlichung von Diskussionen.<sup>125</sup> Angesichts der im Beratungsgeschäft üblichen Honorarsätze sind hierfür je nach angenommenem Schwierigkeitsgrad der Integration erhebliche Beträge einzukalkulieren. Auch die Vereinheitlichung der internen Kommunikation kann erhebliche Kosten verursachen.<sup>126</sup>

Schließlich sind in die Bewertung Sicherheitspuffer für versteckte Kosten einzubauen, die im Vorfeld nicht erwartet werden können, sich aber erfahrungsgemäß stets einstellen.<sup>127</sup> Hier ist die Erfahrung des Bewerter gefordert, der aus vergangenen ähnlichen Transaktionen wissen muß, welche Aufwendungen prognostiziert wurden und welche nach der Akquisition tatsächlich angefallen sind.

---

<sup>120</sup> Vgl. Rühmeier, R.: Banken-Fusion, S. 18.

<sup>121</sup> So wurden bei der Bildung der *Den Danske Bank* die Zinskonditionen als Vorwegnahme der EDV-Rationalisierungsgewinne gesenkt, um befürchtete Marktwiderstände zu überwinden, vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 8.

<sup>122</sup> Vgl. Stedman, M. J.: Merge-Purge, S. 30.

<sup>123</sup> Vgl. Huret, J.: Building Trust, S. 16.

<sup>124</sup> Vgl. Hoffman, G. T.: Marketing, S. 54.

<sup>125</sup> Vgl. Küster, K.: Fusion, S. 16 und Grimm, R.: Fusionsmanagement, S. 406.

<sup>126</sup> Vgl. Kilzer, J. R./Kurtz, T. A.: Merger Methods, S. 36.

<sup>127</sup> Vgl. Quinn, L. R.: Mangled Mergers, S. 20, der sich auf die mißglückte Akquisition von *Girard* durch *Mellon* bezieht.



### 2.2.2 Dyssynergien

Neben den Integrationskosten, die nach einer Übergangszeit „verdaut“ sind, muß der Bewerter die Dyssynergien einbeziehen, die das Wirtschaftsergebnis der entstehenden Bank längerfristig belasten.

Hier ist zunächst das Problem unterschiedlicher Unternehmungskulturen zu nennen. Der Zusammenschluß ist nämlich nicht nur eine Addition von Geschäftsvolumina mit den genannten Synergien und den zu ihrer Umsetzung erforderlichen Kosten, da beide Partner ihre eigenen historischen Wurzeln, Traditionen und Besonderheiten haben, die sie mit der Akquisition nicht einfach abstreifen können.<sup>128</sup> Die Unternehmungskultur umfaßt die Gesamtheit der gewachsenen Wertvorstellungen, Verhaltensnormen und Denkhaltungen einer Unternehmung und prägt damit Handlungen, Entscheidungen und Aktivitäten der Organisationsmitglieder.<sup>129</sup> Die Kultur ist also der spezielle Geist und Stil, der das unverwechselbare Profil einer Bank ausmacht und aus Sicht von Kunden und Mitarbeitern „die Summe der Selbstverständlichkeiten“<sup>130</sup> eines Instituts umfaßt. Sie hilft bei der Bewältigung von Aufgaben im Geschäftsalltag, indem sie für immer wiederkehrende Probleme bewährte Lösungsstrategien und Denkschemata bereitstellt. Eine funktionierende Unternehmungskultur kann so den Bedarf an aufwendigen und bürokratischen Koordinationsinstrumenten deutlich reduzieren.<sup>131</sup>

In unterschiedlichen Sparten des Bankgeschäfts herrschen meist verschiedene Kulturen, die nebeneinander existieren und sich gegenseitig beeinflussen.<sup>132</sup> So dominiert in Abwicklungsabteilungen von Kreditinstituten wie Zahlungsverkehr, Rechnungswesen oder Marktfolgebearbeitung meist eine von Genauigkeit und Ordnungsmäßigkeit geprägte Kultur, im Marketingbereich eine kreative und im Wertpapierresearch eine intellektuelle Atmosphäre, im Handelsbereich wird ein lockerer Umgangston gepflegt, während in Abteilungen mit direktem Kundenkontakt eine formale Kommunikation herrscht. Solche Subkulturen sind nur selten das Ergebnis bewußter Steuerung, sondern entwickeln sich innerhalb der Abteilungen durch die Herausbildung gruppenspezifischer Werte und Normen.<sup>133</sup> Ist in den Zusammenschluß ein Institut einbezogen, das sich auf einen Geschäftsbereich spezialisiert und dafür eine passende Kultur entwickelt hat, so ist mit erheblichen Problemen zu rechnen.<sup>134</sup>

<sup>128</sup> Vgl. Schmoll, A.: Bankfusionen, S. 183.

<sup>129</sup> Vgl. Körner, M.: Unternehmenskultur, S. 251.

<sup>130</sup> Schmoll, A.: Bankfusionen, S. 183.

<sup>131</sup> Vgl. Körner, M.: Unternehmenskultur, S. 253.

<sup>132</sup> Vgl. Nahavandi, A./Malekzadeh, A. R.: Acculturation, S. 80.

<sup>133</sup> Vgl. Wüthrich, H.-A./Ganz, M.: Kulturbewußtes Management, S. 293.

<sup>134</sup> Als Beispiel kann die Übernahme der erzkonservativen britischen Investmentbank S. G. Warburg durch den eher hemdsärmlich agierenden Schweizer Bankverein dienen, vgl. Balzer, A.: Kulturschock, S. 78.

Die für die Nutzung von Synergien erforderliche Integration der Geschäftsabläufe beider Partner bestimmt das Ausmaß der zu erwartenden kulturellen Probleme<sup>135</sup> und damit der in die Bewertung einzubeziehenden Dyssynergien. Gelegentlich ist bei einer Akquisition gerade die Aufrechterhaltung der Kultur im Zielobjekt geplant, wie dies z.B. zunächst beim Kauf der britischen Investmentbank *Morgan Grenfell* durch die *Deutsche Bank AG* der Fall war.<sup>136</sup> Bei solchen Zielobjekten bietet es sich an, unter bewußtem Verzicht auf Synergien die dort vorhandene Unternehmenskultur zu bewahren und keine intensive Integration vorzunehmen, um die dort vorhandene Produktivität aufrechtzuerhalten.<sup>137</sup> Der Bewerter darf aber bei seiner Preisfindung nicht das von ihm wahrgenommene Optimum im Spannungsfeld zwischen Synergierrealisierung und Vermeidung kultureller Probleme zugrundelegen, sondern muß von dem vom Käufer vorgesehenen Integrationsgrad ausgehen und die daraus resultierenden Dyssynergien schätzen.

Falls eine Integration des Akquisitionsobjektes geplant ist, muß der Bewerter sich zunächst über die Kulturen in beiden Instituten orientieren. Kriterien zur Messung dieses unbestimmten Begriffes bietet zunächst die Organisationsstruktur, in der sich kulturelle Unterschiede z.B. im hierarchischen Aufbau, den Organisationsprinzipien, dem Grad der Formalisierung und Standardisierung von Geschäftsabläufen und der innerbetrieblichen Kommunikation und den Systemen zur Leistungs-, Qualitäts- und Anwesenheitskontrolle sowie den Prinzipien zur Entlohnung und Beförderung zeigen können. Daneben kann sich die Kultur in der Unternehmenspolitik, z.B. den verfolgten Strategien, im Führungsstil, den Handlungsstrukturen und dem verbalen Verhalten äußern.<sup>138</sup> Außerdem hat sich gezeigt, daß die Kultur einer Unternehmung auch stark von nationalen Besonderheiten geprägt ist, was bei Auslandsakquisitionen berücksichtigt werden muß.<sup>139</sup>

Mit dem sog. *Culture Web* können Kulturunterschiede durch das Aufeinanderlegen der Netze beider Banken visualisiert werden. Sie sind umso geringer, je mehr sich die Flächen überlappen, die aufgrund der Bewertung der einzelnen Kriterien entstehen.<sup>140</sup>

---

<sup>135</sup> Vgl. Chatterjee, S. et al.: Cultural Differences, S. 320 und Nahavandi, A./Malekzadeh, A. R.: Acculturation, S. 81.

<sup>136</sup> Vgl. Marois, B./Farde, X.: Cross-border acquisitions, S. 847.

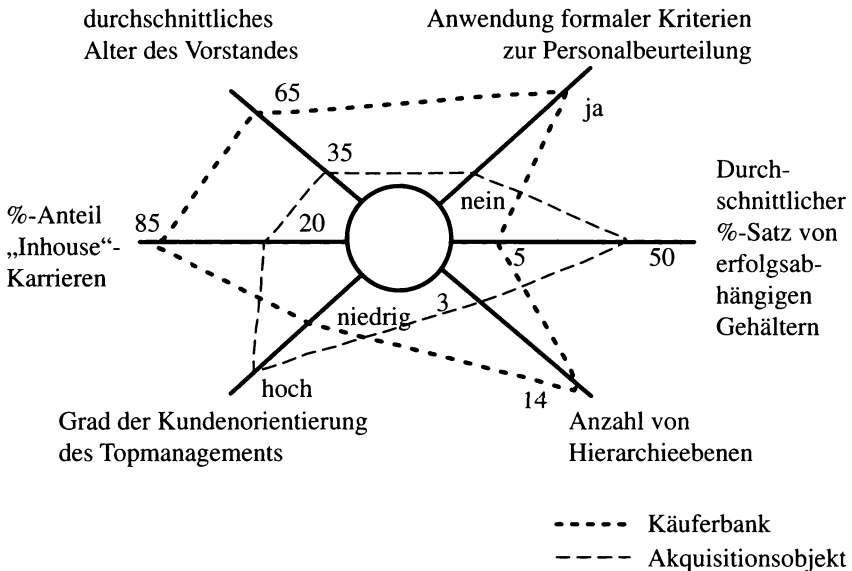
<sup>137</sup> Vgl. Barnatt, C./Wong, P.: Acquisition Activity, S. 11.

<sup>138</sup> Vgl. Jung, H.: Unternehmensakquisitionen, S. 201. Andere Kriterien zur Erfassung und Umschreibung der Unternehmenskultur bietet z.B. Graf Matuschka, Unternehmensakquisitionen, S. 110.

<sup>139</sup> Vgl. Jung, H.: Unternehmensakquisition, S. 203.

<sup>140</sup> Vgl. Clarke, C. J.: Acquisitions, S. 17f. und Jung, H.: Unternehmensakquisitionen, S. 202f.

Abbildung 18: Beispiel eines Culture Web zur Messung von Kulturunterschieden



Quelle: Jung, H.: Unternehmensakquisitionen, S. 202.

Ein anderes Instrument zur Messung der kulturellen Übereinstimmung ist das sogenannte *Semantische Differential*, in dem einzelne Ausprägungsformen in einer meist siebenstufigen Skala, die als Gegensatzpaar formuliert ist, beurteilt werden. Hilfreich bei der Analyse sind Interviews und Befragungen sowie das Beobachten von Sitzungen, sofern der Bewerter hierzu die Möglichkeit erhält. Die Ergebnisse können in ein Profil zusammengefaßt werden, wodurch sich Ausprägungen verschiedener zur Kulturbestimmung wichtiger Grundorientierungen visualisieren lassen.<sup>141</sup> Legt man die entstehenden Kulturprofile übereinander, so werden die Unterschiede zwischen beiden Unternehmungen deutlich. Allerdings werden in der Praxis die Aussagekraft solcher Polaritätsprofile meist über- und die mit ihrer Anwendung verbundenen Schwierigkeiten unterschätzt.<sup>142</sup>

Sind nach den Messungen des Bewerter die Kulturen beider Institute einigermaßen deckungsgleich, so sind auch bei starker Integration keine grundlegenden Probleme zu erwarten. Ansonsten muß für eine reibungslose Zusammenarbeit eine Angleichung erfolgen, wobei der Käufer entweder

<sup>141</sup> Vgl. Wüthrich, H.-A./Ganz, M.: Kulturbewußtes Management, S. 296.

<sup>142</sup> Vgl. Wiswede, G.: Wirtschaftspsychologie, S. 41.

Abbildung 19: Semantisches Differential zur Darstellung von Kulturunterschieden

Extrem 1	stark	← -- →	stark	Extrem 2
1. Kooperation, Teamarbeit				Einzelgängertum, Vertraulichkeit
2. Ordnung, Struktur				Improvisation, Spontaneität
3. Erfolgsorientierung, persönliche Auszeichnung				Prozeßorientierung, Dienst, Pflichterfüllung
4. Menschlichkeit, Nähe				Sachlichkeit, Distanz
5. Wandel, Risiko, Innovationsfreudigkeit				Bewahrung, Sicherheit
6. Hierarchie, Macht, Privilegien				Gleichheit, Gleichbehandlung
7. Selbstbestimmung, Handlungsspielraum				Fremdbestimmung, Kontrolle
8. Nüchternheit, Bescheidenheit				Phantasie, Stolz
9. Gelassenheit, Passivität				Aktivität, Tatendrang
10. Langfristige Ausrichtung				kurzfristige Ausrichtung

----- Käuferbank (Universalbank)

----- Akquisitionsobjekt (Investmentbank)

Quelle: Ganz, M.: Erhöhung des Unternehmenswertes, S. 292.

seine Kultur auf das Akquisitionsobjekt übertragen oder die des Zielobjektes selbst übernehmen kann.<sup>143</sup> Ein dritter Weg wäre die Etablierung einer völlig neuen Kultur, die zwischen beiden Partnern einvernehmlich festgelegt wird,<sup>144</sup> wobei aber bemerkt werden muß, daß sich über lange Zeit gewachsene Kulturen nicht einfach austauschen lassen wie z. B. die technische Ausstattung.

<sup>143</sup> Vgl. Clarke, C. J.: Acquisitions, S. 16.

<sup>144</sup> Vgl. Krauß, H.-U.: Fusionsmanagement, S. 31.

Der Erfolg der Akkulturation hängt stark von der Charakteristik beider Institute ab, wobei die Belegschaft, die die Kultur lebt und verkörpert, eine Schlüsselrolle spielt.<sup>145</sup> Soll dem Akquisitionsobjekt die Kultur des kaufenden Institutes übertragen werden, so ist v. a. zu untersuchen, wie die Mitarbeiter der übernommenen Bank der Transaktion gegenüberstehen und wie sehr sie die Bewahrung ihrer eigenen Kultur wünschen. Über beides kann der Bewerber durch Befragungen der Belegschaft Aufschluß erhalten. Am leichtesten ist die Kluft zu überbrücken, wenn die übernommenen Mitarbeiter die Transaktion gutheißen und ihnen wenig an der Konservierung ihrer alten Kultur liegt. Es kommt dann zu einer *Assimilierung*, bei der sich das Zielobjekt vollständig an die Kultur des Käufers anpaßt. Diese günstige Konstellation tritt v. a. auf, wenn das übernommene Institut wirtschaftlich angeschlagen war und die Mitarbeiter den Verkauf als Rettung ansehen.<sup>146</sup> Obwohl auch hier die Akkulturation einige Zeit erfordern wird, sind nennenswerte Dyssynergien nicht zu erwarten.

Sind die übernommenen Mitarbeiter zwar mit dem Verkauf der Bank einverstanden, wollen aber trotzdem ihre eigene gewachsene Kultur nicht aufgeben, so kommt es zur *Integration*. Dabei nähert sich die formale Organisationsstruktur an die des Käufers an, während die alten Werte, Denkhaltungen und Normen beibehalten werden. Der Umfang der bei dieser Konstellation zu erwartenden Dyssynergien hängt dann von der Kulturtoleranz des Käufers ab.

Falls die akquirierten Mitarbeiter ihre eigene Kultur nicht besonders schätzen, aber der Übernahme der Kultur des Käufers ablehnend gegenüberstehen, so kommt es zur *Dekulturation*. Es entwickelt sich eine neue Kultur, was aber von großen kollektiven und individuellen Unsicherheiten begleitet ist. In diesem Fall wird sich ein Kulturschock kaum vermeiden lassen.

Der schwierigste Fall tritt ein, wenn die übernommenen Mitarbeiter den Käufer ablehnen und ihre eigene Kultur verteidigen wollen. Es kommt dann zur *Separation*, bei der sich die Mitarbeiter gegen die Dominanz des Käufers auflehnen und sich weigern, dessen Kulturstandards zu übernehmen. Ein Kulturschock kann hier nur vermieden werden, wenn der Käufer die kulturelle Eigenständigkeit des Zielobjektes akzeptiert.

Die Kulturtoleranz eines Käufers kann der Bewerber abschätzen, wenn er sich über die Kulturvielfalt in der Käuferbank informiert. Ein guter Anhaltspunkt dafür wären durchgeführte Akquisitionen in der Vergangenheit.

<sup>145</sup> Vgl. zum folgenden Nahavandi, A./Malekzadeh, A. R.: *Acculturation*, S. 82 - 84.

<sup>146</sup> Vgl. Schmoll, A.: *Bankfusionen*, S. 184. Dies war z.B. bei der Übernahme der nach Fehlspekulationen im asiatischen Markt stark angeschlagenen *Barings Bank* durch die niederländische *ING* zu beobachten, vgl. Balzer, A.: *Kulturschock*, S. 80.

Abbildung 20: Akkulturationsformen aus Sicht von Akquisitionsobjekt und Käufer

		Wie sehr sind die Mitarbeiter des Akquisitionsobjektes an der Aufrechterhaltung ihrer Kultur interessiert?				Kulturvielfalt des Käufers	

Nach: Nahavandi, A./Malekzadeh, A. R.: Acculturation, S. 83 f.

Kulturschocks wird es also geben, wenn im Zielobjekt die Akkulturation über Separation, Integration oder Dekulturation vorgenommen wird und der Käufer dies nicht duldet, z.B. weil er seine Akquisitionsziele hierdurch gefährdet sieht.<sup>147</sup> Ein solcher Kulturschock kann zu inneren Widerständen gegen das neue Mutterinstitut und zu erheblichen Verzögerungen des Integrationsprozesses führen und die gesamte Akquisition zum Mißerfolg führen.<sup>148</sup> Auch ein rigiderer Führungsstil der Käuferbank, der nach der Akquisition auch auf die übernommenen Mitarbeiter übertragen wird, kann dort zu Produktivitätsrückgängen führen.<sup>149</sup> Die Reibungsverluste und Unsicherheiten, die eine solche Situation mit sich bringt, können von Konkurrenten zur Abwerbung wichtiger Kunden und Mitarbeiter genutzt werden.<sup>150</sup>

Ertragsauswirkungen wird es zudem geben, wenn beim Zielobjekt eine vitale und innovative Kultur durch die Akquisition zerstört wird. In großen Instituten gibt es meist bürokratisch geprägte Kulturen, die dort zur Beherrschung der komplexen Geschäftsabläufe erforderlich sind. Falls dies auf das Zielobjekt übertragen wird, so ist dort mit einem Produktivitätsrückgang zu rechnen.<sup>151</sup>

<sup>147</sup> Vgl. Chatterjee, S. et al.: Cultural Differences, S. 322.

<sup>148</sup> Vgl. Benölken, H./Winkelmann, A.: Fusionsmanagement, S. 321.

<sup>149</sup> Vgl. Quinn, L. R.: Mangled Mergers, S. 22.

<sup>150</sup> Vgl. Uhle, C.: Effizienzkriterium, S. 261.

<sup>151</sup> Vgl. Clarke, C. J.: Acquisitions, S. 16. Vgl. die Kulturtypen mit ihren jeweiligen Produktivitätsauswirkungen sowie die Kulturrevolution bei wachsenden Unternehmen bei Kono, T.: Corporate Culture, S. 11.

Neben der allgemeinen Unternehmungskultur gibt es im Personalbereich ein großes Potential für Dyssynergien. Bei allen betrieblichen Veränderungen spielen sozio-emotionale Faktoren wie Machtstreben, persönliche Vorurteile, Antipathien, Ängste und Mißtrauen eine wichtige Rolle und dies gilt für eine Unternehmungsübernahme in besonderem Maße.<sup>152</sup> Hier sind zunächst die Ängste der Mitarbeiter um ihre Arbeitsplätze einzubeziehen. Bereits Gerüchte um einen bevorstehenden Stellenabbau nach der Akquisition können zu Produktivitätsrückgängen in der Belegschaft führen, die sich negativ auf den Ertrag auswirken.<sup>153</sup> Hierarchierückstufungen und Beschneidungen von Entscheidungskompetenzen werden von den Betroffenen als Verlust an Macht, Prestige und Möglichkeit zur Selbstverwirklichung empfunden und führen zum Motivationsverlust, der schließlich ebenfalls in geringere Arbeitsproduktivität mündet.<sup>154</sup> Schließlich muß beachtet werden, daß die Übernahme „seines“ Instituts vom einzelnen Mitarbeiter als Entwertung seines persönlichen Unternehmungsleitbildes empfunden werden kann,<sup>155</sup> zumal liebgewonnene und lange bewährte Verhaltenweisen möglicherweise bedroht sind.<sup>156</sup> Kommt es hierüber zum Verlust des wichtigen „Wir-Gefühls“ in der Belegschaft, das in der Bank zur Integrations- und Kooperationsbereitschaft des Einzelnen und zur Orientierung seines Verhaltens an den Unternehmungszielen führt,<sup>157</sup> so führt dies zu weiterem Produktivitätsrückgang.

Diese Effekte dürften bei jeder Akquisition auftauchen und sind normalerweise vorübergehend. Wenn der Käufer aber großen Rationalisierungsdruck ausübt oder eine intensive Umstrukturierung der Hierarchien oder sonstige weitreichende Eingriffe im Zielinstitut plant, so kann es auch zum langfristigen Rückgang der Arbeitsproduktivität kommen. Trägt das übernommene Personal den Zusammenschluß nicht mit, so sind zudem Synergien und Einsparpotentiale hinfällig.<sup>158</sup> Diese menschlichen und motivationalen Faktoren spielen in der Kreditwirtschaft eine wesentliche Rolle und zählen zu den zentralen Erfolgsfaktoren, so daß sie sich bei Bankzusammenschlüssen besonders stark auswirken können.<sup>159</sup>

<sup>152</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 230. Brunner weist dabei darauf hin, daß in vielen der von ihm durchgeführten Interviews die sozio-emotionalen Faktoren als wichtigster Faktor für den Erfolg einer Übernahme bezeichnet wurden.

<sup>153</sup> Vgl. Zolotor, M. A.: Consolidation, S. 44f. und Stedman, M. J.: Merge-Purge, S. 28.

<sup>154</sup> Vgl. Widemann, K.: Fusion, S. 767 und Nadler, P. S./Miller, R. B.: Banking Jungle, S. 48.

<sup>155</sup> Vgl. Wächter, K.: Fusion, S. 29.

<sup>156</sup> Vgl. Bone, J.: Merging Cultures, S. 26.

<sup>157</sup> Vgl. Körner, M.: Unternehmenskultur, S. 255.

<sup>158</sup> Vgl. Graf Matuschka, A.: Unternehmensakquisitionen, S. 111.

<sup>159</sup> Vgl. Krüger, W./Theissen, E./Olemotz, T.: Erfolgsfaktoren, S. 257.



Bei einem hohen geplanten Integrationsgrad kann es zu weiteren Dyssynergien durch zunächst doppelt besetzte Stellen kommen. Hiervon sind v.a. die oberen und mittleren Managementebenen betroffen, wo der Verlust einer Position und des damit verbundenen Status als besonders schmerzlich empfunden wird.<sup>160</sup> Wenn bei der Neugestaltung der Aufbauorganisation Stellen entfallen, kann es zu Machtkämpfen unter den Betroffenen kommen, die sich über bestehende Koalitionen ausweiten und, wenn auch dort Mitarbeiter zur Disposition stehen, auf das Käuferinstitut übergreifen können.<sup>161</sup> Der Sozialneid, der durch das Denken in Posten entsteht, kann schwerwiegende Auswirkungen auf die Arbeitsmotivation und das Betriebsklima nach sich ziehen. Teilweise wird zur Vermeidung solcher Dyssynergien den Mitarbeitern beider Institute eine Besitzstandsgarantie gegeben, wodurch es aber nicht oder nur sehr schleppend über die natürliche Fluktuation zum Umbau von Strukturen und zur Umsetzung von Synergien kommen kann.<sup>162</sup>

Auch bei der Zusammenlegung von Verwaltungsabteilungen sind verschiedene Nachteile einzurechnen. Hier sind zunächst die Koordinationskosten anzuführen, die bei der Zusammenfassung insbesondere von Marktfolgebereichen entstehen. Bestanden z.B. bei der Kreditanalyse bei beiden Partnern grundlegende Unterschiede in der Risikoeinschätzung, so sind diese nach der Vereinigung schnell anzupassen, um den Kunden nicht den Eindruck zu vermitteln, in der neuen, größeren Abteilung würde mit unterschiedlichen Maßstäben gearbeitet.<sup>163</sup> Ferner sind Kosten zu berücksichtigen, die sich durch notwendige Kompromisse ergeben, da es nicht immer gelingen wird, eine betriebswirtschaftliche Funktion in einem zusammengefaßten Bereich so zu erfüllen, wie jede einzelne Geschäftseinheit es täte, wenn sie leistungswirtschaftlich unabhängig wäre. Dies mindert oft die wirtschaftlichen Vorteile oder verhindert sie ganz.<sup>164</sup>

Weitere Dyssynergien entstehen, wenn bei den Partnern unterschiedliche Gehaltsstrukturen bestehen. Hier erfolgt erfahrungsgemäß eine Angleichung nach oben. Gerade beim Erwerb eines kleinen, personalkostengünstigen Institutes durch ein größeres baut sich die günstige Struktur erstaunlich schnell

---

<sup>160</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 8.

<sup>161</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 231.

<sup>162</sup> Beim 1989 erfolgten Zusammenschluß der Stadtparkasse Frankfurt mit der Frankfurter Sparkasse von 1822 wurde eine solche Besitzstandsgarantie gegeben, durch die der gesamte Prozeß erheblich verzögert wurde. Per Saldo wurden hiermit positive Erfahrungen gemacht, da damit interne Macht- und Positionskämpfe verhindert werden konnten, vgl. Wächter, K.: Fusion, S. 28f.

<sup>163</sup> Vgl. Zolotor, M. A.: Consolidation, S. 45. Zudem kann sich durch inkonsistente Kreditpolitik auch die Qualität des Kreditportfolios verschlechtern, vgl. Kilzer, J. R./Kurtz, T. A.: Merger Methods, S. 34.

<sup>164</sup> Vgl. Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 236f.

ab.<sup>165</sup> Unterscheiden sich die Altersversorgungssysteme beider Partner voneinander oder hat eines der beteiligten Institute keine betriebliche Altersversorgung, so ist hier ebenfalls enormer Anpassungsdruck zu erwarten.<sup>166</sup> Die daraus entstehenden Dyssynergien dürften nur zu vermeiden sein, wenn es gelingt, die Entlohnungsstrukturen auch nach der Akquisition streng zu trennen.<sup>167</sup> Dies dürfte aber der Ausnahmefall sein, da mit dem Austausch von Personal zwischen den Partnern eine solche Trennung immer schwieriger wird. Allenfalls bei Auslandsakquisitionen in Ländern mit geringem Lohnniveau ist dies langfristig zu bewerkstelligen.<sup>168</sup> Diese Form von Dyssynergie ist für den Bewerber verhältnismäßig leicht zu quantifizieren.

Weitere Dyssynergien betreffen die Kundenseite, wo es oftmals nach der Übernahme zur Auflösung von Geschäftsverbindungen kommt. Um das Ausmaß der Kundenabwanderungen abschätzen zu können, muß man sich über die hierfür maßgeblichen Gründe orientieren. Zunächst ist festzustellen, daß mit der Akquisition Unsicherheit in die im Bankgeschäft so wichtige personale Komponente hineingetragen wird. Enge und teilweise über Jahre gewachsene Beziehungen zwischen Bankmitarbeiter und Kunde sind nicht ungewöhnlich, so daß ein akquisitionsbedingtes – freiwilliges oder nicht freiwilliges – Ausscheiden eines Mitarbeiters für die von ihm betreuten Kunden als Anlaß zum Bankenwechsel genommen werden kann.<sup>169</sup> Eine Aufweichung der persönlichen Bindungen kann außerdem dazu führen, daß Kunden dem Institut zwar erhalten bleiben, künftig aber mit höherer Preissensibilität verhandeln und die Leistung stärker als bisher an den Angeboten der Konkurrenz messen.<sup>170</sup>

Weiterhin kann die Übernahme einer Bank von ihren Kunden als Verlust an lokaler Verankerung empfunden werden. Dies wird zu Marktanteilsverlusten führen, wenn der regionalen Identität ein akquisitorisches Potential zukommt. Der Identitätsverlust wird besonders intensiv empfunden, wenn

<sup>165</sup> Vgl. Weber, E.: Berücksichtigung von Synergieeffekten, S. 112.

<sup>166</sup> Vgl. Sieben, G./Siellaff, M.: Unternehmensakquisition, S. 57.

<sup>167</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 8. Daneben wird noch vorgeschlagen, ein völlig neues Gehaltssystem zu etablieren, das sich nicht am kostengünstigeren Partner orientiert, vgl. Krauß, H.-U.: Fusionsmanagement, S. 32. Es darf aber bezweifelt werden, daß sich dies gegen den Widerstand der Belegschaft und wohl auch des Betriebsrates und der Gewerkschaft durchsetzen läßt.

<sup>168</sup> Die *Deutsche Bank AG* weist z.B. ihre in Südamerika eingesetzten Mitarbeiter an, über ihr Einkommen, das weit über dem der einheimischen Kollegen liegt, strengstes Stillschweigen zu bewahren.

<sup>169</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 229 f. Vgl. außerdem Platt, S. K.: Happy Customer, S. 386 und Quinn, L. R.: Mangled Mergers, S. 22, der verschiedene Kundenreaktionen nach einer Akquisition zitiert, die den Wunsch nach personeller Kontinuität deutlich demonstrieren.

<sup>170</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Bankenfusionen, S. 231.

der Käufer den Firmennamen des Zielobjektes nicht beibehält.<sup>171</sup> Bei der Akquisition eines Institutes im Ausland sind besonders heftige Marktreaktionen zu befürchten, da viele Kunden das vertrauensabhängige Bankgeschäft lieber über einheimische Anbieter abwickeln.<sup>172</sup>

Zudem ist gerade bei einem hohen vorgesehenen Integrationsgrad einzukalkulieren, daß die Bank über die Schwierigkeiten, die mit dem Zusammenschluß und der Umsetzung von Synergiepotential verbunden sind, die Kundenorientierung verliert, da z. B. Mitarbeiter sich mehr um die Verteidigung ihrer bisherigen Privilegien als um die Kunden kümmern oder bei der technischen Integration eine einfache, aber kundenunfreundliche Lösung gewählt wird. Dies kann zu erheblicher Verunsicherung bei den Kunden führen.<sup>173</sup> In dieser Phase ist die übernommene Bank äußerst verwundbar gegen Angriffe der Konkurrenz, die mit gezielten Maßnahmen die interessantesten Kunden abwerben kann.<sup>174</sup>

Zumindest teilweise geht Geschäft verloren, wenn ein Kunde vorher mit beiden Banken in Verbindung stand. Gerade vermögende Privat- und Firmenkunden legen Wert auf mehrere Bankverbindungen, um nicht von einem Anlageberater oder Kreditgeber abhängig zu sein.<sup>175</sup> Zu einem Bankenwechsel kann es auch kommen, wenn der Kunde aus Prestigegründen gerne mit den Bankrepräsentanten der obersten Ebene verkehren möchte, was nach der Übernahme nicht mehr der Fall wäre, so daß er sich

---

<sup>171</sup> Auch hier kann die Übernahme der *Girard Bank* durch *Mellon* als Beispiel dienen: Zwischen Pittsburgh, dem Firmensitz des Käufers, und Philadelphia, dem Sitz des Akquisitionsobjektes, besteht eine historische Städtefeindschaft, so daß die Bevölkerung von Philadelphia den Aufkauf einer ihrer ersten Bankadressen durch die Pittsburgher *Mellon* als Niederlage empfand und in der lokalen Presse entsprechend kommentierte. In dieser ohnehin schon gespannten Atmosphäre wurde *Girard* in *Mellon Bank East* umfirmiert und das Hauptquartier Girard Plaza in Mellon Bank Center umbenannt. Dieses unsensible Vorgehen kostete enormen Marktanteil und hatte den Erfolg der gesamten Akquisition lange Zeit in Frage gestellt, vgl. Quinn, L. R.: *Mangled Mergers*, S. 20.

<sup>172</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 229 f. Brunner bezieht sich in seinen Aussagen auf eine in der Schweiz durchgeführte Umfrage, nach der 45 % der Kunden ihre Kontoverbindung auflösen würden, falls ihr Institut in ausländische Hände geriete. Er räumt aber ein, daß es offen bleiben muß, ob eine derart drastische Reaktion tatsächlich erfolgt.

<sup>173</sup> Vgl. Katz, N.: *Bank Consolidation*, S. 15.

<sup>174</sup> Vgl. Platt, S. K.: *Happy Customer*, S. 388. Vgl. in diesem Zusammenhang auch den Auszug aus dem Marketing-Konzept der Sparkassenorganisation bei Hahn, O.: *Betriebsgröße*, S. 445: „Kleinere und mittlere genossenschaftliche Banken sollen gezielt fusionsreif gemacht werden. Bis die Fusion organisatorisch verdaut ist, kann die Sparkasse mit Hilfe ihrer schlagkräftigen Marketingorganisation ihre Marktstellung in diesem Teilmarkt erheblich ausbauen.“ Es darf angenommen werden, daß auch andere Bankengruppen nach dieser Strategie vorgehen.

<sup>175</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, R.: *Synergien*, S. 6.

an ein kleineres Institut wendet, bei dem ihm dies wieder möglich wird.<sup>176</sup> Daneben sind weitere Gründe denkbar, die den Kunden bei einer Akquisition verärgern, z.B. daß er eine neue Gebührenstruktur nicht akzeptiert oder den Übergang auf neue Zahlungsverkehrsformulare als Zumutung empfindet, was dazu führt, daß der Marktanteil des kombinierten Instituts geringer als erwartet ausfällt.<sup>177</sup>

Schließlich können Dyssynergien auftreten, weil das Institut nach dem Zusammenschluß größer und komplexer geworden ist und daher auch ein aufwendigeres Berichts- und Rechnungswesen benötigt, nicht zuletzt auch, weil nach der Akquisition eine Pflicht zur Konzernrechnungslegung besteht bzw. eine vorhandene Konzernrechnungslegung erweitert werden muß.<sup>178</sup> So kann der Zusammenschluß statt einer Verringerung von Verwaltungsstrukturen, die nur durch zielgerichtete Managementmaßnahmen zu erreichen ist, sogar eine Erhöhung mit sich bringen, die sich von alleine einstellt.

### 2.3 Empirische Evidenz

Eine systematische empirische Forschung, wie es sie bei den Größeneffekten von Bankzusammenschlüssen gibt, liegt über die Synergieeffekte nicht vor, so daß man auf Einzeluntersuchungen zurückgreifen muß, deren Allgemeingültigkeit fraglich ist. Noch mehr als die Größestudien sind die Synergieergebnisse daher nur als Tendenzaussage zu werten.

Erkenntnisse von Unternehmensberatungen deuten darauf hin, daß Kostensenkungen v.a. bei Akquisitionen von Kreditinstituten erreicht wurden, die in demselben regionalen Markt tätig waren. Bei gut geleiteten Integrationen konnten durch die Neuausrichtung des Geschäftsstellennetzes und der Back-office-Funktionen Einsparungen bis zu 40 % erreicht werden.<sup>179</sup> Dies dürfte aber der Ausnahmefall sein. Insbesondere die Einsparungen, die sich durch die Zusammenlegung von Geschäftsstellen ergeben, werden nach den empirischen Ergebnissen meist überschätzt. So wurden in den akademischen Studien entweder nur geringe Kostenrückgänge im Bereich von ca. 2 %<sup>180</sup> oder gar keine festgestellt.<sup>181</sup> Allerdings konnten bei der-

<sup>176</sup> Vgl. Cramer, J. E.: Bank, S. 11.

<sup>177</sup> Vgl. Lunt, P.: Bank acquirer, S. 73.

<sup>178</sup> Vgl. Küting, K.: Analyse von Verbundeffekten, S. 184. Für Banken besteht wie für alle anderen Unternehmungen eine Pflicht zur Konzernrechnungslegung über das Bankbilanzrichtliniengesetz (§§ 340i und 340j HGB).

<sup>179</sup> Vgl. Gregor, W. T./Mara, J.: Mergers, S. 38.

<sup>180</sup> Vgl. Shaffer, S.: megamergers, S. 431.

<sup>181</sup> Vgl. Srinivasan, A.: Bank Mergers, S. 25 und Rhoades, S. A.: Efficiency Effects, S. 416. Berger und Humphrey testeten dabei auch, ob sich bei größerer

artigen Geschäftsstellenzusammenlegungen Ertragsvorteile durch geringeren Wettbewerb registriert werden.<sup>182</sup> Bei der Zusammenlegung gibt es keine zu beachtende Maximalgröße für eine einzelne Filiale, da für die einzelne Bankstelle durchgängige Economies of Scale nachgewiesen werden konnten.<sup>183</sup> Damit kann eine geographische Überschneidung beider Institute durch die Nutzung von Marktsynergien insgesamt als Erfolgsfaktor angesehen werden.<sup>184</sup>

Interessanten Aufschluß bietet die Studie von *Srinivasan*, nach deren Feststellungen in den meisten Fällen im Personalbereich deutliche Einsparungen erreicht werden konnten. Keine bzw. nur geringe Kostensenkungen ergaben sich durch die Zusammenlegung der EDV und des Marketing, bei den übrigen Kosten kam es eher zu einer Erhöhung, so daß die Kostenentlastung insgesamt gering blieb.<sup>185</sup> *Rose* konnte bei seiner Untersuchung nicht einmal eine Verbesserung von wesentlichen Rentabilitätskennziffern ermitteln, wenn ein Institut eine langfristig angelegte Akquisitionsstrategie verfolgt, in der der Kauf mehrerer Zielobjekte vollzogen wird. Es wird aber darauf hingewiesen, daß sich die Akquisitionen bei einem sehr langen Betrachtungshorizont von mehreren Jahren häufig doch noch auszahlen.<sup>186</sup> Bei Zusammenschlüssen großer Banken kamen *Berger* und *Humphrey* zu einem ähnlichen Ergebnis. Im Durchschnitt ist die Kostenentlastung gering bzw. nicht vorhanden, wobei bei den Sachkosten die schlechtesten Resultate erzielt werden. Sie weisen aber auf die breite Streuung der Ergebnisse hin, so daß es Zusammenschlüsse, die äußerst erfolgreich waren und hohe Kostensenkungen mit sich brachten, ebenso gab wie solche, die als Mißerfolg endeten und die Kosten nach oben trieben. *Berger* und *Humphrey* räumen auch ein, daß die insgesamt unbefriedigenden Erfolge vergangener Zusammenschlüsse, die ihrer Arbeit als Datengrundlage dienten, nicht unbedingt repräsentativ für künftige Transaktionen sein müssen, da die Entscheidungsträger aus den Fehlern der Vergangenheit lernen.<sup>187</sup> Besonders problematisch ist die Umsetzung von Synergien beim Zusammenschluß etwa gleich großer Banken. Die Integration ist in solchen Fällen aufgrund der zu

---

Marktüberlappung ein höheres Kostensenkungspotential ergibt, konnten aber hierfür aus ihrem Datenmaterial keinen Hinweis finden, vgl. *Berger, A. N./Humphrey, D. B.: Megamergers*, S. 588.

<sup>182</sup> Vgl. *Boyd, J. H./Graham, S. L.: Consolidation Trend*, S. 76.

<sup>183</sup> Vgl. *Nelson, R. W.: Banking Costs*, S. 190.

<sup>184</sup> Vgl. auch *Moynihan, J.: Acquisitions*, S. 19; *Madura, J./Wiant, K. J.: bank acquisitions*, S. 1150 und *Houston, J. F./Ryngaert, M. D.: bank mergers*, S. 1169.

<sup>185</sup> Vgl. *Srinivasan, A.: Bank Mergers*, S. 24. Nach ihren Ergebnissen lagen die Kosten von akquisitionsaktiven Banken im 4. Jahr knapp 5% unter dem Durchschnitt, vgl. ebenda, S. 27.

<sup>186</sup> Vgl. *Rose, P. S.: Profiles*, S. 15 - 17.

<sup>187</sup> Vgl. *Berger, A. N./Humphrey, D. B.: Megamergers*, S. 578f. und S. 600.

erwartenden Kulturprobleme und Machtkämpfe um doppelt besetzte Stellen besonders schwierig.<sup>188</sup>

Die Unternehmungskultur konnte in der empirischen Forschung als wichtiger Erfolgsfaktor nach Zusammenschlüssen ermittelt werden. *Chatterjee* et al. wiesen nach, daß zwischen der Kulturähnlichkeit und dem Erfolg einer Akquisition ein signifikanter Zusammenhang besteht. Bei unterschiedlichen Kulturen ist die Kulturtoleranz des Käufers ein Erfolgsfaktor.<sup>189</sup> Der empirischen Forschung läßt sich weiter entnehmen, daß es bei Bankzusammenschlüssen zwar Kostensenkungspotentiale gibt, diese aber nicht genügend umgesetzt werden.<sup>190</sup> Dies gilt besonders für Auslandsakquisitionen, bei denen die Synergieverwirklichung erfahrungsgemäß besonders schwierig ist.<sup>191</sup>

Insgesamt mahnt die empirische Evidenz auch hier zur Vorsicht. Der Großteil der Studien konnte im Durchschnitt – allerdings bei breiter Streuung – keine nennenswerten Kostenvorteile durch Akquisition nachweisen,<sup>192</sup> wobei aber angemerkt werden muß, daß die dabei verwandten Analysemethoden nicht frei von Schwächen sind.<sup>193</sup> Dennoch sollten diese Ergebnisse den Bewerber bei der Quantifizierung des synergiebedingten Wertsteigerungsbeitrages aufhorchen lassen und ihn vor dem in der Praxis üblichen Optimismus<sup>194</sup> bewahren. Die große Streuung um den Mittelwert sollte ihn aber auch dazu anregen, die Synergiepotentiale genau zu betrachten, um Anhaltspunkte für besonders große Einsparpotentiale oder auch für einen besonders großen Mißerfolg zu finden.

## 2.4 Einfluß von Synergien auf den Wert

In diesem Abschnitt wurde dargelegt, in welchen Bereichen durch eine Bankakquisition synergiebedingte Wertbeiträge zu realisieren sind und worauf der Bewerber für die Quantifizierung besonders zu achten hat. Einflüsse ergeben sich auf den Wert der entstehenden Bank über die Betriebskosten, Wert- und Mengenkomponekte im kundenbezogenen Geschäft, den

<sup>188</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 257.

<sup>189</sup> Vgl. Chatterjee, S. et al.: Cultural Differences, S. 330 f.

<sup>190</sup> Vgl. DeYoung, R./Whalen, G.: Consolidated Banking Industry, S. 18.

<sup>191</sup> Vgl. Sarrazin, J.: Bankenkooperation, S. 19.

<sup>192</sup> Vgl. für eine Übersicht über die durchgeführten Studien z.B. Berger, A. N./Humphrey, D. B.: Megamergers, S. 554 ff., DeYoung, R./Whalen, G.: Consolidated Banking Industry, S. 18 oder Srinivasan, A.: Bank Mergers, S. 19 f.

<sup>193</sup> Vgl. Berger, A. N./Humphrey, D. B.: Megamergers, S. 554.

<sup>194</sup> Vgl. z.B. Gregor, W. T./Mara, J.: Mergers, S. 38. Die beiden Verfasser sind in leitender Position in einer Unternehmungsberatung tätig und können daher als Vertreter der Praxis angesehen werden. Ihrer Auffassung nach können gut geplante, durchgeführte und gemanagte Bankakquisitionen zu einer erheblichen Steigerung des Shareholder Value führen.



Eigengeschäftsbereich, die Investitionen und den Kapitalkostensatz. Zudem sind nicht präzise zuordenbare Elemente auf den Cash-flow einzubeziehen.

Bei den Betriebskosten sind bei starker Integration des Zielobjektes erhebliche Entlastungen zu erreichen, deren Umfang und Ansatzpunkte sich durch die Gegenüberstellung der Wertketten beider Institute ermitteln lassen. Nach empirischen Erkenntnissen sind insbesondere bei den Personalkosten Einsparungen zu erreichen, die allerdings häufig von zusätzlichen Aufwendungen in anderen Bereichen kompensiert werden. Kostensenkungen ergeben sich auch aus verbesserter Kapazitätsauslastung und aus der Straffung der Filialnetze, die aber mitunter wegen Widerständen in der Belegschaft nicht im vorgesehenen Umfang und nur unter Inkaufnahme erheblicher zusätzlicher Kosten erfolgt. Nach empirischen Erkenntnissen sind hier bei gutem Management erhebliche Einsparungen zu erreichen, die tatsächlichen Kostenrückgänge erreichen allerdings nur einen bescheidenen Umfang. Die Zusammenlegung von Verwaltungsabteilungen kann Kosten senken oder die Produktivität erhöhen. Durch Beschaffungssynergien lassen sich Kosten für die Nachwuchsrekrutierung senken. Die Zusammenführung von Know-how kann teure Schulungsveranstaltungen oder die kostenträchtige Abwerbung von Spezialisten von der Konkurrenz überflüssig machen. Die Kosten für das Marketing werden gesenkt, da bei einer Wettbewerbsverringerung aufgrund von Marktsynergien weniger Anstrengungen erforderlich sind.

Negative Wirkungen ergeben sich auf die Betriebskosten, wenn zur Beruhigung der „Macht der Banken“-Diskussion PR-Maßnahmen ergriffen werden müssen. Zudem werden zur Bewältigung der Integrationsaufgabe in den unmittelbar bevorstehenden Perioden höhere Personalkosten für Überstunden und neue Mitarbeiter anfallen. Ein vorgesehener Abbau von Personal verursacht ebenfalls vorübergehend Kosten für Abfindungen und ggfs. auch Sozialpläne, wobei das leitende Personal die höchsten Kosten und Probleme verursacht. Werden zur Vermeidung von Machtkämpfen und Kulturproblemen vor dem Zusammenschluß dem Personal umfangreiche Besitzstandsgarantien gegeben, so sind die hierfür anfallenden Kosten zu berücksichtigen. Die technische Integration beider Partner kann unterschiedlich hohe Kosten verursachen, wobei der Bewerter die Ausgangslage analysieren muß, um den Umfang der zu erwartenden Aufgabe und damit der Kosten zu bestimmen. Erhebliche einmalige Kosten sind für die Zusammenführung der Datenbestände und ggfs. für die Umstellung der Kontonummernsysteme einzukalkulieren. Meist wird im Zuge des Zusammenschlusses eine Marketingaktion nach innen und außen durchgeführt, deren Kosten ebenfalls in die Zahlungsstromprognose einbezogen werden müssen. Die übliche Hinzuziehung von Beratern zur Bewältigung der Integration verursacht weitere zahlungsrelevante Kosten. Außerdem ist ein Zuschlag



für nicht-kalkulierbare Kosten einzurechnen. Es hat sich gezeigt, daß die Integrationskosten bei ca. 0,6 % der Bilanzsumme liegen,<sup>195</sup> die in der Periode nach dem Zusammenschluß anfallen. An dieser Größe kann sich der Bewerber bei seiner Prognose orientieren.

Auch die langfristig wirksamen Dyssynergien führen zu höheren Betriebskosten. So sind eine Verringerung der Produktivität und damit höhere Personalkosten zu befürchten, wenn eine vitale Kultur durch eine bürokratische überlagert wird. Auch ein vom Käufer ausgehender Rationalisierungsdruck oder Machtkämpfe um doppelt besetzte Stellen können die Arbeitsproduktivität lähmen, was je nach Intensität auch langfristig wirksam sein und die gesamten Synergiepotentiale in Frage stellen kann. Zusätzliche Personalkosten stellen sich durch die Angleichung der Gehaltsstrukturen ein, die regelmäßig nach oben erfolgt. Mitunter nehmen Verwaltungskosten auch zu, wenn der Zusammenschluß ein deutlich aufwendigeres Berichts- und Meldewesen erfordert. Weiterhin sind bei der Zusammenlegung von Abteilungen Koordinations- und Kompromißkosten einzubeziehen.

Das Mengengerüst vergrößert sich zunächst aufgrund der Marktsynergie um die Kundenbasis des Zielinstitutes. Auch durch erhöhte Marktmacht sind hier Vorteile zu erwarten. Können im Zuge von Organisationssynergien Mitarbeiter von Back-office Funktionen in die Kundenakquisition verlagert werden, so kann es ebenfalls zu positiven Auswirkungen auf das Mengengerüst kommen. Sofern durch den Zusammenschluß der Großkreditrahmen der Bank erweitert wurde, kann ein ansonsten denkbarer Verlust von Kunden vermieden werden. Bei einer Erweiterung der Eigenkapitalbasis wird eine Ausweitung des Aktivgeschäftes möglich.

Allerdings sind auch negative Auswirkungen auf das Mengengerüst denkbar. Im Zusammenhang mit der technischen Integration sind negative Reaktionen von Kunden zu befürchten, deren Online-Verbindung zur Bank in ihrer Funktionsfähigkeit beeinträchtigt wird. Weitere Kundenabwanderungen ergeben sich beim Ausscheiden von Kundenbetreuern, dem Verlust an regionaler Verankerung des Akquisitionsobjektes, insbesondere bei einem ausländischen Käufer, bei der Auflösung ungewollter Doppelgeschäftsverbindungen, der Verlegung von Filialen und weiteren Veränderungen, die den Kunden vor den Kopf stoßen. Es hat sich gezeigt, daß der Marktanteil des kombinierten Instituts zunächst geringer ist als die Summe der Marktanteile beider Partner vor der Transaktion.<sup>196</sup> Abwanderungen sind beson-

---

<sup>195</sup> Vgl. Haiss, P. R./Schicklgruber, W.: Bankstrategien, S. 880. Dieser Wert wird auch von Tichy, der die sonstigen Ausführungen von Haiss und Schicklgruber kritisiert, für plausibel gehalten, vgl. Tichy, G.: Ertragskrise, S. 181.

<sup>196</sup> Vgl. Arbeitskreis „Unternehmensbewertung im Rahmen der unternehmerischen Zielsetzung“: Unternehmensbewertung, S. 110.

ders schmerzhaft bei Instituten mit hoher Kundenkonzentration, die durch wenige, dafür aber sehr ertragsstarke Kundenverbindungen gekennzeichnet ist. Der Wert solcher Institutionen ist daher eng mit der Prognose verbunden, wieviele der vorhandenen Kunden auch nach der Akquisition erhalten bleiben.<sup>197</sup> Es hat sich gezeigt, daß Kundenabwanderungen bei Bankzusammenschlüssen nie ganz zu vermeiden sind, so daß der Bewerter hier in jedem Fall Dyssynergien einkalkulieren muß.<sup>198</sup>

Bei der Wertkomponente ergeben sich zunächst Vorteile durch Markt-synergien, falls sich die Wettbewerbsintensität verringert oder die Marktmacht vergrößert und dadurch höhere Preise durchgesetzt werden können. Derartige Ertragsvorteile konnten in den empirischen Studien überwiegend bestätigt werden. Falls nach dem Zusammenschluß eine bessere Beschaffung von qualifiziertem Personal oder die Zusammenfassung von Know-how möglich ist, läßt sich die Leistungsqualität der Bank steigern, wodurch sich für die Bank ein gewisser monopolistischer Bereich ergibt. Allerdings muß auch die Gefahr einbezogen werden, daß wichtige Know-how-Träger in der Phase der Unsicherheit nach dem Zusammenschluß abwandern, so daß auch dadurch Verluste denkbar sind. Finanzielle Synergien ermöglichen eine günstigere Mittelbeschaffung, wodurch sich positive Auswirkungen auf die Wertkomponente ergeben. Falls der Zusammenschluß einen direkten Kundenzugang für einen der Partner eröffnet, ist ebenfalls mit günstigen Auswirkungen auf die Wertkomponente zu rechnen.

Vorübergehende Verschlechterungen der Wertkomponente sind zu erwarten, wenn Marktwiderstände nach dem Zusammenschluß mit Preiszugeständnissen überwunden werden müssen. Mitunter konnte auch festgestellt werden, daß wichtige Kunden nach der Übernahme ihrer Bank mit dem neuen Eigentümer, mit dem keine persönliche Bindung mehr besteht, wesentlich preissensibler verhandelten.

Im Eigengeschäftsbereich wirkt sich eine Ausweitung des Eigenkapitals über den Grundsatz Ia auf die erlaubten Geschäftsvolumina im Eigenhandel mit Devisen, Edelmetallen, Derivaten u. ä. aus. Durch diese Ausweitung sind höhere Ertragschancen gegeben, allerdings erhöhen sich dadurch auch die Risiken. Die Zusammenlegung des Liquiditätsmanagements beider Partner kann finanzielle Synergien erbringen.

Bei den Investitionsauszahlungen für Betriebsmittel können sich Vergünstigungen bei der Zahlungsprognose ergeben, wenn über Beschaffungssynergien die Anlagegegenstände zu einem geringeren Preis bezogen werden können. Die technische Integration kann erhebliche zusätzliche Investitionen erfordern, die als Auszahlungen in die Planung einbezogen

---

<sup>197</sup> Vgl. Platt, S. K.: Happy Customer, S. 385.

<sup>198</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 6.

werden müssen. Zudem fallen bauliche Maßnahmen für die Umgestaltung von Büroräumen und ggfs. für ein einheitliches Erscheinungsbild der Bank an. Erfordert der Zusammenschluß eine umfangreichere EDV, so sind hierfür entsprechende Investitionsauszahlungen zu kalkulieren.

Schließlich sind noch Auswirkungen auf den Kalkulationszinsfuß zu erwarten. Kann sich die Bank durch die Ausnutzung finanzieller Synergien Eigenkapital mit geringerer Risikoprämie am Markt verschaffen, so sinken die Eigenkapitalkosten der neu entstehenden Einheit, wodurch sich ihr Unternehmungswert erhöht.

Nicht präzise einbezogen werden können die Auswirkungen eines Kulturschocks bei der Integration der beiden Institute, da dieser auf die Betriebskosten, die Mengenkomponente und über die Leistungsqualität auch auf die Wertkomponente wirkt und seine Ergebnisauswirkungen sich nur sehr grob abschätzen lassen. Bewertungsrelevante Dyssynergien aus Kulturproblemen sind nicht zu erwarten, wenn eine Integration der Geschäftsabläufe beider Partner nicht geplant ist, die Kulturen beider Partner einigermaßen übereinstimmen oder wenn eine Assimilation der Kulturen möglich ist. Kulturschocks sind hingegen zu befürchten, wenn der Käufer sich als monokulturell herausstellt und die Verschmelzung gegen alle Widerstände nach seinen Vorstellungen durchsetzen will. Ist nach Einschätzung des Bewerter mit Kulturproblemen zu rechnen, so wird die Integration ein träger und langwieriger Prozeß werden.<sup>199</sup> Die Ergebnisauswirkungen werden sich dann nur als Korrektive zu den einzelnen Wertkomponenten einbeziehen lassen, indem z.B. bei einer hohen Wahrscheinlichkeit für einen Kulturschock die voraussichtlichen Betriebskosten um einen bestimmten Prozentsatz nach oben und das Mengengerüst nach unten korrigiert wird. Solche Dyssynergien müssen trotz der Quantifizierungsprobleme einbezogen werden, da ihre Ergebnisauswirkungen und damit ihr Werteinfluß erheblich sein können.<sup>200</sup>

Zudem muß der Bewerter berücksichtigen, daß sich einige der erhofften Einsparungen nach Vollzug des Zusammenschlusses nicht einstellen. Es hat sich gezeigt, daß bei vielen Akquisitionen Synergien zwar möglich sind, diese aber nicht entschlossen genug umgesetzt werden.<sup>201</sup> Dies ist durch menschlich-rationale Verhaltensweisen des Top-Managements zu erklären, das mit der Akquisition gegenüber Medien und Aufsichtsgremien ein aktives und erfolgreiches Image vermittelt hat, sich dann aber wieder dem Tagesgeschäft zuwendet, anstatt die unangenehme, teilweise mit schmerzhaften Einschnitten verbundene Synergierrealisierung anzupak-

---

<sup>199</sup> Vgl. Schmoll, A.: Bankfusionen, S. 183.

<sup>200</sup> Vgl. Weber, E.: Berücksichtigung von Synergieeffekten, S. 111 f.

<sup>201</sup> Vgl. Berger, A. N./Humphrey, D. B.: Megamergers, S. 563.

ken.<sup>202</sup> Die Existenz der Synergien alleine schafft aber noch keinen Wert, sondern nur ihre konsequente Umsetzung. Hier liegt für den Bewerter ein wesentliches Problem: er muß nicht nur erkennen, in welchen Bereichen Synergien möglich sind, sondern er muß darüber hinaus abschätzen, ob sie vom Management nach Vollzug der Akquisition umgesetzt werden. Typische Fehler sind, daß die neue Organisation der Bank nicht nach sachbezogenen Kriterien geformt wird, sondern sich an personenbezogenen Partikularinteressen orientiert, eine mögliche und kostensparende Integration zentraler Funktionen aus Bequemlichkeit nicht erfolgt, so daß neben den verpaßten Rationalisierungsmöglichkeiten zusätzliche Kosten zur Koordination notwendig werden oder daß die Filialnetze einfach addiert werden, ohne eine sinnvolle Integration herbeizuführen.<sup>203</sup> Durch solche Managementfehler werden nicht nur Einsparpotentiale ungenutzt gelassen, sondern darüber hinaus auch weitere Kosten geschaffen, wenn z.B. zunächst Ressourcen für die Realisierung von Synergien eingesetzt werden, die dann schließlich doch nicht umgesetzt werden.<sup>204</sup>

Diesem Unsicherheitsfaktor muß der Bewerter bei der Grenzpreisfindung in geeigneter Form, z.B. durch ein weiteres Korrektiv bei den prognostizierten Betriebskosten in Abhängigkeit von der wahrgenommenen Managementqualität Rechnung tragen. Daneben kann er die realisierbaren Synergien mit der Wahrscheinlichkeit ihres Eintretens gewichten, so daß Synergien, die voraussichtlich nicht umgesetzt werden können, mit einem Erwartungswert von Null in die Prognose eingehen.<sup>205</sup>

Auch der Zeitaspekt ist für die Beurteilung der wertsteigernden Effekte wesentlich, da sie im Discounted Cash-flow-Verfahren nur mit ihrem Bar-

---

<sup>202</sup> Vgl. Uhle, C.: Effizienzkriterium, S. 261. Die Differenz zwischen potentiellen und tatsächlich realisierten werterhöhenden Maßnahmen kann als „Implementierungslücke“ bezeichnet werden, vgl. Coenberg, A. G./Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 702. Rappaport weist zudem darauf hin, daß das Erkennen von Synergiepotential leicht, die Umsetzung in tatsächliche Einsparungen hingegen problematisch ist, vgl. Rappaport, A.: Merger Benefits, S. 45. Vgl. in diesem Zusammenhang auch die Aussage eines für die Synergieumsetzung zuständigen Managers: „Don't think it's hard to release synergy; it's not. It's damn near impossible“ bei Kitching, J.: mergers, S. 94. Diese Äußerung ist sicher übertrieben, zeigt aber die mit der Umsetzung von Synergien verbundenen Schwierigkeiten, die selbst erfahrenen Managern noch zu schaffen macht.

<sup>203</sup> Diese Beispiele stammen aus Erfahrungen der Unternehmensberatungsgesellschaft Dr. Benölken + Partner GmbH im Sparkassensektor, vgl. Benölken, H./Winkelmann, A.: Fusionsmanagement, S. 320

<sup>204</sup> Vgl. Coenberg, A. G./Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 692.

<sup>205</sup> Vgl. Weber, E.: Berücksichtigung von Synergieeffekten, S. 113. Natürlich kann auch ein solches Vorgehen die Prognoseprobleme nicht lösen. Das Risiko einer Fehleinschätzung muß daher immer mit berücksichtigt werden, vgl. Guatri, L.: Unternehmenswertsteigerung, S. 79.

wert in den Grenzpreis eingehen. In der Unternehmungspraxis werden die Zeiträume für eine erfolgswirksame Ausschöpfung von Synergien tendenziell unterschätzt;<sup>206</sup> gerade Betriebssynergien werden sich erst sehr spät einstellen.<sup>207</sup> Die Integration der Zentralbereiche ist erfahrungsgemäß nach ca. zwölf Monaten, die der Geschäftsstellen nach zwei Jahren abgeschlossen.<sup>208</sup> Nach achtzehn Monaten sollten die ersten Erfolge sichtbar sein und nach einer Frist von zwei bis drei Jahren sollten die synergiebedingten Einsparungen die Integrationskosten und Dyssynergien gedeckt haben und von da an positive Nettowertbeiträge liefern.<sup>209</sup> Die negativen Effekte hingegen treten schnell auf und belasten sofort die Ergebnisrechnung des kombinierten Institutes.<sup>210</sup> An diesen Fristen, die sich in der Realität als einigermaßen zuverlässig bewährt haben,<sup>211</sup> kann sich der Bewerter orientieren, wenn er die zeitliche Verteilung der Zahlungsüberschüsse schätzt.

Die Einbeziehung von Synergien in die Grenzpreisfindung verlangt also vom Bewerter Fingerspitzengefühl und umfangreiche Erfahrungen mit Bankzusammenschlüssen. Er sollte den Potentialen kritisch-distanziert gegenüberstehen und damit ein Gegengewicht zu der meist euphorischen Einschätzung der übrigen Beteiligten, die für den Beginn eines Akquisitionsprozesses typisch ist, bilden;<sup>212</sup> schließlich ergibt die Addition von zwei schwachen Banken nicht automatisch eine starke,<sup>213</sup> sondern eher sogar eine noch schwächere. Anhaltspunkte für das Ausmaß der zu erwartenden tatsächlichen Synergiewirkungen kann der Bewerter erhalten, wenn er – sofern vorhanden – die Akquisitionen der Bank in der Vergangenheit analysiert und untersucht, welche Synergieformen dort in welchem Umfang genutzt werden konnten.<sup>214</sup>

<sup>206</sup> Vgl. Weber, E.: Berücksichtigung von Synergieeffekten, S. 113.

<sup>207</sup> Teilweise wird sogar das Discounted Cash-flow-Verfahren für untauglich bezüglich der Berücksichtigung von langfristig wirksamen Synergien kritisiert, da die Integrationskosten zeitnah anfallen und daher noch relativ präzise erfaßt werden können, während die positiven Effekte nur noch pauschal über den Restwert eingehen und damit tendenziell unterschätzt werden, vgl. Ruhnke, K.: Preisobergrenze, S. 1890. Obwohl diese Kritik grundsätzlich zutrifft, wird die daraus abgeleitete Ablehnung des Discounted Cash-flow-Verfahrens hier nicht geteilt, sondern eine einigermaßen zutreffende Prognose auch der positiven Effekte für möglich gehalten.

<sup>208</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Synergien, S. 9.

<sup>209</sup> Diese Fristen werden verhältnismäßig einheitlich in der Literatur genannt, vgl. Haiden, R. A.: Banken, S. 601, Fassett, W.: Cultures, S. 23 und Quinn, L. R.: Mangled Mergers, S. 23.

<sup>210</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Bankenfusionen, S. 233.

<sup>211</sup> Durch Untersuchungen von Fusionsfolgen im Sparkassensektor wurden diese Fristen bestätigt, vgl. Baxmann, U. G.: Fusionseffekte, S. 475.

<sup>212</sup> Vgl. Weber, E.: Berücksichtigung von Synergieeffekten, S. 115.

<sup>213</sup> Vgl. Cramer, J.: Bank, S. 11.

<sup>214</sup> Vgl. Moynihan, J.: Acquisitions, S. 19.

### 3. Werteinfluß strategischer Faktoren

Als dritter möglicher Zusammenschlußeffekt bei Bankakquisitionen soll nun untersucht werden, inwieweit strategische Faktoren auf den Unternehmungswert einwirken können. Aufgabe des Bewerter ist es, die Erfolgchancen und Risiken der vorgesehenen Strategie abzuschätzen und den daraus resultierenden Werteinfluß zu prognostizieren. Hierbei ist eine enge Zusammenarbeit mit den Entscheidungsträgern der kaufenden Bank notwendig, da der Bewerter nur von ihnen die genaue strategische Zielsetzung der Akquisition erfahren kann. Bei strategisch motivierten Käufen spielt das Prinzip der Subjektivität eine besonders große Rolle, da jeder Erwerber andere strategische Möglichkeiten besitzt, die dann entsprechend zu verschiedenen Unternehmungswerten führen.<sup>1</sup>

#### 3.1 Einführung

Der Begriff „Strategie“ stammt aus dem Altgriechischen<sup>2</sup> und bezeichnete ursprünglich die Kunst der Heeresführung. In den 50er und 60er Jahren wurde der Begriff in die betriebswirtschaftliche Planungstheorie übernommen<sup>3</sup> und umschreibt dort das Aufspüren langfristiger Geschäftspotentiale und Ziele, für die auf Basis der gegenwärtigen Situation und ihren Möglichkeiten und Risiken Maßnahmen zur Verwirklichung erarbeitet werden.<sup>4</sup> Die strategische Planung legt also die Richtung für die weitere Entwicklung einer Bank fest und umfaßt auch das Auffinden künftiger Tätigkeitsfelder und Markterfolgsträger, die das langfristige Überleben des Instituts gewährleisten sollen.<sup>5</sup> Strategische Entscheidungen sind gekennzeichnet von hoher Komplexität, weitreichenden Gestaltungsfreiräumen und einem langfristig bindenden Charakter.<sup>6</sup> Ihr Ziel besteht in der Schaffung und Verteidigung dauerhafter Wettbewerbsvorteile, die die langfristige Profitabilität sichern.<sup>7</sup>

Seit Beginn der 80er Jahre sind Umweltkomplexität und -dynamik für die Kreditinstitute enorm angewachsen. Um im Wettbewerb bestehen zu können, begannen die meisten Banken, systematische strategische Planung zu betreiben, wobei die für Industrieunternehmungen entwickelten Kon-

---

<sup>1</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 50.

<sup>2</sup> Er setzt sich zusammen aus den Begriffen „stratos“ = Heer und „hegeisthai“ = führen, vgl. Kilgus, E.: Bank-Management, S. 19.

<sup>3</sup> Vgl. Schmid, P.: Strategisches Bankmarketing, S. 101 f.

<sup>4</sup> Vgl. Bird, A.: Strategic Planning, S. 66 f.

<sup>5</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Strategische Planung, S. 260.

<sup>6</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Strategische Bankunternehmensplanung, S. 274 f.

<sup>7</sup> Vgl. Schärer, M.: Strategieplanung, S. 44.



zepte und Modelle auf die Besonderheiten von Bankbetrieben angepaßt wurden.<sup>8</sup> Eine mögliche Maßnahme zur Realisierung von Strategien ist die Akquisition,<sup>9</sup> die als offensive Maßnahme gilt, da sie mit einem hohen Risiko und Ressourceneinsatz verbunden ist, andererseits aber auch eine schnelle Zielerreichung ermöglicht.<sup>10</sup> Sie wird oft als Teil eines langfristig angelegten Maßnahmenbündels durchgeführt mit der Absicht, dem eigenen Institut ein angestrebtes strategisches Profil zu verleihen oder das gegebene, möglicherweise aber bedrohte Profil abzusichern.<sup>11</sup> Tatsächlich ist in der Realität festzustellen, daß Unternehmungskäufe immer seltener als bloße Gelegenheitsaktionen erfolgen, sondern gezielt zur Umsetzung von Strategien eingesetzt werden.<sup>12</sup> Dieser Trend ist auch im Bankbereich erkennbar: bei einer Analyse von Akquisitionsmotiven spielt der Wunsch nach schneller strategischer Neuausrichtung eine wesentliche Rolle.<sup>13</sup> Bei derartigen Zusammenschlüssen stehen auch keine kurzfristigen Rationalisierungserwägungen im Vordergrund, sondern ein langfristiges Konzept, mit dem sich eine ansonsten nicht mögliche Wertsteigerung erzielen läßt.<sup>14</sup>

Strategische Ziele dürfen aber nicht als Selbstzweck verfolgt werden, sondern müssen auf ihren Beitrag zur Steigerung des Unternehmungswertes hin beurteilt werden.<sup>15</sup> Für den Bewerter stellt sich bei einer Akquisition mit strategischem Hintergrund eine besonders knifflige Aufgabe. Er muß sich nicht nur ein Urteil darüber bilden, inwieweit die vorgesehene Transaktion zur Erreichung der gesteckten Ziele und zum Aufbau von Wettbewerbsvorteilen geeignet ist<sup>16</sup> und welche Risiken damit verbunden sind, sondern außerdem prognostizieren, wie sich die Nutzung dieser Strategien auf das entstehende Institut auswirkt und welcher Werteinfluß damit verbunden ist.<sup>17</sup>

Es wird gelegentlich angeführt, die Discounted Cash-flow Methode könne für strategische Zielsetzungen nicht sinnvoll eingesetzt werden, da die Zahlungswirkungen so weit in der Zukunft lägen, daß sie sich einer

---

<sup>8</sup> Vgl. Moormann, J.: Umfrage, S. 315, der eine ausführliche empirische Untersuchung unter den Banken des deutschsprachigen Raumes durchgeführt hat und Prasad, S. B.: Planning in Banks, S. 78, der über die Ergebnisse einer vergleichbaren Untersuchung in den USA berichtet.

<sup>9</sup> Vgl. Bird, A.: Strategic Planning, S. 67.

<sup>10</sup> Vgl. Hinterhuber, H. H./Pechlaner, H. P.: Strategische Allianzen, S. 25.

<sup>11</sup> Vgl. Sieben, G.: Unternehmensstrategien, S. 82.

<sup>12</sup> Vgl. Sieben, G./Sielaff, M.: Unternehmensakquisition, S. 8.

<sup>13</sup> Vgl. Lausberg, C./Rose, P. S.: Merger Motives, S. 181.

<sup>14</sup> Vgl. Benölken, H.: Strategische Fusion, S. 34.

<sup>15</sup> Vgl. Gomez, P.: Strategieplanung, S. 561.

<sup>16</sup> Vgl. Ruhnke, K.: Preisobergrenze, S. 1890.

<sup>17</sup> Der Ablauf der strategie-orientierten Bewertung ist ausführlich, auch in graphischer Form, dargestellt bei Schneider, J.: Unternehmenswerte, S. 527 f.



begründeten Prognose entzögen. Dies führt nach Ansicht der Kritiker dazu, daß der Nutzen der Akquisition nur noch pauschal über den Endwert am Ende des Planungshorizontes einfließt und so die strategische Komponente tendenziell zu niedrig bewertet wird.<sup>18</sup> Als Lösung hierfür werden Verfahren der multiattributiven Entscheidungstheorie vorgeschlagen, in der neben finanziellen auch strategische Zielsetzungen wie die Erreichung eines bestimmten Marktanteils oder der Eintritt in einen neuen Markt als eigenständige Ziele in die Grenzpreisfindung einfließen.<sup>19</sup> Obwohl die Skepsis hinsichtlich der Prognostizierbarkeit von Zahlungswirkungen grundsätzlich berechtigt ist, soll hier dennoch am Discounted Cash-flow festgehalten werden, zumal auch bei den Entscheidungsmodellen eine Quantifizierung der Erfolgsauswirkungen der unterschiedlichen Zielsetzungen erforderlich ist.<sup>20</sup> Dadurch wird auch sichergestellt, daß der Unternehmungskäufer sich Gedanken macht, ob aus einer Strategie Zahlungswirkungen zu erwarten sind und ob ihre Realisierung aus ökonomischer Sicht überhaupt sinnvoll ist. Strategische Ziele, deren Ertragswirkung sich jeglicher Prognose entziehen, sollten bei der Grenzpreisfindung eher mit Vorsicht behandelt werden, zumal in der Praxis der Hinweis auf strategische Ziele oft dazu mißbraucht wird, betriebswirtschaftlich nicht sinnvolle Aktionen zu rechtfertigen.<sup>21</sup>

Die strategische Planung teilt sich in die Gesamtbankebene, die die unternehmungsweiten Belange mit einer Grundstrategie steuert und die Bank als Ganzes betrifft und wo die Einzelstrategien zu einem übergreifenden Strategieprofil gebündelt und koordiniert werden,<sup>22</sup> und in eine Geschäftsfeldebene, die nur ihren eigenen Bereich steuert.<sup>23</sup> Der Bewerter muß also unterscheiden, ob der Käufer die Akquisition zur gezielten Verstärkung eines vorhandenen Geschäftsbereiches durchführt oder ob sie seine Gesamtstrategie beeinflusst.

### 3.2 Akquisitionen zur Umsetzung von Strategien auf Geschäftsfeldebene

Inhalt der Geschäftsfeldstrategien ist es, für ein bestimmtes SGF Wettbewerbsvorteile aufzubauen.<sup>24</sup> Solche SGF-Strategien, deren Umsetzung durch

---

<sup>18</sup> Vgl. z.B. Ruhnke, K.: Preisobergrenze, S. 1890; Valcárcel, S.: Ermittlung, S. 590. Sieben sieht angesichts dieses Problem, die strategischen Effekte nicht differenziert genug einbeziehen zu können, gar die „Schulmathematik der Unternehmensbewertung in der Sackgasse“, Sieben, G.: Unternehmensstrategien, S. 83.

<sup>19</sup> Vgl. Hafner, R.: Unternehmensbewertung, S. 490.

<sup>20</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Bd. II, S. 90.

<sup>21</sup> Vgl. Funk, J.: Unternehmensbewertung, S. 494.

<sup>22</sup> Vgl. Raffée, H./Effenberger, J./Fritz, W.: Strategieprofile, S. 384.

<sup>23</sup> Vgl. Schmid, P.: Strategisches Bankmarketing, S. 110.

<sup>24</sup> Vgl. Gomez, P./Weber, B.: Akquisitionsstrategie, S. 18.

eine Akquisition ermöglicht oder erleichtert wird, sind die Marktpenetration, die Marktherausforderung, die Kostenführerschaft, die Differenzierung und die Internationalisierung. Für die Bewertung sind die Erfolgschancen der Strategien und die mit ihnen verbundenen Risiken zur Prognose der Zahlungswirkungen abzuschätzen.

### 3.2.1 Marktpenetration

Zunächst soll untersucht werden, inwieweit eine Bankakquisition eine stärkere Marktdurchdringung erreicht und welche Zahlungswirkungen sich daraus ergeben. Die grundsätzlich möglichen Wachstumsrichtungen für Unternehmen sind aus der von *Ansoff* entwickelten Strategiematrix zu entnehmen.<sup>25</sup>

Bei einer Marktpenetration wird das Geschäftsvolumen ausgeweitet, indem man das gegenwärtige Leistungssortiment den gegenwärtig bearbeiteten Zielgruppen verstärkt anbietet.<sup>26</sup> Angesichts der hohen Marktsättigung mit Finanzdienstleistungen darf angezweifelt werden, daß durch verstärkte Marktbearbeitung zu vertretbaren Kosten ein zusätzlicher Teil des weitgehend verteilten Marktes erobert werden kann.<sup>27</sup> Daher bietet sich die Akquisition eines Wettbewerbers, der am gleichen Markt mit den gleichen Leistungen operiert, als einfachster und schnellster Weg an.<sup>28</sup> Diese Art der Umsetzung einer Marktpenetration kann die Rentabilität eines SGF aufgrund der damit erreichbaren Volumenssteigerung erhöhen.<sup>29</sup> Günstige Voraussetzungen für die Durchführung dieser Strategie für SGF aus dem Privatkundenbereich sind gegeben, wenn es sich beim Akquisitionsobjekt um eine Bank mit einem Zweigstellennetz handelt. Die Marktpenetration gilt als die „natürlichste“ Strategie, da sie das höchste Synergiepotential besitzt und aufgrund des gewohnten Wettbewerbsumfeldes am einfachsten und risikolosesten durchführbar ist.<sup>30</sup>

<sup>25</sup> Dieses mittlerweile zum Grundinstrumentarium der Betriebswirtschaftslehre zählende Schema erschien erstmals 1957 bei Ansoff, H. I.: *Strategies*, S. 114. Die übrigen Strategierichtungen des Ansoff-Schemas werden bzw. wurden in anderem Zusammenhang behandelt: die Marktentwicklung fiel unter die Realisierung von Marktsynergien, die Leistungsentwicklung wird als Bestandteil einer Differenzierungsstrategie gesehen und dort vorgestellt und die Diversifikation fällt unter die Kompetenz der Gesamtunternehmensleitung und wird im nächsten Kapitel behandelt.

<sup>26</sup> Vgl. Ansoff, H. I.: *Strategies*, S. 114 und für Banken Büschgen, H. E.: *Bankmarketing*, S. 120.

<sup>27</sup> Vgl. Weigele, O.: *Strategische Unternehmensplanung*, S. 201.

<sup>28</sup> Vgl. Rizzi, J. V.: *Acquisition Analysis*, S. 38. Die Bank of America machte sich diese Strategie z. B. zunutze, indem sie ihre Präsenz am kalifornischen Markt durch den Kauf angeschlagener Savings & Loan Institutions und anderer Banken immer weiter erhöhte, vgl. Rogers, D.: *Banking*, S. 259.

<sup>29</sup> Vgl. Arbel, A./Orgler, Y. E.: *bank strategic planning*, S. 30.

Abbildung 21: Strategiematrix nach Ansoff

<div style="text-align: right; padding-right: 10px;">Märkte</div> <div style="text-align: left; padding-left: 10px;">Leistungen</div>	gegenwärtig	neu
gegenwärtig	Marktpenetration	Marktentwicklung
neu	Leistungsentwicklung	Diversifikation

Außer der direkten Ertragssteigerung aus Synergien und Größeneffekten sind bei einer erfolgreichen Marktpenetration auch langfristige rentabilitätsfördernde Aspekte einzubeziehen. So gehört es zu den Zielen dieser Strategie, die eigene Position auf dem betrachteten Markt nachhaltig zu stärken und die Wettbewerber langsam zurückzudrängen.<sup>31</sup> Da im Retail-Geschäft die räumliche Entfernung zwischen Bankstelle und Wohnung bzw. Arbeitsplatz des Kunden zu den wichtigsten Kriterien der Bankenwahl gehören,<sup>32</sup> ist über den mit dem Zielinstitut erworbenen Kundenstamm hinaus aufgrund des verdichteten Filialnetzes weiteres Wachstum möglich. Die Chancen, z. B. zu neu in das Marktgebiet hinzuziehenden Personen oder unzufriedenen Kunden anderer Institute Geschäftsverbindung aufzunehmen, steigen dadurch je nach Dichte des resultierenden Niederlassungsnetzes. Weitere Erfolgspotentiale erschließen sich durch die bei stärkerer Marktdurchdringung höhere Plazierungskraft, da sich die Anzahl der Kunden, an die Wertpapiere verkauft werden können, mit dem Zusammenschluß erhöht. Hier erreicht die Bank einen Wettbewerbsvorteil in dem zukunftsweisenden und ertragreichen Geschäftsfeld der Emission.<sup>33</sup> Ein weiteres Ziel der Marktpenetration ist es, potentielle Wettbewerber vom Eintritt in den eigenen Markt abzuhalten. Ein z. B. durch ein dichtes Zweigstellennetz bereits weitgehend durchdrungener und gesättigter Markt wirkt abschreckend auf neu eintretende Institute. Erreicht die Akquisition also eine Verdichtung des Zweigstellennetzes, so

<sup>30</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankmarketing, S. 120. Angesichts dieser allgemein akzeptierten Einschätzung überrascht es nicht, daß in den USA die Marktpenetration zu den Hauptstrategien zählt, die mit einer Bankakquisition erreicht werden sollen, vgl. Rose, P. S.: American Banking, S. 163.

<sup>31</sup> Vgl. Smith, R. C./Walter, I.: Global financial Services, S. 604.

<sup>32</sup> Vgl. Neven, D. J.: European Retail Banking, S. 175. Dieses Ergebnis hat sich auch in verschiedenen Befragungsaktionen so gezeigt, vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 55.

<sup>33</sup> Vgl. Schmid, P.: Strategisches Bankmarketing, S. 135.

wird dadurch eine Eintrittsbarriere errichtet, die künftige Gewinnaussichten aus diesem Markt absichert.<sup>34</sup>

Zudem gehört Wachstum in der Kreditwirtschaft zu den charakteristischen Erfolgsmustern. Vergleicht man die Geschäftsentwicklung verschiedener Banken miteinander, so stellt man fest, daß Bilanzsumme und/oder Jahresüberschuß der besonders erfolgreichen Institute im langjährigen Vergleich deutlich schneller wuchsen als bei den Wettbewerbern, während weniger erfolgreiche Banken durch einen langjährigen Niedergang von Geschäftsvolumen und Gewinn auffielen.<sup>35</sup> Mit einer starken Wettbewerbsposition kann auch in einem ansonsten unattraktiven Geschäftsfeld ein hoher Zahlungsüberschuß und eine gute Profitabilität herausgeholt werden.<sup>36</sup> Allerdings ist keineswegs sichergestellt, daß ein wachsendes Kreditinstitut auch tatsächlich ertragreich ist. Eine überhastete Expansion, die Wachstum ohne eine durchdachte Produkt-Markt-Konzeption betreibt und Ertragsdenken und Risikobewußtsein hinter das Wachstumsziel zurücktreten läßt, führt meist nicht zum Erfolg.<sup>37</sup> Der Bewerber muß sorgfältig prüfen, welche Form von Wachstumsstrategie mit der Akquisition betrieben wird, um zu beurteilen, ob die Ertragswirkungen positiv oder negativ sein werden.

Bei einer auf umfassende regionale Marktabdeckung abzielenden Strategie besteht zudem die Gefahr, daß die Kunden vorwiegend margenschwache Leistungen wie den Zahlungsverkehr beanspruchen, bei denen der Bequemlichkeitsaspekt besonders wichtig ist. Die Kunden empfinden dann die Bank nicht mehr als kompetenten Finanzdienstleister, sondern nur noch als schnell erreichbare Service-Einheit.<sup>38</sup> Derartige rentabilitätsmindernde Aspekte müssen in die Zahlungsstromprognose ebenso eingehen wie die möglichen Ertragssteigerungen. Zur Vorsicht dürfte bei der Prognose der Zahlungsströme die Tatsache mahnen, daß die mit einer Marktpenetration verbundenen Erwartungen sich nach in den USA durchgeführten Untersuchungen nur selten erfüllt haben,<sup>39</sup> insbesondere konnten die zusätzlichen Marktanteilserweiterungen nach einer Akquisition in empirischen Studien nicht festgestellt werden.<sup>40</sup>

---

<sup>34</sup> Vgl. Neven, D. J.: *European Retail Banking*, S. 178.

<sup>35</sup> Vgl. Krüger, W./Theissen, E./Olemotz, T.: *Erfolgsfaktoren*, S. 256.

<sup>36</sup> Vgl. Rappaport, A.: *Competitive Strategy*, S. 65.

<sup>37</sup> Vgl. Krüger, W./Theissen, E./Olemotz, T.: *Erfolgsfaktoren*, S. 258.

<sup>38</sup> Diese unglückliche, aber in der Realität tatsächlich vorgekommene Konstellation wird beschrieben bei Benölken, H./Winkelmann, A.: *Sparkassenvertrieb*, S. 88 f.

<sup>39</sup> Vgl. Rose, P. S.: *Profiles*, S. 19. Eine kapitalmarktempirische Untersuchung ermittelte, daß die Anteile des Käufers nach auf Wachstum ausgerichteten Akquisitionen nur in wenigen Fällen stiegen, was auf eine äußerst skeptische Einschätzung des Marktes hinweist, vgl. Weston, J. F.: *Payoff*, S. 56.

<sup>40</sup> Vgl. Rhoades, S. A.: *Operating Performance*, S. 15.

### 3.2.2 Marktherausforderung

In jedem Geschäftsfeld gibt es einen Marktführer, der den größten Anteil des Marktes für sich beanspruchen kann und maßgeblich dessen Entwicklung bestimmt.<sup>41</sup> Je nach Abgrenzung des relevanten Marktes kann ein anderer Marktführer gefunden werden: z. B. ist es auf dem Gesamtmarkt Deutschland für das SGF „Privatkunden“ die *Deutsche Bank AG*, für den württembergischen Raum ist es die Stuttgarter *Landesgirokasse*. Ziel einer Marktherausforderung ist es, die Position dieses Marktführers anzugreifen und ihn von dieser Position zu verdrängen. Herausforderungen werden i. d. R. mit SGF versucht, die bereits in der Spitzengruppe in ihrem Markt vertreten sind und bei denen der Abstand zum Marktführer überwindbar erscheint.<sup>42</sup> Für eine Marktherausforderung können verschiedene Maßnahmen ergriffen werden,<sup>43</sup> eine Akquisition dürfte aber in den verteilten Geschäftsfeldern des traditionellen Bankgeschäfts die überlegene Lösung darstellen.<sup>44</sup>

Auch bei der Marktherausforderung sind strategische Zusatzerträge möglich. Bei geschickter Nutzung dieser Möglichkeiten kann er durch Werte wie Image oder wahrgenommene Sachkompetenz rational nicht faßbare Präferenzen bei den Kunden bilden, die auch als akquisitorisches Potential bezeichnet werden.<sup>45</sup> Nach Erkenntnissen des PIMS-Projektes, in dem das *Strategic Planning Institute* (SPI), Cambridge/Mass., seit Anfang der 70er Jahre systematisch Unternehmungsdaten analysiert, kann der Marktführer für seine Leistungen aufgrund dieses akquisitorischen Potentials höhere Preise durchsetzen<sup>46</sup> und hat Vorteile bei der Anknüpfung neuer Geschäftskontakte. Ein marktmächtiger Anbieter kann auch die Wettbewerbsregeln nach seinem Geschmack gestalten und je nach Vorteilsabwägung entweder eine Konfrontations- oder eine Kooperationsstrategie betreiben.<sup>47</sup> Kann der Käufer also durch die Akquisition eines seiner SGF zum dominierenden Teilnehmer des von ihm bearbeiteten Marktes ausbauen, so sind die dabei anfallenden möglichen langfristigen Ertragswirkungen der gewonnenen Marktführerschaft einzubeziehen.

Die Ergebnisse des PIMS-Programms, die einen stark positiven Zusammenhang zwischen Marktanteil und Rentabilität und besondere Rentabilitätsvorteile für den Marktführer unterstellen, sind allerdings nicht unumstritten.

---

<sup>41</sup> Vgl. Kotler, P.: Marketing-Management, S. 284, auf den dieses Konzept der Marktherausforderung als Strategie im wesentlichen zurückgeht.

<sup>42</sup> Vgl. Engeleiter, H.-J.: Portfolio-Technik, S. 411.

<sup>43</sup> Vgl. für eine detaillierte Übersicht über mögliche Maßnahmen für eine Marktherausforderung Kotler, P.: Marketing-Management, S. 292 f.

<sup>44</sup> Vgl. Maucher, H.: Akquisitionen, S. 221 f.

<sup>45</sup> Vgl. Klein, W./Kleefisch, T.: Akquisition, S. 95.

<sup>46</sup> Vgl. Buzzell, R. D./Gale, B. T./Sultan, R. G. M.: Market share, S. 101.

<sup>47</sup> Vgl. Voigt, J. F.: Unternehmensbewertung, S. 66.

ten.<sup>48</sup> Dennoch überwiegen die Anzeichen, daß auch Kreditinstitute mit wachsendem Marktanteil ihre Ertragspotentiale besser ausschöpfen können.<sup>49</sup> Eine erfolgreiche Marktherausforderung zahlt sich daher auch in der Kreditwirtschaft durch eine langfristige strategische Erfolgsposition aus, die über die Möglichkeit zur Gestaltung der Wettbewerbsregeln und über die Schaffung eines akquisitorischen Potentials positive Zahlungswirkungen mit sich bringt.

Der Bewerber muß bei einer auf Marktherausforderung gerichteten Akquisition die Wahrscheinlichkeit, daß tatsächlich eine Marktführerschaft mit den genannten Vorteilen erlangt wird, sowie die daraus zu erwartenden Zahlungswirkungen abschätzen. Hierfür muß er ermitteln, ob der Marktanteil nach der Transaktion ausreichen wird, um den derzeitigen Marktführer zu überholen. Die vollen Vorteile der Marktführerschaft werden nur dann nutzbar sein, wenn sich die Bank durch den Erwerb mit Abstand an die Spitze katapultieren kann, da dicht beieinanderliegende Konkurrenten keinen merklichen Vorsprung voneinander bekommen können und der durch den Zusammenschluß zum Verfolger gewordene Konkurrent stets bereit sein wird, wieder zum Sprung nach vorne anzusetzen.<sup>50</sup>

Mit der Marktherausforderung sind auch verschiedene Risiken verbunden. Zunächst besteht die Gefahr, daß der gegenwärtige Marktführer den Angriff kontert und mit Aktionen wie einer Niedrigpreisoffensive versucht, seine Position zurückzuerobern. Ein solcher Kampf wird sich negativ auf die Rentabilität beider Rivalen auswirken.<sup>51</sup> Um diese Gefahr abzuschätzen, muß der Bewerber den abzulösenden Marktführer analysieren, um Wahrscheinlichkeit und Umfang möglicher Vergeltungsmaßnahmen zu prognostizieren. Zudem sind Banken mit großem Marktanteil oft Zielscheibe öffentlicher Kritik, wie bereits im Zusammenhang mit den Marktsynergien erläutert wurde. Werden mit der Marktführerschaft die Widerstände aus der Öffentlichkeit und möglicherweise auch von Behörden stärker, so beeinflußt dies die Rentabilität der Bank negativ.<sup>52</sup>

### 3.2.3 Kostenführerschaft

Eine weitere Quelle von Wettbewerbsvorteilen ist dem von *Porter*<sup>53</sup> entwickelten Konzept der Kostenführerschaft zu entnehmen. Ziel dabei ist es,

<sup>48</sup> Vgl. Weigele, O.: Strategische Unternehmensplanung, S. 187f.

<sup>49</sup> Vgl. z.B. Berger, A. N./Hancock, D./Humphrey, D. B.: Bank efficiency, S. 342, Tanew-Iliitschew, G.: Portfolio-Analyse, S. 135 oder Haiss, P. R./Schicklgruber, W.: Bankstrategien, S. 880.

<sup>50</sup> Vgl. Engeleiter, H. J.: Portfolio-Technik, S. 411.

<sup>51</sup> Vgl. Kotler, P.: Marketing-Management, S. 295.

<sup>52</sup> Vgl. Bloom, P. N./Kotler, P.: Strategies, S. 66.

<sup>53</sup> Vgl. Porter, M. E.: Wettbewerbsvorteile, S. 93 ff.



die Produktionsbedingungen zu optimieren und so die Stückkosten zu minimieren.<sup>54</sup> Im Bankenmarkt ist in Segmenten mit weitgehend homogenen Leistungsarten ein wachsendes Preisbewußtsein festzustellen,<sup>55</sup> so daß eine solche Strategie durchaus erfolgversprechend ist. Die Kostenführerschaft ist nicht notwendigerweise identisch mit der Marktführerschaft, auch wenn ein hoher Marktanteil sicherlich vorteilhaft für dieses Strategiekonzept ist. Insbesondere in reifen Branchen, wie sie in vielen Geschäftsfeldern der Kreditwirtschaft vorliegen, konnten Anbieter die Kostenführerschaft erlangen, ohne Marktführer zu sein.<sup>56</sup>

Besonders geeignet ist die Kostenführerschaft für SGF, in denen Mengengeschäft abgewickelt wird. Solche Geschäftsarten sind meist degressionsempfindlich, so daß eine gewisse Betriebsgröße Voraussetzung für Kostenvorteile ist.<sup>57</sup> Die im Zusammenhang mit Größenwirkungen und Synergieeffekten durchgeführten Untersuchungen können dem Bewerter nun auch für die strategische Analyse nützlich sein. Während dort lediglich die Kostensenkungen untersucht wurden, soll hier die damit erreichbare strategische Dimension und ihre Auswirkungen auf die weitere Entwicklung der Bank betrachtet werden. Vereinzelt Kostensenkungen sind für die künftige Rentabilität natürlich wichtig; ein strategisch wertvoller Wettbewerbsvorteil wird aber nur begründet, wenn durch die Akquisition die Kostenführerschaft erreicht wird.<sup>58</sup> Um dies einschätzen zu können, muß der Bewerter sich Vorstellungen über die relative Kostenposition der Bank nach der Akquisition machen, d.h. er muß sich ein Urteil darüber bilden, ob die Kosten der Wettbewerber in dem betrachteten Geschäftsfeld unterboten werden können.<sup>59</sup> Angesichts der geringen Publizitätsanforderungen an die Banken wird er dabei auf grobe Schätzungen angewiesen sein. Innerhalb der Kreditwirtschaft sind die Kenntnisse über die wichtigsten Wettbewerber aber spezifisch genug, um hierüber einigermaßen gesicherte Aussagen treffen zu können.<sup>60</sup> Außerdem muß er eine Vorstellung über die Höhe des Kostenvorsprungs entwickeln, da er nur dann einen strategischen Wert besitzt, wenn er sich auf Dauer behaupten läßt und von den Konkurrenten nicht eingeholt oder kopiert werden kann.<sup>61</sup>

Wettbewerbsvorteile aus der Kostenführerschaft werden sich v.a. bei Leistungsarten ergeben, in denen sich keine besonderen Kundenpräferenzen

---

<sup>54</sup> Vgl. Guatri, L.: Unternehmungswertsteigerung, S. 57.

<sup>55</sup> Vgl. Meffert, H./Burmann, C.: Value-Added-Services, S. 26.

<sup>56</sup> Vgl. Henzler, H.: Planung, S. 1289.

<sup>57</sup> Vgl. von Oetinger, B.: Unternehmensstrategien, S. 45.

<sup>58</sup> Vgl. Guatri, L.: Unternehmungswertsteigerung, S. 58.

<sup>59</sup> Vgl. Porter, M. E.: Wettbewerbsvorteile, S. 138.

<sup>60</sup> Vgl. Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Bewertung, S. 492.

<sup>61</sup> Vgl. Porter, M. E.: Wettbewerbsvorteile, S. 137.



aufbauen lassen und bei denen folglich der Preis das wesentliche Kriterium der Bankenwahl ist.<sup>62</sup> Eine solche Preiselastizität dürfte vorwiegend bei Leistungen des standardisierten Massengeschäftes wie dem Zahlungsverkehr anzutreffen sein,<sup>63</sup> während bei komplexeren Bankprodukten im gehobenen Individual- und im Firmenkundengeschäft eher die Kompetenz des Kreditinstitutes sowie die Beratungs- und Servicequalität im Vordergrund stehen.<sup>64</sup> Bei einer Kostensenkungsakquisition sollte der Bewerber also die Determinanten der Kundennachfrage analysieren, um Sinn und Erfolgchancen der damit verbundenen Strategie zu beurteilen.

Der strategische Wert einer allgemein anerkannten Kostenführerposition besteht in der damit verbundenen Wettbewerbsstellung. Zunächst gibt sie eine gewisse Sicherheit vor Angriffen der Konkurrenten, die wissen, daß sie selbst in einem Preiskampf bereits Verluste erleiden, während der Kostenführer noch profitabel arbeitet.<sup>65</sup> Außerdem hat der Kostenführer durch seine Position den notwendigen Freiraum, ggfs. selbst einen Preiswettbewerb zu beginnen, um seinen Konkurrenten Marktanteile streitig zu machen.<sup>66</sup> Der Kostenführer kann auch eine Hochpreisstrategie fahren und damit in seinem Geschäftsbereich einen „Preisschirm“ schaffen. Es wird in diesem Fall zu einem angenehmen Wettbewerbsklima mit auskömmlichen Margen für alle kommen,<sup>67</sup> die höchsten Erträge wird aber immer der Kostenführer erzielen. Für potentielle Wettbewerber stellt eine ausgeprägte Kostenführerschaft eine Eintrittsbarriere dar,<sup>68</sup> was bei der Erzielung von Übergewinnen und der Konservierung der Branchenstrukturen hilft. Eine durch Akquisition gesicherte Kostenführerschaft hat sich als besonders nachhaltige Vorteilsquelle erwiesen.<sup>69</sup>

Allerdings kann die Kostenführerposition mit verschiedenen Risiken und Gefahren verbunden sein. So leidet durch die einseitige Orientierung auf

---

<sup>62</sup> Vgl. Lange, B.: Erfahrungskurve, S. 156.

<sup>63</sup> Vgl. Sijbrands, S./Eppink, D. J.: Internationalization, S. 45, die hier v. a. die technikgestützten Leistungsarten im Auge haben.

<sup>64</sup> Vgl. Flöther, K.-H./Laupenmühlen, M./Schnittke, J.: Jahre, S. 698.

<sup>65</sup> Vgl. Porter, M. E.: Competitive Strategy, S. 35 f.

<sup>66</sup> Vgl. Shaffer, S.: Bank Competition, S. 6.

<sup>67</sup> Vgl. Austin, D. V./Simoff, P. L.: Planning for Banks, S. 96.

<sup>68</sup> Vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 120 und Ziegenbein, K.: Erfahrungsökonomie, S. 515.

<sup>69</sup> Vgl. Porter, M. E.: Wettbewerbsvorteile, S. 155. Von dieser Strategie machte u. a. die kalifornische *Wells Fargo & Co. Inc. Bank* mit ihrer Akquisition von *Crocker National* 1986 Gebrauch, die durch die Nutzung von Skalen- und Synergieeffekten eine Kostenführerposition im kalifornischen Retail-Geschäft erreichte, vgl. Creehan, K./Leger, E.: Competitive Position, S. 79. Diese Akquisition gehört im übrigen zu den (wenigen) unumstrittenen Erfolgen von Bankakquisitionen, vgl. Rogers, D.: Banking, S. 263 und Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 414 - 416.

die Kostenseite möglicherweise die Aufmerksamkeit für notwendige Anpassungen auf der Marktseite, oder Konkurrenten holen durch technologische oder verfahrenstechnische Innovationen die Kostenvorsprünge ein, so daß der Wettbewerbsvorteil wertlos wird.<sup>70</sup> Außerdem wird der Preis in immer weniger Geschäftsfeldern zum Hauptkriterium der Bankenwahl,<sup>71</sup> stattdessen suchen die Kunden nach einer passenden Kombination aus Preis und Leistungsqualität.<sup>72</sup> Dabei hat der Kostenführer zwar einen breiteren Spielraum als seine Konkurrenten, einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil hat er aber nicht. Wenn ein Kostenführer nicht wenigstens eine gewisse Mindestqualität erbringt, so wird er langfristig nicht am Markt bestehen können. Das Niveau dieser Mindestqualität ist mit den wachsenden Kundenansprüchen in den letzten Jahren immer weiter gestiegen.<sup>73</sup> Neben der strengen Kostenkontrolle muß sich der Kostenführer also auch um die Aufrechterhaltung dieser Servicequalität kümmern, womit er, da dies wiederum Aufwendungen verursacht, in eine schwierige strategische Position gerät.<sup>74</sup> Es muß daher im Einzelfall untersucht werden, ob sich die möglichen Vorzüge der Kostenführerschaft tatsächlich in höheren Erträgen für die Bank niederschlagen.

Bei einer Akquisition, mit der die Kostenführerschaft erreicht werden soll, muß der Bewerter also zunächst die Auswirkungen, die sich aus Größenvorteilen und Synergien auf die Kosten ergeben, abschätzen. Durch einen Vergleich der nach der Akquisition erreichten Position mit den Kosten der wichtigsten Wettbewerber kann beurteilt werden, ob und wie nachhaltig die Kostenführerschaft erreicht werden kann. Vorteile aus dieser Position werden sich ergeben, wenn in dem betrachteten Geschäftsfeld der Preis eine wichtige Rolle spielt. Es dürfen bei der Prognose der Zahlungswirkungen aber nicht die mit dieser Strategie verbundenen Risiken vergessen werden.

<sup>70</sup> Vgl. Porter, M. E.: *Competitive Strategy*, S. 45.

<sup>71</sup> Vgl. Austin, D. V./Simoff, P. L.: *Planning for Banks*, S. 96.

<sup>72</sup> Vgl. Priewasser, E.: *Strategiebildung*, S. 328.

<sup>73</sup> Vgl. Deutsch, B. I.: *Conversation*, S. 24. Es ist dabei aber fraglich, ob eine Automatisierung der Leistungen, wie sie v.a. im Zahlungsverkehr immer stärker betrieben wird, von den Kunden wirklich als Qualitätsverminderung wahrgenommen wird. Immerhin wird dadurch i.d.R. eine erhebliche Verlängerung der zeitlichen Serviceverfügbarkeit möglich, da die SB-Automaten im Gegensatz zum persönlichen Filialservice bis in die späten Abendstunden für den Kunden verfügbar sind, vgl. Bierer, H./Faßbender, H./Rüdel, T.: *Weg*, S. 504.

<sup>74</sup> Porter bezeichnet Unternehmungen, die gleichzeitig Kostensenkungs- und Produktqualitätsstrategien verfolgen, als „stuck in the middle“. Seiner Erfahrung nach werden solche Unternehmungen, die weder bei den Kosten noch bei der Produktqualität ein klares Führungsprofil entwickeln, nur eine geringe Rentabilität erzielen, vgl. Porter, M. E.: *Competitive Strategy*, S. 41 f.

### 3.2.4 Differenzierung

Nach dem Konzept der Differenzierung macht ein Kunde seine Kaufentscheidung nicht alleine vom Grundprodukt abhängig, sondern trifft sie unter Einbeziehung aller damit verbundenen sichtbaren und unsichtbaren Zusatznutzen.<sup>75</sup> Ein Anbieter kann also einen Wettbewerbsvorteil erlangen, wenn er mit seiner Leistung einen Zusatznutzen bieten kann und sich damit von seinen Konkurrenten abhebt. Idealerweise setzt eine Differenzierungsstrategie an mehreren Punkten an, damit sie sich langfristig im Wettbewerb behaupten läßt<sup>76</sup> und dauerhaft vor Nachahmung durch Konkurrenten geschützt ist.<sup>77</sup> Auch die Differenzierung ist eine strategische Stoßrichtung, die für ein einzelnes SGF durch Akquisition umgesetzt werden kann.

Die Frage, ob Kreditinstitute eine solche Strategie verfolgen können, wurde lange Zeit kritisch beurteilt. Es hat sich aber gezeigt, daß die Kunden bei vielen Bankprodukten einen Zusatznutzen schätzen und hierfür auch einen höheren Preis zu zahlen bereit sind. Finanzdienstleistungen sind demnach nicht homogen, was sich auch daran erkennen läßt, daß Kunden nicht wegen geringer Preisunterschiede die Bankverbindung wechseln.<sup>78</sup> Daher sieht inzwischen auch die Kreditwirtschaft die Differenzierung als Möglichkeit zur Schaffung von Wettbewerbsvorteilen an.<sup>79</sup> Mit einer Akquisition läßt sich für ein SGF eine Differenzierung erreichen oder eine bestehende Differenzierung stärken.<sup>80</sup>

Differenzierung ist i. d. R. mit höheren Kosten bei der Leistungserstellung verbunden. Dies muß eine unternehmungspolitische Grundsatzentscheidung sein: die höheren Kosten werden in Kauf genommen, um für die eigene Leistung beim Kunden Präferenzen zu schaffen.<sup>81</sup> Ein Vorteil ergibt sich für Unternehmungen nur dann aus dieser Strategie, wenn der Abnehmer bereit ist, hierfür auch einen höheren Preis zu entrichten.<sup>82</sup> Idealerweise

---

<sup>75</sup> Die Unterscheidung in Grundprodukt und Zusatznutzen folgt Levitt, der das Grundprodukt als *generic product* bezeichnet und beim Zusatznutzen zwischen *expected product*, *augmented product* und *potential product* unterscheidet, vgl. Levitt, T.: Marketing success, S. 85 - 88.

<sup>76</sup> Vgl. Porter, M. E.: Competitive Strategy, S. 37.

<sup>77</sup> Vgl. Porter, M. E.: Wettbewerbsvorteile, S. 205.

<sup>78</sup> Vgl. Neven, D. J.: European Retail Banking, S. 164. Studien des US-amerikanischen Marktes haben gezeigt, daß Privatkunden erst bei Konditionsunterschieden im Kreditgeschäft von 1 % - 3 % die Bank wechseln, vgl. ebenda, S. 180.

<sup>79</sup> Vgl. Levitt, T.: Marketing success, S. 88.

<sup>80</sup> Eine Übersicht über die durch Akquisition möglichen Differenzierungsvorteile bietet Clarke, C. J.: Acquisitions, S. 15. Die dort aufgeführten Punkte sind allerdings nicht auf die Kreditwirtschaft zugeschnitten, so daß die folgenden Ausführungen sich nur teilweise hieran orientieren können.

<sup>81</sup> Vgl. Porter, M. E.: Wettbewerbsvorteile, S. 116.

<sup>82</sup> Vgl. Porter, M. E.: Wettbewerbsvorteile, S. 213.

sollte mit steigender Differenzierung die Preiselastizität der Nachfrage immer weiter sinken.<sup>83</sup>

Hauptzielgruppe für kreditwirtschaftliche Differenzierungsstrategien sind Unternehmungskunden. Hier ergeben sich oft umfassende Bindungen zwischen Kreditinstitut und Unternehmung, aus der für die Bank Vorteile durch eine breitere Produktinanspruchnahme erwachsen. Die Bedeutung eines solchen Relationship-Banking ist in Kontinentaleuropa und besonders in Deutschland unvermindert hoch<sup>84</sup> und die Herstellung dauerhafter Geschäftsbeziehungen gehört zu den wichtigsten marktstrategischen Zielen der Kreditinstitute.<sup>85</sup> Die Unternehmungen sind bei überlegenem Know-how einer Bank auch zur Zahlung höherer Preise bereit.<sup>86</sup> Als Beispiel für eine Differenzierung im Unternehmungsgeschäft durch Akquisition kann der Kauf von spezialisierten Investmentbanken durch Universalbanken genannt werden. Diese können nun eine breitere Produktpalette mit den im angelsächsischen Raum üblichen Elementen anbieten und so ihre Hausbankposition ausbauen.

Außerdem kann durch eine Akquisition die Leistungsqualität gesteigert werden, sofern es sich beim Zielobjekt um ein Institut mit besonderem Spezial-Know-how handelt und dieses zwischen den Partnern transferiert werden kann.<sup>87</sup> Steigt die Innovationsfähigkeit durch die Akquisition eines Institutes mit entsprechendem Know-how oder durch das Erreichen der für die Innovationstätigkeit kritischen Mindestgröße, so können bei Unternehmungskunden durch bedarfsgerechte Innovationen Wettbewerbsvorteile durch Differenzierung geschaffen werden. Eine weitere Möglichkeit zur Differenzierung durch Akquisition ist der Kauf eines „Markennamens“.<sup>88</sup> Solche Markennamen sind auch in der Kreditwirtschaft wichtig, in der die Reputation des Anbieters ein wichtiges Kriterium bei der Bankenwahl ist und Anbahnung und Festigung von Geschäftsbeziehungen wesentlich erleichtert.<sup>89</sup> Auch hierfür läßt sich der Kauf von Investmentbanken als Beispiel anführen, da Namen wie *S. G. Warburg* oder *Kleinwort Benson* in der Finanzwelt bekannt sind und für hohe Leistungsfähigkeit stehen.

Im Geschäft mit dem gehobenen Individualkunden ist ebenfalls Differenzierung möglich. Auch hier spielen die Kosten für viele Kunden nur eine untergeordnete Rolle, solange sie sich kompetent beraten und betreut

---

<sup>83</sup> Vgl. Guatri, L.: Unternehmungswertsteigerung, S. 59.

<sup>84</sup> Vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 122.

<sup>85</sup> Vgl. Schäfer, H.: Bankdienstleistungen, S. 540.

<sup>86</sup> Interviewaussage eines Investmentbankers. Die amerikanische J. P. Morgan-Bank ist mit dieser Strategie weltweit erfolgreich tätig.

<sup>87</sup> Vgl. Porter, M. E.: Corporate Strategy, S. 54.

<sup>88</sup> Vgl. Bühner, R.: Bestimmungsfaktoren, S. 163.

<sup>89</sup> Vgl. Schäfer, H.: Bankdienstleistungen, S. 539.

fühlen. Differenzierung wird in diesem Geschäftsfeld meist durch den Kauf von renommierten Privatbankhäusern erreicht. Die Schwierigkeiten, die einige der deutschen Großbanken mit ihren Markteintritten hatten, deuten darauf hin, wie stark dieser attraktive Markt bereits verteilt ist. Durch die Akquisition kann im Gegensatz zur Neugründung ein Kundenstamm mit erworben werden, was auf diesem hart umkämpften Markt ein entscheidender Vorteil ist. Zudem ist ein eingeführtes Bankhaus in der Lage, auf vergangene Erfolge z.B. in der Vermögensverwaltung zu verweisen, was bei der Kundenakquisition ein gewichtiges Argument darstellen kann.<sup>90</sup> Ertragsvorteile können sich auch durch die Festigung vorhandener Geschäftsbeziehungen ergeben: der Käufer leitet die interessanten Privatkunden an sein neues Tochterinstitut weiter, so daß die Gefahr verringert wird, daß ein solcher Kunde irgendwann mit dem Wunsch nach exklusiverem Ambiente zu einer konzernfremden Privatbank abwandert. Allerdings muß beachtet werden, daß einige Kunden, die Wert auf eine Privatbank legen, sich lieber an eines der verbliebenen unabhängigen Häuser wenden.<sup>91</sup>

Im Mengengeschäft schließlich ist Differenzierung ebenfalls möglich. Auch dort weiß der Kunde Qualitätsunterschiede zwischen Banken immer häufiger zu schätzen und ist zu Preiszugeständnissen bereit. Zudem sind bei hoher Kundenzufriedenheit die Cross-selling-Potentiale leichter auszuschöpfen, die Abwerbungsgefahr ist geringer und Preisverhandlungen verlaufen aus Bankensicht erfolgreicher.<sup>92</sup> Der Mengenkunde, der durch das inzwischen erreichte allgemeine Gehaltsniveau und durch Erbschaften immer wohlhabender wird, erwartet von seiner Bank in bestimmten Situationen kompetente Auskünfte, z.B. in Steuer-, Versicherungs- oder Erbschaftsfragen, und wird sich dem Institut zuwenden, bei dem er sich an besten betreut fühlt. Möglichkeiten zur Differenzierung gibt es viele, z.B. wird ein Angebot, das statt Einzelleistungen umfassende Problemlösungen bietet, von den Kunden als Qualitätsmerkmal angesehen, so daß die Hinzunahme einer weiteren Leistungsart eine Differenzierung mit sich bringen kann.<sup>93</sup> Auch ein dichtes Niederlassungsnetz kann zur Differenzierung beitragen, da hierdurch Zeit- und Wegkosten verringert und so Zeit- und Bequemlichkeitsvorteile geboten werden.<sup>94</sup>

Die Zahlungswirkungen solcher Differenzierungsvorteile sind, wie bei allen strategischen Wertbestandteilen, unbestimmt und erst auf lange Sicht wirksam. Bei auf Sortimentserweiterung abzielenden Akquisitionen wird v.a. eine engere Kundenbindung erreicht, so daß die Geschäftsbeziehung

---

<sup>90</sup> Vgl. Meyer, I.: Fehlplanung, S. 120f.

<sup>91</sup> Vgl. Meyer, I.: Fehlplanung, S. 122.

<sup>92</sup> Vgl. Sobotka-Hirnthaler, G.: Qualitätssicherung, S. 100.

<sup>93</sup> Vgl. Kajüter, P.: Allianzen, S. 201.

<sup>94</sup> Vgl. Weigele, O.: Strategische Unternehmensplanung, S. 208.

langfristig auf eine festere Basis gestellt wird. Mit einem solchen Relationship-Banking werden für Wettbewerber Eintrittsbarrieren errichtet, die tendenziell zu Übergewinnen führen.<sup>95</sup> Gefestigte Kundenbindungen bieten dazu erhöhte Gewinnchancen, indem einerseits höhere Preise durchsetzbar sind, da der Kunde im Laufe von langjährigen Geschäftsbeziehungen preisunelastischer wird, sich andererseits aber auch die Kosten senken lassen, da sich Lerneffekte bei der Interaktion zwischen Kunde und Kontaktpersonal einstellen.<sup>96</sup>

Ähnlich steht es mit den auf Know-how-Erwerb abzielenden Akquisitionen. Kann hierdurch eine höhere Leistungsqualität erreicht werden, so führt auch dies zunächst zu einer engeren Kundenbindung. Die Ergebnisse des PIMS-Projektes haben die Leistungsqualität als eine der wesentlichen Schlüsselfaktoren für den langfristigen Unternehmungserfolg evaluiert, mit der die Kundenakquisition und die Preisdurchsetzung erleichtert werden.<sup>97</sup> Qualitativ hochstehende Leistungen reduzieren die Substituierbarkeit und ermöglichen trotz der üblicherweise für die Qualitätssicherung anfallenden zusätzlichen Kosten im Vergleich zur Konkurrenz höhere Gewinne.<sup>98</sup> Da die Zufriedenheit der Kunden mit den von ihrer Bank angebotenen Leistungen empirischen Erhebungen zufolge im Vergleich zu anderen Branchen eher gering ist,<sup>99</sup> bieten sich mit einer Qualitätsstrategie große Erfolgspotentiale. Mit überlegener Leistungsqualität wird es auch möglich, Konkurrenten Marktanteile streitig zu machen und sie vom Markt zu verdrängen.<sup>100</sup>

Allerdings sind mit dieser Strategie auch Risiken verbunden. Zu Nachteilen führt die Differenzierung, wenn sie übertrieben wird.<sup>101</sup> Je mehr die Preise das Niveau der übrigen Anbieter übersteigen und je weniger die dafür gebotene Einmaligkeit den Bedürfnissen der Zielgruppen entspricht, desto geringer sind die damit verbundenen Ertragschancen.<sup>102</sup> Weiterhin unterliegen die meisten Kundenbedürfnisse im Laufe der Zeit einem Wandel, so daß sich ein ursprünglich erfolgreiches Konzept irgendwann überlebt.<sup>103</sup> Schließlich gibt es das Problem der Imitation erfolgreicher Differenzierungen, wodurch erreichte Wettbewerbsvorteile innerhalb kurzer

<sup>95</sup> Vgl. Smith, R. C./Walter, I.: *Global financial Services*, S. 604.

<sup>96</sup> Vgl. Meffert, H.: *Führung*, S. 525 f.

<sup>97</sup> Vgl. Gale, B. T./Swire, D. J.: *Business Strategies*, S. 9.

<sup>98</sup> Vgl. Schmid, P.: *Strategisches Bankmarketing*, S. 164.

<sup>99</sup> Vgl. Schäfer, H.: *Bankdienstleistungen*, S. 538.

<sup>100</sup> Vgl. Shaffer, S.: *Bank Competition*, S. 6.

<sup>101</sup> Eine zu hohe Leistungsqualität kann sogar kontraproduktiv wirken, wenn sie vom Kunden nicht verlangt wird und ihn daher überfordert, vgl. Sobotka-Hirnthalter, G.: *Qualitätssicherung*, S. 97.

<sup>102</sup> Vgl. Porter, M. E.: *Wettbewerbsvorteile*, S. 213 f.

<sup>103</sup> Vgl. Porter, M. E.: *Competitive Strategy*, S. 46.

Zeit verloren gehen können. Bei Banken ist dieses Risiko aufgrund der fehlenden Patentschutzmöglichkeiten besonders groß.<sup>104</sup>

Zur Ermittlung der Zahlungswirkungen einer auf Differenzierung ausgerichteten Akquisition muß der Bewerter also zunächst die Richtung der geplanten Differenzierung erfahren und Höhe und Eintrittswahrscheinlichkeit der damit verbundenen Vorteile einschätzen. Bei der Umrechnung in Zukunftszahlungen hat er daneben aber die mit dieser Strategie verbundenen Risiken zu berücksichtigen und entsprechend in Abzug zu bringen.

### 3.2.5 Internationalisierung

In den letzten Jahrzehnten ist es zu einer enormen Internationalisierung des Bankgeschäftes gekommen, die sich durch die Fortschritte bei der Kommunikations- und Informationstechnologie immer noch weiterentwickelt.<sup>105</sup> Die Fortsetzung der europäischen Integration mit der geplanten Währungsunion beschleunigt diesen Prozeß, da sich die Konzeption europaweit einheitlicher Lösungen für Zahlungen, Anlagen, Finanzierungen oder Garantien und damit die Bearbeitung des gesamten EU-Marktes vereinfacht.<sup>106</sup> Für größere Banken ist die Option, sich aus dem internationalen Geschäft herauszuhalten und sich voll auf den Heimatmarkt zu konzentrieren, nicht mehr praktisch relevant.<sup>107</sup> In SGF, in denen international geprägte Leistungen von der Kundschaft erwartet werden, wird die Bank den Schritt ins Ausland vollziehen müssen, wenn sie nicht empfindliche Einbußen erleiden will. Tatsächlich gehört der Eintritt in einen neuen nationalen Markt zu den wichtigsten Akquisitionsmotiven in der Kreditwirtschaft.<sup>108</sup>

Eine Internationalisierung in Geschäftsfeldern, die wie das Retail-Banking ein Zweigstellennetz im Zielland erfordern, wird nur durch Akquisition eines Kreditinstitutes mit entsprechendem Tätigkeitsbereich sinnvoll möglich sein.<sup>109</sup> Im internationalen Bankgeschäft nimmt das Wholesale banking ein deutlich höheres Gewicht ein als das Privatgeschäft und steht daher auch im Zentrum der meisten Internationalisierungsbestrebungen.<sup>110</sup> Hierfür genügt die Akquisition eines Stützpunktes am Hauptfinanzplatz, mit dem örtliches Know-how erworben wird.<sup>111</sup>

<sup>104</sup> Vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 121.

<sup>105</sup> Vgl. Meffert, H.: Führung, S. 520.

<sup>106</sup> Vgl. Cassou, P.-H.: Integration, S. 245.

<sup>107</sup> Vgl. Seipp, W.: International Banking, S. 685.

<sup>108</sup> Vgl. Lausberg, C./Rose, P. S.: Merger Motives, S. 181.

<sup>109</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Umweltszenario, S. 30.

<sup>110</sup> Vgl. Röller, W.: Globalisierung, S. 124 f.

<sup>111</sup> Vgl. Faßbender, H./Leichtfuß, R.: Banking, S. 313.



Auch mit der Internationalisierung sind für das betroffene SGF strategische Wirkungen möglich, die als zusätzlicher Wertbestandteil berücksichtigt werden müssen. Hier sind zunächst die defensiven Ziele zu nennen, die darin bestehen, vorhandene Kundenbeziehungen mit internationaler Ausrichtung nicht an die Konkurrenz zu verlieren, sondern selbst im Ausland betreuen zu können.<sup>112</sup> Solche defensiven Ziele werden im Geschäft mit international tätigen Unternehmungskunden verfolgt, die von ihrer Bank eine kompetente Unterstützung erwarten. Führt man sich das starke Außenwirtschaftsengagement deutscher Unternehmungen vor Augen, so wird deutlich, welches Geschäftspotential einer auf den nationalen Markt beschränkten Bank verloren geht.<sup>113</sup> Mitunter erfordern die weltweiten Aktivitäten von Unternehmungen so hohe Finanzierungssummen, daß sie auf dem nationalen Markt kaum noch aufgebracht werden können. Die Kreditwirtschaft hat hierfür an den internationalen Märkten verschiedene Formen von flexiblen Kreditlinien entwickelt, die aber nur Banken anbieten können, die selbst Teilnehmer an diesen Märkten sind.<sup>114</sup> Auch hier kann die Internationalisierung einen möglichen Kundenverlust verhindern, der unausweichlich wäre, wenn ein Kreditinstitut mit den Finanzierungsbedürfnissen seines Kunden nicht mehr mithalten kann.

Daneben kann eine Internationalisierungsakquisition auch offensive Ziele verfolgen, indem neue Kunden gewonnen werden. Beim Kauf eines im Retail-Geschäft tätigen Institutes erfolgt dies durch die Übernahme des vorhandenen Kundenstammes, der durch geschickte Marktbearbeitung noch erweitert werden kann. Durch globale Nutzung eines im Heimatmarkt bestehenden Wettbewerbsvorteils können auch in anderen Ländern offensive Ziele verfolgt werden.<sup>115</sup> Insbesondere in weniger entwickelten Bankenmärkten kann ein deutscher Erwerber durch sein Know-how schnell Wettbewerbsvorteile aufbauen und die etablierten Anbieter im Domizilland verdrängen.

Im Wholesale-Geschäft können offensive Ziele durch die Akquisition eines Spezialanbieters erreicht werden, wenn dieser einen vorher nicht gegebenen Zugang z.B. zu Off-shore-Märkten, Konsortien oder Projektfinanzierungen eröffnet. Hierdurch ist der Vorstoß zu Kundengruppen möglich, die vorher nicht bedient werden konnten. Dabei ist die starke Rolle Deutschlands im Welthandel ein Vorteil, da ausländische Unternehmungen

---

<sup>112</sup> Vgl. von Stein, J. H./Kirschner, M.: Internationalisierung, S. 121.

<sup>113</sup> Vgl. Huber, L.: Internationalisierung, S. 352.

<sup>114</sup> Vgl. von Stein, J. H./Kirschner, M.: Internationalisierung, S. 123.

<sup>115</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 483. Auf diese Weise nutzt die US-amerikanische *Citibank* ihren daheim aufgebauten Wettbewerbsvorteil im Retail-Banking auch in anderen Ländern und hat sich in einigen Staaten der EU bereits erfolgreich etabliert, vgl. McNees, D. E.: Global Strategies, S. 14 - 16.

an Kontakten zu deutschen Banken sehr interessiert sind, die sie landesspezifisch beraten und einen Einblick in die deutschen Marktverhältnisse geben können.<sup>116</sup>

Ein weiteres Ziel der Internationalisierung ist die Erweiterung der Basis für Eigengeschäfte, sofern die Akquisition der Bank zu einem Stützpunkt an einem wichtigen Finanzplatz mit dem dazugehörigen marktspezifischen Know-how inklusive Landessprache und Geschäftsumancen verhilft.<sup>117</sup> Durch die erweiterte globale Präsenz kann auf Marktentwicklungen schneller reagiert werden: die Möglichkeiten zur Ausnutzung von Zinsunterschieden zwischen Finanzplätzen vergrößern sich und vorübergehende Liquiditätsschwankungen können optimal ausgeglichen werden. Außerdem wird die Teilnahme am Devisenhandel rund um die Uhr, abhängig vom gewählten Zielland und dessen Zeitzone, ausgeweitet mit entsprechenden Möglichkeiten der Devisenarbitrage.<sup>118</sup>

Zudem kann mit einer Auslandsakquisition die Ertragslage stabilisiert werden. In vielen Industrieländern sind die Wachstumschancen angereizt: die Gesamtwirtschaft wächst nur noch moderat und der Bankenmarkt ist weitgehend gesättigt. Internationalisierung verringert die Abhängigkeit vom stagnierenden Heimatmarkt.<sup>119</sup> Allerdings muß die theoretisch einleuchtende Erkenntnis, die verringerten Ertragsmöglichkeiten im Inland könnten durch Zusatzerträge im Ausland kompensiert werden, insoweit relativiert werden, als viele deutsche Banken in der Vergangenheit durch ihre Internationalisierung eher Verluste eingefahren haben.<sup>120</sup> Diese Tatsache sollte der Bewerber zum Anlaß nehmen, die erhofften strategischen Zusatzerträge kritisch zu hinterfragen.

Ein weiterer Ertragsvorteil aus dem Internationalisierungsschritt ergibt sich aus der „Aufsichtsarbitrage“, die aufgrund unterschiedlich strenger bankaufsichtsrechtlicher, kreditpolitischer und steuerlicher Rahmenbedingungen zwischen Finanzplätzen möglich ist.<sup>121</sup> Allerdings ist im Kreditgeschäft eine unkontrollierte Ausweitung dadurch begrenzt, daß die Vorschriften des Grundsatz I und der Großkreditregelungen auch auf Konzernebene einzuhalten sind.<sup>122</sup>

<sup>116</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 483.

<sup>117</sup> Vgl. Creehan, K./Leger, E.: Competitive Position, S. 79.

<sup>118</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 483 f.

<sup>119</sup> Vgl. Sijbrands, S./Eppink, D. J.: Internationalization, S. 36, die sich mit ihren Ausführungen schwerpunktmäßig auf die niederländischen Großbanken beziehen und Quantock, P.: Opportunities, S. 15.

<sup>120</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 485.

<sup>121</sup> Vgl. Earle, D. M./Mendelson, M.: Going Global, S. 14. Porter nennt einen solchermassen entstehenden Vorteil, der zur Verbilligung von wichtigen Inputfaktoren führt, Comparative Advantage, vgl. Porter, M. E.: Competitive Strategy, S. 278.

<sup>122</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 486.

Schließlich ist noch die Auswirkung der Auslandsakquisition auf das Standing der Bank zu beachten. Die Kreditinstitute sehen sich mit immer größeren Erwartungshaltungen der Kunden konfrontiert, die die Leistungsfähigkeit einer Bank u. a. an ihrer Internationalität messen. Insofern wird auch das nationale Standing von der Auslandsakquisition geprägt mit entsprechenden Rückwirkungen auf das Inlandsgeschäft.<sup>123</sup>

Aus der Internationalisierung erwachsen also verschiedene Möglichkeiten für zusätzliche Erträge. Die bisherigen Erfahrungen deutscher Banken sind allerdings höchst unterschiedlich: während die Verdienstmöglichkeiten in Japan sehr ungünstig und in den USA stark schwankend waren, verlief das Geschäft in Italien, Spanien und Großbritannien zeitweise recht vorteilhaft.<sup>124</sup> Um sich ein zutreffendes Bild von den zu erwartenden Zahlungswirkungen des Internationalisierungsschrittes machen zu können, müssen neben den Vorteilen auch die möglichen Risiken und Gefahren betrachtet werden.

Ein großes Risiko liegt im Verhalten der Kunden und Mitarbeiter des Zielobjektes, die nach dem Ankauf durch ein ausländisches Institut möglicherweise abwandern.<sup>125</sup> Diese Gefahr besteht v. a. in SGF aus dem Retail-Bereich, in denen die Kunden beim Übergang ihrer Bank in ausländische Hände besonders sensibel reagieren.<sup>126</sup> Dieses Risiko läßt sich verringern, wenn der Käufer über gute Kenntnisse des Zielmarktes und seiner nationalen Besonderheiten verfügt. Widerstände im Zielland kann es außerdem von Behörden und Gewerkschaften geben,<sup>127</sup> die die Übernahme scheitern lassen oder wesentlich verteuern.

Ein weiteres Risiko besteht in der möglichen Überforderung der vorhandenen Managementkapazität des Käufers. Die Führung eines international ausgerichteten Kreditinstitutes stellt eine wesentlich komplexere Aufgabe dar als die eines rein nationalen und die Durchführung und Integration der Auslandsakquisition bindet in erheblichem Maße Managementkapazität.<sup>128</sup> Aufgrund des sich immer weiter verschärfenden Wettbewerbs im internationalen Geschäft bedarf es für die Nutzung der mit der Internationalisierung verbundenen Vorteile überlegener Managementfähigkeiten. Inwieweit diese bei der kaufenden Bank vorhanden sind, unterliegt der Einschätzung des Bewerter. In der Vergangenheit hat sich gezeigt, daß aggressive Auslands-

---

<sup>123</sup> Vgl. Huber, L.: Internationalisierung, S. 354.

<sup>124</sup> Vgl. Röller, W.: Globalisierung, S. 135.

<sup>125</sup> Vgl. Kopper, H.: Strategische Ausrichtung, S. 69.

<sup>126</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 230.

<sup>127</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Geschäftsstrukturen, S. 41.

<sup>128</sup> Vgl. Porter, M. E.: Competitive Strategy, S. 282 und Kopper, H.: Strategische Ausrichtung, S. 69.

expansion ohne strategisches Gesamtkonzept und mit schwachem Management eher rentabilitätsvermindernd gewirkt hat.<sup>129</sup>

Schließlich sind mit der Internationalisierung Risiken verbunden, die bei einer Beschränkung auf den Heimatmarkt nicht auftreten können. Hier ist zunächst das Länderrisiko zu nennen, das zwar durch eine Präsenz in dem betreffenden Land besser beurteilt werden kann, dessen Folgen man aber im Ernstfall auch wesentlich stärker unterliegt. Anhand möglichst aussagefähiger Eckdaten sollte sich der Bewerter ein Bild vom Ausmaß des wirtschaftlichen und des politischen Risikos im Zielland machen.<sup>130</sup> Ein weiterer Risikobereich ergibt sich durch Rechtsunsicherheiten im Zielland, wo oftmals Banken in Auslandsbesitz einen geringeren Schutz genießen als einheimische Institute. Um für diese Risiken eine angemessene Vorsorge treffen zu können, reichen in vielen Fällen die zusätzlichen Ertragsmöglichkeiten des internationalen Geschäftes nicht aus.<sup>131</sup>

### 3.3 Akquisitionen zur Umsetzung von Strategien auf Gesamtbankebene

Während die Konzepte des vorigen Abschnitts vorwiegend in den Kompetenzbereich eines einzelnen SGF fielen, sollen nun Akquisitionen vorgestellt werden, die das strategische Profil der Bank als Ganzes betreffen. Auf Gesamtbankebene geht es v. a. darum, das Portefeuille an Geschäftsfeldern und Erfolgspotentialen unter Risiko-, Ertrags- und Finanzierungsaspekten zu optimieren<sup>132</sup> und die Strategien der SGF zu koordinieren.<sup>133</sup> Hierfür wird üblicherweise das Portfolio-Modell eingesetzt.

Aus dem Portfolio der Bank erhält der Bewerter darüber Aufschluß, aus welchen Bereichen Mittel innerhalb der Bank freigesetzt, wo sie benötigt werden und wie sie optimal verteilt werden können.<sup>134</sup> Es läßt sich daraus die strategische Position der Gesamtbank, insbesondere die Ausgewogenheit der Geschäftsstruktur ablesen, ob nämlich ein Gleichgewicht zwischen risikoreichen, künftig erfolgsträchtigen und gegenwärtig ertragsstarken, langfristig aber möglicherweise nicht mehr erfolversprechenden SGF besteht.<sup>135</sup>

---

<sup>129</sup> Vgl. Rogers, D.: Banking, S. 258. Rogers führt als Beispiel hierfür die unkontrollierte Internationalisierung der Bank of America an, die seiner Auffassung nach für die Probleme des Instituts in den 80er Jahren maßgeblich verantwortlich war.

<sup>130</sup> Vgl. zum Vorgehen hierfür z. B. von Stein, J. H./Kirschner, M.: Internationalisierung, S. 124.

<sup>131</sup> Vgl. Röller, W.: Globalisierung, S. 136.

<sup>132</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Strategische Bankplanung, S. 13.

<sup>133</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Strategische Bankunternehmensplanung, S. 279.

<sup>134</sup> Vgl. Salter, M. S./Weinhold, W. A.: Diversification, S. 174 f.

<sup>135</sup> Vgl. Stockinger, J.: Banken-Geschäftsstruktur, S. 994.

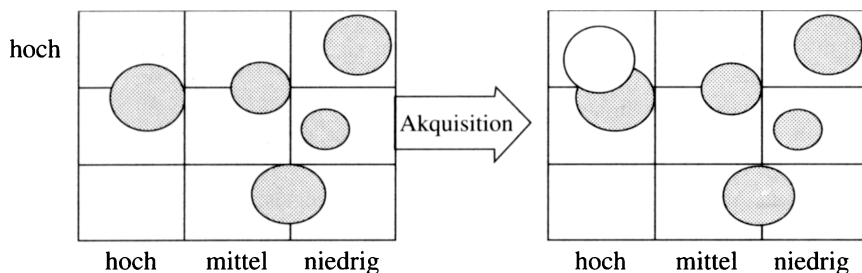
Das Ist-Portfolio kann auf Schwächen in der Gesamtbankstrategie hinweisen, indem ihm ein Zielfortfolio gegenübergestellt wird. Zur Schließung einer möglicherweise festgestellten strategischen Lücke gibt es grundsätzlich drei Möglichkeiten:<sup>136</sup>

1. **Ausbau der vorhandenen Geschäftsfelder:** die Lage der vorhandenen SGF wird so verändert, daß das Ist-Portfolio seinem Idealzustand angenähert wird. Da die Marktattraktivität gemeinhin als nicht beeinflussbare Umweltdimension angesehen wird, muß dies über eine Veränderung der Wettbewerbsposition erfolgen, was durch eine Akquisition erfolgen kann.<sup>137</sup>
2. **Diversifikation:** dem Portfolio wird ein neues SGF hinzugefügt, indem ein Institut akquiriert wird, das dieses Geschäftsfeld enthält.
3. **Verlagerung:** das derzeitige Kerngeschäft wird aufgegeben und das Stammgeschäft durch eine oder mehrere Akquisitionen auf ein anderes Gebiet verlagert.

Bei der Beurteilung solcher Übernahmen, die die gesamtbankstrategische Ebene betreffen, muß der Bewerter stets den Beitrag ermitteln, den das Akquisitionsobjekt zur Realisierung des Zielfortfolios leistet.

Um den Effekt der vorgesehenen Akquisition auf die strategische Gesamtsituation zu prüfen, wird es hilfreich sein, wenn der Bewerter das Portfolio der Bank aufstellt, wie es sich nach der Akquisition voraussichtlich darstellen wird. In den meisten Fällen werden sich Rückwirkungen auf mehrere Geschäftsfelder ergeben, sofern es sich beim Akquisitionsobjekt nicht um einen ausgesprochenen Spezialanbieter handelt. Der Kauf eines

Abbildung 22: Übergang vom Ist-Portfolio zum Ziel-Portfolio



Quelle: Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 272.

<sup>136</sup> Vgl. Ganz, M.: Diversifikationsstrategie, S. 28.

<sup>137</sup> Vgl. Ropella, W.: Synergie, S. 103 - 105.

Institutes mit breiterem Sortiment wird unvermeidlich auf alle Geschäftsfelder wirken, in denen es Aktivitätsüberschneidungen gibt. Die Auswirkungen dieser Überschneidungen auf das Portfolio muß der Bewerter bei der Aufstellung der Matrix nach Akquisition berücksichtigen, um die neue strategische Gesamtposition zu beurteilen.

### 3.3.1 Ausbaustrategien

Die erste Strategierichtung auf Gesamtbankebene ist der gezielte Ausbau eines einzelnen SGF, das dadurch seine Position im Portfolio verändert. Dies ist ein komplexer und mehrstufiger Prozeß, der sich meist über viele Jahre hinzieht.<sup>138</sup> Die Gesamtbankebene muß aus ihrem Portfolio diejenigen Geschäftsfelder auswählen, deren weiterer Ausbau sich am stärksten ertragsfördernd auswirkt und einen Beitrag zum Zielfortfolio leistet. Es werden dadurch strategische Prioritäten gesetzt, so daß die vorhandenen Ressourcen für die erfolgversprechendsten Aktivitäten verwendet werden.<sup>139</sup>

Außer zu offensiven Zwecken kann der Ausbau eines SGF auch als defensive Strategie erfolgen. Solche Defensivstrategien werden in der Bankwirtschaft vornehmlich eingesetzt, um die Position im Heimatmarkt gegen ausländische Wettbewerber zu stärken,<sup>140</sup> indem entweder potentielle Eindringlinge abgeschreckt werden oder bereits präsenten Instituten konzentriert entgegengetreten werden kann.<sup>141</sup> Ähnlich können auch Lokalbanken sich zusammenschließen, um den Angriff eines größeren Wettbewerbers auf ihren Teilmarkt abzuwehren.<sup>142</sup> Sie lassen sich durch Akquisitionen, mit denen die Wettbewerbsstärken der bedrohten SGF ausgebaut werden, umsetzen.<sup>143</sup> Eine solche Defensivstrategie kann für die eigene Unternehmung durchaus kurzfristig mit Schäden und Verlusten verbunden sein, die bei der Zahlungsstromprognose entsprechend eingerechnet werden müssen. Diese sollten bei rationalem Verhalten aber geringer sein als diejenigen, die dem Angreifer zugefügt werden, gegen den sich die Maßnahmen richten.<sup>144</sup>

<sup>138</sup> Vgl. Popp, W.: Strategieplanung, S. 17.

<sup>139</sup> Vgl. Ziehfrennd, J./Mattern, K.: Dachstrategie, S. 84.

<sup>140</sup> Vgl. OECD [Hrsg.]: Banks under Stress, S. 22.

<sup>141</sup> Vgl. Abraham, J. P./Lierman, F.: banking strategies, S. 422. Allerdings dürfen die deutschen Kreditinstitute dies angesichts der bereits starken Präsenz ausländischer Banken im eigenen Markt nicht mehr nötig haben, da sich im Laufe der Zeit bereits eine feste Wettbewerbsstruktur entwickelt hat, die sich durch den Zutritt von Neuanbietern nicht mehr wesentlich verändern wird, vgl. Seipp, W.: International Banking, S. 686.

<sup>142</sup> Vgl. Faßbender, H./Leichtfuß, R.: Banking, S. 311.

<sup>143</sup> Vgl. Klein, W./Kleefisch, T.: Akquisition, S. 72.

<sup>144</sup> Vgl. Sautter, M. T.: Unternehmensakquisition, S. 268 f.

### 3.3.2 Diversifikation

Diversifikation bezeichnet den Einstieg in ein neues Geschäftsfeld, was durch Akquisition sehr effizient und schnell realisiert werden kann.<sup>145</sup> Sie bietet sich insbesondere an, wenn Ertragslage und Zukunftsaussichten der gegenwärtigen SGF unbefriedigend sind.<sup>146</sup> Klassische Diversifikationsrichtungen von Banken sind der Immobilienbereich, dabei v. a. Finanzierung, Vermittlung und Verwaltung, ferner Leasing, Brokerage, Vermögensverwaltung, Investmentfonds, Unternehmensberatung, Venture Capital u. ä.<sup>147</sup> Von Diversifikation soll hier nur dann ausgegangen werden, wenn durch die Akquisition im Portfolio ein neues SGF entsteht. Als Beispiel kann der Erwerb eines Privatbankhauses dienen: wenn dieses zur Stärkung des bereits vorhandenen SGF „Vermögende Individualkunden“ erfolgt, so ist die Akquisition als Bestandteil einer Differenzierungsstrategie zu werten, wird dadurch erst der Eintritt in dieses Geschäftsfeld vollzogen, so handelt es sich um Diversifikation.

Die langfristigen strategischen Vorteile einer auf Diversifikation ausgerichteten Akquisition bestehen zunächst in der Schaffung zusätzlicher Erfolgspotentiale, die v. a. abhängig von der Attraktivität des Zielmarktes<sup>148</sup> und der Position des Akquisitionsobjektes in diesem Markt sind. Der Bewerter muß also prüfen, welche langfristigen Perspektiven die angepeilte Diversifikationsrichtung bietet und inwieweit Marktstellung, Management und Geschäftsstruktur des zu übernehmenden Institutes geeignet sind, an diesen Möglichkeiten zu partizipieren.<sup>149</sup> So dürfte z. B. der Eintritt in einen zukunftssträchtigen Markt mit hohen Preisspielräumen die Profitabilität einer Bank langfristig sichern, was bei der Preisfindung einbezogen werden kann. Eine Bank, die sich ausschließlich auf den gesättigten und hart umkämpften Standardmärkten betätigt und sich dort mit geringen Margen begnügen muß, kann durch Diversifikation in weniger wettbewerbsintensive Nischen ausweichen. Die Nutzung von Synergien und Economies of Scope ermöglicht die Teilhabe an solchen Märkten, ohne notwendigerweise entsprechende zusätzliche Kosten zu verursachen, da die zusätzliche Zielgruppe meist mit vorhandenen Potentialfaktoren wie Zweigstellennetz und EDV-Anlagen bedient werden kann.<sup>150</sup> Eine

---

<sup>145</sup> Vgl. Sieben, G./Siellaff, M.: Unternehmensakquisition, S. 9.

<sup>146</sup> Vgl. Silverman, M./Castaldi, R. M.: Diversification, S. 43.

<sup>147</sup> Vgl. Silverman, M.: Diversification, S. 17.

<sup>148</sup> Vgl. Rappaport, A.: Competitive Strategy, S. 61. Zur Beurteilung der Attraktivität eines Zielmarktes werden die fünf Umweltfaktoren von Porter genannt. Vgl. hierzu Porter, M. E.: Competitive Strategy, S. 3 ff.

<sup>149</sup> Vgl. von Schimmelmann, W.: Geschäftsfeldkonzeptionen, S. 179. Eine ausführliche Marktumfeldanalyse für eine Bankakquisition bietet Wines, D.: Bank, S. 62 f.

<sup>150</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Geschäftsstrukturen, S. 33 und Silverman, M.: Diversification, S. 17 f.



Akquisition bietet sich hierfür umso eher an, je höher die dort bestehenden Eintrittsschranken sind, da diese mit der Übernahme überwunden werden können.<sup>151</sup>

Diversifikation kann auch dazu dienen, das Ist-Portfolio zu ergänzen und dadurch den Gesamtwert des Portfolios zu erhöhen.<sup>152</sup> Durch eine gezielte Akquisition kann so ein Schritt in Richtung auf das Idealportfolio gemacht werden, indem ein neues SGF erworben wird, das genau dort positioniert ist, wo das Ist-Portfolio Schwächen aufweist.<sup>153</sup>

Die Diversifikation bietet den Banken also verschiedene Vorteile, die bei einer Akquisition mit diesem strategischen Hintergrund in den Preis eingerechnet werden können. Diese Vorteile sind im übrigen für alle, auch für kleine Banken erreichbar.<sup>154</sup> Andererseits sind hiermit auch verschiedene Risiken verbunden, die für eine realistische Wertfindung ermittelt und einbezogen werden müssen. So besteht bei zu breiter Diversifikation die Gefahr, daß der strategische Fokus verloren geht, der für den Erfolg in der Finanzdienstleistungsbranche immer wichtiger wird. Ein breit diversifizierter Anbieter wird nur schwerlich in der Lage sein, dieselbe Leistungs- und Servicequalität in allen bearbeiteten Feldern zu bieten wie ein Nischenanbieter, der sich jeweils nur auf einen Geschäftsbereich konzentriert.<sup>155</sup> Zudem genügen bei zu vielen SGF möglicherweise die Finanzmittel nicht, um alle Geschäftsfelder ihren Aussichten entsprechend zu fördern. Es sollten daher nicht mehr SGF bestehen, als man sinnvoll unterhalten kann.<sup>156</sup> Die vielen Fehlschläge, die Unternehmungen allgemein und Banken insbesondere mit Diversifikationsstrategien erlebt haben,<sup>157</sup> sollten insgesamt zur Vorsicht mahnen bei der Abschätzung möglicher Zahlungswirkungen.

### 3.3.3 Verlagerung

Die Verlagerung beschreibt den Aufbau, die Entwicklung und die Neuorientierung des Stammgeschäftes.<sup>158</sup> Als Stammgeschäft wird das Geschäftsfeld, ggfs. auch eine Gruppe eng verwandter Geschäftsfelder be-

<sup>151</sup> Vgl. Gomez, P./Weber, B.: Akquisitionsstrategie, S. 51.

<sup>152</sup> Vgl. Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 103.

<sup>153</sup> Vgl. Guiniven, J. J./Fisher, D. S.: Akquisitionen, S. 14.

<sup>154</sup> Vgl. Silverman, M.: Diversification, S. 20. Tatsächlich haben viele kleine Institute lebhaftes Interesse an einer Diversifikation und planen entsprechende Schritte für die kommenden Jahre, vgl. Silverman, M./Castaldi, R. M.: Diversification, S. 48.

<sup>155</sup> Vgl. Rogers, D.: Banking, S. 248.

<sup>156</sup> Vgl. Gälweiler, A.: Portfolio-Management, Sp. 1562.

<sup>157</sup> Vgl. Rogers, D.: Banking, S. 297.

<sup>158</sup> Vgl. Ganz, M.: Erhöhung des Unternehmenswertes, S. 250.

zeichnet, das den größten Anteil am Gesamtgeschäft aufweist und in dem die Bank die größten dauerhaften Wettbewerbsvorteile besitzt.<sup>159</sup> Bei den meisten Banken resultiert aus dem Stammgeschäft ein wesentlicher Teil der betrieblichen Wertschaffung, während die übrigen Bereiche nur geringe Wertbeiträge leisten oder sogar Wert vernichten.<sup>160</sup>

Die Verlagerung des Kerngeschäfts ist eine sehr langfristig orientierte Strategie und bringt die umfassendsten Umwälzungen mit sich. Sie kommt nur für Institute in Frage, die aus dem Stammgeschäft nur noch schwache Erträge erzielen. Bestehen für dieses zudem noch schlechte Zukunftsaussichten,<sup>161</sup> so kann man sich mit der Akquisition hiervon lösen und den Schwerpunkt in attraktivere Branchen verlagern. Damit wird die Abhängigkeit von schwach rentierlichen SGF zugunsten einer Teilhabe an zukunftsweisenden Geschäftsfeldern überwunden, was die Ertragslage der Gesamtbank langfristig stärkt. Die Umsetzung erfolgt durch eine schrittweise Schließung oder Veräußerung von SGF, die für das Zielportfolio nicht mehr benötigt werden, und den Aufbau des neuen Kerns durch die Akquisition von ein bis zwei mittleren oder großen Geschäftsfeldern.<sup>162</sup>

Der Bewerter muß bei Verlagerungsstrategien beurteilen, ob mit der Transaktion das angestrebte Ziel erreicht wird und welche zusätzlichen Zahlungswirkungen daraus zu erwarten sind. Nicht vernachlässigt werden dürfen auch hier die Risiken, die mit derartigen strategischen Neupositionierungen verbunden sind.<sup>163</sup> Die sukzessive Aufgabe des bisherigen Stammgeschäfts bringt den bewußten Verzicht auf die traditionellen Ertragspotentiale mit sich, um Ressourcen für die Bildung des neuen Kerns freizusetzen.<sup>164</sup> Die Ertragsmöglichkeiten hieraus sind jedoch noch unsicher und solange dort noch keine nachhaltigen Wettbewerbsvorteile aufgebaut werden konnten, ist der Erfolg der Verlagerung fraglich. Bevor sich eine Bank zu einem derart weitreichenden Schritt entscheidet, muß die wahrgenommene Bedrohung für das gegenwärtige Stammgeschäft unmittelbar bevorstehen und existentielle Ausmaße erreichen. Die nicht unerheblichen Risiken sind bei der Zahlungsstromprognose entsprechend der geschätzten Eintrittsgefahr einzubeziehen.

---

<sup>159</sup> Vgl. Leemputte, P. J.: Shareholder Value, S. 20.

<sup>160</sup> Vgl. Chandler, D.: predator, S. 24.

<sup>161</sup> Die Beurteilung des gegenwärtigen Kerngeschäfts kann erfolgen über die strategische Zuordnungsmatrix, die jedes SGF nach den Dimensionen „Strategische Attraktivität“ und „Operative Effektivität“ beurteilt, vgl. Ganz, M.: Diversifikationsstrategie, S. 28.

<sup>162</sup> Vgl. Guiniven, J. J./Fisher, D. S.: Akquisitionen, S. 14.

<sup>163</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 281.

<sup>164</sup> Der Aufbau eines neuen Kerns ohne Aufgabe des alten wäre nicht als Verlagerung, sondern als Diversifikation zu werten.

### 3.4 Einfluß der strategischen Zusatzerträge auf die Wertkomponenten

In diesem Kapitel wurden Einflüsse des strategischen Hintergrunds einer Akquisition auf die rationale Preisgrenze untersucht. Die Bewertung muß in ihren jeweiligen strategischen Kontext eingeordnet werden und für die Ermittlung des angemessenen Preiszuschlages müssen die dazugehörigen Chancen und Risiken abgewogen und bewertet werden. Um die strategischen Zusatzerträge in die Preisfindung einbeziehen zu können, muß der Bewerber über besondere Weitsicht und umfangreiche Kenntnis kreditwirtschaftlicher Geschäftspolitik verfügen. Gehen die Pläne des Käufers auf, so sind erhebliche Wertsteigerungen für das entstehende Institut möglich, die einen entsprechend höheren Kaufpreis rechtfertigen. Andererseits sind auch hohe Risiken mit den einzelnen Strategien verbunden. Insbesondere für die Gesamtbankstrategien ist der Werteinfluß nur schwer zu greifen, so daß die Zahlungswirkungen oft nur indirekt einzubeziehen sind, indem z.B. eine Stabilisierung der Ertragskraft angenommen wird. Der Prognosehorizont ist angesichts des voraussichtlichen Zeitraumes, der für die Realisierung des angestrebten Profils eingerechnet werden muß, möglichst weit zu wählen.

Akquisitionen mit einem konkreten strategischen Hintergrund verlaufen im allgemeinen erfolgreicher als solche, bei denen dieser fehlt.<sup>165</sup> Insofern muß die Bewertung berücksichtigen, daß die Zahlungswirkungen bei Käuferinstituten, die strategische Planung betreiben und die Akquisition gezielt zur Umsetzung ihrer Pläne durchführen, günstiger ausfallen werden. Hier liegt ein allgemeiner positiver Einfluß der strategieorientierten Bewertung, der nicht übersehen werden darf. Ansonsten wirken die verschiedenen Strategien auf den Wert des entstehenden Institutes je nach gewählter Strategie-richtung über die Betriebskosten, Wert- und Mengenkomponente des kundenbezogenen Geschäfts, den Eigengeschäftsbereich und den Kapitalkostensatz.

Auf die Betriebskosten wirkt die Strategie der Marktherausforderung günstig, da bei Erreichung der Marktführerschaft die größte kumulierte Produktionsmenge und dadurch der schnellste Fortschritt auf der Erfahrungskurve erzielt werden, wodurch sich die Kosten im Vergleich zu den Wettbewerbern am stärksten verringern. Wird bei der Internationalisierung eine Aufsichtsarbitrage erreicht, so dürfte sich die damit verbundene Verringerung aufsichtsrechtlicher Lasten und Beschränkungen positiv auf die Betriebskosten auswirken. Bei einer Differenzierungsakquisition sind hingegen eher Betriebskostensteigerungen einzukalkulieren. Eine Internationalisierung bindet erhebliche Managementkapazität und verursacht dadurch zusätzliche Kosten.

---

<sup>165</sup> Vgl. Creehan, K./Leger, E.: Competitive Position, S. 78.

Auf das Mengengerüst im kundenbezogenen Geschäft wirkt die Marktpenetration positiv, indem neben der Nutzung der Marktsynergien aufgrund der gestiegenen Marktpräsenz weitere Marktanteilsgewinne möglich werden. Außerdem wird eine höhere Plazierungskraft für Emissionen erreicht, so daß die Wettbewerbsstärke und damit voraussichtlich auch der künftige Marktanteil in diesem Geschäftsfeld steigt. Die Erlangung der Marktführerschaft erleichtert die Anknüpfung neuer Geschäftskontakte, ebenso ein Markenname beim Akquisitionsobjekt. Derartige Markennamen werden in der Praxis oft zum Substanzwert einbezogen, indem die Aufwendungen ermittelt werden, die z.B. durch Marketing-Aktionen zur Schaffung eines solchen Markenimages erforderlich sind.<sup>166</sup> Dieses Vorgehen entspricht jedoch nicht dem Gedanken des Discounted Cash-flow Verfahrens, nach dem sich der Wert auch von immateriellen Vermögenswerten nach dem daraus zu erwartenden Ertragsbestandteilen ergibt. Daher wird ein am Rekonstruktionswert orientierter Zuschlag für den Markennamen hier abgelehnt, stattdessen soll sein Wert nur anhand der daraus zu erwartenden zusätzlichen Ertragschancen einbezogen werden. Wird durch die Akquisition die Kostenführerschaft erreicht, so kann ebenfalls von künftig deutlich höherem Geschäftsvolumen ausgegangen werden. Andererseits besteht aber das Risiko, daß eine gewisse Mindestqualität bei den Leistungen nicht mehr geboten wird und dadurch die Marktstellung in Gefahr gerät, zumal der Preis als Kriterium der Bankenwahl immer weiter in den Hintergrund gerät. Positive Wirkungen ergeben sich auch, wenn durch Differenzierung eine Festigung von Kundenbeziehungen erreicht werden kann, durch die eine breitere Produktanspruchnahme erreicht und das Risiko, diesen Kunden an einen Wettbewerber zu verlieren, verringert wird. Differenzierung schafft also eine gewisse Bankloyalität. Gleiches gilt für die Internationalisierung, mit der der Verlust von international ausgerichteten Kunden vermieden werden kann. Daneben lassen sich mit der Internationalisierung auch neue Geschäftsbeziehungen anknüpfen, was auch mit dem durch die Internationalisierung erreichten Standinggewinn zusammenhängt. Auch Diversifikation wirkt auf das Mengengerüst, das dadurch nicht einfach nur vergrößert wird, sondern durch das hinzukommende SGF auch qualitative Veränderungen erfährt. Zudem werden – je nach Diversifikationsrichtung – auch neuartige langfristige Erfolgspotentiale in zukunftssträchtigen Marktsegmenten geschaffen. Bei der Verlagerung des Stammgeschäftes muß einbezogen werden, daß die traditionellen Geschäftsschwerpunkte zugunsten der hinzukommenden aufgegeben werden. Hier wird es zu umfassenden Umwälzungen im Mengengerüst kommen, die nur sehr unsicher zu prognostizieren sind.

---

<sup>166</sup> Vgl. Beck, P./Fischer-Winkelmann, W.: Bewertungsmethoden, S. 7. Dieses Vorgehen wurde auch in Interviewaussagen favorisiert.

Auf die Wertkomponente wirkt die Errichtung von Eintrittsbarrieren, wie es mit der Marktpenetration, der Errichtung einer Kostenführerschaft oder auch einem verstärkten Relationship-Banking durch Differenzierung möglich wird, positiv, da dadurch die Intensität des tatsächlichen und des potentiellen Wettbewerbs abgemildert wird. Der Markt gilt dadurch nicht mehr als „contestable“, so daß sich die gegenwärtigen Anbieter nicht vor potentiellen Neuanbietern durch entsprechende Preis- und Leistungspolitik zu schützen brauchen und daher tendenziell höhere Gewinne erwirtschaften als mit der ständigen Bedrohung durch neue Wettbewerber.<sup>167</sup> Eine erfolgreiche Marktherausforderung und eine gelungene Differenzierung schaffen jeweils einen monopolistischen Preisspielraum, der größere Freiheiten bei der Preissetzung eröffnet. Auch die auf Gesamtbankebene verfolgten Strategien werden sich langfristig auf die Wertkomponente auswirken. Ausbaustrategien dienen der Sicherung der langfristigen Ertragskraft, indem entweder die SGF in eine stärkere Position im Portfolio verlagert werden oder der Angriff von Konkurrenten abgewehrt wird, wodurch Ertragspotentiale ausgebaut oder verteidigt werden. Gleiches gilt für die Verlagerung, die nur vorgenommen wird, wenn die bisherigen Geschäftsaktivitäten die Bank auf mittlere Sicht nicht mehr aufrechterhalten können.

Negativ auf die Wertkomponente kann wirken, wenn die Kunden bei einer auf Marktpenetration abzielenden Akquisition nur die margenschwachen Leistungen nachfragen. Geht eine Differenzierung zu weit, so verursacht sie Kosten ohne entsprechende positive Rückwirkungen auf die Erträge, so daß sich in diesem Fall die Wertkomponente eher verschlechtert. Zu weiteren negativen Auswirkungen auf die Wertkomponente kann es kommen, wenn bei Defensivstrategien kurzfristig zur Abwehr des Wettbewerbers Ertragsrückgänge in Kauf genommen werden. Geht im Zuge der Diversifikation der strategische Fokus verloren und leidet darunter die Leistungs- und Servicequalität der Bank, so geht ein Stück monopolistischer Preisspielraum verloren mit ebenfalls negativen Konsequenzen für die Wertkomponente.

Auf den Eigengeschäftsbereich wirkt die Internationalisierung durch eine Erweiterung der Handelsmöglichkeiten, womit i. d. R. höhere Ertragschancen verbunden sein dürften. Auch im Steuerbereich ergeben sich Auswirkungen, wenn mit der Internationalisierung steuerlich relevante Tatbestände berührt werden, z. B. durch Ausnutzung von „Steueroasen“. Der Kapitalisierungsfaktor wird beeinflusst durch Diversifikation und durch ein besser ausgewogenes Portfolio an Geschäftsaktivitäten, wenn tatsächlich eine Stabilisierung der Ertragslage und damit eine Verringerung der Risiken erreicht wird, was im Einzelfall zu analysieren wäre. Eine solche Stabilisierung

---

<sup>167</sup> Vgl. Smith, R. C./Walter, I.: Global financial Services, S. 604.

würde die von den Investoren geforderte Risikoprämie verringern und damit die Kapitalkosten senken. Bei Internationalisierung kommt möglicherweise ein Länderrisiko hinzu, das sich aus Kapitalmarktdaten unmittelbar ableiten läßt, indem Staatsanleihen dieses Landes mit laufzeiten- und währungskongruenten Anleihen der Weltbank verglichen werden. Die Differenz zwischen beiden Zinssätzen kann als Risikoprämie interpretiert und entsprechend seiner Bedeutung für die Gesamtbank in den Diskontierungsfaktor einbezogen werden.<sup>168</sup>

Dazu eröffnen erfolgreiche Strategien eine Reihe von Zusatzoptionen, die für die künftige Geschäftspolitik und damit die weit in der Ferne liegenden Erträge wichtig sein können. Eine erfolgreiche Marktherausforderung, mit der in einem Geschäftsfeld die dominierende Position eingenommen wurde, ermöglicht eine aktive Gestaltung der Wettbewerbsregeln, die zum eigenen Vorteil verändert werden können. Das Erreichen der Kostenführerposition gibt Sicherheit vor Preisangriffen der Konkurrenz und ermöglicht die Option, selbst eine Preisoffensive zu starten. Außerdem kann auch ein Kostenführer in gewissem Umfang die Wettbewerbsregeln seines Geschäftsfeldes bestimmen. Viele Strategien zielen auch darauf, Kundenbeziehungen zu festigen. Solche Strategien, die Zukunftsoptionen eröffnen oder die Kundenbasis absichern, werden im Discounted Cash-flow nur unzureichend erfaßt<sup>169</sup> und müssen daher über ein Korrektiv, z.B. einen angemessenen Zuschlag auf die Cash-flow Prognose, eingehen.

Oftmals ist die Akquisition nur ein erster Schritt zur Umsetzung einer langfristigen Strategie, zu deren Realisierung aber noch eine Reihe weiterer Maßnahmen ergriffen werden muß. In diesem Fall schafft die Akquisition lediglich die Voraussetzung für die Strategie, die damit eine Option auf künftige Zusatzerträge bildet. Solche Optionen haben einen eigenen Wert, der bei der Grenzpreisfindung einbezogen werden kann.<sup>170</sup> Dies ist anhand eines Beispielfalls anschaulich zu machen, in dem das strategische Ziel Kostenführerschaft mit zwei aufeinanderfolgenden Akquisitionen erreicht werden soll.<sup>171</sup> Erst die Einbeziehung aller wertsteigernden Effekte rechtfertigt den letztlich ermittelten Kaufpreis und führt dazu, daß die beiden Akquisitionen insgesamt noch zu einem Zahlungsüberschuß führen.

Hier liegt ein großer Vorteil bei der Einbeziehung strategischer Effekte in die Bewertung, da ohne Berücksichtigung derartiger Aspekte die Gefahr besteht, nicht zum Zuge zu kommen und so die Möglichkeit zur Durch-

---

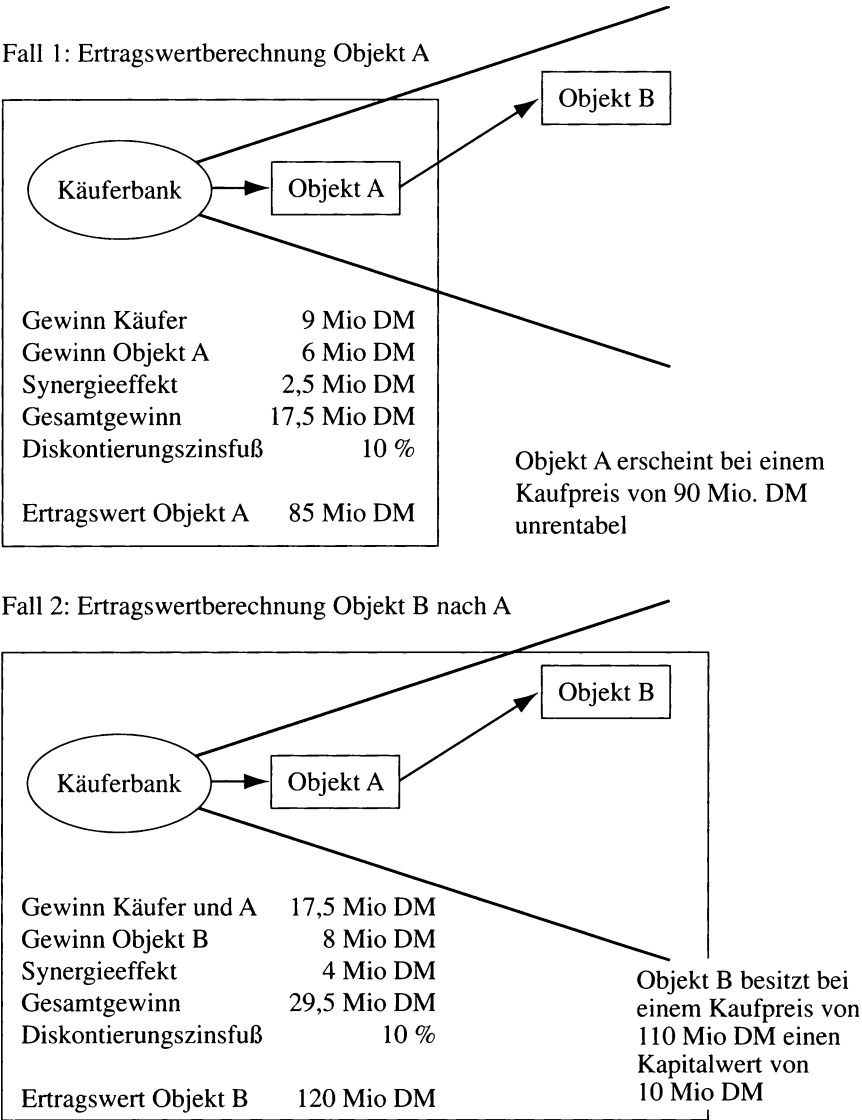
<sup>168</sup> Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. [Hrsg.]: Unternehmenssteuerung, S. 567 f.

<sup>169</sup> Vgl. Day, G. S./Fahey, L.: Shareholder Value, S. 158.

<sup>170</sup> Vgl. Dixit, A. K./Pindyck, R. S.: Options Approach, S. 111.

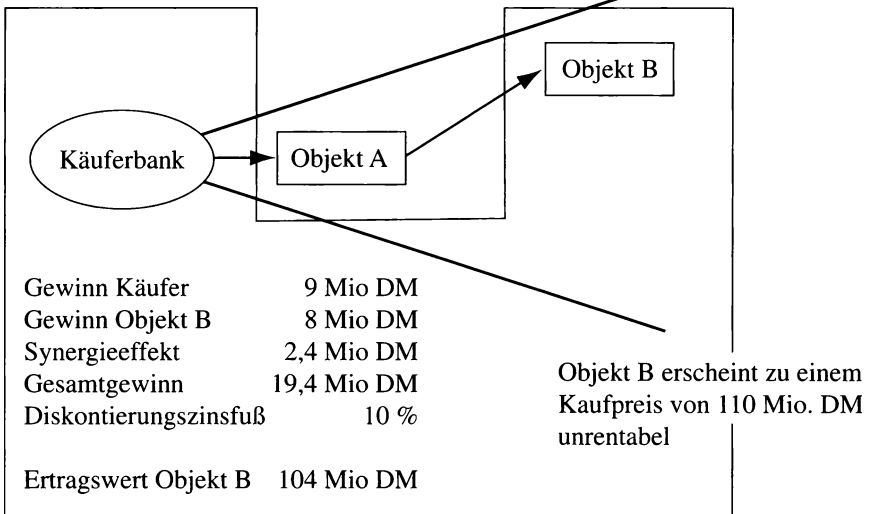
<sup>171</sup> Dieser Fall ist ausführlich dargestellt bei Sieben, G./Diedrich, R.: Wertfindung, S. 801 - 804.

Abbildung 23: Beispiel für mehrstufige strategische Bewertung

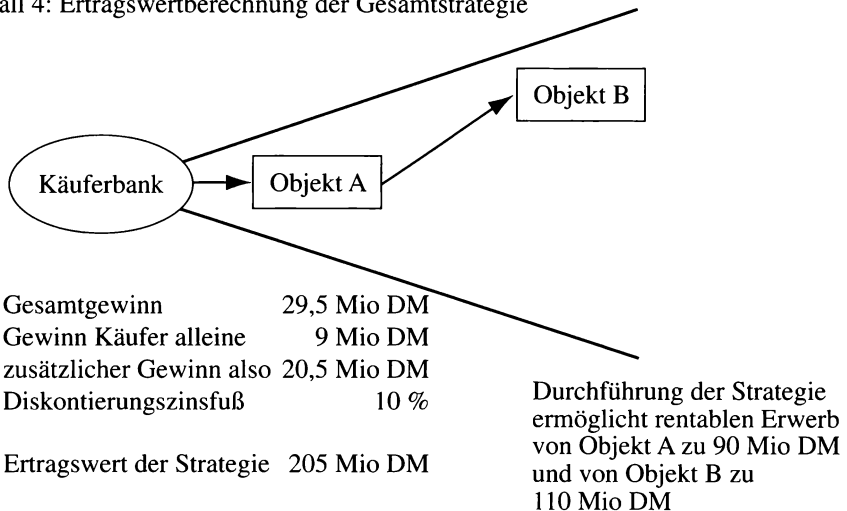




## Fall 3: Ertragswertberechnung Objekt B



## Fall 4: Ertragswertberechnung der Gesamtstrategie



Quelle: Sieben, G./Diedrich, R.: Wertfindung, S. 801 - 804.

führung dieser Strategie verloren geht. Ohne die strategischen Effekte scheint der Preis für die beiden Einzelobjekte weit überhöht; er muß quasi als „Eintrittskarte“<sup>172</sup> für die Gesamtstrategie gesehen werden. Letztlich werden damit die von der Theorie geforderten Prinzipien der Subjektivität, der Zukunftsbezogenheit und der Bewertungseinheit konsequent umgesetzt, indem nicht die Unternehmung als solche bewertet wird, sondern das, was der Käufer mit dem Erwerb beabsichtigt.<sup>173</sup> Die neuere Literatur versucht, die Optionspreistheorie auf die Bewertung solcher Realloptionen anzuwenden.<sup>174</sup> Der erste Schritt eines solchen Akquisitionsprogramms wird dabei als Kauf einer Kaufoption aufgefaßt, deren Bewertung über ein Binomialmodell erfolgt.<sup>175</sup> Die konkrete Wertfindung steckt allerdings noch in den Anfängen, die bislang entwickelten Modelle sind an viele Einschränkungen und Prämissen gebunden,<sup>176</sup> so daß sie in der Praxis in die Grenzpreisfindung nicht oder allenfalls pauschal über ein Korrektiv einbezogen werden können.

Allerdings sind auch die Risiken bei den Strategien nicht zu übersehen. Eine mißglückte Marktherausforderung kann die Ertragslage einer Bank auf lange Zeit belasten, eine erfolgreiche kann erhebliche Widerstände in der Öffentlichkeit und bei Behörden auslösen. Bei einer auf Kostenführerschaft ausgerichteten Strategie besteht stets das Risiko, daß der Kostenvorsprung durch unkontrollierbare Umfeldentwicklungen verloren geht, bei Differenzierung kann der Wettbewerbsvorteil durch einen erfolgreichen Imitator verschwinden. Internationalisierung kann nur erfolgreich verlaufen, wenn der Käufer über eine hohe Managementqualität verfügt und die unkalkulierbaren Risiken aus Rechtsunsicherheiten gut gehandhabt werden. Risiken bestehen auch bei zu breiter Diversifikation, wenn das Management die Vielzahl der SGF nicht mehr sinnvoll steuern kann.

Zudem bauen die Strategien oft auf Modellen auf, die eine nicht immer ungefährliche Abstraktion von der Wirklichkeit darstellen,<sup>177</sup> so daß die tatsächliche Entwicklung von der modelltypischen abweicht und die Akquisition dann nicht die erhofften Erfolge bringt. Ein weiteres Problem ist die schlechte Prognostizierbarkeit der Zahlungswirkungen. Strategien sind langfristig angelegt und die zu ihrer Umsetzung ergriffenen Maßnahmen wirken meist erst in ferner Zukunft, so daß sich die damit verbundenen Zahlungs-

---

<sup>172</sup> Sieben, G.: Unternehmensstrategien, S. 84.

<sup>173</sup> Vgl. Sieben, G.: Unternehmensstrategien, S. 84.

<sup>174</sup> Vgl. für einen kurzen Überblick über die Denkweise dieses Ansatzes Bühner, R./Weinberger, H.-J.: Cash-Flow, S. 204 - 206.

<sup>175</sup> Vgl. Dirrigl, H.: Unternehmensbewertung, S. 423 f.

<sup>176</sup> Vgl. Bühner, R./Weinberger, H.-J.: Cash-Flow, S. 206.

<sup>177</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Strategische Planung, S. 262, der sich mit dieser Einschätzung auf das Modell der Portfolio-Planung bezieht.

mittelrückflüsse nur grob quantifizieren lassen.<sup>178</sup> Je nach den Potentialen, die sich aus einem Erfolg der beabsichtigten Strategie eröffnen, kann der daraus entstehende Werteinfluß erheblich sein. In der Praxis ist hier oftmals ein erstaunlicher Optimismus beim Käufer zu beobachten, da Risiken von Strategien nicht ausreichend reflektiert wurden oder Reaktionen von Konkurrenten außer Acht blieben.<sup>179</sup> Dies legt den Verdacht nahe, daß strategische Komponenten als Hebel herhalten müssen, um einen überhöhten Kaufpreis für ein vom Management gewolltes Projekt rechtfertigen zu können.<sup>180</sup> Der Bewerter darf sich keinesfalls von geschönten Prognosen des Entscheidungsträgers blenden lassen, sondern muß die Plausibilität der angestrebten Zusatzerträge selbst beurteilen. Schlüsselfaktor für eine erfolgreiche Umsetzung der strategischen Pläne nach der Akquisition ist einmal mehr die Fähigkeit des Managements, wobei sich Banken in der Vergangenheit als schlechte Strategieimplementierer erwiesen haben, insbesondere wenn sie sich vorher nur in stabilen und stetigen Geschäftsfeldern aufgehalten hatten, die keine ausgefeilten Führungsqualitäten erforderten.<sup>181</sup> Nur Positionen, die über längere Zeit hinweg behauptet werden können, führen zu einem Wettbewerbsvorteil<sup>182</sup> und damit zu bewertungsrelevanten Zahlungsüberschüssen.

Auch eine schlechte Integration des Zielobjekts in den eigenen Geschäftsablauf kann die erhoffte Strategie zum Scheitern bringen.<sup>183</sup> Ein großes Risikopotential besteht dabei innerhalb der Belegschaft, da eine Strategie nur erfolgreich umgesetzt werden kann, wenn sich alle Führungsebenen mit ihr identifizieren. Gegen den Willen der Mitarbeiter, die die Strategie durchführen und tragen müssen, kann keine erfolgreiche Implementierung erfolgen.<sup>184</sup>

Außerdem ist die Festlegung einer konkreten Strategierichtung für die Banken insofern mit Risiken verbunden, als dabei oft unwiderruflich ein Weg eingeschlagen wird, den man nur schwer wieder verlassen kann.<sup>185</sup> Sollte sich dieser im Nachhinein als Fehlentscheidung erweisen, so kann die Bank in eine strategische Schieflage geraten, deren finanzielle Auswirkungen kaum quantifizierbar sind, deren Bereinigung aber regelmäßig erhebliche Kosten verursacht, die Leistungsfähigkeit, Marktstellung und

---

<sup>178</sup> Vgl. Rudolph, B.: Investitionsplanung, S. 680. Hafner vergleicht das Ansinnen, die Zahlungswirkungen aus strategischen Akquisitionen prognostizieren zu wollen, gar mit Prophetie, vgl. Hafner, R.: Unternehmensbewertung, S. 494.

<sup>179</sup> Vgl. Day, G. S./Fahey, L.: Shareholder Value, S. 159.

<sup>180</sup> Vgl. Gomez, P./Ganz, M.: Diversifikation, S. 54.

<sup>181</sup> Vgl. Schlenzka, P. F.: Strategie, S. 314.

<sup>182</sup> Vgl. Guatri, L.: Unternehmungswertsteigerung, S. 57.

<sup>183</sup> Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 422.

<sup>184</sup> Vgl. Schlenzka, P. F.: Strategie, S. 303.

<sup>185</sup> Vgl. Deutsch, B. I.: Conversation, S. 23.

sogar Existenz der Bank gefährden können. Neben die finanziellen Verluste tritt häufig noch die Imageschädigung.<sup>186</sup> Der Weiterverkauf einer fehlgeschlagenen Akquisition ist, wenn überhaupt, nur mit erheblichen Preisabschlägen möglich.<sup>187</sup> Die strategieorientierte Bewertung sollte insofern auch immer die Möglichkeit einbeziehen, daß die Akquisition durch Fehleinschätzungen oder nicht absehbare Entwicklungen mißlingt und es zu unübersehbaren Schäden kommt.

In der Praxis wird die Einbeziehung der strategischen Zusammenschlußeffekte mittlerweile für erforderlich gehalten.<sup>188</sup> Sie erfolgt noch überwiegend intuitiv, da bislang keine Möglichkeiten zur Quantifizierung bekannt sind. Angesichts der Erkenntnis, daß sich auch im Bankbereich bis zu 80 % des Firmenwertes aus einer guten Strategie ergeben<sup>189</sup> und die Mehrzahl der Akquisitionen mittlerweile strategisch motiviert ist, wäre ein Verzicht auf die Einbeziehung dieser Zusammenschlußeffekte trotz aller Risiken und Gefahren nicht vereinbar mit der Absicht, die korrekte Preisobergrenze zu ermitteln.

#### 4. Werteinflüsse durch Risikoeffekte

Abschließend werden nun noch die Auswirkungen der Akquisition auf die Risikosituation der entstehenden Bank untersucht. Dies erfolgt getrennt nach dem allgemeinen unternehmerischen Risiko und den speziellen bankbetrieblichen Risiken, die beide von der Akquisition berührt sein können.

##### 4.1 Allgemeines unternehmerisches Risiko

Das allgemeine unternehmerische Risiko einer Unternehmung ist umso geringer, je weniger die erwarteten Erträge um ihren Mittelwert schwanken, was üblicherweise durch ein statistisches Streuungsmaß wie Standardabweichung oder Varianz gemessen wird. Eine Verringerung dieser Schwankung deutet auf eine Ertragsstabilisierung hin, was generell als risikoreduzierend eingestuft wird, da man vom risikoscheuen Investor ausgeht, der möglichst

---

<sup>186</sup> Vgl. Leichenring, H./Schwartzkopff, W.: Strategische Risiken, S. 589f. Als Beispiel wird die Anfang 1987 erfolgte Übernahme des britischen Brokerhauses *Phillips & Drew* durch die *Schweizerische Bankgesellschaft* genannt, die durch nicht vorhersehbare Umweltentwicklungen, nämlich v. a. den Börsencrash vom Oktober 1987, zu einer erheblichen strategischen Schiefelage geführt hat.

<sup>187</sup> Vgl. Marois, B./Farde, X.: Cross-border acquisitions, S. 843. Die Möglichkeit, ein unwirtschaftliches Investitionsprojekt abzubrechen, kann als Verkaufsoption interpretiert und ebenfalls über die Optionspreistheorie einbezogen werden, vgl. Bühner, R./Weinberger, H.-J.: Cash-Flow, S. 205.

<sup>188</sup> Vgl. IdW [Hrsg.]: WP-Handbuch Band II, S. 88f.

<sup>189</sup> Vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 217.

geringe Abweichungen der tatsächlichen Rendite von dem von ihm erwarteten Wert bevorzugt.<sup>1</sup> Zur differenzierten Betrachtung ist eine Einteilung in ein systematisches und ein unsystematisches Risiko üblich geworden. Das systematische Risiko mißt die Ertragsschwankungen, die auf gesamtwirtschaftliche Rahmendaten zurückzuführen sind und die Bankenbranche als Ganzes betreffen.<sup>2</sup> Das unsystematische oder spezifische Risiko hingegen betrifft nur das einzelne Institut und hat keine Auswirkungen auf die übrigen Anbieter. Als klassisches Beispiel hierfür gelten Managementfehler, verlorene Prozesse<sup>3</sup> oder der Verlust wichtiger Mitarbeiter.<sup>4</sup> In der bankbetrieblichen Systematik umfaßt dies auch die Risiken im internen Leistungsbereich, zu denen die personellen, sachlich-technischen und ablaufstrukturellen Risiken zählen.<sup>5</sup>

Wenn durch die Akquisition erreicht wird, daß die Erträge der neu entstehenden Bank insgesamt weniger stark schwanken als die der beiden Institute vor dem Zusammenschluß, so führt dies zu einer Schaffung von Anteilseignerwert durch geringere Kapitalkosten.<sup>6</sup> Diese nämlich werden aus den Renditeforderungen der Anteilseigner abgeleitet und sind umso geringer, je weniger Risiken mit der Mittelhingabe verbunden sind. Eine Senkung des allgemeinen unternehmerischen Risikos ist im Bankbereich möglich durch die Hinzunahme einer weiteren Leistungsart, die sich bis zur Diversifikation erstrecken kann, aber nicht muß, und das Überschreiten bestimmter Größengrenzen. Beide Wege werden im folgenden kurz analysiert.

Das Gesamtrisiko einer Bank mit mehreren Leistungsarten wird über die Varianz ihrer erwarteten Erträge gemessen:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N x_i x_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$$

mit  $x_i$  = Anteil des Ertrags von Leistungsart  $i$  am Gesamtertrag

$N$  = Anzahl der Leistungsarten, die die Bank anbietet

$\sigma_i^2$  = Varianz der Erträge von Leistungsart  $i$

$\rho_{ij}$  = Korrelationskoeffizient zwischen den Erträgen der Leistungsarten  $i$  und  $j$

Das Gesamtrisiko hängt also ab vom Risiko jeder einzelnen Leistungsart, dem Anteil der einzelnen Leistungsart an den Gesamterträgen der Bank und

<sup>1</sup> Vgl. Schierenbeck, H.: Unternehmensbewertung, S. 654f.

<sup>2</sup> Vgl. Demsetz, R. S./Strahan, P. E.: Size and Risk, S. 14.

<sup>3</sup> Vgl. Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 191.

<sup>4</sup> Vgl. Reimann, B. C.: Hurdle Rates, S. 59.

<sup>5</sup> Vgl. zu dieser Systematik und zu den einzelnen Risiken Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 745 - 749.

<sup>6</sup> Vgl. Rappaport, A.: Merger Benefits, S. 46.

der Korrelation zwischen den Erträgen dieser Leistungsarten.<sup>7</sup> Die Hinzunahme einer neuen Leistungsart führt zu einer breiteren Streuung von Risiken, indem sich Ertragsrückgänge bei einigen Produkten durch höhere Gewinne in anderen Feldern ausgleichen.<sup>8</sup> Kommen durch die Akquisition Leistungsarten hinzu, die nicht oder negativ mit dem bisherigen Aktivitätenspektrum korreliert sind, wird sich die Varianz der Erträge aus Gesamtbanksicht und damit auch das Gesamtrisiko verringern. Derselbe Effekt kann erreicht werden, wenn die neue Leistungsart deutlich geringere Risiken aufweist als die bislang durchgeführten Aktivitäten.<sup>9</sup>

Andererseits kann die Sortimentserweiterung auch mit einer Risikohöherhöhung verbunden sein. So ist der Zutritt zu neuen Geschäftsfeldern grundsätzlich mit Risiken verbunden, da die dortigen Geschäftspraktiken noch unbekannt sind,<sup>10</sup> insbesondere wenn diese weit außerhalb des bisherigen Kompetenzkreises liegen.<sup>11</sup> So sind durch viele der ursprünglich als Risikoreduktion geplanten Allfinanz- und Diversifikationsbestrebungen erhebliche Verluste eingetreten.<sup>12</sup> Allgemeine Erkenntnisse über die Risikowirkungen aus der Hinzunahme neuer Geschäftsfelder gibt es nicht, bei einer günstigen Umweltkonstellation kann eine weitere Leistungsart das unternehmerische Risiko verringern, während es dadurch in anderen Situationen eher erhöht wird.<sup>13</sup> Eine gewisse Hilfe bei der Einschätzung findet sich in empirischen Untersuchungen aus den USA. Die Mehrzahl der Studien kommt zu leichten Risikovorteilen, insbesondere wenn die neue Leistung eng mit dem bisherigen Geschäft verknüpft war.<sup>14</sup> Dieses Ergebnis ist allerdings nicht unkritisch zu übernehmen, da in die empirischen Modelle wichtige Unwägbarkeiten wie eben die mit dem Eintritt in einen neuen Markt verbundenen Unsicherheiten nicht ausreichend einbezogen werden können. So schlagen auch *Saunders* und *Walter*, die insgesamt positive Risikowirkungen ermitteln, vor, die Ergebnisse ihrer Studie nur als Tendenzaussage zu werten.<sup>15</sup>

---

<sup>7</sup> Vgl. Saunders, A./Walter, I.: Universal Banking, S. 184.

<sup>8</sup> Vgl. OECD [Hrsg.]: Banks under Stress, S. 20f.

<sup>9</sup> Vgl. Scheele, M.: Zusammenschluß, S. 96.

<sup>10</sup> Außerdem ist es in manchen Geschäftsfeldern unumgänglich, zum Markteintritt auch gewisse Zugeständnisse bei der Bonität neuer Geschäftspartner zu machen, vgl. Steiner, J.: Stufenkonzepte, S. 70. Hierdurch tritt insgesamt eher eine Risikoerhöhung ein.

<sup>11</sup> Vgl. Bennett, P.: Portfolio Theory, S. 156.

<sup>12</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Risikomanagement, S. 82.

<sup>13</sup> Vgl. Litan, R. E.: Banks, S. 98.

<sup>14</sup> Vgl. etwa Bessler, W.: Financial Conglomerates, S. 281 und Litan, R. E.: Banks, S. 95. Eine tabellarische Übersicht ausgewählter Studien, jeweils mit Aufzählung der Methodik und der Ergebnisse, findet sich bei Saunders, A./Walter, I.: Universal Banking, S. 187 - 189.

<sup>15</sup> Vgl. Saunders, A./Walter, I.: Universal Banking, S. 204f.

Auch durch das Erreichen einer bestimmten Größenordnung kann sich eine Verringerung des allgemeinen unternehmerischen Risikos ergeben. Dies liegt v.a. an der von vielen Ländern praktizierten „too-big-to-fail“-Politik, bei der der Staat bei Schieflagen von Großbanken auf Kosten des Steuerzahlers eingreift, um den volkswirtschaftlichen Schaden, den der Zusammenbruch eines großen Kreditinstitutes anrichten kann, zu beschränken.<sup>16</sup> Durch diesen staatlichen Rückhalt ist die Geldanlage in große Banken kaum mit Risiken verbunden, so daß die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber entsprechend geringer ausfallen kann. Auch deshalb liegen die Kapitalkosten großer Banken unter denen kleinerer Institute.<sup>17</sup> In den USA wurde eine solche „too-big-to-fail“-Politik während der Bankenrezession in den achtziger Jahren betrieben, mittlerweile aber nach einer Reform der davon schwer gebeutelten Einlagensicherung aufgegeben.<sup>18</sup> Inwieweit in Deutschland der Staat zur Rettung einer bedrohten Großbank eingreifen würde, läßt sich schwer ermessen, da schon seit einigen Jahrzehnten kein Bankenzusammenbruch mehr erfolgt ist, der das Geld- und Finanzsystem spürbar in Gefahr gebracht hätte. Zur Beurteilung dieses Effektes muß der Bewerter abschätzen, ob mit dem geplanten Zusammenschluß ein Institut mit volkswirtschaftlich relevanter Größenordnung entsteht und ob die Investoren am Kapitalmarkt, deren Risikoeinschätzung letztlich die Kapitalkosten bestimmt, an staatlichen Stützungsaktionen bei einer möglichen Schieflage glauben und daher ihre Risikoprämienforderung verringern.

Andererseits konnte festgestellt werden, daß große Banken über eine risikoreichere Geschäftsstruktur verfügen, da die besonders risikoreichen Geschäftsarten schwerpunktmäßig von ihnen angeboten werden.<sup>19</sup> So betätigen sich die größeren Institute überdurchschnittlich stark in Bereichen wie Industrie- und Handelsfinanzierung, während kleinere Banken sich eher auf das risikoärmere Privatkundengeschäft konzentrieren. Außerdem agieren die großen Banken stärker im Derivatgeschäft und beziehen einen höheren Anteil ihres Gesamtertrages aus Provisionen, die im Gegensatz zu den langfristig planbaren Zinsüberschüssen starken Schwankungen unterliegen. Es muß geprüft werden, inwieweit derartige Effekte die möglichen Risikoverteile großer Banken kompensieren.

Bei einer empirischen Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Größe und Risiko einer Bank stellten *Demsetz* und *Strahan* fest, daß eine Geschäftsvergrößerung das systematische Risiko nicht wesentlich beeinflusst, während das unternehmungsspezifische Risiko bei einem Größen-

---

<sup>16</sup> Vgl. Boyd, J. H./Graham, S. L.: Consolidation Trend, S. 79.

<sup>17</sup> Vgl. Strutz, E.: Wertmanagement, S. 254.

<sup>18</sup> Vgl. Demsetz, R. S./Strahan, P. E.: Size and Risk, S. 13 f.

<sup>19</sup> Vgl. Baltensperger, E.: Banking Activities, S. 601.



wachstum von 10 % um 2,5 % verringert werden kann. Sie ermittelten aber auch, daß die meisten großen Institute diesen Vorteil durch risikoreichere Geschäftsarten wieder verlieren, so daß insgesamt nur ein geringer Zusammenhang zwischen Größe und Risiko besteht.<sup>20</sup> Um also diesen Effekt angemessen einbeziehen zu können, muß der Bewerter wissen, ob nach der Transaktion wesentliche Veränderungen in der Risikostruktur der Geschäfte zu erwarten sind.

Schließlich sind noch weitere Aspekte denkbar, die das allgemeine unternehmerische Risiko durch die geplante Bankakquisition beeinflussen können. Hier ist zunächst das Wettbewerbsrisiko zu nennen, das sich bei einem Zusammenschluß, mit dem die Wettbewerbsintensität auf einem oder mehreren der bearbeiteten Märkte merklich gesenkt werden kann, verringern läßt. Andererseits kann das Konkursrisiko bei einer auf Internationalisierung ausgerichteten Akquisition auch ansteigen, wenn es dem Käufer nicht gelingt, die damit verbundenen höheren organisatorischen und fachlichen Anforderungen an das Risikomanagement zu erfüllen. Zudem gibt es möglicherweise Probleme bei der Integration von international unterschiedlichen Risikokulturen.<sup>21</sup>

Aufgabe des Bewerter ist es, die verschiedenen gegenläufigen Überlegungen auf den konkreten Bewertungsfall zu übertragen und die daraus entstehende Nettowirkung auf das allgemeine unternehmerische Risiko zu prognostizieren. Dabei sollte er eng mit den Entscheidungsträgern des Käuferinstituts zusammenarbeiten, da viele Risikowirkungen sich nur abschätzen lassen, wenn man die Pläne des Managements kennt, von deren Entscheidungen die künftige Risikoposition maßgeblich mitbestimmt wird.<sup>22</sup>

## 4.2 Bankbetriebliche Erfolgsrisiken

Neben dem allgemeinen unternehmerischen Risiko gibt es in der Kreditwirtschaft eine Reihe weiterer Erfolgsrisiken, deren Höhe durch den Zusammenschluß beeinflusst werden kann. Die Übernahme solcher Erfolgsrisiken gegen eine adäquate Prämie war seit jeher Bestandteil des Bankgeschäfts<sup>23</sup> und die Banken mußten mit diesen Risiken umgehen lernen. Das Kreditausfallrisiko nimmt traditionell den größten Umfang ein<sup>24</sup> und steht insofern auch im Mittelpunkt der folgenden Betrachtungen.

---

<sup>20</sup> Vgl. Demsetz, R. S./Strahan, P. E.: Size and Risk, S. 18 f.

<sup>21</sup> Vgl. Krumnow, J.: Risikoanalyse, S. 96.

<sup>22</sup> Vgl. Bessler, W.: Financial Conglomerates, S. 282.

<sup>23</sup> Vgl. Leichsenring, H./Schwartzkopff, W.: Strategische Risiken, S. 588.

<sup>24</sup> Vgl. Berger, K.-H.: Risiken im Bankbetrieb, S. 256.

### 4.2.1 Kreditrisiken

Zusammenschlußeffekte, die auf das Kreditrisiko wirken, ergeben sich zunächst durch Kombinationen der Geschäfte beider Institute auf das Gesamtkreditportefeuille. Hierfür kann das von *Markowitz* für den Wertpapierbereich entwickelte Portefeuille-Modell mit gewissen Einschränkungen verwandt werden,<sup>25</sup> das unter Berücksichtigung der Abhängigkeiten zwischen den einzelnen Elementen des Portefeuilles das Verhältnis zwischen Risiko, gemessen an der Varianz der erwarteten Rendite, und Ertrag, gemessen am Erwartungswert für die Rendite, optimiert. Haupteinschränkung bei der Übertragung auf das Kreditgeschäft ist die Berechnung von Erwartungswerten für die Rendite, die sich bei Krediten von der bei Wertpapieren unterscheidet, da ein Kreditgeber von einer positiven Unternehmensentwicklung nicht profitiert, während er bei einer Verschlechterung substantielle Verluste hinnehmen muß. Nach dem *Markowitz*-Modell kann das Risiko aus einem Kreditportefeuille nur unter Berücksichtigung von Risiko und Ertrag der Einzelkredite und der Korrelation zwischen diesen gemessen werden. Dabei sind Risikokonzentrationen möglichst zu vermeiden, so daß sich Vorteile ergeben, wenn die Einzelengagements einer Bank möglichst wenig oder sogar negativ korreliert sind.<sup>26</sup> Das Hauptproblem dabei ist die Ermittlung von Korrelationen zwischen einzelnen Engagements, zumal viele Unternehmungen durch den Umweltfaktor Konjunktur positiv korreliert sind.<sup>27</sup> Außerdem müßten, um relevante Aussagen über die künftige Entwicklung eines Kreditbestandes treffen zu können, Korrelationen prognostiziert werden.<sup>28</sup> Hierfür müßte die gemeinsame Reagibilität von Kreditnehmern auf Umweltveränderungen wie Rohstoffpreise, Lohnkosten, Zinsen oder gesamtwirtschaftliche Entwicklung bekannt sein.<sup>29</sup> In einer Untersuchung über die Verflechtung zwischen den Erfolgsfaktoren verschiedener Branchen konnten *Gollinger* und *Morgan* insgesamt sechs Branchengruppen feststellen, die voneinander weitgehend unabhängig sind.<sup>30</sup> Daneben müssen noch geographische Aspekte berücksichtigt werden, da die Erträge einer Branche in verschiedenen Regionen durchaus

---

<sup>25</sup> Vgl. *Gollinger, T. L./Morgan, J. B.: Loan Portfolio*, S. 39f.

<sup>26</sup> Vgl. *Weibel, P.: Risiken und Chancen*, S. 41. Als Beispiel ist dort der Pkw-Hersteller als Kreditnehmer aufgeführt, dessen Geschäftsverlauf mit einem Reifenhersteller positiv, einem Teigwarenhersteller nicht und mit öffentlichen Verkehrsunternehmen negativ korreliert ist. Kredite an einen Pkw-Hersteller und einen Reifenfabrikanten führen daher nicht zu einer Risikostreuung.

<sup>27</sup> Vgl. *Schmidt, H.: Kreditportefeuille*, S. 251.

<sup>28</sup> Vgl. *Gollinger, T. L./Morgan, J. B.: Loan Portfolio*, S. 44.

<sup>29</sup> Vgl. *Bennett, P.: Portfolio Theory*, S. 159.

<sup>30</sup> Dabei handelt es sich um die Schwerindustrie, die Leichtindustrie, Dienstleistungen, Konsumprodukte und den Groß- und Einzelhandel sowie einige Randbranchen in einer Rubrik „Vermischtes“. Daneben werden Öl- und Gasförderung sowie

unterschiedlich hoch sein können. Dieses sechs-Branchen-Schema kann der Bewerber bei seiner Analyse zugrundelegen oder bei Bedarf eine eigene Korrelationsanalyse durchführen.

Der Risikogehalt eines Kreditportefeuilles ist zudem entscheidend von seiner Größe abhängig. Je größer die Anzahl der Einzelelemente im Gesamtbestand ist, desto bessere Möglichkeiten der Risikostreuung sind gegeben. Jedes weitere Anwachsen führt zu einer Risikoverringerung, indem sich die Varianz des Gesamtertrages, die als Risikomaß gilt, reduziert.<sup>31</sup> Eine perfekte Risikodiversifikation, bei der die Varianz auf beinahe Null gesenkt werden kann, wäre dann theoretisch bei einer unendlich großen Zahl von Einzelkrediten möglich.<sup>32</sup> Die erwartete Rendite für ein solches Portfolio entspricht dann dem risikolosen Zins, da alle Risiken wegdiversifiziert sind.<sup>33</sup>

Durch eine Portefeuillevergrößerung wird zwar nicht die durchschnittliche Ausfallquote von Krediten gesenkt, aber die Ausfallrate wird stabiler und damit kalkulierbarer.<sup>34</sup> Ein positiver Zusammenschlußeffekt in einer Bankakquisition ist demnach zu erwarten, wenn das kombinierte Portefeuille der beiden Transaktionspartner dem geschilderten Idealzustand näher kommt als die getrennten Bestände beider Banken vor der Akquisition. Es ist davon auszugehen, daß die Kreditportefeuilles der meisten Banken nicht perfekt diversifiziert sind, so daß sich durch die Kombination Vorteile ergeben.<sup>35</sup> Die Addition der Kreditbestände beider Banken erhöht zunächst die Größe des Portefeuilles, wodurch sich in jedem Fall<sup>36</sup> bereits ein risikosenkender Effekt ergibt. Der Diversifikationseffekt ist umso höher, je geringer die Kredite beider Institute miteinander korreliert sind, wobei sich der Kauf einer Bank, deren Portefeuille mit dem eigenen Bestand negativ korreliert ist, sogar noch günstiger auswirkt als die Investition dieser Mittel in risikofreie Anlagen.<sup>37</sup> Zu einer breiteren Diversifikation wird es insbesondere

---

Luftverkehr als Sonderbranchen herausgearbeitet, vgl. Gollinger, T. L./Morgan, J. B.: *Loan Portfolio*, S. 43.

<sup>31</sup> Vgl. Bennett, P.: *Portfolio Theory*, S. 156. Ähnlich auch McAllister, P. H./McManus, D.: *scale efficiency*, S. 399.

<sup>32</sup> Vgl. Schmidt, H.: *Kreditportefeuille*, S. 250.

<sup>33</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: *Bankenfusionen*, S. 234 und mit genauem Nachweis der Zusammenhänge Schmidt, H.: *Kreditportefeuille*, S. 252f.

<sup>34</sup> Vgl. Flannery, M. J.: *Portfolio View*, S. 461.

<sup>35</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: *Bankenfusionen*, S. 234, der sich mit seiner Aussage auf die Genossenschaftsbanken bezieht. Es ist aber davon auszugehen, daß dies auch auf die übrigen Bankengruppen zutrifft, zumal der gezielte Aufbau eines perfekt diversifizierten Kreditportefeuilles einige Schwierigkeiten verursacht, vgl. Flannery, M. J.: *Portfolio View*, S. 457.

<sup>36</sup> Eine Ausnahme ergäbe sich, wenn die Kreditbestände beider Banken vollständig positiv miteinander korreliert sind. Von diesem extremen Ausnahmefall kann jedoch abstrahiert werden.

kommen, wenn beide Institute im Kreditgeschäft unterschiedliche sektorale oder geographische Schwerpunkte bedient haben. Eine exakte Analyse wird allerdings aufgrund der Vielzahl der dafür benötigten Informationen über die einzelnen Kreditnehmer kaum möglich sein,<sup>38</sup> so daß der Bewerter sich auf Tendenzaussagen beschränken muß.

Im Bereich des Konsumentenkreditgeschäftes bringt ein größeres Portefeuille ebenfalls Vorteile, wenn dadurch eine Automatisierung der Bonitätsprüfung möglich wird, da diese die Kosten der Kreditgewährung senkt und die Qualität der Kreditwürdigkeitsprüfung normalerweise erhöht. Der Aufbau eines solchen Systems erfolgt am einfachsten auf der Datengrundlage der vorhandenen Kreditfälle, die mit steigender Größe immer aussagefähiger wird. Außerdem lohnt sich der Betrieb und die Pflege eines solchen Systems erst ab einem gewissen Geschäftsumfang.

Andererseits hat es sich gezeigt, daß mit einem vergrößerten Kreditportefeuille auch Risikonachteile verbunden sind. Empirische Erkenntnisse aus den USA lassen den Schluß zu, daß nach Akquisitionen oft eine Verlagerung zu risikoreicheren Geschäften erfolgt.<sup>39</sup> Außerdem erfordert eine effizient arbeitende Kreditabteilung eine stringente Aufbauorganisation mit eindeutigen Kompetenz- und Stellenzuteilungen und klare Funktionstrennungen bei Antragsbearbeitung und -entscheidung sowie eine reibungslose Ablauforganisation.<sup>40</sup> Kommt es hier durch den Integrationsprozeß im Nachgang zur Akquisition zu Störungen, so kann es zu Fehlern bei der Bearbeitung und Entscheidung und damit zu einer ungünstigeren Risikostruktur kommen.

Schließlich kann es zu höheren Risiken im Kreditportefeuille kommen, wenn es im Zuge des Zusammenschlusses stärker internationalisiert wurde. Bei Kreditnehmern aus anderen Nationen tritt neben das normale Bonitätsrisiko noch das Länderrisiko. Eine Erweiterung der Kreditnehmerbasis in andere Länder erhöht also die Risiken, da die Rückzahlung auch noch von der politischen und wirtschaftlichen Entwicklung in diesen Ländern abhängig ist.<sup>41</sup> Andererseits kann durch die Internationalisierung das Risiko im Auslandskreditgeschäft auch begrenzt werden. Zunächst entfällt bei Forderungen, die im Zielland in der entsprechenden Währung finanziert wurden, das Transfer- und das Konvertierungsrisiko.<sup>42</sup> Mit der besseren Informationslage vor Ort läßt sich auch die politische Komponente des Länderrisikos genauer und zeitnäher einschätzen. Schließlich kann auch die Kreditwürdig-

<sup>37</sup> Vgl. Bennett, P.: Portfolio theory, S. 154.

<sup>38</sup> Vgl. Bennett, P.: Portfolio theory, S. 167.

<sup>39</sup> Vgl. Rose, P. S.: Profiles, S. 17.

<sup>40</sup> Vgl. Schmoll, A.: Kreditgeschäft, S. 231.

<sup>41</sup> Vgl. Pecchioli, R. M.: Internationalization, S. 45.

<sup>42</sup> Vgl. Huber, L.: Internationalisierung, S. 356.

keitsprüfung des Einzelschuldners zutreffender analysiert werden, da die erforderlichen Informationen leichter zu erhalten und sicherer auszuwerten sind.<sup>43</sup> Dennoch dürfen die Kreditrisiken in anderen Ländern keinesfalls unterschätzt werden, da dies in der Vergangenheit bereits zu erheblichen Verlusten bei den Banken geführt hat.<sup>44</sup>

Neben den Auswirkungen auf das gesamte Kreditportefeuille kann die Akquisition sich auch auf Einzelkreditebene niederschlagen. Ein positiver Zusammenschlußeffekt ist dabei möglich, wenn einer der Transaktionspartner über ein überlegenes Know-how bei der Kreditwürdigkeitsprüfung verfügt, das auf den anderen Partner übertragen wird, so daß dort die Qualität der Kreditentscheidungen erhöht und das künftige Ausfallrisiko gesenkt werden kann. Auch ein gutes System zur risikoadäquaten Konditionengestaltung, das ein Partner auf den anderen überträgt, führt zu einer Verbesserung der Risikoposition.<sup>45</sup>

Der Einfluß der Akquisition auf die künftige Qualität der Kreditwürdigkeitsprüfung ist hingegen unklar, wenn bei keinem der Partner ein eindeutiger Know-how-Vorsprung vorliegt. Einerseits hat die nach dem Zusammenschluß größere Bank eine bessere und breitere Informationsbasis und kann auch Informationsvorteile über einzelne Kunden nutzen, mit denen die Bonität von potentiellen Kreditnehmern besser eingeschätzt werden kann.<sup>46</sup> Andererseits können auf diesem Gebiet auch Nachteile entstehen, wenn mit der akquisitionsbedingten höheren Betriebsgröße Kundennähe verloren geht und damit viele „inoffizielle“ Informationen, an die die Bank nur durch engen Kontakt mit dem Kunden gelangen kann. Welcher der beiden gegenläufigen Effekte überwiegt und wie dies die Fähigkeit der Bank zu treffenden Bonitätsprognosen beeinflusst, muß der Bewerter nach Lage des Einzelfalls entscheiden.

Es zeigt sich also, daß beim Kreditrisiko durch die Akquisition verschiedene wertbeeinflussende Effekte auftreten, die sich zum einen im Gesamtportefeuille, zum anderen auf der Ebene des Einzelkredites niederschlagen. Während die Zusammenschlußeffekte im Portefeuille automatisch und unmittelbar nach der Transaktion, hauptsächlich durch bessere Risikosteuerung, auftreten, sind sie auf Einzelkreditebene eher langfristiger Natur und betreffen Veränderungen bei der Qualität der Kreditwürdigkeitsprüfung.

---

<sup>43</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 484.

<sup>44</sup> Vgl. Röller, W.: Globalisierung, S. 135.

<sup>45</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 221.

<sup>46</sup> Vgl. Berger, A. N./Hanweck, G. A./Humphrey, D. B.: Viability, S. 504.

#### 4.2.2 Sonstige bankbetriebliche Erfolgsrisiken

Neben dem Kreditrisiko gibt es weitere bankbetriebliche Risikokategorien, auf die sich die Akquisition auswirken kann. Hierbei ist zunächst das Liquiditätsrisiko zu nennen, das hauptsächlich aus der bankbetrieblichen Fristentransformation hervorgeht, indem die Fristen im Aktiv- und Passivgeschäft sich unterscheiden, so daß Mittelzu- und -abflüsse sich nicht synchron vollziehen.<sup>47</sup> Die gestiegene Betriebsgröße führt zu einer höheren Anzahl an Zahlungsvorgängen, so daß die Wahrscheinlichkeit steigt, daß sich die Vielzahl der Ein- und Auszahlungen unabhängig voneinander handelnder Kunden ausgleicht. Auch hier kommt es auf die Korrelationen zwischen den Verhaltensweisen der Bankkunden an. So bringen vollständig positiv korrelierte Verhaltensweisen, die sich z. B. durch einen gleichzeitigen Einlagenabzug dieser Kunden ergeben, keinen Vorteil, während sich negativ korrelierte Verhaltensweisen genau ausgleichen. Normalerweise wird man von geringer Korrelation und damit weitgehend unabhängigen Verhaltensweisen der Kunden ausgehen können,<sup>48</sup> so daß die Schwankungen der Zahlungsströme sich tendenziell verringern. Ein weiterer Effekt ergibt sich durch das Ansteigen des internen Verrechnungskoeffizienten, wenn Zahlungsvorgänge von Kunden zwischen den beiden Transaktionsbanken nicht mehr zum Mittelabfluß führen, sondern im eigenen Hause verbleiben.<sup>49</sup> Insofern wird aufgrund der geringeren Schwankungen der Zahlungsströme die Liquiditätshaltung leichter planbar und das Liquiditätsrisiko gesenkt.<sup>50</sup> Zudem benötigt das resultierende größere Institut einen relativ zum Geschäftsvolumen geringeren Bestand an rentabilitätsarmen liquiden Mitteln, wodurch sich die Ertragslage verbessert.<sup>51</sup> Negative Liquiditätseffekte sind durch den Zusammenschluß nicht zu erwarten.<sup>52</sup>

Auch das Zinsänderungsrisiko wird durch den Zusammenschluß tangiert. Eine Verbesserung der Risikostruktur ist zu erwarten, wenn die beiden Banken stark unterschiedliche Zinsbindungsstrukturen aufweisen, so daß die offenen Festzinspositionen des neu entstehenden Institutes sich insgesamt vermindern.<sup>53</sup> Sofern mit der Akquisition die Aufnahme neuer Leistungsarten oder eines neuen SGF verbunden ist, kann die kompensierende Wirkung auch durch die Natur dieses neuen Geschäftes vorgegeben sein, wenn mit den dort typischerweise anfallenden Festzinspositionen Positionen

---

<sup>47</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, S. 785.

<sup>48</sup> Vgl. Baltensperger, E.: Banking Activities, S. 599.

<sup>49</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Zusammenschlußbewegungen, S. 52.

<sup>50</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Größe, S. 87.

<sup>51</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 199.

<sup>52</sup> Vgl. Köbe, E.: Konzentration, S. 15.

<sup>53</sup> Vgl. Dierolf, G.: Fusionen, S. 15. Dies dürfte aber wohl nur bei extrem unterschiedlichen Fälligkeitsstrukturen der Festzinspositionen zu einer spürbaren Risikokompensation führen, vgl. Steiner, J.: Stufenkonzepte, S. 74.

geschlossen werden, die vor der Akquisition beim Käufer ohne geeignete Absicherung offen waren. Ein solcher Effekt konnte empirisch für den Fall der Diversifikation nachgewiesen werden.<sup>54</sup> Auch eine Akquisition, die auf Internationalisierung abzielt, beeinflusst das Zinsänderungsrisiko des neu entstehenden Konglomerates. Die unmittelbare Präsenz auf verschiedenen Geld- und Kapitalmärkten ermöglicht der Bank einen besser gezielten weltweiten Ausgleich ihrer zinssensitiven Positionen und reduziert so das Zinsänderungsrisiko.<sup>55</sup> Weiterhin dürfte sich ein positiver Effekt ergeben, wenn einer der Partner überlegenes Know-how bei der Prognose von Zinsveränderungen und den Möglichkeiten zum Umgang mit den daraus resultierenden Risiken besitzt und er dies auf den anderen Partner übertragen kann.<sup>56</sup> Insgesamt sollte der Bewerber diesen Effekt aber mit einer gewissen Zurückhaltung einbeziehen, da empirische Studien im Nachgang zu Bankzusammenschlüssen eher ein höheres Zinsänderungsrisiko festgestellt haben, weil nach der Transaktion höhere Risiken eingegangen wurden.<sup>57</sup> Ob dies auch für den konkreten Bewertungsfall zutrifft, wird sich nur im Einzelfall feststellen lassen.

Auch die mit dem Wertpapiereigenhandel verbundenen Risiken lassen sich mit der Akquisition beeinflussen. Mit der Kombination der Eigenhandelsbestände kommt es nach dem Zusammenschluß zu einer Vergrößerung des Depot-A, was die Zusammenstellung eines hinsichtlich Laufzeit, Zinsbindungsfrist und Risikostreuung optimalen Portefeuilles erleichtert.<sup>58</sup> Auf das Wertpapierportefeuille, für das das *Markowitz*-Modell ursprünglich konzipiert worden ist, treffen die Aussagen hinsichtlich Gesamtbestand und Risikodiversifikation analog zu den zum Kreditrisiko gemachten Ausführungen zu. Das Risiko eines Wertpapierportefeuilles ist damit abhängig von den Varianzen der Renditen der einzelnen im Portfolio enthaltenen Wertpapiere, der Korrelation zwischen diesen Wertpapieren und ihren Portfolioengewichtungen. Mit zunehmender Anzahl der im Portefeuille enthaltenen Einzelwerte nähert sich die Portfolio-Rendite der Marktrendite, so daß damit die spezifischen Risiken wegdiversifiziert werden können.<sup>59</sup>

Allerdings darf dieser Diversifikationseffekt nicht überschätzt werden, da ein Großteil der Risikostreuung bereits mit den ersten 10 - 20 Einzeltiteln erreicht wird.<sup>60</sup> Insofern können auch Kreditinstitute mit einem kleinen Eigenhandelsbestand das Diversifikationspotential weitgehend alleine aus-

<sup>54</sup> Vgl. Silverman, M./Castaldi, R. M.: Diversification, S. 51.

<sup>55</sup> Vgl. Pecchioli, R. M.: Internationalization, S. 45.

<sup>56</sup> Vgl. Brunner, C.: Bankübernahmen, S. 222 f.

<sup>57</sup> Vgl. Rose, P. S.: Profiles, S. 17.

<sup>58</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Bankenfusionen, S. 231.

<sup>59</sup> Vgl. Sautter, M. T.: Unternehmensakquisitionen, S. 189 - 191.

<sup>60</sup> Vgl. Elton, E. J./Gruber, M. J.: Risk Reduction, S. 426.



schöpfen.<sup>61</sup> Zudem muß beachtet werden, daß die Verwaltung eines Depot-A mit vielen Einzeltiteln erheblichen Aufwand an Transaktionskosten verursacht, so daß der Gesamtertrag des Portefeuilles durch eine breite Streuung möglicherweise sogar verringert wird.<sup>62</sup> Eine mit Internationalisierung verbundene Akquisition bringt den Vorteil mit sich, an mehreren Kapitalmärkten präsent zu sein und erleichtert eine internationale Streuung des Eigenhandelsbestandes. Durch die unvollständige Parallelität der einzelnen Märkte kommt es so zu einem zusätzlichen Diversifikationseffekt, so daß das Gesamtrisiko des Portefeuilles gesenkt werden kann.<sup>63</sup> Allerdings muß hierbei ein ansonsten nicht bestehendes Währungsrisiko in Kauf genommen werden.<sup>64</sup> Schließlich kann sich auch hier ein wertsteigernder Effekt ergeben, wenn einer der Partner überlegenes Know-how bei der Marktanalyse und dem Portfolio-Management besitzt, das er auf das entstehende Gesamtinstitut überträgt und mit dem eine bessere Risiko-Rendite-Relation des Eigenhandels erreicht werden kann.

### 4.3 Wirkung der Risikoeffekte auf die Bewertung

Es zeigt sich also, daß durch den Zusammenschluß Veränderungen in der Risikostruktur der Bank auftreten, die in die Preisgrenze einbezogen werden können. Die meisten der festgestellten Effekte wirken durch eine Veränderung der Kapitalkosten und damit des Diskontierungsfaktors auf den Grenzpreis. Eine Senkung der Kapitalkosten wird mit der Stabilisierung der Erträge erreicht, die von den Anlegern als Risikoreduktion empfunden, so daß sie mit einer geringeren Risikoprämie zufrieden sind. Dies wird möglich sein, wenn durch die Akquisition eine Leistungsart hinzukommt, die nicht oder negativ mit den bestehenden korreliert ist oder deutlich geringere Risiken als diese aufweist. Eine Verstetigung der Ausfallrate durch breitere Diversifikation des Kreditportefeuilles bringt eine Ertragsstabilisierung mit sich, was als positiver Effekt einzubeziehen ist.<sup>65</sup> Im Eigenhandel kommt es durch die Vergrößerung des Portefeuilles zu einer Stabilisierung der Erträge und damit ebenfalls zu einer Risikoverringerung. Weitere Kapitalkostensenkungen werden durch die neu gewonnene Geschäftsgröße erreicht, da größere Banken von den Anlegern als weniger risikoreich angesehen und daher

---

<sup>61</sup> Vgl. Drummen, M.: Aktienportfolios, S. 68.

<sup>62</sup> Vgl. Elton, E. J./Gruber, M. J.: Risk Reduction, S. 421. Derartige Kostenverschlechterungen ergeben sich z. B. durch die unterproportionale Zunahme von Courtagen bei steigendem Handelsvolumen, so daß die Anlage eines Geldbetrages in nur wenigen Wertpapieren billiger ist als die Verteilung auf viele kleinere Einzelbestände, vgl. Drummen, M.: Aktienportfolios, S. 63.

<sup>63</sup> Vgl. Seipp, W.: International Banking, S. 682.

<sup>64</sup> Vgl. Drummen, M.: Aktienportfolios, S. 25.

<sup>65</sup> Vgl. Arbel, A./Orgler, Y. E.: bank strategic planning, S. 30.

mit geringeren Renditeforderungen konfrontiert werden, zumal im Falle einer Schieflage durch eine staatliche „too-big-to-fail“ Politik Verluste für die Eigenkapitalgeber um so unwahrscheinlicher sind, je größer die Bank ist. Eine Verringerung des Wettbewerbs führt schließlich ebenfalls zu geringeren Risiken in der Bank.

Es ist allerdings nicht unbestritten, ob der Risikodiversifikationseffekt, der das unsystematische Risiko eines Portfolios auf die SGF verteilt und damit wegdiversifiziert, tatsächlich zu niedrigeren Kapitalkosten führt.<sup>66</sup> Die Risikodiversifikation verringert hauptsächlich das unternehmungsspezifische Risiko.<sup>67</sup> Denselben Effekt können die Investoren erreichen, wenn sie ihr Anlagekapital auf verschiedene Unternehmungen so verteilen, daß sie die Diversifikation in ihrem eigenen Portfolio selbst verwirklichen können. Dies ist sogar noch günstiger, weil die Kosten für die Verwaltung des Portefeuilles niedriger und die Möglichkeiten zum raschen Wechsel der Anlage höher sind.<sup>68</sup> Sie haben daher keinen Anlaß, ihre Renditeforderung zu senken, so daß auch die Kapitalkosten gleich bleiben. Es müßte im Einzelfall geprüft werden, ob eine Diversifikation auch von den Anlegern hätte realisiert werden können, um die damit verbundene Wertschaffung zu beurteilen. Ein echter Zusatzwert, der sich auch in einer Senkung der Kapitalkosten niederschlägt, wird nur geschaffen, wenn das Käuferinstitut durch die Leistungserweiterung sein Konkursrisiko spürbar senkt.<sup>69</sup> Der Bewerter sollte also die mit der Risikodiversifikation verbundenen Effekte keinesfalls überschätzen. Im Gegensatz hierzu ist diese Diversifikation des Kreditportfolios dem einzelnen Anteilseigner nicht möglich, so daß hiermit unbestritten Wert geschaffen wird.<sup>70</sup>

Andererseits kann es auch zu einer Erhöhung der Kapitalkosten kommen, wenn eine Sortimentserweiterung zusätzliche Risiken in die Bank trägt. Auch wenn sich im Zuge der Akquisition die Risikostruktur des betriebenen Bankgeschäfts eindeutig verschlechtert, wird es eher zu höheren Kapitalkosten kommen. Höhere Risiken sind auch bei einer Internationalisierung zu erwarten.

Im Eigengeschäftsbereich sind die größten Auswirkungen auf die Risikosteuerung zu erwarten. Im Liquiditätsmanagement werden die Zahlungs-

---

<sup>66</sup> Vgl. Salter, M. S./Weinhold, W. A.: *Diversification*, S. 167.

<sup>67</sup> Es konnte allerdings festgestellt werden, daß bei der Hinzunahme von Leistungen, die anderen Zyklen als die vorher vorhandenen unterliegen, auch das systematische Risiko gesenkt werden kann, vgl. Reimann, B. C.: *Hurdle Rates*, S. 60. Solche Leistungsarten wird es aber in der Finanzdienstleistungswirtschaft wohl nur im Ausnahmefall geben.

<sup>68</sup> Vgl. Salter, M. S./Weinhold, W. A.: *Diversification*, S. 168.

<sup>69</sup> Vgl. Rappaport, A.: *Merger Benefits*, S. 46.

<sup>70</sup> Vgl. Strutz, E.: *Wertmanagement*, S. 263.

ströme besser prognostizierbar, so daß die Steuerung einfacher wird und ein geringerer Bestand an niedrigverzinslichen Liquiditätsreserven gehalten zu werden braucht. Bei Diversifikation ist bei einem Hinzukommen der passenden Festzinspositionen eine Verminderung des Zinsänderungsrisikos möglich. Internationalisierung erweitert das Instrumentarium zur Steuerung des Zinsänderungs- und des Währungsrisikos und trägt damit zu seiner Verringerung bei, auch die Anlagemöglichkeiten für den Eigenhandel verbessern sich. Eine weitere Verbesserung beim Zinsänderungsrisiko, im Eigenhandel und beim Währungsrisiko tritt ein, wenn durch den Zusammenschluß ein besseres Know-how erworben wurde. Auch das Währungsrisiko kann bei passenden Gegenpositionen im Zielobjekt verringert werden. Allerdings werden nach Akquisitionen von der entstehenden Einheit meist höhere Zinsänderungsrisiken eingegangen, wie in empirischen Studien festgestellt wurde.

Auf das kundenbezogene Geschäft ergeben sich ebenfalls Effekte. Beim Mengengerüst sind die Effekte einzubeziehen, die sich auf die Ausfallrisiken im Kreditgeschäft ergeben. Wird durch Know-how Transfer die Qualität der Bonitätsanalyse erhöht, so sind künftig geringere Ausfallrisiken zu erwarten. Inwieweit Informationsvor- oder -nachteile durch den Zusammenschluß entstehen, muß der Bewerter nach Lage des Einzelfalls entscheiden. Stärkere Internationalisierung führt tendenziell zu höheren Kreditausfällen, durch die bessere Informationslage zur Einschätzung von Länderrisiken können aber dort mehr Geschäfte ohne unbedingt höhere Risiken abgeschlossen werden. Bei der Wertkomponente ergeben sich Vorteile, wenn es gelingt, risikoadäquate Prämien im Kreditgeschäft zu berechnen und durchzusetzen.

Bei den Betriebskosten ergeben sich gewisse Vorteile durch die Möglichkeit zur Automatisierung der Bonitätsprüfung im standardisierten Mengengeschäft, die dadurch geringere Kosten verursacht.

Insgesamt muß aber festgestellt werden, daß die behandelten Risikoaspekte in der Realität schwer zu greifen sein dürften, da sie sich nur schwer messen lassen und im Vergleich zu den vorher behandelten Zusammenschlußeffekten aus Größenvorteilen, Synergien und strategischen Zielsetzungen die Wertfindung wohl nur relativ geringfügig beeinflussen. Obwohl ihre Berücksichtigung in der Theorie gerechtfertigt ist, werden sie in der Praxis nur in Grenzfällen, in denen diese Wirkungen unmittelbar absehbar sind, den damit verbundenen Ermittlungsaufwand rechtfertigen.

## 5. Bestimmung der Preisobergrenze

Im letzten Schritt wird nun die Preisobergrenze für die bevorstehende Akquisition ermittelt. Nach dem Shareholder Value Ansatz darf der Käufer höchstens den Preis bezahlen, den das Zielobjekt inklusive aller Verbund-

effekte als Wertsteigerungsbeitrag leistet. Bei den Zusammenschlußeffekten hat sich gezeigt, daß Wirkungen sowohl auf die Höhe des künftigen Cash-flow wie auch auf den Kapitalkostensatz ausgehen,<sup>1</sup> so daß beides für die Zeit nach der Transaktion prognostiziert werden muß. Diese Prognose ist allerdings mit noch größeren Ungewißheiten belastet als bei der Stand-alone-Bewertung, da die Zusammenarbeit zweier bislang getrennt wirtschaftender Einheiten beurteilt werden muß, wofür keine Erfahrungswerte vorliegen.<sup>2</sup> Insbesondere strategische Umbrüche dürften schwierig zu quantifizieren sein.<sup>3</sup>

### **5.1 Prognose der Zahlungsüberschüsse der entstehenden Wirtschaftseinheit**

Der erste Bestandteil bei der Wertfindung sind die Zahlungsüberschüsse, die aus dem Zusammenwirken der beiden Banken zu erwarten sind. In kapitalmarktempirischen Untersuchungen konnte gezeigt werden, daß der weitaus größte Teil des durch einen Unternehmungszusammenschluß geschaffenen Wertes aus höheren Cash-flows und nur ein geringer aus günstigeren Kapitalkosten stammt,<sup>4</sup> so daß sich die Bewertung hierauf konzentrieren sollte. Es müssen dabei aber in jedem Fall die Implementierungsprobleme und Risiken bei der Integration in die Prognose einbezogen werden. Ein sinnvolles Konzept zur Messung dieser Risiken gibt es nicht,<sup>5</sup> ihre Quantifizierung und damit das Ausmaß, in dem Zusammenschlußeffekte in die Preisgrenze einfließen, wird maßgeblich von der Risikoeinstellung des Entscheidungsträgers abhängen,<sup>6</sup> die der Bewerter hierfür berücksichtigen muß. Daneben ist auch der Zeitpunkt der Zahlungsüberschüsse, die als Barwert in die Berechnung eingehen, wichtig.<sup>7</sup> Die Integration beider Transaktionspartner ist meist ein langwieriger Prozeß, bei dem negative Zahlungswirkungen sofort auftreten, die erst nach einer mehrjährigen Übergangsfrist von den positiven Effekten überwogen werden.<sup>8</sup> Es wird auch eine wichtige Rolle spielen, welche Szenarien der Bewerter für die Gesamtwirtschaft und das Branchenumfeld zugrunde legt, da hiervon auch

<sup>1</sup> Vgl. in diesem Sinne auch Seth, A.: Value Creation, S. 435, der Zusammenschlußeffekte empirisch untersucht hat.

<sup>2</sup> Vgl. Küting, K.: Analyse von Verbundeffekten, S. 187.

<sup>3</sup> Vgl. Whipple III, W.: Scenarios, S. 83.

<sup>4</sup> Vgl. Seth, A.: Value Creation, S. 440.

<sup>5</sup> Vgl. Ruhnke, K.: Preisobergrenze, S. 1891.

<sup>6</sup> Vgl. Arbeitskreis „Unternehmensbewertung im Rahmen der unternehmerischen Zielsetzung“: Unternehmensbewertung, S. 104.

<sup>7</sup> Vgl. Harrigan, D. R.: Stock Prices, S. 157.

<sup>8</sup> Vgl. Tebroke, H.-J.: Bankenfusionen, S. 233. Dies konnte auch empirisch nachgewiesen werden, vgl. Rose, P. S.: Profiles, S. 17.

viele der genannten Verbundeffekte betroffen sind. Die Wertauswirkungen im Bereich der Cash-flows lassen sich am besten systematisieren, indem jeder Cash-flow Bestandteil des Käufers daraufhin untersucht wird, wie er sich nach der Akquisition darstellen wird. Geschäftspolitische Entscheidungen und wahrgenommene Umfeldeinflüsse sollen in ihrer Auswirkung auf die Cash-flow Bestandteile jedes SGF untersucht werden, um die weitere Entwicklung der Geschäftsfelder möglichst genau prognostizieren zu können.<sup>9</sup> Dabei müssen auch vom Käufer geplante Restrukturierungen, die sich über die Zusammenschlußeffekte hinaus erstrecken, in die Vorschauanalyse einbezogen werden.

Erster Bestandteil der künftigen Zahlungsüberschüsse ist die Mengenkomponekte im kundenbezogenen Geschäft, die sich durch das Hinzukommen des Akquisitionsojektes zunächst erhöht. Der Kauf von Kundenbeziehungen ist im Bankgeschäft einer der wichtigsten Wertbestandteile, sein Einfluß auf die Preisobergrenze ist von der Stabilität der erworbenen Beziehungen abhängig.<sup>10</sup> Verfügt also das Zielobjekt über viele Kundenbeziehungen, mit denen es zum Mengengerüst des entstehenden Konglomerats beiträgt, so ist hieraus ein wesentlicher Beitrag zum künftigen Cash-flow zu erwarten.<sup>11</sup> Es ist dabei zu berücksichtigen, daß die Kundenbasis noch durch Abwanderungen im Zusammenhang mit der Akquisition geschmälert werden kann. Andererseits können durch den Zusammenschluß ansonsten nicht zugängliche Wachstumspotentiale erschlossen werden, was auch empirisch gezeigt werden konnte.<sup>12</sup> In der Praxis werden für Wachstumsaussichten hohe Preise gezahlt.<sup>13</sup> Ferner ist auch eine Stabilisierung des Geschäfts möglich, sofern nach Überwindung der übergangsbedingten Friktionen die Kundenbindungen verstärkt werden können. Für die Prognose sind schließlich auch die Veränderungen innerhalb des Mengengerüsts wichtig sowie die Auswirkungen, die sich auf den Rückfluß der Kredite ergeben. Abbildung 24 zeigt die Aspekte, die bei der Prognose des Mengengerüsts für das Konglomerat zu beachten sind.

Bei der Aufstellung des Mengengerüsts für das Konglomerat aus Käufer und Zielobjekt sind also viele Sondereffekte zu berücksichtigen, die über die reine Addition der Banken hinausgehen. Der Bewerter sollte sich hier aber nicht von Wunschvorstellungen leiten lassen, sondern eine gründliche

---

<sup>9</sup> Vgl. hierzu exemplarisch die Darstellung bei Taylor, J. F.: *Forward Valuation*, S. 48.

<sup>10</sup> Vgl. Morgan, B. W.: *Acquisition Terms*, S. 28.

<sup>11</sup> Tatsächlich erzielen in der Realität Kreditinstitute mit hohem Marktanteil auch eine hohe Akquisitionsprämie, vgl. Rhoades, S. A.: *Bank Acquisitions*, S. 22.

<sup>12</sup> Vgl. Cornett, M. M./Tehranian, H.: *bank acquisitions*, S. 229.

<sup>13</sup> Vgl. Miller, W. D.: *Bank Acquisition*, S. 38.

Abbildung 24: Auswirkungen des Zusammenschlusses auf die Mengenkomponte

Übersicht: Mengenkomponte beim Konglomerat	
Verlust von Kundenbeziehungen nach dem Zusammenschluß  (wirkt negativ auf das Mengengerüst)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– besonders gründlich zu untersuchen bei Zielobjekten mit hoher Kundenkonzentration</li> <li>– bei geringer Wettbewerbsintensität gezielte Abwerbung durch Konkurrenten nicht zu befürchten</li> <li>– Gefahr der Kundenabwerbung durch Konkurrenz, falls es zu Kulturproblemen kommt</li> <li>– hohe Abwanderungsgefahr bei ausländischen Käufern</li> <li>– mögliche Abwanderungen, falls Kundennähe oder ein Spezialisierungsvorteil verloren gehen</li> </ul>
zusätzliche Wachstumschancen nach dem Zusammenschluß  (wirkt positiv auf das Mengengerüst)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zusätzliche Cross-selling Möglichkeiten durch Information Economies</li> <li>– Neuerschließung regionaler Märkte</li> <li>– Steigerung der Akquisitionskraft durch Verlagerung von Personal von Verwaltungs- zu Verkaufsbereichen</li> <li>– bei Marktpenetration weiteres Wachstum</li> <li>– zusätzliche Kunden bei offensiv ausgerichteter Internationalisierung</li> <li>– Erweiterung aufsichtsrechtlicher Wachstums-spielräume</li> </ul>
Verstärkung der Kundenbindung durch den Zusammenschluß  (wirkt stabilisierend auf das Mengengerüst)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– stärkeres Relationship-Banking nach Differenzierungs-Akquisition</li> <li>– Reputationsvorteile bei Erreichung der Marktführerschaft</li> <li>– bei erstmaliger Internationalisierung können auch global ausgerichtete Kunden gehalten werden</li> <li>– durch Erhöhung der aufsichtsrechtlich zugelassenen Großkreditgrenzen können auch Kunden mit sehr hohem Finanzierungsbedarf gehalten werden</li> </ul>
Veränderung in der Zusammensetzung des Mengengerüsts  (Auswirkung muß im Einzelfall analysiert werden)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– beim Erwerb neuer Leistungsarten einerseits Teilhabe an neuen Marktsegmenten, andererseits negative Rückwirkungen auf die vorhandenen Leistungen möglich</li> <li>– Hinzukommen neuer Leistungsarten durch größere Innovationskraft oder höhere Internationalität</li> </ul>
Veränderungen beim Kreditrückfluß  (positive und negative Wirkungen möglich)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– bei Internationalisierung höhere Ausfallquoten durch Länderrisiken</li> <li>– geringere Ausfallquoten, falls spezifisches Kreditwürdigkeitsprüfungs-Know-how erworben wurde</li> </ul>

Einschätzung der möglichen Zusammenschlußeffekte vor dem Hintergrund der von ihm aufgestellten Umfeldszenarien vornehmen.<sup>14</sup>

Auch bei der Wertkomponente sind für die Prognose verschiedene Zusammenschlußeffekte zu berücksichtigen. Hier spielen v. a. Veränderungen der Marktposition eine Rolle, durch die der Käufer seine Preissetzungsspielräume vergrößern und die Wettbewerbsregeln nach seinem Geschmack gestalten kann.<sup>15</sup> Akquisitionen, mit denen eine Umgestaltung der Wettbewerbsregeln möglich wird, werden die Wertkomponente beson-

*Abbildung 25: Auswirkungen des Zusammenschlusses auf die Wertkomponente*

Übersicht: Mengenkomponente beim Konglomerat	
Durchsetzen höherer Preise (wirkt positiv auf das Wertkomponente)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– insbesondere bei Erreichung der Marktführerschaft Vorteile bei Konditionenverhandlungen</li> <li>– bei Verringerung der Wettbewerbsintensität, v. a. bei Errichtung von Markteintrittsbarrieren</li> <li>– höhere Preise, falls Leistungsqualität verbessert wurde oder Möglichkeit zum One-stop-Banking geboten wird</li> </ul>
Zusammenschlußeffekte mit positiven Wirkungen auf die Margen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Optimierung des Geldmitteleinsatzes durch finanzielle Synergien</li> <li>– bei Diversifikation oder höherer Innovationskraft Teilhabe an margenstärkeren Segmenten</li> <li>– besonderer Ertragssteigerungen, falls ein vorher nicht vorhandener Kundenzugang im Aktiv- oder Passivgeschäft geschaffen wird</li> <li>– bei großen Banken erfahrungsgemäß höhere Provisionsspanne</li> </ul>
Zusammenschlußeffekte mit negativen Wirkungen auf die Margen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Kannibalisierungseffekte: margenstarke Leistungen werden von neu hinzukommenden Leistungsarten mit geringeren Ertragschancen verdrängt (v. a. bei Marktpenetration)</li> <li>– Aufweichung der Kunde-Bank-Beziehung durch die Akquisition: Kunde verhandelt preissensitiver, günstige Einlagenstruktur baut sich ab, verringerter Zugang zu informellen Bonitätsinformationen</li> <li>– Effizienzverschlechterung durch verringerten Wettbewerbsdruck</li> <li>– langfristige Verschlechterung der Ertragslage bei Strategien (mißglückte Marktherausforderung, Durchführung einer Defensivstrategie)</li> </ul>

<sup>14</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 250.

<sup>15</sup> Es hat sich tatsächlich gezeigt, daß marktmächtige Unternehmungen aus diesem Grund höher bewertet werden, vgl. Voigt, J. F.: Unternehmensbewertung, S. 60.



ders stark beeinflussen und gelten daher als strategischer Idealfall.<sup>16</sup> Eine starke Wettbewerbsposition wird auch in weniger attraktiven Märkten noch für auskömmliche Margen sorgen. Abbildung 25 zeigt übersichtsartig die Auswirkungen des Zusammenschlusses auf die Wertkomponente.

Auch im Eigengeschäftsbereich gibt es Effekte, die in die Cash-flow Prognose einbezogen werden müssen. Hier ist zunächst der mit der Akquisition möglicherweise verbundene Erwerb von Know-how zu nennen, der in allen Feldern des Eigengeschäfts Ertragsvorteile mit sich bringen kann. Der Bewerber sollte sich darüber informieren, welches der beteiligten Institute auf welchem Feld überlegenes Know-how, z.B. beim Management banktypischer Risiken oder bei der Beteiligungsverwaltung hat, inwieweit dies im Zuge des Zusammenschlusses auf den Transaktionspartner übertragen werden kann und welche Zahlungswirkungen dies entfaltet. Durch die Zusammenfassung der Handelsbestände kann es zu höheren Erträgen aus der Optimierung von Anlagen kommen. Ist mit der Akquisition eine Internationalisierung verbunden, so erweitert sich die Basis für die Eigengeschäfte, was ebenfalls Ertragsvorteile bringen kann. Die Liquiditätsplanung erleichtert sich durch die Zusammenfassung der Zahlungsströme beider Banken, zudem können durch die nach dem Zusammenschluß höheren Volumina auch bessere Konditionen bei der Anlage vorübergehender Liquiditätsüberschüsse erreicht werden.

Die umfangreichsten Auswirkungen dürfte ein Zusammenschluß auf die Betriebskosten haben. Für eine realistische Einschätzung der Kostenentwicklung und um keine negativen Überraschungen zu erleben, sollte der Bewerber genaue Vorstellungen über Quellen und Ausmaß der Einsparungen entwickeln,<sup>17</sup> sich aber gleichzeitig auch über mögliche Kostensteigerungen und einmalig anfallende Kosten nach der Transaktion klar werden.

Bei den Betriebskosten ergeben sich also durch die verschiedenen Einflüsse gegenläufige Effekte, von denen die Nettowirkung abgeschätzt werden müßte. Die empirischen Studien, die über die Auswirkungen der Größendegressionseffekte durchgeführt wurden, zeigen, daß v.a. sehr kleine Institute Vorteile aus einem akquisitionsbedingten Wachstum ziehen können, beim Zusammenschluß größerer Institute sollte dieser Effekt hingegen nur mit Vorsicht in die Prognose einbezogen werden. Empirisch konnte im Nachgang zu Bankakquisitionen insgesamt eine Steigerung der Produktivität beobachtet werden.<sup>18</sup> Kostensenkungen sind bei Akquisitionen zwar durchaus möglich, im Durchschnitt aber recht gering und sollten daher genau unter die Lupe genommen werden.

---

<sup>16</sup> Vgl. Gomez, P./Weber, B.: Akquisitionsstrategie, S. 51.

<sup>17</sup> Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, S. 343 f.

<sup>18</sup> Vgl. Cornett, M. M./Tehrani, H.: bank acquisitions, S. 229.

Abbildung 26: Auswirkungen des Zusammenschlusses auf die Betriebskosten

Übersicht: Betriebskosten beim Konglomerat	
Einfluß des Zusammenschlusses auf die Sachkosten  positive Wirkungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Größendegression im TOB bringt Kostenentlastungen v. a. bei Massengeschäftsarten</li> <li>– möglicherweise Fortschritt auf der Erfahrungskurve</li> <li>– Kosteneinsparungen durch operative Synergien (v. a. Zusammenlegung von Verwaltungsabteilungen und Neuausrichtung des Geschäftsstellennetzes)</li> </ul>
negative Wirkungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Aufwendungen für technische Integration</li> <li>– Ineinanderführung der EDV, Aufwendungen abhängig von Ausgangssituation und geplantem Integrationsvorhaben</li> <li>– Druck neuer Belege, Scheckkarten etc.</li> <li>– Einschaltung externer Berater</li> <li>– Überwindung administrativer Hürden bei Auslandsakquisitionen</li> <li>– bei Differenzierungsstrategie bewußte Inkaufnahme höherer Kosten</li> </ul>
Einfluß des Zusammenschlusses auf die Personalkosten  positive Wirkungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Teile der Belegschaft können durch die Umsetzung von Synergien entfallen</li> <li>– höhere Produktivität von Mitarbeitern durch mögliche Spezialisierungen oder den Erwerb von Know-how führen zu geringeren Personalkosten</li> <li>– per Saldo leichte Vorteile bei der Rekrutierung von Personal</li> <li>– durch aufsichtsrechtliche Synergien kostengünstigere Abwicklung einzelner Geschäfte möglich</li> </ul>
negative Wirkungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zunächst höherer Personalbedarf zur Bewältigung der Integrationsaufgabe (zeitlich begrenzt)</li> <li>– bei Arbeitsplatzabbau Abfindungen</li> <li>– Bleibepremien für Schlüsselmitarbeiter</li> <li>– mitunter werden Besitzstandsgarantien für die Belegschaft vergeben, um Irritationen zu vermeiden</li> <li>– bei neu hinzukommenden Leistungsarten Weiterbildungskosten für Kundenberater</li> <li>– Anpassung von Gehaltsstrukturen zur ungünstigeren Seite hin</li> <li>– bei großen Umwälzungen Gefahr der Demotivierung des Personals und von internen Machtkämpfen mit der Gefahr von Produktivitätsrückgängen</li> <li>– geringerer Arbeitseinsatz des Einzelnen in größeren Organisationen</li> </ul>
Einfluß des Zusammenschlusses auf die Marketingkosten  positive Wirkungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– vergrößertes Institut kann gleiche Marketing-Wirkung mit geringerem Aufwand erreichen</li> <li>– bei Verringerung des Wettbewerbs geringere Marketing-Aufwendungen erforderlich</li> <li>– durch Erhöhung der aufsichtsrechtlich zugelassenen Großkreditgrenzen können auch Kunden mit sehr hohem Finanzierungsbedarf gehalten werden</li> </ul>

Übersicht: Betriebskosten beim Konglomerat	
negative Wirkungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– direkt nach dem Zusammenschluß höhere Marketingaufwendungen erforderlich</li> <li>– bei zu großem Marktmachtzuwachs werden PR-Kampagnen erforderlich</li> </ul>
Effizienzvorteile	<ul style="list-style-type: none"> <li>– empirisch nachgewiesen, wenn es zu einer Zusammenlegung des Geschäftsstellennetzes kam und der Käufer deutlich größer war als das Zielobjekt</li> </ul>
Effizienznachteile	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Größennachteile (aufgeblähte Verwaltung, aufwendigere Steuerungs- und Kontrollsysteme, Formalisierung der inneren Kommunikation, Informationspathologien)</li> <li>– bei geringerer Wettbewerbsintensität geringere Kostenkontrolle</li> </ul>
außerdem:	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Reserveposten für unkalkulierbare Auszahlungen</li> </ul>

Auch im Bereich der Investitionen ergeben sich Zusammenschlußeffekte. So dürfte es nicht angemessen sein, einfach die Investitionspläne beider Banken zu addieren, da bei der Integration zunächst erhebliche zusätzliche Investitionen anfallen, wenn zur Nutzung von Synergien bauliche Maßnahmen oder eine Ineinanderführung von EDV-Systemen durchgeführt werden müssen. Weitere Investitionen werden erforderlich zur Nutzung der Größenvorteile, wenn frühzeitig überlegene Zukunftstechnik nutzbar gemacht werden soll. Auch die konsequente Weiterführung einer mit der Akquisition begonnenen Kostenführer- oder Differenzierungsstrategie wird künftige Investitionen nach sich ziehen. Entlastungen beim Investitionsplan wird es hingegen geben, wenn sich das Anlagevermögen beider Institute so gut ergänzt, daß ansonsten notwendige Anschaffungen durch die Zusammenlegung unterbleiben können. Können Beschaffungssynergien genutzt werden, so ergeben sich auch dadurch positive Zahlungswirkungen.

Zusammenschlußeffekte treten auch beim nicht-betriebsnotwendigen Vermögen auf. Eine Veränderung geschäftspolitischer Ziele und Strategien macht bei beiden Partnern vormals betriebsnotwendige Gegenstände überflüssig, die dann aus der betrieblichen Substanz ausgesondert und mit ihrem Substanz- oder Liquidationswert einbezogen werden müssen. Besonders auffällig ist dies, wenn mit der Akquisition Überkapazitäten, z.B. im technischen Bereich oder beim Zweigstellennetz erworben werden, die nach dem Zusammenschluß liquidiert werden können.

Auch bei den Steuerzahlungen ergeben sich wertbeeinflussende Effekte. Die richtige Nutzung steuerlicher Gestaltungsvariablen kann sich stark auf

den Wert auswirken und sogar über Erfolg oder Mißerfolg einer Transaktion entscheiden. Die Prognose muß ermitteln, welche Ertragsteuerbelastung auf das neu entstehende Institut zukommt, wozu es einer steuerlichen Analyse von Käufer und Zielobjekt bedarf. Bei einer gemeindeübergreifenden Akquisition sind zudem noch Auswirkungen auf die Gewerbesteuer denkbar, deren Höhe durch die regional unterschiedlichen Hebesätze beeinflusst wird. Der Bewerter muß dabei überprüfen, wie sich der Hebesatz des nach der Transaktion entstehenden Instituts gegenüber der Situation vorher verändert und die Differenz als wertbeeinflussenden Steuereffekt einbeziehen.

Probleme entstehen dadurch, daß die Steuern nach dem bilanziell ausgewiesenen Überschuß bemessen werden, so daß zur korrekten Ermittlung neben der Zahlungsstromrechnung in einer Nebenrechnung auch für die neue Wirtschaftseinheit der Bilanzüberschuß ermittelt werden muß. Der Bewerter soll im Sinne der subjektiven Lehre die individuelle steuerliche Situation des Käufers bei der Grenzpreisfindung berücksichtigen. Aufgrund der komplexen Materie und der vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten empfiehlt sich im Zweifelsfall dringend die Einschaltung spezialisierter Steuerberater. Dies gilt insbesondere bei grenzüberschreitenden Bankenkäufen, bei denen zusätzlich eine Fülle weiterer Faktoren des ausländischen Steuersystems zu beachten ist.

Mit diesen Überlegungen läßt sich die Zahlungsstromprognose für die nach der Akquisition entstehende Wirtschaftseinheit aber noch nicht abschließend durchführen. Daneben ist noch die Managementqualität einzubeziehen, die für die Realisierung vieler Verbundeffekte maßgeblich ist, zudem sind bei der Prognose noch einige allgemeine Korrektive anzubringen, die sich keinem der Cash-flow Bestandteile direkt zuordnen lassen.

Die Managementqualität gilt als einer der wichtigsten Erfolgsfaktoren für Akquisitionen, wobei insbesondere der Käufer über ein hohes Potential verfügen muß, da dieser i. d. R. für die Realisierung der Zusammenschlußeffekte zuständig ist.<sup>19</sup> Aber auch im Zielobjekt sollte eine gewisse Managementqualität gegeben sein, da ansonsten die Nutzung der Verbundeffekte schwierig wird und ein sofortiger Austausch der Geschäftsleitung nicht durchführbar ist, ohne dort erhebliche Unruhe hervorzurufen.<sup>20</sup> Die Managementqualität bestimmt insbesondere den Umfang der Synergierrealisierung. Oftmals wird der Hinweis auf Synergien dazu mißbraucht, eine betriebswirtschaftlich nicht sinnvolle Akquisition „schönzurechnen“.<sup>21</sup> Die schlichte Addition von Banken ohne ein gezieltes Integrationsmanagement aber bringt noch keine Vorteile,<sup>22</sup> so daß aktives Gestalten des Managements notwendig ist, dessen

---

<sup>19</sup> Vgl. Salter, M. S./Weinhold, W. A.: Diversification, S. 170.

<sup>20</sup> Vgl. Nadler, P. S./Miller, R. B.: Banking Jungle, S. 30.

<sup>21</sup> Vgl. Funk, J.: Unternehmensbewertung, S. 494.

Ausprägung damit den Erfolg der Transaktion maßgeblich beeinflusst.<sup>23</sup> Da es sich bei den Synergien immer nur um Potentiale handelt,<sup>24</sup> darf in die Bewertung nicht die maximal mögliche Wirkung einfließen, sondern die voraussichtlich vom Management erreichte. Gewinnt der Bewerber in seinen Gesprächen mit der Geschäftsleitung des Käufers den Eindruck, die Transaktion werde nur aus PR-Gründen durchgeführt oder zur Selbstbestätigung des Managements, so daß sie als eine Form von Insiderrente angesehen werden muß, und die Einsparungspotentiale werden voraussichtlich nicht zielgerichtet realisiert, so muß er den daraus zu erwartenden Wertsteigerungsbeitrag entsprechend gering veranschlagen. Die Managementqualität spielt außerdem eine Rolle, wenn der Bewerber beurteilen muß, inwieweit die akquisitionsbedingten Größennachteile durch entsprechende Gestaltung der Aufbau- und Ablaufstrukturen vermieden werden können.

Auch die Umsetzung von Strategien kann nur bei einem guten Management erfolgreich sein. Erfolgt die Transaktion alleine zu Wachstumszwecken, ohne daß damit die Schaffung von Wettbewerbsvorteilen oder die Herausbildung eines klaren strategischen Profils verbunden ist, so wird der zusätzlich geschaffene Wert gering sein.<sup>25</sup> Bei Akquisitionen, die eine Internationalisierung mit sich bringen, kommen auf das Management zudem höhere Anforderungen zu, da die Leitung eines global ausgerichteten Instituts schwieriger wird und ein höheres Management Know-how erfordert. Auch für die Beurteilung der Effizienz der durch den Zusammenschluß entstehenden Bank ist die Managementqualität ein entscheidender Faktor. Effizienzverschlechterungen durch Insiderrenten, deren Kontrolle mit zunehmender Unternehmungsgröße immer schwieriger wird, kann nur ein gutes Management vermeiden. Die durch den Zusammenschluß entstehenden Effizienzsteigerungspotentiale werden ebenfalls nur bei gezielter Umsetzung nutzbar.

Durch die Zusammenfassung beider Institute wird das Management Know-how gebündelt. Es besteht insofern die Möglichkeit, daß Managementsynergien auftreten und sich daher die Managementqualität in der entstehenden Bank gegenüber der Situation vorher insgesamt verbessert. Hierdurch könnten bislang brachliegende Nutzenpotentiale, z.B. Absatz-, Finanzierungs-, Kostensenkungs- oder Humanpotentiale ausgeschöpft und in Erträge umgemünzt werden.<sup>26</sup> Andererseits steht zu befürchten, daß im Zuge des Zusammenschlusses, z.B. bei einem schnellen und radikalen Personalabbau, Schlüs-

---

<sup>22</sup> Vgl. Benölken, H./Winkelmann, A.: Fusionsmanagement, S. 317.

<sup>23</sup> Vgl. Rizzi, J. V.: Acquisition Analysis, S. 39.

<sup>24</sup> Vgl. Schell, G. R.: Ertragsermittlung, S. 278.

<sup>25</sup> Vgl. Schlosser, M.: Corporate Finance, S. 476 und Day, G. S./Fahey, L.: Market Strategies, S. 52.

<sup>26</sup> Vgl. Drill, M.: Prospektiv, S. 41.

sel Mitarbeiter die Bank verlassen.<sup>27</sup> Derartige Veränderungen der Managementqualität aus dem Zusammenschluß sind ebenfalls einzubeziehen.

Abbildung 27: Positive Korrektive für den Zusammenschluß

Übersicht: Positive Korrektive	
Schaffung von Markteintrittsbarrieren	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wird z. B. erreicht durch stärkere Marktdurchdringung oder Besetzung der Kostenführerposition</li> <li>– sichert die Marktstellung der Bank in der Zukunft ab</li> </ul>
Durchführung von Defensivstrategien	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wenden wahrgenommene Bedrohungen ab und stabilisieren so langfristig die Ertragslage</li> </ul>
Schaffung strategischer Optionen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– z. B. Akquisition als erster Schritt zur Erreichung eines langfristigen strategischen Ziels</li> <li>– Bewertung mit Optionspreistheorie möglich</li> </ul>
Risikomanagement	<ul style="list-style-type: none"> <li>– beim Erwerb von Know-how zur Messung und Steuerung von Risiken Vorteile im Risikomanagement</li> </ul>

Abbildung 28: Negative Korrektive für den Zusammenschluß

Übersicht: Negative Korrektive	
Kulturprobleme	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zu befürchten bei starker Integration der Geschäftsabläufe</li> <li>– Ausmaß abhängig von der Unterschiedlichkeit der Kulturen und der zu erwartenden Akkulturationsform</li> <li>– Korrektiv muß umso höher ausfallen, je eher Kulturprobleme für wahrscheinlich gehalten werden und je wichtiger die Kultur für den wirtschaftlichen Erfolg der bearbeiteten Geschäftsfelder ist</li> </ul>
strategische Schief lagen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Risiken bei strategischer Neuausrichtung</li> <li>– Fehlschlag im strategischen Bereich kann sehr weitreichende Konsequenzen nach sich ziehen</li> <li>– besonders gefährdete Strategien: Diversifikation, Verlagerung</li> </ul>
Risikoposition	<ul style="list-style-type: none"> <li>– durch Zusammenschluß kommen neuartige Risiken hinzu (neue Produkte, Internationalisierung)</li> </ul>
administrative Auflagen	<ul style="list-style-type: none"> <li>– z. B. Auflagen der Kartellbehörde zur Genehmigung des Zusammenschlusses, sofern sie sich auf die Zahlungsüberschüsse auswirken<sup>28</sup></li> </ul>

<sup>27</sup> Vgl. Funk, J.: Unternehmensbewertung, S. 501.

<sup>28</sup> Vgl. Helling, N. U.: Unternehmensbewertung, S. 41.

Daneben sind Einflußfaktoren zu berücksichtigen, die sich keinem Bestandteil des Zahlungsstromes konkret zurechnen lassen, sondern als allgemeine Korrektive in die Prognose einfließen. Hier sind zunächst einige positive Korrektive zu berücksichtigen, die in Abbildung 27 zusammengestellt sind.

Abbildung 28 enthält dagegen die für die Prognose zu berücksichtigenden negativen Korrektive.

Die Höhe der bei Bankenzusammenschlüssen zu erwartenden Verbundeffekte ist v.a. in den USA in empirischen Studien umfassend untersucht worden. Die dabei gefundenen Erkenntnisse deuten darauf hin, daß kaum wertsteigernde Effekte eintraten.<sup>29</sup> Besondere Ertragsvorteile für akquisitionsaktive Banken konnten bei Analyse des Datenmaterials nicht festgestellt werden.<sup>30</sup> Auch der Kapitalmarkt, der in den Studien als Abbild der Erwartungen der Investoren gesehen wird, rechnet im Gefolge von Bankzusammenschlüssen kaum mit Zusammenschlußeffekten, da dort die Befürchtung vorherrscht, mögliche Wertsteigerungen aus der Transaktion würden über einen zu hohen Akquisitionspreis mehr als ausgeglichen.<sup>31</sup> Insgesamt ergab sich am Kapitalmarkt eine Abwertung der akquisitionsaktiven Banken gegenüber den nicht akquisitionsaktiven.<sup>32</sup>

Allerdings sind die meisten dieser empirischen Untersuchungen kurzfristig angelegt, während der Großteil der Zusammenschlußeffekte sich erst mittel- bis langfristig einstellen wird.<sup>33</sup> Zudem wurden in verschiedenen Studien unter bestimmten Voraussetzungen auch insgesamt positive Wirkungen gefunden.<sup>34</sup> Die Markteinschätzung für Bankakquisitionen war im Zeitverlauf auch einem gewissen Wandel unterworfen. Seit 1989 werden solche Transaktionen vom Markt eher positiv beurteilt, vorher eher negativ.<sup>35</sup> In einer neueren Studie fanden *Cornett* und *Tehrani* insgesamt posi-

<sup>29</sup> Vgl. Hannan, T. H./Wolken, J. D.: Returns, S. 11, die einen Saldo aus positiven und negativen Effekten von etwa Null ermittelten.

<sup>30</sup> Vgl. Rhoades, S. A.: Operating Performance, S. 9.

<sup>31</sup> Vgl. Berger, A. N./Humphrey, D. B.: Megamergers, S. 565. Zu diesem Ergebnis kamen auch Hannan, T. H./Wolken, J. D.: Returns, S. 11 und Neely, W. P. Banking Acquisitions, S. 71. Dieses Ergebnis verändert sich auch nicht, wenn die Akquisition einzelner Geschäftsfelder untersucht wird, obwohl der Käufer in diesem Fall die Möglichkeit zu einer wesentlich gezielteren Realisierung von Zusammenschlußeffekten hätte, vgl. Madura, J.: Bank Acquisitions, S. 50.

<sup>32</sup> Vgl. Tichy, G.: Bankengröße, S. 377.

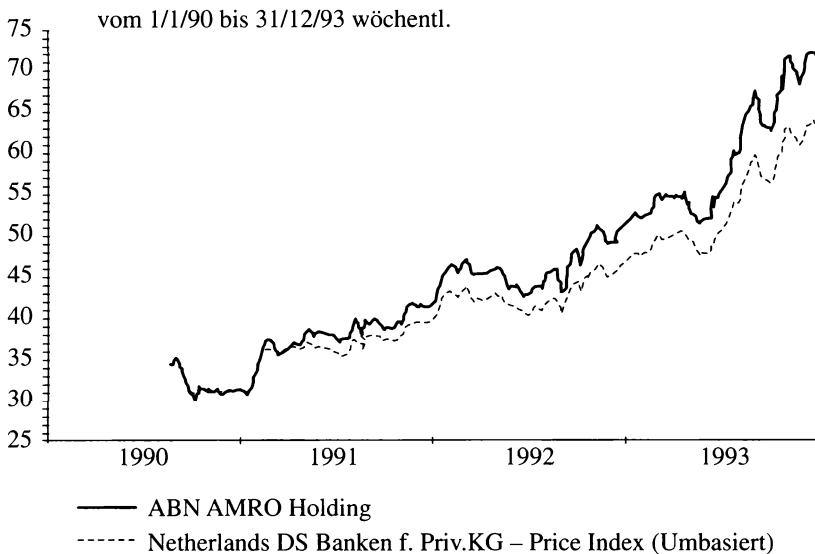
<sup>33</sup> Vgl. Rose, P. S.: American Banking, S. 169.

<sup>34</sup> So fiel die Einschätzung einer Akquisition durch den Kapitalmarkt insgesamt günstiger aus, wenn die kaufende Bank unter mehreren Zielobjekten wählen konnte, es nur wenige Kaufinteressenten gab und das Zielobjekt deutlich kleiner als der Käufer war, vgl. James, C. M./Wier, P.: Returns, S. 362.

<sup>35</sup> Vgl. Houston, J. F./Ryngaert, M. D.: bank mergers, S. 1163.

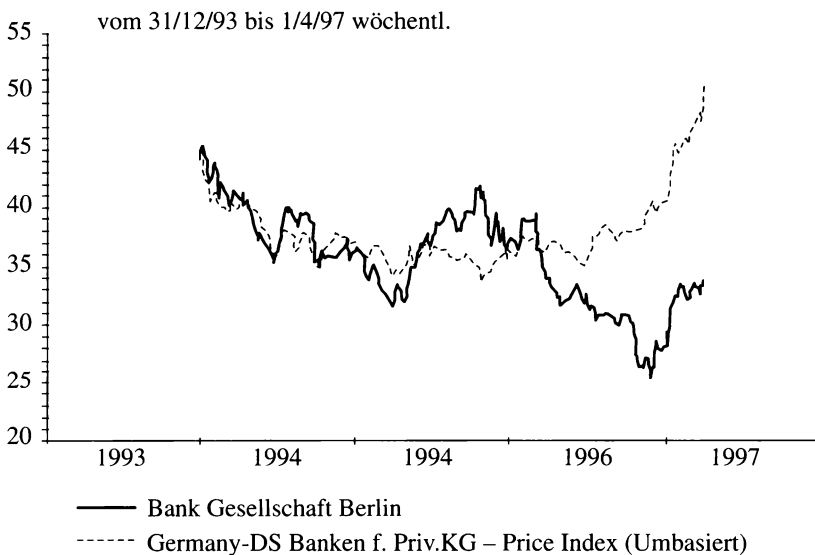


Abbildung 29: Kursverlauf der ABN-Amro Aktie 1990 - 1993



Source: DATASTREAM

Abbildung 30: Kursverlauf der Bankgesellschaft Berlin Aktie 1994 - 1997



Source: DATASTREAM

tive Werteffekte nach Bankakquisitionen.<sup>36</sup> Für Europa liegen keine umfassenden kapitalmarktempirischen Untersuchungen vor. Einzelfälle zeigen aber, daß der Markt durchaus wertschaffende von wertvernichtenden Zusammenschlüssen unterscheidet und entsprechend reagiert. Die Aktie von ABN-Amro konnte nach dem erfolgreichen Zusammenschluß 1990 in den folgenden Jahren im Vergleich zum Branchenindex eine deutliche Outperformance erzielen.

Der Kurs der Bankgesellschaft Berlin hingegen, die Anfang 1994 den problematischen Zusammenschluß zwischen öffentlich-rechtlichen und privatwirtschaftlichen Instituten unter ein Holdingdach vollzogen hat, hinkte nach anfänglicher Euphorie in den Folgejahren stark hinter dem Branchenindex hinterher.

Die empirische Forschung kann insofern auch hier keine allgemeingültige Aufklärung über den Nettoeffekt aus Zusammenschlußeffekten geben.

## 5.2 Kapitalkostensatz für die entstehende Wirtschaftseinheit

Um den Wert für die mit dem Zusammenschluß entstehende Bankunternehmung zu ermitteln, müssen die erwarteten Zahlungsüberschüsse mit einem angemessenen Diskontierungsfaktor auf den Betrachtungszeitpunkt abgezinst werden. Nach dem hier vertretenen ganzheitlichen Ansatz, der nicht die Zahlungswirkungen der Akquisition isoliert betrachtet, sondern den Wertbeitrag durch einen Vergleich des Käuferwertes ohne und mit der Transaktion ermittelt, muß diese Diskontierung mit dem Kapitalkostensatz erfolgen, der sich nach dem Zusammenschluß ergeben wird.

Der Kapitalisierungszinsfuß ist leicht aus den Kapitalkosten der kaufenden Bank zu ermitteln, wenn das im Akquisitionsziel enthaltene spezifische Risiko genau dem des Käufers entspricht und sich die Kapitalkosten durch den Zusammenschluß nicht verändern. In diesem Fall kann mit den Kapitalkosten des Käufers diskontiert werden.<sup>37</sup> Dies vereinfacht die Wertermittlung zwar wesentlich, dürfte jedoch nur im Ausnahmefall durchführbar sein, da sich mit einer solch umfassenden Investition wie einer Bankübernahme die Risikosituation und damit auch die Kapitalkosten im Regelfall verändern.<sup>38</sup> Der Kalkulationszinsfuß muß dann entsprechend angepaßt werden,<sup>39</sup> da sonst eine risikoreiche Akquisition durch einen zu geringen

---

<sup>36</sup> Vgl. Cornett, M. M./Tehrani, H.: bank acquisitions, S. 220.

<sup>37</sup> So die überwiegende Meinung im Schrifttum, vgl. etwa Brealey, R. A./Myers, S. C.: Corporate Finance, S. 175; Rappaport, A.: acquisitions, S. 102 oder Rudolph, B.: Investitionsplanung, S. 684.

<sup>38</sup> Vgl. Rudolph, B.: Neuere Kapitalkostenkonzepte, S. 896.

<sup>39</sup> Es gibt auch für die Discounted Cash-flow-Methode den Vorschlag, das Risiko statt im Kapitalisierungszinsfuß in der Cash-flow-Prognose zu berücksichtigen und

Diskontierungsfaktor systematisch bevorzugt würde. Die Betrachtung der Akquisition kann nicht isoliert erfolgen, sondern nur im Kontext mit den übrigen Charakteristika des Käufers.<sup>40</sup>

Aufgabe des Bewerter ist es, die Kapitalkosten der Bank nach dem Zusammenschluß zu schätzen, die bei Kreditinstituten nur die Eigenkapitalkosten umfassen. Für das eingezahlte Kapital sowie die verschiedenen als Eigenkapital anerkannten offenen und stillen Rücklagen, deren Kosten üblicherweise über das CAPM berechnet werden, ist dabei zu ermitteln, inwieweit sich der Beta-Faktor im Verlauf der Transaktion über Veränderungen des mit der Bank verbundenen Risikos verändert.<sup>41</sup> Für die übrigen Eigenkapitalbestandteile wie Genußrechtskapital und nachrangige Verbindlichkeiten sind die durch die Risikoveränderung bedingten Marktwertanpassungen abzuschätzen. Die gesamten Eigenkapitalkosten des neuen Instituts ergeben sich durch Gewichtung anhand der nach der Transaktion voraussichtlich bestehenden Eigenkapitalstruktur.

Bei der Kostenermittlung für das eingezahlte Kapital ist umstritten, wie der angemessene Beta-Faktor festzulegen ist. Einerseits sind die Kapitalkosten des kaufenden Institutes der Hürdensatz, der mit der Akquisition zur Schaffung von Shareholder Value mindestens erreicht werden muß,<sup>42</sup> so daß der verwandte Beta-Faktor sich an dem des Käufers orientieren muß.<sup>43</sup> Andererseits berücksichtigt ein solcher Diskontierungsfaktor nicht die zusätzlichen Risiken, die mit der Durchführung der Akquisition verbunden sind. Die Abzinsung muß aber für eine korrekte Bewertung mit einem solchen risikoangepaßten Satz erfolgen,<sup>44</sup> so daß der Beta-Faktor des Zielobjekts für die Kapitalkostenermittlung anzusetzen wäre.<sup>45</sup> Beide Vorgehensweisen greifen jedoch für den hier vertretenen ganzheitlichen Ansatz zu kurz.

---

die so ermittelten sicherheitsäquivalenten Cash-flows mit dem normalen Kapitalkostensatz abzuzinsen, vgl. Reimann, B. C.: Hurdle Rates, S. 61 f. Diese in der deutschen Literatur ebenfalls anzutreffende Sichtweise wird jedoch nur von einer Minderheit vertreten und soll, da sie das Problem der Risikoeinbeziehung nicht löst, sondern lediglich verlagert, nicht weiterverfolgt werden.

<sup>40</sup> So auch Rosenberg, B./Rudd, A.: Beta, S. 59.

<sup>41</sup> Vgl. Kleeberg, J. M.: Portfoliomanagement, S. 475.

<sup>42</sup> Vgl. Cameron, D.: Acquisition, S. 92.

<sup>43</sup> So z.B. Jung, W.: Praxis, S. 268 oder Stapp, A. W.: target, S. 44.

<sup>44</sup> Dies ist die überwiegende Meinung in der Literatur, vgl. z.B. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung, S. 602, Rudolph, B.: Investitionsplanung, S. 684, Göppl, H.: Unternehmensbewertung, S. 240.

<sup>45</sup> Vgl. Coenenberg, A. G./Sautter, M. T.: Unternehmensakquisition, S. 708, Rappaport, A.: acquisitions, S. 105 oder Ritchey, J. S.: Acquisition Valuation, S. 27. So wird in der Praxis überwiegend verfahren: 81 % der professionellen Unternehmensbewerter, die die Diskontierung mit den Kapitalkosten vornehmen, nutzen nach einer – allerdings nicht repräsentativen – Umfrage den Beta-Faktor des Zielobjekts, vgl. Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung, S. 745. Risikoange-

Die theoretisch sauberste Lösung ist es, die prognostizierten freien Cashflows mit den Kapitalkosten abzuzinsen, die sich nach der Akquisition für den entstehenden Gesamtkomplex aus Käufer und Zielobjekt ergeben. Hierfür müßte abgeschätzt werden, wie sich die impliziten Renditeansprüche der Eigenkapitalgeber durch die Transaktion verändern. Diese werden steigen, wenn das Akquisitionsobjekt höhere Risiken birgt als die bislang in der Unternehmung enthaltenen, da sich dadurch auch das Risiko des Käufers insgesamt erhöht. Sinkt hingegen durch die Transaktion das Risiko, so werden die Anleger nach den Annahmen der Kapitalmarkttheorie mit einer geringeren Rendite zufrieden sein. Die Messung der Renditeansprüche erfolgt über den Beta-Faktor, der für das neu entstehende Institut abgeschätzt werden muß. Über die verschiedenen Zusammenschlußeffekte, die auf die Risikosituation der Bank einwirken, ist eine Veränderung des Beta-Faktors plausibel und konnte auch empirisch nachgewiesen werden.<sup>46</sup>

Um dies zu berücksichtigen, wird in der Praxis gelegentlich das Verfahren des um Beta berichtigten Abzinsungssatzes verwandt. Dies geht von den Kapitalkosten des Käufers aus, die um das mit der Akquisition verbundene Risiko korrigiert werden.<sup>47</sup> Liegt der Beta-Faktor des Akquisitionsobjektes über dem des Käufers, so ist eine Korrektur nach oben vorzunehmen, liegt er darunter, so hat die Korrektur nach unten zu erfolgen.<sup>48</sup> Für jede 0,1-Abweichung, die der Beta-Faktor des Zielobjektes über 1,0 liegt, werden die Kapitalkosten des Käufers um 2 Prozentpunkte erhöht. Liegen z. B. die Kapitalkosten der kaufenden Bank bei 10 %, so beträgt der Abzinsungssatz bei einem Beta des Zielobjektes von 1,2 genau 14 %. Problematisch an dieser Methode ist, daß die 2 %-Regel objektiv nicht begründet werden kann,<sup>49</sup> zudem enthält sie keinen Vorschlag für die Behandlung von Akquisitionszielen mit einem Beta kleiner als 1; hier führt die 2 %-Regel schnell zu unrealistisch geringen Diskontierungssätzen.

Eine weitere Methode zur Errechnung des Beta-Faktors für das entstehende Unternehmungsgebilde ergibt sich aus der Eigenschaft, daß sich dieses aus den gewichteten Betas beider Banken vor der Transaktion zusammensetzt.<sup>50</sup> Es gilt also:

---

paßte Zu- oder Abschläge erfolgen nach Erkenntnissen dieser Erhebung überhaupt nicht.

<sup>46</sup> Vgl. Neely, W. P.: Banking Acquisitions, S. 69. Allerdings scheint die Veränderung des Beta-Faktors bei Bankakquisitionen nicht sehr groß zu sein, vgl. Madura, J./Wiant, K. J.: bank acquisitions, S. 1141, die lediglich ein Absinken des durchschnittlichen Beta-Faktors von 0,944 auf 0,93 ermittelten.

<sup>47</sup> Rudolph nennt einen solchen Zins „strategischen Kapitalkostensatz“, vgl. Rudolph, B.: Neuere Kapitalkostenkonzepte, S. 897.

<sup>48</sup> Vgl. Reimann, B. C.: Hurdle Rates, S. 60.

<sup>49</sup> Vgl. Jung, W.: Praxis, S. 260.

$$\beta_{AB} \cong a \cdot \beta_A + (1 - a) \cdot \beta_B \text{ mit } 1 > a > 0$$

Aussage: Der Beta-Faktor der verschmolzenen Unternehmungen A und B entspricht dem gewichteten Beta beider Unternehmungen vor der Fusion

Die Beta-Faktoren der beiden beteiligten Unternehmen sind aus historischen Daten bekannt oder können mit Hilfe von Branchen-Betas oder Pure plays ermittelt werden. Als Gewichtungsfaktoren bietet sich der letzte Cash-flow jeder Unternehmung vor der Akquisition an, da dieser in Relation zu den korrespondierenden Beta-Faktoren steht. Dieses Vorgehen ist angesichts des geringen damit verbundenen Rechenaufwandes einfach anzuwenden. Allerdings kann es die risikobeeinflussenden Zusammenschlußeffekte nicht einbeziehen, da es von unveränderten Beta-Faktoren auch nach der Transaktion ausgeht. Zudem konnte in kapitalmarktempirischen Untersuchungen festgestellt werden, daß Beta-Faktoren selbst bei unveränderten Unternehmungen im Zeitverlauf instabil sind und sich insofern für zukunftsgerichtete Entscheidungen wie Akquisitionen nicht verwenden lassen.<sup>51</sup> Die Unternehmungsbewertung sollte sich besser nach den künftig zu erwartenden Risikoprämien richten, die sich aber aus Vergangenheitswerten nicht einwandfrei ableiten lassen.<sup>52</sup> Daher ist auch dieses Verfahren für die Ermittlung des richtigen Diskontierungsfaktors abzulehnen.

Besser geeignet sind Methoden, die den Beta-Faktor für die neue Wirtschaftseinheit prognostizieren und so auch risikobeeinflussende Zusammenschlußeffekte einbeziehen, da sie auf erwarteten Zukunftsgrößen beruhen.<sup>53</sup> Hierfür bietet sich das BARRA-Modell an, dessen Bestandteile auf den entstehenden Gesamtkomplex angewandt werden müssen. Mit derartigen Fundamentalprognosen konnten am US-Kapitalmarkt gute Ergebnisse erzielt werden.<sup>54</sup>

Die Prognose stützt sich auf fundamentale Unternehmungsdaten, die meist dem Jahresabschluß entnommen werden können<sup>55</sup> und die in ein Mehrfaktorenmodell eingehen, das aus den Variablen den Beta-Faktor ermittelt.<sup>56</sup> Nach Untersuchungen von BARRA wird der Beta-Faktor v.a.

<sup>50</sup> Vgl. Fuller, R. J./Kerr, H. S.: Cost of Capital, S. 999.

<sup>51</sup> Vgl. Rosenberg, B.: Prediction, S. 6.

<sup>52</sup> Vgl. Ballwieser, W.: Aspekte, S. 124.

<sup>53</sup> Vgl. Rosenberg, B./Rudd, A.: Beta, S. 66.

<sup>54</sup> Vgl. Rosenberg, B.: Prediction, S. 7. Eine Übersicht über die Vorhersagequalität von fundamental prognostizierten Beta-Faktoren im Vergleich zur einfachen Übernahme historischer Werte findet sich bei Bauer, C.: Risiko, S. 112.

<sup>55</sup> Vgl. Baetge, J./Krause, C.: Unternehmensbewertung, S. 448 und Rosenberg, B./Rudd, A.: Beta, S. 68. Aus Jahresabschlußkennzahlen lassen sich bis zu 70 % der Unterschiede jährlich geschätzter Beta-Faktoren erklären, vgl. Bauer, C.: Risiko, S. 212.

<sup>56</sup> Vgl. Kleeberg, J. M.: Portfoliomanagement, S. 475.

von vier Einflußgrößen bestimmt: Wachstum der Unternehmung, Stabilität der Ertragslage, Kapitalstruktur und Größe der Unternehmung.<sup>57</sup> Dieses Modell wurde im Laufe der Zeit von BARRA immer weiter ausgebaut und umfaßt mittlerweile 10 Risikofaktoren plus 17 Faktoren, die die Branchenzugehörigkeit beschreiben.<sup>58</sup> Für die Bewertung von Bankakquisitionen erscheinen die Einflußfaktoren Wachstum, Größe und Ertragsstabilität besonders interessant. Der Beta-Faktor kann prognostiziert werden, indem die Wirkungen des Zusammenschlusses auf diese Einflußfaktoren analysiert werden.

Zunächst einmal kann sich der Zusammenschluß auf das Wachstum auswirken, wenn dadurch die Teilhabe an stark wachsenden Marktsegmenten möglich wird. Hiermit wäre bei jeder Art von Sortimentserweiterung, insbesondere bei Diversifikation und Kerngeschäftsverlagerung, zu rechnen. Es konnte festgestellt werden, daß Unternehmungen mit schnellerem Wachstum aufgrund der damit verbundenen Unsicherheiten von den Investoren als risikoreicher angesehen und daher mit einem höheren Beta-Faktor belegt werden.<sup>59</sup> Eine Teilhabe an Wachstumsmärkten führt also tendenziell zu höheren Kapitalkosten.

Daneben beeinflusst die mit der Akquisition erreichte zusätzliche Betriebsgröße die Kapitalkosten. Die neu entstehende Bank verfügt nach dem Zusammenschluß über ein höheres absolutes Eigenkapital und wird daher von den Investoren als bonitätsmäßig besser eingestuft.<sup>60</sup> Auch die von einigen Ländern betriebene „too-big-to-fail“-Politik bringt Vertrauensvorteile für große Banken. Dagegen steht die Erkenntnis, daß große Banken meist auch höhere Risiken eingehen, was ihren Vertrauensvorsprung wieder relativiert. Dennoch konnte insgesamt festgestellt werden, daß der Beta-Faktor größerer Unternehmungen unter dem kleiner liegt<sup>61</sup> und daß große Banken geringere Kapitalkosten haben als kleine.<sup>62</sup>

Auch die Stabilität der Ertragslage beeinflusst die Kapitalkosten. Diese wird durch den Zusammenschluß ebenfalls berührt, wenn nicht oder negativ korrelierte Leistungsarten hinzukommen, sofern hiermit nicht neuartige Risiken verbunden sind. Auch die Vergrößerung des Kreditportefeuilles und

<sup>57</sup> Vgl. Rosenberg, B./Rudd, A.: Beta, S. 65.

<sup>58</sup> Vgl. Nielsen, L.: Investitionsrisiken, S. 229, der diese 27 Faktoren aufführt und kurz erläutert.

<sup>59</sup> Vgl. Rosenberg, B./Rudd, A.: Beta, S. 65.

<sup>60</sup> Vgl. Clarke, J.: Cost of Capital, S. 52.

<sup>61</sup> Dies ergab sich in verschiedenen Studien in den USA. In Deutschland führen einige Besonderheiten, insbesondere die Dominanz ausländischer institutioneller Investoren am Aktienmarkt, die sich auf die großen Standardtitel konzentrieren, zu abweichenden Ergebnissen, vgl. Bauer, C.: Risiko, S. 238.

<sup>62</sup> Vgl. Spremann, K.: Hammer, S. 24.

des Wertpapiereigenhandelsbestandes kann zu einer Stabilisierung der zu erwartenden Erträge führen. Schließlich kann die Übernahme eines Institutes mit einem anderen regionalen Schwerpunkt zur geographischen, ggfs. sogar zur internationalen Streuung der Ertragsquellen führen und so die Zahlungsüberschüsse stabilisieren. Auch das Wettbewerbsrisiko spielt in die Prognose des Beta-Faktors hinein. Es wurde festgestellt, daß bei hoher Anbieterkonzentration die Erträge der einzelnen Unternehmung wesentlich weniger schwanken als bei geringer Konzentration und daß daher die Beta-Faktoren von Unternehmungen in solchen Märkten niedriger waren.<sup>63</sup> Führt die Anbieterkonzentration zu einer nennenswerten Erhöhung der Konzentration, so kann dies entsprechend einbezogen werden. Hält der Bewerter insgesamt eine Verstetigung der Ertragslage durch die Transaktion für erreichbar, so kann ein geringeres Geschäftsrisiko der Bank und damit ein verringerter Beta-Faktor angenommen werden.<sup>64</sup>

Aus diesen fundamentalen Daten kann der Bewerter ermitteln, inwieweit sich der Beta-Faktor für das entstehende Institut und damit die Kosten für alle Kapitalbestandteile, die den Anteilseignern zustehen, entwickeln werden. Bei den übrigen Kapitalbestandteilen wird die Kostenveränderung nur pauschal abzuschätzen sein, wenn sich das Risiko so stark verändert, daß mit einer anderen Prämie zu rechnen ist.

### 5.3 Zusammenführung der Wertkomponenten zur Preisgrenze

Im letzten Schritt werden nun die im Verlauf der Arbeit ermittelten Wertkomponenten zusammengeführt, um die Preisgrenze zu ermitteln, die der Käufer für die Akquisition nicht überschreiten darf, ohne die wirtschaftliche Stellung seiner Anteilseigner zu verschlechtern. Diese Preisgrenze ist bestimmt durch die Wertsteigerung, die durch die Transaktion ermöglicht wird und sie wird nach dem in dieser Arbeit vertretenen Ansatz ermittelt, indem der Wert der Käuferbank vor und nach der Transaktion miteinander verglichen werden.

Der Wert der Käuferbank vor der Transaktion wurde in Hauptkapitel C ausführlich ermittelt. Nach dem Discounted Cash-flow Verfahren umfaßt er die Zahlungsüberschüsse, die das Institut im Stand-alone Betrieb zu erwarten hat. Diese Zahlungsüberschüsse werden mit den Kapitalkosten der Bank auf den Betrachtungszeitpunkt diskontiert.

Dieser Wert wird mit dem des mit dem Zusammenschluß entstehenden Institutes verglichen. Hierzu wird der Cash-flow prognostiziert, der sich unter Einrechnung aller positiven und negativen Verbundeffekte ergeben

---

<sup>63</sup> Vgl. Moyer, R. C./Chatfield, R.: Market Power, S. 128.

<sup>64</sup> Vgl. Rosenberg, B./Rudd, A.: Beta, S. 65.



wird, was naturgemäß mit erheblichen Unsicherheiten belastet ist. Diese Zahlungsüberschüsse müssen mit den Eigenkapitalkosten diskontiert werden, wie sie sich für das neue Institut, ebenfalls unter Einrechnung der möglichen Verbundeffekte, ergeben. Dies ist in Hauptkapitel D ausführlich dargestellt worden.

Aus diesen beiden Werten läßt sich nun die Preisgrenze ermitteln, die der Käufer maximal für die Akquisition zahlen darf: Der Käufer kann für seine Anteilseigner nur dann zusätzlichen Wert schaffen, wenn der Preis für die Übernahme unter dieser Grenze liegt. Je mehr er den tatsächlichen Kaufpreis in Verhandlungen unter diese Preisgrenze drücken kann, desto höher ist der für die Anteilseigner geschaffene zusätzliche Wert. Kann der Käufer hingegen keinen Preis unterhalb dieser Obergrenze aushandeln, so wird mit der Transaktion Shareholder Value vernichtet. In diesem Fall sollte auf die Akquisition verzichtet werden.

## E. Zusammenfassende Beurteilung

In dieser Arbeit wurde ein Ansatz für die Bewertung von Bankakquisitionen entwickelt. Im Unterschied zu dem bislang üblichen Verfahren, das sich bei der Bewertung auf die finanziellen Beiträge des Zielobjektes beschränkt und daraus eine Preisgrenze ableitet, wurde besonderer Wert auf die korrekte Erfassung der Zusammenschlußeffekte gelegt. Dazu wurde das Käuferinstitut bewertet, wie es sich ohne und mit Vollzug der Transaktion darstellen und entwickeln wird. Dieser Ansatz ermöglicht eine umfassende und differenzierte Einbeziehung der vielfältigen Zusammenschlußeffekte, die sich ansonsten nur recht ungenau erfassen lassen, indem die aus dem Zielobjekt erwarteten Cash-flows um mögliche Verbundeffekte erweitert werden. Die Prognose der genauen Zahlungen nach dem Zusammenschluß einschließlich Größenwirkungen, Synergien, strategischen Zusatzerträgen und Risikowirkungen zwingt den Bewerter, sich genau über die Auswirkungen der Transaktion zu orientieren und den Zusammenschlußeffekten konkrete Werte zuzuordnen.

Damit stellt dieses Verfahren eine konsequente Umsetzung des Shareholder Value Gedankens dar. Nach diesem Ansatz bemißt sich der Nutzen einer Investition für die Anteilseigner einer Unternehmung aus der damit zu erzielenden Wertsteigerung. Indem die Unternehmungswerte der Käuferbank mit und ohne die Akquisition verglichen werden, kann über die damit realisierbare Wertsteigerung eine exakte Auskunft gegeben werden.

Andererseits ist dieses Verfahren auch mit Problemen behaftet. Hier ist zunächst zu erwähnen, daß der ganzheitliche Ansatz wesentlich aufwendiger durchzuführen ist, da nicht nur das Akquisitionobjekt einer Due Dilligence unterzogen werden muß, sondern auch das Käuferinstitut. Dabei kann es in der Praxis zu Akzeptanzproblemen kommen, weil das Käuferinstitut dem Bewerter nur einen Auftrag zur Bewertung des Zielobjektes, nicht aber des eigenen Geschäftes erteilt.<sup>1</sup> Dem kann entgegengehalten werden, daß akquisitionsaktive Unternehmungen diese Selbstbewertung einmal durchführen müssen und dann für künftige Transaktionen über ein Grundgerüst verfügen, das dann jeweils nur um eingetretene oder absehbare Veränderungen im Umfeld oder der Bank selbst modifiziert werden muß. Außerdem dürfte, wenn es um so bedeutende Entscheidungen geht wie Akquisitionen, die letztlich aus dem Vermögen der Anteilseigner bezahlt werden, der Hinweis

---

<sup>1</sup> Interviewaussage eines Investmentbankers.

auf einen zu hohen Aufwand nicht als Argument zur Ablehnung eines Verfahrens gelten, das den Wertsteigerungsbeitrag genauer quantifizieren kann. Allenfalls, wenn sich beim kaufenden Institut aus dem Zusammenschluß keine oder nur ganz geringe Veränderungen einstellen, kann guten Gewissens auf die ausführliche Bewertung verzichtet werden. In solchen Fällen genügt die Stand-alone-Prognose für das Zielobjekt, dessen Zahlungsüberschüsse dann mit einem risikoangepaßten Kapitalkostensatz diskontiert werden.

Ein weiteres Problem des Ansatzes ist die mögliche Manipulation. Die Prognose der nach dem Zusammenschluß entstehenden Zahlungsüberschüsse unterliegt einer Fülle von subjektiv geprägten Annahmen, so daß bei entsprechend optimistischen Grundannahmen praktisch jede Preisobergrenze gerechtfertigt werden kann. Auch der Kalkulationszinsfuß unterliegt durch die verschiedenen Ermittlungsverfahren der Manipulationsgefahr,<sup>2</sup> die durch die Einrechnung von Zusammenschlußeffekten noch vergrößert wird. Dieser Einwand gilt in der Praxis allgemein als die größte Einschränkung für die Verwendung des Discounted Cash-flow Verfahrens in der Unternehmensbewertung<sup>3</sup> und trifft auch auf die übliche Anwendung der Methode, mit der die aus dem Akquisitionsojekt resultierenden Zahlungsströme isoliert bewertet werden. Insofern enthält die vorgestellte ganzheitliche Betrachtung keinen zusätzlichen Nachteil. Andererseits wurde im Grundlagenkapitel die grundsätzliche Überlegenheit einer Bewertung nach dem Discounted Cash-flow gegenüber anderen Methoden herausgearbeitet, so daß der Nachteil der Prognoseunsicherheit von den Vorteilen der anderen Verfahren nicht überwogen wird. Obwohl also zweifellos gewisse Spielräume bei der Vorschau auf Umfeld-, Branchen- und Unternehmensentwicklungen gegeben sind, kann dies die Ablehnung des gesamten Verfahren nicht rechtfertigen. Der Bewerter hat darauf zu achten, daß die zugrundeliegenden Annahmen über künftige Entwicklungen möglichst realistisch sind.

Noch einmal soll darauf verwiesen werden, daß die hier festgestellte Preisobergrenze nicht dem vorgeschlagenen Kaufpreis entspricht. Dieser bildet sich in freien Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer, wobei oft taktische und psychologische Winkelzüge eingesetzt werden, um das Verhandlungsergebnis für die eigene Seite günstig zu beeinflussen. Die Preisobergrenze gibt dem Käufer aber als Entscheidungswert im Sinne der Kölner Funktionenlehre den Preis an, bis zu dem er sich in den Verhandlungen nach oben handeln lassen kann, ohne Anteilseignerwert zu vernichten.

---

<sup>2</sup> Vgl. Baetge, J./Krause, C.: Unternehmensbewertung, S. 454.

<sup>3</sup> Vgl. z.B. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung, S. 602. Dies spiegelt auch die Interviewaussagen mehrerer Investmentbanker wider.

Insgesamt konnte aus den vergangenen Ausführungen deutlich gemacht werden, daß die angemessene Bewertung einer Bankakquisition unter Einbeziehung von Zusammenschlußeffekten das geschilderte ausführliche Vorgehen trotz des damit verbundenen zusätzlichen Aufwandes rechtfertigt. Es bliebe zu wünschen, daß bei Bankübernahmen künftig nach dieser Methode vorgegangen wird. Die in der Vergangenheit überwiegend als Fehlschlag zu klassifizierenden Akquisitionen könnten dann zu einem Bestandteil erfolgreicher Unternehmungspolitik werden.

## Literaturverzeichnis

- Abraham, Jean Paul/Liermann, Frank* [banking strategies]  
European banking strategies in the nineties. In: *Revue de la Banque/Bank- en Financiewezen* 8 - 9/1990, S. 415 - 436.
- Adam, Dietrich/Hering, Thomas/Johanwille, Ulrich* [Prognosequalität]  
Analyse der Prognosequalität impliziter Terminzinssätze. In: *ZfB* 12/1995, 65. Jg., S. 1405 - 1422.
- Adolf, Rüdiger/Cramer, Jürgen/Ollmann, Michael* [Bewertung]  
Die Bewertung von Kreditinstituten. In: *Die Bank* 9/1989, o. Jg., S. 485 - 492.
- Adolf, Rüdiger/Cramer, Jürgen/Ollmann, Michael* [Ermittlung des Ertragswertes]  
Die Bewertung von Kreditinstituten – ein Modell zur Ermittlung des Ertragswertes. In: *Die Bank* 10/1989, o. Jg., S. 546 - 554.
- Adolf, Rüdiger/Cramer, Jürgen/Ollmann, Michael* [Synergien]  
Synergien realistisch einschätzen: Fusionen im Bankwesen. In: *Die Bank* 1/1991, o. Jg., S. 4 - 9.
- Aigner, Helmut/Holzer, H. Peter* [Unternehmensbewertung]  
Die Subjektivität der Unternehmensbewertung. In: *Der Betrieb* vom 9.11.1990, Nr. 45, 43. Jg., S. 2229 - 2232.
- Akmann, Michael* [Ergebnissteuerung]  
Ergebnissteuerung in Kreditinstituten. Diss., Frankfurt/M. 1994.
- Aly, Hassan Y./Grabowski, Richard/Pasurka, Carl/Rangan, Nanda* [Efficiencies]  
Technical Scale, and allocative Efficiencies in U.S. Banking: An empirical Investigation. In: *The Review of Economics and Statistics* 1990, S. 211 - 218.
- Ansoff, H. Igor* [Strategies]  
Strategies for Diversification. In: *Harvard Business Review*, Sept./Oct. 1957, 35. Jg., S. 113 - 124.
- Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (Hrsg.)* [Unternehmenssteuerung]  
Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten. In: *ZfbF* 6/1996, 48. Jg., S. 543 - 578.
- Arbeitskreis „Unternehmensbewertung im Rahmen der unternehmerischen Zielsetzung“ (Hrsg.)* [Unternehmensbewertung]  
Unternehmensbewertung als Grundlage unternehmerischer Entscheidungen. In: *ZfbF* 1976, 28. Jg., S. 99 - 111.
- Arbel, Ami/Orgler, Yair E.* [bank strategic planning]  
An application of the AHP to bank strategic planning: The mergers and acquisitions process. In: *European Journal of Operational Research* 1/1990, 48. Jg., S. 27 - 37.

**Ashauer, Günter** [Einlagengeschäft]

Das Einlagengeschäft. In: *Obst/Hintner* (Hrsg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. von Norbert Kloten und Johann Heinrich von Stein, 39. Aufl., Stuttgart 1993, S. 505 - 525.

**Austin, Douglas V./Simoff, Paul L.** [Planning for Banks]

Strategic Planning for Banks. Meeting the Challenges of the 1990's. Rolling Meadows (Ill.) 1990.

**Bäsch, Herbert** [Jahresabschlußanalyse]

Jahresabschlußanalyse bei Universalbanken. Diss., Wiesbaden 1992.

**Baetge, Jörg** [Früherkennung]

Möglichkeiten der Früherkennung negativer Unternehmensentwicklungen mit Hilfe statistischer Jahresabschlußanalysen. In: *ZfbF* 9/1989, 41. Jg., S. 792 - 811.

**Baetge, Jörg/Krause, Clemens** [Unternehmensbewertung]

Die Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung. In: *BFuP* 5/1994, 46. Jg., S. 433 - 456.

**Baetge, Jörg/Krumbolz, Marcus** [Akquisition]

Überblick über Akquisition und Unternehmensbewertung. In: *Baetge, Jörg* (Hrsg.): Akquisition und Unternehmensbewertung, Düsseldorf 1991, S. 1 - 30.

**Ballwieser, Wolfgang** [Aspekte]

Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung. In: *Die Wirtschaftsprüfung* 4 - 5/1995, 48. Jg., S. 119 - 129.

**Ballwieser, Wolfgang** [Unternehmensbewertung]

Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion. 3. Aufl., Wiesbaden 1990.

**Ballwieser, Wolfgang** [Wahl des Kalkulationszinsfußes]

Die Wahl des Kalkulationszinsfußes bei der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung von Risiko und Geldentwertung. In: *BFuP* 2/1981, 33. Jg., S. 97 - 114.

**Ballwieser, Wolfgang/Leuthier, Rainer** [Unternehmensbewertung]

Betriebswirtschaftliche Steuerberatung: Grundprinzipien, Verfahren und Probleme der Unternehmensbewertung. In: *DStR* 16 - 17/1986, S. 545 - 551 und 18/1986, 24. Jg., S. 604 - 610.

**Baltensperger, Ernst** [Banking Activities]

Costs of Banking Activities – Interactions Between Risk and Operating Costs. In: *Journal of Money, Credit and Banking*, 3 - 4/1972, 4. Jg., S. 595 - 611.

**Balzer, Arno** [Kulturschock]

Kulturschock. In: *Manager Magazin*, Dezember 1995, 25. Jg., S. 78 - 89.

**Barnatt, Christopher/Wong, Pauline** [Acquisition Activity]

Acquisition Activity and Organizational Structure. In: *Journal of General Management* 3/1992, 17. Jg., S. 1 - 15.

**Barthel, Carl W.** [Unternehmenswert]

Unternehmenswert: Die nutzenorientierten Bewertungsverfahren. In: *DStR* 9/1995, 33. Jg., S. 343 - 351.

**Bartke, Günther** [Unternehmensbewertung]

Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung – Zur Entwicklung und zum Stand der Diskussion über die Unternehmensbewertung. In: *ZfbF* 3/1978, 30. Jg., S. 238 - 250.

- Barzen, Dietmar/Wahle, Peter* [PIMS-Programm]  
Das PIMS-Programm – was es wirklich wert ist. In: *Harvard Manager* 1/1990, 12. Jg., S. 100 - 109.
- Bauer, Christoph* [Risiko]  
Das Risiko von Aktienanlagen. Diss., Köln 1992.
- Baxmann, Ulf G.* [Fusionseffekte]  
Betriebsgrößen- und Fusionseffekte in der Kreditwirtschaft. In: *Sparkasse* 10/1995, 112. Jg., S. 470 - 475.
- Baxmann, Ulf G.* [Konzentration]  
Daten zur Konzentration im Sparkassenwesen. Eine empirische Studie für den Zeitraum 1970 - 1990. In: *Sparkasse* 11/1991, 108. Jg., S. 508 - 515.
- Baxmann, Ulf G./Weichsler, Christoph* [Risikomanagement]  
Finanz- und Risikomanagement unter besonderer Berücksichtigung von Finanzderivaten. In: *WiSt* 1/1993, 22. Jg., S. 9 - 14.
- Bea, Franz Xavier* [Entscheidungen]  
Entscheidungen des Unternehmens. In: *Bea, Franz Xavier/Dichtl, Erwin/Schweitzer, Marcell* (Hrsg.): *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, Bd. 1: Grundfragen. 6. Aufl., Stuttgart et al. 1992, S. 309 - 424.
- Beck, Peter/Fischer-Winkelmann, Wolf* [Bewertungsmethoden]  
Die Ziele bestimmen die Bewertungsmethoden. In: *Blick durch die Wirtschaft* vom 9.1.1996, Nr. 6, 39. Jg., S. 7.
- Behm, Ulrich* [Eigenkapitalkosten]  
Shareholder Value und Eigenkapitalkosten von Banken. Diss., Bern et al. 1994.
- Bellinger, Bernhard* [Bankbilanzen]  
Analyse von Bankbilanzen unter Berücksichtigung von Geldwertveränderungen und Wirtschaftswachstum. In: *ÖBA* 11/1980, 28. Jg., S. 431 - 452.
- Bellinger, Bernhard/Vahl, Günter* [Unternehmensbewertung]  
Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis. 2. Aufl., Wiesbaden 1992.
- Bennett, Paul* [Portfolio Theory]  
Applying Portfolio Theory to global Bank Lending. In: *Journal of Banking and Finance* 2/1984, 8. Jg., S. 153 - 169.
- Benölken, Heinz* [Fusionen]  
Aus mißlungenen Fusionen lernen. In: *Bank Magazin* 12/1993, o. Jg., S. 11 - 14.
- Benölken, Heinz* [Strategische Fusion]  
Strategische Fusion: Alle gewinnen dazu. In: *Bank Magazin* 1/1994, o. Jg., S. 32 - 36.
- Benölken, Heinz* [Megatrends]  
Zehn magische Megatrends. In: *Banken & Versicherungen* 6/1995, o. Jg., S. 38 - 41.
- Benölken, Heinz/Winkelmann, Anja* [Sparkassenvertrieb]  
Banken- und Sparkassenvertrieb am strategischen Scheideweg. In: *Banking & Finance* 2/1993, o. Jg., S. 87 - 92.



- Benölken, Heinz/Winkelmann, Anja* [Fusionsmanagement]  
Leitgedanken zum Fusionsmanagement – Erfahrungen und Lehren aus Sparkassenfusionen. In: Sparkasse 7/1992, 109. Jg., S. 317 - 321.
- Benston, George J.* [Economies of Scale]  
Branch Banking and Economies of Scale. In: Journal of Finance May 2/1965, 20. Jg., S. 312 - 331.
- Benston, George J./Hanweck, Gerald A./Humphrey, David B.* [Scale Economies]  
Scale Economies in Banking: A Restructuring and Reassessment. In: Journal of Money, Credit and Banking 4/1982, 14. Jg., S. 435 - 456.
- Berger, Allen N./Hancock, Diana/Humphrey, David B.* [Bank efficiency]  
Bank efficiency derived from the profit function. In: Journal of Banking and Finance 2 - 3/1993, 17. Jg., S. 317 - 347.
- Berger, Allen N./Hanweck, Gerald A./Humphrey, David B.* [Viability]  
Competitive Viability in Banking. Scale, Scope, and Product Mix Economies. In: Journal of Monetary Economics 3/1987, 20. Jg., S. 501 - 520.
- Berger, Allen N./Humphrey, David B.* [dominance]  
The dominance of inefficiencies over scale and product mix economies in banking. In: Journal of Monetary Economics 1/1991, 28. Jg., S. 117 - 148.
- Berger, Allen N./Humphrey, David B.* [Megamergers]  
Megamergers in banking and the use of cost efficiency as an antitrust defense. In: The Antitrust Bulletin Fall 1992, S. 541 - 600.
- Berger, Allen N./Hunter, William C./Timme, Stephen G.* [efficiency]  
The efficiency of financial institutions: A review and preview of research past, present and future. In: Journal of Banking and Finance 2 - 3/1993, 17. Jg., S. 221 - 249.
- Berger, Karl-Heinz* [Risiken im Bankbetrieb]  
Möglichkeiten der Erfassung von Risiken im Bankbetrieb. In: *Krumnow, Jürgen/Metz, Matthias* (Hrsg.): Rechnungswesen im Dienste der Bankpolitik. Stuttgart 1987, S. 251 - 265.
- Bessler, Wolfgang* [Financial Conglomerates]  
Financial Conglomerates in the United States. In: *Krömmel, Hans J./Simmert, Diethard B.* (Hrsg.): Allfinanz – Strukturwandel an den Märkten für Finanzdienstleistungen, Beiheft 11 zu Kredit und Kapital, Berlin 1991, S. 265 - 298.
- Betge, Peter* [Betriebsgröße]  
Unternehmens- und Betriebsgröße. In: *Wittmann, Waldemar et al.* (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4271 - 4285.
- Betsch, Oskar* [Fusionen]  
Fusionen bei Kreditgenossenschaften – wann lohnen sie und wie macht man es richtig? In: Bank und Markt 8/1992, 21. Jg., S. 12 - 19.
- Bierer, Hermann/Fassbender, Heino/Rüdel, Thomas* [Weg]  
Auf dem Weg zur „schlanken Bank“. In: Die Bank 9/1992, o. Jg., S. 500 - 506.

**Bimberg, Lothar H.** [Aktien]

Aktien schlagen Anleihen. In: AG 9/1992, 37. Jg., S. R364 - R370.

**Bird, Anat** [Strategic Planning]

A 1990's Twist on Strategic Planning. In: The Bankers Magazine, March - April 1991, 174. Jg., S. 66 - 69.

**Bloom, Paul N./Kotler, Philip** [Strategies]

Strategies for high market-share companies. In: Harvard Business Review, November - December 1975, 53. Jg., S. 63 - 72.

**Boie, Gerhard** [Drehbuch]

Erfolgreiches „Drehbuch“ aus Potsdam. In: Betriebswirtschaftliche Blätter 1/1994, 43. Jg., S. 28 - 30.

**Börsig, Clemens** [Unternehmenswert]

Unternehmenswert und Unternehmensbewertung. In: ZfbF 1/1993, 45. Jg., S. 79 - 91.

**Bone, Jan** [Merging Cultures]

Merging Cultures: Problems and Results. In: Bank Administration 2/1988, 64. Jg., S. 26 - 27.

**Boyd, John H./Graham, Stanley L.** [Consolidation Trend]

Investigating the Banking Consolidation Trend. In: *Rose, Peter S.* (Hrsg.): Readings on Financial Institutions and Markets, 5. Aufl., Homewood/Boston 1993, S. 71 - 83.

**Brauers, Jutta/Weber, Martin** [Szenarioanalyse]

Szenarioanalyse als Hilfsmittel der strategischen Planung: Methodenvergleich und Darstellung einer neuen Methode. In: ZfB 7/1986, 56. Jg., S. 631 - 652.

**Brealey, Richard A./Myers, Steward C.** [Corporate Finance]

Principles of Corporate Finance. 3. Aufl., New York u.a. 1988.

**Bretzke, Wolf-Rüdiger** [Wertkonventionen]

Funktion und Folgen der Verwendung objektivistischer Wertkonventionen bei der Unternehmensbewertung. In: Die Wirtschaftsprüfung 5/1975, 28. Jg., S. 125 - 131.

**Bretzke, Wolf-Rüdiger** [Unternehmensbewertung]

Risiken in der Unternehmensbewertung. In: ZfbF 9/1988, 40. Jg., S. 813 - 823.

**Bretzke, Wolf-Rüdiger** [Unternehmensbewertung in dynamischen Märkten]

Unternehmensbewertung in dynamischen Märkten. In: BFuP 1/1993, 45. Jg., S. 39 - 45.

**Bretzke, Wolf-Rüdiger** [Problematik des Objektivitätsanspruchs]

Zur Problematik des Objektivitätsanspruchs in der Unternehmensbewertungslehre – Ein Nachtrag zu einem Methodenstreit. In: BFuP 1976, 28. Jg., S. 543 - 553.

**Brinkmann, Heinrich/Gierhake, Werner** [Zinsprognosen]

Zinsprognosen für das Depot-A-Management. In: Betriebswirtschaftliche Blätter 4/1993, 42. Jg., S. 192 - 193.

- Bruning, Charles A.** [Inflation's impact]  
Inflation's impact on bank capital: an issue for the '80s. In: ABA Banking Journal 2/1980, 72. Jg., S. 76 - 80.
- Brunner, Christoph** [Bankübernahmen]  
Bankübernahmen in der Schweiz – Horizontale Übernahmen als Element einer wertorientierten Bankstrategie. Diss., Bern et al. 1994.
- Bryan, Lowell L.** [Breaking up the Bank]  
Breaking up the Bank: Rethinking an Industry under Siege. Homewood (Ill.) 1988.
- Buchner, Robert** [Shareholder Value]  
Zum Shareholder Value-Ansatz. In: WiSt 10/1994, 23. Jg., S. 513 - 516.
- Bühner, Rolf** [Bestimmungsfaktoren]  
Bestimmungsfaktoren und Wirkungen von Unternehmenszusammenschlüssen. In: WiSt 4/1989, 18. Jg., S. 158 - 165.
- Bühner, Rolf** [Raider]  
Managen wie die Raider. In: Harvard Manager 1/1990, 12. Jg., S. 36 - 41.
- Bühner, Rolf** [Cash-flow]  
Meist fließen deutlich mehr Mittel aus dem Unternehmen ab, als der Cash-flow anzeigt. In: Handelsblatt vom 24. 10. 1990, Nr. 206, o. Jg., S. 30.
- Bühner, Rolf** [Shareholder Value-Ansatz]  
Shareholder Value-Ansatz. In: DBW 3/1992, 52. Jg., S. 418 - 419.
- Bühner, Rolf** [Shareholder Value]  
Shareholder Value – Eine Analyse von 50 großen Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland. In: DBW 6/1993, 53. Jg., S. 749 - 769.
- Bühner, Rolf/Weinberger, Hans-Joachim** [Cash-flow]  
Cash-flow und Shareholder Value. In: BFuP 3/1991, 43. Jg., S. 187 - 208.
- Büschgen, Hans E.** [Bankbetriebslehre]  
Bankbetriebslehre – Bankgeschäfte und Bankmanagement. 4. Aufl., Wiesbaden 1993.
- Büschgen, Hans E.** [Bankmarketing]  
Bankmarketing. Düsseldorf 1995.
- Büschgen, Hans E.** [Zusammenschlußbewegungen]  
Betriebswirtschaftliche Aspekte von Zusammenschlußbewegungen im Bankwesen. In: *Schneider, Wilfried/Fuchs, Konrad* (Hrsg.): Management im Kreditwesen. Festschrift für Hans Krasensky zum 70. Geburtstag. Wien 1973, S. 37 - 55.
- Büschgen, Hans E.** [Umweltszenario]  
Entwicklungslinien im Umweltszenario der Banken. In: Betriebswirtschaftliche Blätter 1/1989, 38. Jg., S. 8 - 30.
- Büschgen, Hans E.** [Planung in Banken]  
Planung in Banken. In: *Szyperski, Norbert* (Hrsg.): Handwörterbuch der Planung, Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 9. Stuttgart 1989, Sp. 69 - 80.

**Büschgen, Hans E. [Risikomanagement]**

Risikomanagement als Prüfstein im Wettbewerb. In: Betriebswirtschaftliche Blätter 2/1992, 41. Jg., S. 80 - 90.

**Büschgen, Hans E. [Strategische Bankplanung]**

Strategische Bankplanung im Firmenkundenbereich. In: *Österreichisches Forschungsinstitut für Sparkassenwesen* (Hrsg.): Strategische Bankplanung. Referate und Protokolle der Diskussion beim 5. Hochschulkurs für das Geld- und Bankwesen im Oktober 1984 in Pertisau/Achensee. Wien 1985, S. 7 - 29.

**Büschgen, Hans E. [Strategische Bankunternehmensplanung]**

Strategische Bankunternehmensplanung und Geschäftsfeldplanung. In: Betriebswirtschaftliche Blätter 8/1983, 32. Jg., S. 274 - 279.

**Büschgen, Hans E. [Strategische Planung]**

Strategische Planung im marktorientierten Bankbetrieb. In: Die Bank 6/1983, o. Jg., S. 260 - 271.

**Büschgen, Hans E. [Geschäftsstrukturen]**

Zukunftsorientierte Gestaltung der Geschäftsstrukturen internationaler Banken. In: *Albach, Horst (Red.): Globalisierung und Wettbewerb: in memoriam Alfred Herrhausen*. Wiesbaden 1992. ZfB Ergänzungsheft 2/1992, S. 27 - 50.

**de Buhr, Jens/Sieger, Heiner [Kraftprobe]**

Kraftprobe – Banken unter Druck. In: Capital 9/1992, o. Jg., S. 176 - 185.

**Bundesverband deutscher Banken e. V. (Hrsg.) [Bankbilanzrichtlinie-Gesetz]**

Bankbilanzrichtlinie-Gesetz – Arbeitsmaterialien zur Anwendung von Bilanzrichtlinie-Gesetz und Rechnungslegungsverordnung. Köln 1993.

**Busse von Colbe, Walther [Subjektive Unternehmungsbewertung]**

Objektive oder subjektive Unternehmungsbewertung? In: ZfB 1957, 27. Jg., S. 113 - 125.

**Busse von Colbe, Walther [Zukunftserfolg]**

Der Zukunftserfolg. Die Ermittlung des künftigen Unternehmenserfolges und seine Bedeutung für die Bewertung von Industrieunternehmen. Diss., Wiesbaden 1957.

**Buzzell, Robert D./Gale, Bradley T./Sultan, Ralph G. M. [Market share]**

Market share – a key to profitability. In: Harvard Business Review, January - February 1975, 53. Jg., S. 97 - 106.

**Cameron, Donald [Acquisition]**

Appraising Companies for Acquisition. In: *Clarke, Christopher J. (Hrsg.): Shareholder Value: Key to Corporate Development. The Best of Long Range Planning No. 10*, Oxford et al. 1993, S. 89 - 96.

**Cassou, Pierre-Henri [Integration]**

Die europäische Integration und ihre Auswirkungen auf das Bank- und Finanzsystem. Betrachtungen eines Franzosen. In: ÖBA 4/1995, 43. Jg., S. 239 - 246.

**Chandler, Donald [predator]**

The predator within. In: The Banker, November 1989, 139. Jg., S. 24 - 25.

*Chatterjee, Sayan* [Types of Synergy]

Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisition on Merging and Rival Firms. In: *Strategic Management Journal* 1986, 7. Jg., S. 119 - 139.

*Chatterjee, Sayan/Lubatkin, Michael H./Schweiger, David M./Weber, Yaakov* [Cultural Differences]

Cultural Differences and Shareholder Value in related Mergers: Linking Equity and human Capital. In: *Strategic Management Journal* 1992, 13. Jg., S. 319 - 334.

*Christl, Josef* [Economies of Scale]

Economies of Scale in der Bankwirtschaft. Produzieren große Banken kostengünstiger als kleine? In: *CA-Quarterly* 4/1990, o. Jg., S. 18 - 22.

*Clarke, Christopher J.* [Acquisitions]

Acquisitions – Techniques for Measuring Strategic Fit. In: *Long Range Planning* 3/1987, 20. Jg., S. 12 - 18.

*Clarke, James* [Cost of Capital]

Cost of Capital Versus ROE: A Major Challenge for Thrifts. In: *The Bankers Magazine*, May/June 1992, 175. Jg., S. 50 - 54.

*Coenenberg, Adolf G./Sautter, Michael T.* [Unternehmensakquisitionen]

Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen. In: *DBW* 6/1988, 48. Jg., S. 691 - 710.

*Cooper, William W./Simon, Herbert A.* [Economic Expectations]

Economic Expectations and Plans of Firms in Relation to Short-Term Forecasting: Comment. In: *Studies in Income and Wealth* 1955, 17. Jg., S. 352 - 359. Wiederabgedruckt in: *Simon, Herbert A.: Models of Bounded Rationality*, Bd. 2: *Behavioral Economics and Business Organization*. Cambridge (Mass.) et al. 1982.

*Copeland, Tom/Koller, Tim/Murrin, Jack* [Cash]

Cash is king. In: *The McKinsey Quarterly*, Spring 1990, o. Jg., S. 82 - 94.

*Copeland, Tom/Koller, Tim/Murrin, Jack* [Valuation]

Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 2. Aufl., New York et al. 1994.

*Cornett, Marcia Millon/Tehrani, Hassan* [bank acquisitions]

Changes in corporate performance associated with bank acquisitions. In: *Journal of Financial Economics* 1992, 31. Jg., S. 211 - 234.

*Crabbe, Matthew* [Banks in Europe]

Which Banks in Europe can be bought? In: *Euromoney* 8/1989, o. Jg., S. 59 - 64.

*Cramer, Jörg E.* [Bank]

Die Bank und ihr Markt. In: *Bank und Markt* 2/1993, S. 5 - 15.

*Creehan, Keith/Leger, Eleanor* [Competitive Position]

Gaining Competitive Position Through M&A. In: *Rock, Milton L./Rock, Robert H./Sikora, Martin* (Hrsg.): *The Mergers & Acquisitions Handbook*, 2. Aufl., New York et al. 1994, S. 77 - 86.

*Csik, Andreas* [Substanzwert]

Substanzwert als Funktion der Ertragserwartungen. In: Der Betrieb vom 13.09.1985, Nr. 37, 38. Jg., S. 1901 - 1907.

*Darnell, Jerome C.* [Bank Mergers]

Bank Mergers: Prices Paid to Marriage Partners. In: Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review July 1973, S. 16 - 25.

*Day, George S./Fahey, Liam* [Shareholder Value]

Putting Strategy into Shareholder Value Analysis. In: Harvard Business Review, March - April 1990, 68. Jg., S. 156 - 162.

*Day, George/Fahey, Liam* [Market Strategies]

Valuing Market Strategies. In: Journal of Marketing July 1988, 52. Jg., S. 45 - 57.

*Demsetz, Rebecca S./Strahan, Philip E.* [Size and Risk]

Historical Patterns and Recent Changes in the Relationship between Bank Holding Company Size and Risk. In: Federal Reserve Bank of New York Policy Review July 1995, S. 13 - 26.

*Deppe, Hans-Dieter* [Bankbetriebslehre]

Eine Konzeption wissenschaftlicher Bankbetriebslehre in drei Doppelstunden. In: Deppe, Hans-Dieter (Hrsg.): Bankbetriebliches Lesebuch. Festschrift zum 65. Geburtstag von Ludwig Mühlhaupt, Stuttgart 1978, S. 3 - 98.

*Deutsch, Barry I.* [Conversation]

A Conversation With Michael Porter. In: Bank Marketing, May 1990, 22. Jg., S. 21 - 24.

*DeYoung, Robert/Whalen, Gary* [Consolidated Banking Industry]

Is a Consolidated Banking Industry a More Efficient Banking Industry? In: Office of the Comptroller of the Currency Quarterly Journal 3/1994, 13. Jg., S. 11 - 21.

*Dieckhöner, Bruno* [Fusionen]

Betriebswirtschaftliche Analyse der Fusionen in der genossenschaftlichen Bankengruppe. In: Bankinformation 4/1995, 22. Jg., S. 10 - 14.

*Dieckhöner, Bruno* [Felder]

Die Felder des Kostenmanagements. In: Bankinformation 11/1992, 19. Jg., S. 11 - 14.

*Dieckhöner, Bruno* [Rentabilitätsrisiken]

Rentabilitätsrisiken aus dem Hypothekargeschäft von Kreditinstituten in Zeiten der Geldentwertung. Diss., Wiesbaden 1984.

*Diedrich, Ralf* [Lösung des Prognoseproblems]

Methoden der Künstlichen Intelligenz zur Lösung des Prognoseproblems bei der Unternehmensbewertung: ein Prognoseverfahren auf Grundlage der Prädikatenlogik 1. Ordnung. Diss., Berlin 1993.

*Diedrich, Ralf* [Prognoseproblem]

Das Prognoseproblem bei der Unternehmensbewertung – Ein prädikatenlogisch basierter Ansatz zur Berücksichtigung theoretischer Konstrukte der strategischen Planung. In: BFuP 1/1993, 45. Jg., S. 90 - 104.

*Dierolf, Günther* [Fusionen]

Die Problematik der Fusionen. In: *Banking & Finance* 6/1992, o. Jg., S. 12 - 15.

*Dietsch, Michel* [Economies]

Economies of Scale and Scope in French Commercial Banking Industry. In: *The Journal of Productivity Analysis* 1993, 4. Jg., S. 35 - 50.

*Dimson, Elroy/Marsh, Paul* [Cost of Capital]

Calculating the Cost of Capital. In: *Long Range Planning* 2/1983, 15. Jg., S. 112 - 120.

*Dirrigl, Hans* [Unternehmensbewertung]

Konzepte, Anwendungsbereiche und Grenzen einer strategischen Unternehmensbewertung. In: *BFuP* 5/1994, 46. Jg., S. 409 - 432.

*Dixit, Avinash K./Pindyck, Robert S.* [Options Approach]

The Options Approach to Capital Investment. In: *Harvard Business Review*, May - June 1995, 73. Jg., S. 105 - 115.

*Dörner, Wolfgang* [Praxis der subjektiven Unternehmensbewertung]

Überlegungen zu Theorie und Praxis der subjektiven Unternehmensbewertung – die Funktionen des Wirtschaftsprüfers als Gutachter. In: *Die Wirtschaftsprüfung* 7/1981, 34. Jg., S. 202 - 208.

*Drill, Michael* [Kapital]

Kampf um das Kapital. In: *Schweizer Bank* 6/1993, 8. Jg., S. 55 - 56.

*Drill, Michael* [Prospektiv]

Prospektiv und synergiebezogen. In: *Schweizer Bank* 4/1993, 8. Jg., S. 41 - 42.

*Drummen, Martin* [Aktienportfolios]

Europaweit diversifizierte Aktienportfolios. Eine empirische Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung von Anlagefonds. Diss., Bern et al. 1992.

*Dürselen, Karl E.* [KWG-Novelle]

Wesentliche Änderungen des Kreditwesengesetzes im Rahmen der Vierten KWG-Novelle. In: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 4/1993, 5. Jg., S. 266 - 275.

*Durstberger, Herbert* [Strategische Planung]

Die strategische Planung bei US-Banken. In: *Die Bank* 2/1985, o. Jg., S. 69 - 73.

*Earle, Dennis M./Mendelson, Morris* [Going Global]

Strategies for Going Global. In: *The Bankers Magazine*, September - October 1989, 172. Jg., S. 14 - 18.

*Eichwald, Berthold* [Kreditarten]

Die Kreditarten. In: *Obst/Hintner* (Hrsg.): *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, hrsg. von Norbert Kloten und Johann Heinrich von Stein, 39. Aufl., Stuttgart 1993, S. 413 - 491.

*Elton, Edwin J./Gruber, Martin J.* [Risk Reduction]

Risk Reduction and Portfolio Size: An Analytical Solution. In: *Journal of Business* 4/1977, 50. Jg., S. 415 - 437.



*Engeleiter, Hans-Joachim* [Portfolio-Technik]

Die Portfolio-Technik als Instrument der strategischen Planung. In: *BFuP* 5/1981, 32. Jg., S. 407 - 420.

*Evanoff, Douglas D./Israilevich, Philip R.* [Efficiency in Banking]

Scale Elasticity versus Scale Efficiency in Banking. In: *Southern Economic Journal*, April 1995, 62. Jg., S. 1036 - 1046.

*Evanoff, Douglas D./Israilevich, Philip R.* [Productive efficiency]

Productive efficiency in banking. In: *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, July 1991, S. 11 - 32.

*Fassett, Wayne* [Cultures]

Merging Two Cultures. In: *Bank Management* 2/1992, 68. Jg., S. 21 - 23.

*Faßbender, Heino/Leichtfuß, Reinhold* [Banking]

Banking im neuen Europa: Eine Zwischenbilanz. In: *Die Bank* 5/1990, o. Jg., S. 244 - 255 und 6/1990, S. 308 - 317.

*Feldman, Mark L./Murata, Douglas K.* [mergers]

Why mergers often go „pfft“. In: *ABA Banking Journal*, August 1991, 83. Jg., S. 34 - 36.

*Ferrier, Gary D./Lovell, C. A. Knox* [Cost Efficiency]

Measuring Cost Efficiency in Banking. *Econometric and Linear Programming Evidence*. In: *Journal of Econometrics* 1 - 2/1990, 46. Jg., S. 229 - 245.

*Filc, Wolfgang* [Theorie]

Theorie und Empirie des Kapitalmarktzinses. Stuttgart 1992.

*Fischer, Reinfried* [Sparkassenstruktur]

Sparkassenstruktur und Privatisierung. In: *Sparkasse* 12/1992, 109. Jg., S. 567 - 571.

*Fixler, Dennis J./Zieschang, Kimberly D.* [bank efficiency]

An index number approach to measuring bank efficiency: An application to mergers. In: *Journal of Banking and Finance* 2 - 3/1993, 17. Jg., S. 437 - 450.

*Flannery, Mark J.* [Portfolio View]

A Portfolio View of Loan Selection and Pricing. In: *Aspinwall, Richard C./Eisenbeis, Robert A.* (Hrsg.): *Handbook for Banking Strategy*, New York et al. 1985, S. 457 - 471.

*Flöther, Karl-Heinz/Laupenmühlen, Michael/Schnittke, Jürgen* [Jahre]

Die nervösen neunziger Jahre. In: *Die Bank* 12/1993, o. Jg., S. 697 - 701.

*Franck, Christian* [Banken im Binnenmarkt]

Die Banken im Binnenmarkt. In: *Die Bank* 12/1992, o. Jg., S. 688 - 690.

*Frese, Erich* [Organisationstheorie]

Organisationstheorie. In: *Frese, Erich* (Hrsg.): *Handwörterbuch der Organisation*. 3. Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 1706 - 1733.

*Friege, Christian* [Economies of Scope]

Economies of Scope als Entscheidungsgrundlage für Angebot und Zusammenstellung von Leistungsverbunden. In: *DBW* 6/1995, 55. Jg., S. 743 - 760.

*Freygang, Winfried* [Kapitalallokation]

Kapitalallokation in diversifizierten Unternehmen. Ermittlung divisionaler Eigenkapitalkosten. Diss., Wiesbaden 1993.

*Frohmlüller, Klaus-Peter/Klinge, Ralf* [Kapazitätsplanung]

Kapazitätsplanung in Finanzdienstleistungsunternehmen. In: *ZfgK* 2/1996, 49. Jg., S. 56 - 61.

*Fruhan, William E.* [Shareholder Value]

Financial Strategy. Studies in the Creation, Transfer and Destruction of Shareholder Value. Homewood (Ill.) 1979.

*Fuller, Russell J./Kerr, Halbert S.* [Cost of Capital]

Estimating the Divisional Cost of Capital: An Analysis of the Pure-Play-Technique. In: *The Journal of Finance* 5/1981, 36. Jg., S. 997 - 1009.

*Funk, Joachim* [Unternehmensbewertung]

Aspekte der Unternehmensbewertung in der Praxis. In: *ZfbF* 5/1995, 47. Jg., S. 491 - 514.

*Gälweiler, Aloys* [Portfolio-Management]

Portfolio-Management. In: *Szyferski, Norbert* (Hrsg.): Handwörterbuch der Planung, Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 9. Stuttgart 1989, Sp. 1559 - 1568.

*Gaitanides, Michael* [Ablauforganisation]

Ablauforganisation. In: *Frese, Erich* (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation. 3. Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 1 - 18.

*Gale, Bradley T./Swire, Donald J.* [Business Strategies]

Business Strategies that create Wealth. In: *Planning Review*, March - April 1988, S. 6 - 13 und S. 47.

*Gamble, Richard H.* [Bank disruptions]

Keep bank disruptions from cutting treasury power. In: *Corporate Cashflow* 3/1992, 13. Jg., S. 22 - 32.

*Ganz, Matthias* [Diversifikationsstrategie]

Diversifikationsstrategie – Wertsteigerung durch den Einstieg in neue Geschäftsfelder. Stuttgart 1992.

*Ganz, Matthias* [Erhöhung des Unternehmenswertes]

Die Erhöhung des Unternehmenswertes durch die Strategie der externen Diversifikation. Diss., Bern/Stuttgart 1991.

*Geiger, Hans* [Zukunft der Banken]

Die Bilanz als Zukunftsrechnung und die Zukunft der Banken. In: *Finanzmarkt und Portfolio Management* 1/1994, 8. Jg., S. 15 - 40.

*Gerling, Claus* [Unternehmensbewertung]

Unternehmensbewertung in den USA. Diss., Bergisch Gladbach 1985.

*Gilligan, Thomas/Smirlock, Michael/Marshall, William* [Banking Firm]

Scale and Scope Economies in the Multi-Product Banking Firm. In: *Journal of Monetary Economics* 3/1984, 13. Jg., S. 393 - 405.

- Göpl, Hermann* [Unternehmensbewertung]  
Unternehmensbewertung und Capital-Asset-Pricing-Theorie. In: Die Wirtschaftsprüfung 9/1980, 33. Jg., S. 237 - 245.
- Goldberg, Lawrence G./Hanweck, Gerald A./Keenan, Michael/Young, Allan* [securities industry]  
Economies of scale and scope in the securities industry. In: Journal of Banking and Finance 1/1991, 15. Jg., S. 91 - 107.
- Gollinger, Terri L./Morgan, John B.* [Loan Portfolio]  
Calculation of an Efficient Frontier for a Commercial Loan Portfolio. In: The Journal of Portfolio Management Winter 1993, 20. Jg., S. 39 - 46.
- Gomez, Peter* [Strategieplanung]  
Wertorientierte Strategieplanung. In: Der Schweizer Treuhänder 11/1990, 64. Jg., S. 557 - 562.
- Gomez, Peter* [Wertsteigerung]  
Wertsteigerung durch Akquisition. In: Die Unternehmung 6/1989, 43. Jg., S. 441 - 452.
- Gomez, Peter/Ganz, Matthias* [Diversifikation]  
Diversifikation mit Konzept – den Unternehmenswert steigern. In: Harvard Manager 1/1992, 14. Jg., S. 44 - 54.
- Gomez, Peter/Weber, Bruno* [Akquisitionsstrategie]  
Akquisitionsstrategie – Wertsteigerung durch Übernahme von Unternehmungen. Stuttgart 1989.
- Gooch, Lawrence B./Grabowski, Roger J.* [Valuation Methods]  
Advanced Valuation Methods in Mergers and Acquisitions. In: Mergers & Acquisitions Summer 1976, 11. Jg., S. 15 - 29.
- Grabowski, Richard/Rangan, Nanda/Rezvanian, Rasoul* [cost efficiency]  
Organizational forms in banking: An empirical investigation of cost efficiency. In: Journal of Banking and Finance 2 - 3/1993, 17. Jg., S. 531 - 538.
- Gregor, William T./Mara, John* [Mergers]  
Mergers That Make It. In: Bankers Monthly 11/1992, 109. Jg., S. 38 - 39.
- Greil, Tatjana/Schmid, Frank A.* [Effizienz]  
Betriebliche Effizienz österreichischer Geschäftsbanken. In: ÖBA 1/1995, 43. Jg., S. 18 - 22.
- Grimm, Reiner* [Fusionsmanagement]  
Schnelles und schmerzloses Fusionsmanagement. In: Sparkasse 9/1994, 111. Jg., S. 406 - 407.
- Guatini, Luigi* [Unternehmungswertsteigerung]  
Theorie der Unternehmungswertsteigerung – Ein europäischer Ansatz. Wiesbaden 1994.
- Guiniven, J. J./Fisher, David S.* [Akquisitionen]  
Akquisitionen – Strategische oder finanzielle Ziele? In: Harvard Manager 1/1987, 9. Jg., S. 12 - 16.

- Hafner, Ralf* [Unternehmensbewertung]  
Unternehmensbewertung bei mehrfacher Zielsetzung. In: BFuP 6/1988, 40. Jg., S. 485 - 504.
- Hafner, Ralf* [Verhandlungspositionen]  
Unternehmensbewertungen als Instrumente zur Durchsetzung von Verhandlungspositionen. In: BFuP 1/1993, 45. Jg., S. 79 - 89.
- Hagest, Karl* [Ermittlung des Wertes]  
Ermittlung des Wertes von Unternehmungen. In: Die Wirtschaftsprüfung 5/1950, 3. Jg., S. 193 - 197.
- Hahn, Oswald* [Betriebsgröße]  
Optimale Betriebsgröße von Sparkassen – eine kritische Überlegung. In: ZfgK 9/1995, 48. Jg., S. 442 - 447.
- Haiden, René Alfons* [Banken]  
Banken im Umbruch. In: ÖBA 7/1992, 40. Jg., S. 595 - 601.
- Haiss, Peter R.* [Banken unter Streß]  
Banken unter Streß: Diagnose und Therapie. In: ÖBA 10/1993, 41. Jg., S. 757 - 772.
- Haiss, Peter R./Schicklgruber, Werner* [Bankstrategien]  
Bankstrategien unter geänderten Rahmenbedingungen. In: ÖBA 10/1992, 40. Jg., S. 871 - 885.
- Hannan, Timothy H./Wolken, John D.* [Returns]  
Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process: Evidence from the Banking Industry. In: Journal of Financial Services Research 1/1989, 3. Jg., S. 5 - 16.
- Harrington, Diana R.* [Stock prices]  
Stock prices, beta, and strategic planning. In: Harvard Business Review, May - June 1983, 61. Jg., S. 157 - 164.
- Hasenkamp, Karl Peter* [Wachstum]  
Wachstum und Eigenkapitalentwicklung der Kreditinstitute bei Geldentwertung. In: Betriebswirtschaftliche Blätter 1/1974, 23. Jg., S. 14 - 18.
- Havermann, Hans* [Grundsatzfragen]  
Aktuelle Grundsatzfragen aus der Praxis der Unternehmensbewertung. In: Wirtschaft und Wissenschaft im Wandel. Festschrift für Dr. Carl Zimmerer zum 60. Geburtstag. Frankfurt/M. 1986, S. 157 - 170.
- Hedrich, Carl-Christoph* [Genußschein]  
Der Genußschein als eigenkapitalverstärkendes Finanzierungsinstrument, insbesondere für Kreditinstitute. Stuttgart-Hohenheim 1986.
- Heitmüller, Hans-Michael* [Konzentration]  
Konzentration versus Kooperation – Anmerkung zum Beitrag von Prof. Dr. Jürgen Steiner. In: Betriebswirtschaftliche Blätter 3/1990, 39. Jg., S. 114 - 116.
- Helbling, Carl* [DCF-Methode]  
DCF-Methode und Kapitalkostensatz in der Unternehmensbewertung. In: Der Schweizer Treuhänder 4/1993, 67. Jg., S. 157 - 164.

**Helbling, Carl [Unternehmensbewertung]**

Unternehmensbewertung auf Basis von Einnahmen, Ausschüttungen, Cash Flows oder Gewinnen? In: *Helbling, Carl* (Hrsg.): Fortschritte im Rechnungswesen. 10 Jahre Dr. Kausch-Preis für Forschung und Praxis auf dem Gebiet des finanziellen und betrieblichen Rechnungswesens der Unternehmen. Beiträge der Preisträger 1984 - 1993. Zürich 1994, S. 31 - 45.

**Helbling, Carl [Unternehmenswertoptimierung]**

Unternehmenswertoptimierung durch Restrukturierungsmaßnahmen und durch Minimierung des betrieblichen Substanzwertes. In: *Die Unternehmung* 3/1989, 43. Jg., S. 177 - 186.

**Helling, Nico U. [Unternehmensbewertung]**

Strategieorientierte Unternehmensbewertung – Instrumente und Techniken. Wiesbaden 1994.

**Hempel, George H./Simonson, Donald G. [Bank Financial Management]**

Bank Financial Management – Strategies and Techniques for a Changing Industry. New York et al. 1991.

**Henderson, Bruce D. [Erfahrungskurve]**

Die Erfahrungskurve – Preisstabilität. In: *von Oetinger, Bolko* (Hrsg.): Das Boston Consulting Group Strategie-Buch. 3. Aufl., Düsseldorf et al. 1994, S. 421 - 427.

**Henke, Joachim [Novelle]**

Die Novelle zum Gesetz über das Kreditwesen. In: *Wertpapier Mitteilungen* vom 12.1.1985, Nr. 2, 39. Jg., S. 41 - 48.

**Henzler, Herbert [Planung]**

Von der strategischen Planung zur strategischen Führung: Versuch einer Positionsbestimmung. In: *ZfB* 12/1988, 58. Jg., S. 1286 - 1307.

**Herrmann, Hans-Joachim [Planung]**

Modellgestützte Planung in Unternehmen: Entwicklung eines Rahmenkonzeptes. Diss., Wiesbaden 1992.

**Höfner, Klaus/Pohl, Andreas [Werterzeuger]**

Wer sind die Werterzeuger, wer die Wertvernichter im Portfolio? In: *Harvard Manager* 1/1993, 15. Jg., S. 51 - 58.

**Hörter, Steffen [Shareholder-Value-Konzept]**

Das Shareholder-Value-Konzept: ein Steuerungsinstrumentarium für Banken? In: *ZfgK* 4/1996, 49. Jg., S. 146 - 148.

**Hoffmann, George T. [Marketing]**

Marketing After a Merger. In: *Bank Administration* 6/1988, 64. Jg., S. 54 - 55.

**Hosterbach, Ernst [Renaissance des Substanzwertes]**

Unternehmensbewertung: Renaissance des Substanzwertes. In: *Der Betrieb* vom 01.05.1987, Nr. 18, 40. Jg., S. 897 - 902.

**Houston, Joel F./Ryngaert, Michael D. [bank mergers]**

The overall gains from large bank mergers. In: *Journal of Banking & Finance* 6/1994, 18. Jg., S. 1155 - 1176.

*Huber, Ludwig* [Internationalisierung]

Internationalisierung des Bankgeschäfts und Auslandstöchter deutscher Banken. In: *Ehrlicher, Werner/Simmert, Diethart B.* (Hrsg.): Geld- und Währungspolitik in der Bundesrepublik Deutschland. Beiheft Nr. 7 zu Kredit und Kapital. Berlin 1982, S. 349 - 361.

*Humphrey, David B.* [Bank Scale Economies]

Why Do Estimates of Bank Scale Economies Differ? In: Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review September - October 1990, S. 38 - 50.

*Hunter, William C./Timme, Stephen G.* [Bank Scale Economies]

Core Deposits and Physical Capital: A Reexamination of Bank Scale Economies and Efficiency with Quasi-Fixed Inputs. In: Journal of Money, Credit, and Banking 1/1995, 27. Jg., S. 165 - 185.

*Hunter, William C./Timme, Stephen G./Yang, Won Keun* [Cost Subadditivity]

An Examination of Cost Subadditivity and Multiproduct Production in Large U.S. Banks. In: Journal of Money, Credit, and Banking 4/1990, 22. Jg., S. 504 - 525.

*Hinterhuber, Hans H./Pechlaner, Harald P.* [Strategische Allianzen]

Strategische Allianzen im grenzüberschreitenden Bankensektor. In: Bank und Markt 5/1992, 21. Jg., S. 22 - 26.

*Huret, Judy* [Building Trust]

Building Trust After a Merger. In: The Bankers Magazine July - August 1993, 176. Jg., S. 15 - 21.

*Huss, William R./Honton, Edward J.* [Scenario Planning]

Scenario Planning - What Style Should You Use? In: Long Range Planning 4/1987, 20. Jg., S. 21 - 29.

*Ibbotson, Roger G./Sinquefeld, Rex A.* [Stocks]

Stocks, Bonds, Bills and Inflation: Updates. In: Financial Analysts Journal July - August 1979, S. 40 - 44.

*IdW* (Hrsg.) [Grundsätze]

Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen. In: Die Wirtschaftsprüfung 15 - 16/1983, 36. Jg., S. 468 - 480.

*IdW* (Hrsg.) [WP-Handbuch Bd. II]

Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1992. Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung. 10. Aufl., Bd. II, Düsseldorf 1992.

*Jacob, Herbert* [Methoden]

Die Methoden zur Ermittlung des Gesamtwertes einer Unternehmung. Eine vergleichende Betrachtung. In: ZfB 3/1960, 30. Jg., S. 131 - 147 und 4/1960, S. 209 - 222.

*Jaensch, Günter* [Unternehmensbewertung]

Unternehmensbewertung bei Akquisitionen in den USA. In: ZfbF 4/1989, 41. Jg., S. 329 - 339.

*Jaensch, Günter* [Wert und Preis]

Wert und Preis der ganzen Unternehmung. Diss., Köln/Opladen 1966.

- James, Christopher M./Wier, Peggy* [Returns]  
Returns to Acquirers and Competition in the Acquisition Market: The Case of Banking. In: *Journal of Political Economy* 2/1987, 95. Jg., S. 355 - 370.
- Jung, Helga* [Unternehmensakquisitionen]  
Erfolgsfaktoren von Unternehmensakquisitionen. Diss., Stuttgart 1993.
- Jung, Willi* [Praxis]  
Praxis des Unternehmenskaufes – Eine systematische Darstellung der Planung und Durchführung einer Akquisition. 2. Aufl., Stuttgart 1993.
- Kajüter, Peter* [Allianzen]  
Internationale strategische Allianzen im europäischen Finanzsektor. In: *Die Bank* 4/1994, o. Jg., S. 196 - 201.
- Kaparakis, Emmanuel I./Miller, Stephen M./Noulas, Athanasios G.* [Cost Inefficiency]  
Short-run Cost Inefficiency of Commercial Banks: A Flexible Stochastic Frontier Approach. In: *Journal of Money, Credit, and Banking* 4/1994, 26. Jg., S. 875 - 893.
- Katz, Norman* [Bank Consolidation]  
The Unfolding Trends in Bank Consolidation. In: *The Bankers Magazine*, January - February 1992, 175. Jg., S. 12 - 16.
- Kemp, Robert S./Pettit, Laurence C.* [Bank Value]  
Loan Pricing's Effect on Bank Value. In: *The Bankers Magazine*, July - August 1992, 175. Jg., S. 63 - 67.
- Kerstien, Heinrich* [Budgetierung]  
Budgetierung in Kreditinstituten. Diss., Sternenfels/Berlin 1995.
- Keßler, Helmut* [Betriebsgrößen]  
Betriebsgrößen im Kreditgewerbe. In: *Bank und Markt* 3/1992, 21. Jg., S. 5 - 17.
- Keßler, Helmut/Schaldt, Hartmut* [Gewinnplanung]  
Vorausschauende Erfolgsberechnungen als Ansatz für die Gewinnplanung bei Kreditinstituten. In: *Betriebswirtschaftliche Blätter* 5/1975, 24. Jg., S. 153 - 160.
- Kilgus, Ernst* [Bank-Management]  
Strategisches Bank-Management. Bern et al. 1994.
- Kilzer, James R./Kurtz, Timothy A.* [Merger Methods]  
Bank Merger Methods: Heavy-Handed vs. Hands-Off. In: *Bank Administration* 10/1987, 63. Jg., S. 32 - 38.
- Kirsten, Dirk W.* [Value-based-Management]  
Value-based-Management – Schlüssel zum strategischen Erfolg. In: *Die Bank* 11/1995, o. Jg., S. 672 - 676.
- Kim, Moshe* [Output Aggregate]  
Banking Technology and the Existence of a consistent Output Aggregate. In: *Journal of Monetary Economics* 2/1986, 18. Jg., S. 181 - 195.
- Kinast, Gerhard* [Akquisition]  
Abwicklung einer Akquisition. In: *Baetge, Jörg* (Hrsg.): *Akquisition und Unternehmensbewertung*. Düsseldorf 1991, S. 31 - 43.



- Kirchner, Martin* [Akquisitionsmanagement]  
Strategisches Akquisitionsmanagement im Konzern. Diss., Wiesbaden 1991.
- Kitching, John* [mergers]  
Why do mergers miscarry? In: Harvard Business Review, November - December 1967, 45. Jg., S. 84 - 101.
- Klage, G. Annette* [Fusion]  
Allheilmittel Fusion? In: Bank Magazin 12/1993, o. Jg., S. 8 - 10.
- Kleber, Peter* [Prognoseprobleme]  
Prognoseprobleme in der Unternehmensbewertung. Diss., Wiesbaden 1989.
- Kleeberg, Jochen M.* [Portfoliomanagement]  
Der Einsatz von fundamentalen betas im modernen Portfoliomanagement. In: Die Bank 8/1992, o. Jg., S. 474 - 478.
- Klein, Werner/Kleefisch, Toni* [Akquisition]  
Akquisition im Binnenmarkt als Bestandteil künftiger Unternehmensstrategie. In: Warth & Klein GmbH (Hrsg.): Wirtschaftsprüfung im Gemeinsamen Markt 1992. Stuttgart 1989, S. 63 - 113.
- Klewin, Rainer* [Sachkostenmanagement]  
Sachkostenmanagement. In: Bankinformation 11/1992, 19. Jg., S. 48 - 50.
- Kloock, Josef* [Erfahrungskurven-Konzept]  
Erfahrungskurven-Konzept. In: Szyferski, Norbert (Hrsg.): Handwörterbuch der Planung, Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 9. Stuttgart 1989, Sp. 427 - 433.
- Köbe, Eberhard* [Konzentration]  
Chancen und Probleme der horizontalen Konzentration durch Fusion bei Kreditgenossenschaften der Primärstufe. Köln 1983.
- Koehn, Hank E./Selbert, Roger* [Strategies]  
Developing Strategies for the Future. In: Cox, Edwin B. (Hrsg.): Bankers Desk Reference 1984, Boston/New York 1984, S. 185 - 201.
- Körner, Martin* [Unternehmenskultur]  
Unternehmenskultur, Unternehmensidentität und Unternehmensphilosophie – Versuch einer Systematisierung. In: Sparkasse 6/1988, 105. Jg., S. 251 - 256.
- Kohlleppel, Laurenz* [EDV-Einsatz]  
Vermehrter EDV-Einsatz contra Personalbestandsgröße. In: Bankinformation 11/1992, 19. Jg., S. 31 - 33.
- Koller, Timothy* [value-based management]  
What is value-based management? In: The McKinsey Quarterly 3/1994, o. Jg., S. 87 - 101.
- Kono, Toyohiro* [Corporate Culture]  
Corporate Culture and Long-range Planning. In: Long Range Planning 4/1990, 23. Jg., S. 9 - 19.
- Kopper, Hilmar* [Strategische Ausrichtung]  
Strategische Ausrichtung einer Universalbank auf einen gemeinsamen EG-Finanzmarkt. In: ÖBA 2/1990, 38. Jg., S. 67 - 72.

- Kotler, Philip** [Marketing Management]  
Marketing-Management. 4. Aufl., Stuttgart 1982.
- Krauß, Hans-Ulrich** [Fusionsmanagement]  
Fusionsmanagement aus Sicht des Organisators. In: Bank und Markt 8/1992, 21. Jg., S. 27 - 33.
- Kroeger, Herbert E.** [Using Discounted Cash Flow]  
Using Discounted Cash Flow efficiently. Homewood (Ill.) 1984.
- Krüger, Wilfried/Theissen, Erik/Olemotz, Thomas** [Erfolgsfaktoren]  
Erfolgsfaktoren im Bankbereich. In: Die Bank 5/1992, o. Jg., S. 254 - 262.
- Krümmer, Stephan** [Strategisches Management]  
Strategisches Management im Bankbetrieb. Diss., St. Gallen 1983.
- Krumnow, Jürgen** [Risikoanalyse]  
Risikoanalyse im Controlling einer Großbank. In: Kolbeck, Rosemarie (Hrsg.): Die Finanzmärkte der neunziger Jahre – Perspektiven und Strategien. Frankfurt/M. 1990, S. 93 - 119.
- Kruse, Jörn** [Monopolregulierung]  
Ökonomie der Monopolregulierung. Habil., Göttingen 1985.
- Kümmel, Axel T.** [Bewertung von Kreditinstituten]  
Bewertung von Kreditinstituten nach dem Shareholder Value Ansatz. 2. Aufl., Sternenfels/Berlin 1995.
- Künnemann, Martin** [Objektivierte Unternehmensbewertung]  
Objektivierte Unternehmensbewertung. Diss., Frankfurt/M. 1985.
- Künstel, Norbert/Schardt, Helga** [Kostenmanagement]  
Neue Entwicklungen für das Kostenmanagement. In: Bankinformation 11/1992, 19. Jg., S. 34 - 39.
- Küspert, Andreas** [Bewertung]  
Bildung und Bewertung strategischer Geschäftsfelder. In: Die Bank 8/1991, o. Jg., S. 425 - 434.
- Küster, Klaus** [Fusion]  
Die Aufgabe der Organisation bei der Fusion. In: Bankinformation 7/1986, 13. Jg., S. 12 - 16.
- Küting, Karlheinz** [Analyse von Verbundeffekten]  
Zur Bedeutung und Analyse von Verbundeffekten im Rahmen der Unternehmensbewertung. In: BFuP 2/1981, 33. Jg., S. 175 - 189.
- Kunadt, Rainer** [Personalplanung]  
Strategische Personalplanung und Personalkostenmanagement. In: Bankinformation 11/1992, 19. Jg., S. 15 - 17.
- Lammerskitten, Peter/Franke, Adolf** [Planung]  
Aufbau und Funktionsweise eines Simulationsmodells für die strategische Planung in Bankbetrieben. In: Baetge, Jörg [Hrsg.]: Systemtheorie und sozio-ökonomische Anwendungen. Berlin 1976, S. 267 - 283.

- Lang, Günter/Welzel, Peter* [Skalenerträge]  
Skalenerträge und Verbundvorteile im Bankensektor – Empirische Bestimmung für die bayerischen Genossenschaftsbanken. Diskussionspapier Nr. 109, Universität Augsburg. Augsburg 1994.
- Lang, Günter/Welzel, Peter* [X-Ineffizienz]  
Strukturschwäche oder X-Ineffizienz? Cost-Frontier-Analyse der bayerischen Genossenschaftsbanken. In: Kredit und Kapital 3/1995, 28. Jg., S. 403 - 430.
- Lang, Günter/Welzel, Peter* [Cost Efficiency]  
Technology and Cost Efficiency in Banking. A „Thick Frontier“ Analysis of the German Banking Industry. Volkswirtschaftliche Diskussionsreihe des Instituts für Volkswirtschaftslehre der Universität Augsburg, Beitrag Nr. 130, Augsburg 1995.
- Lange, Bernd* [Erfahrungskurve]  
Die Erfahrungskurve als Instrument der strategischen Bankplanung? In: *Krümmel, Hans J./Rudolph, Bernd* (Hrsg.): Strategische Bankplanung. Vorträge und Berichte der Tagung Strategische Bankplanung am 30.09.1982. Frankfurt/M. 1983, S. 142 - 158.
- Lausberg, Carsten/Rose, Peter S.* [Merger Motives]  
Merger Motives in European banking – Results of an empirical study. In: ÖBA 3/1995, 43. Jg., S. 177 - 186.
- Lawrence, Colin* [Banking Costs]  
Banking Costs, Generalized Functional Forms, and Estimation of Economies of Scale and Scope. In: Journal of Money, Credit, and Banking 3/1989, 21. Jg., S. 368 - 379.
- Leemputte, Patrick J.* [Shareholder Value]  
Maximizing Shareholder Value. In: Bank Administration 6/1989, 65. Jg., S. 16 - 22.
- Lehner, Alfred* [Kostenrechnung]  
Gedanken aus der praktischen Anwendung der Kostenrechnung im Sparkassenbetrieb. In: ZfB 8/1982, 52. Jg., S. 795 - 799.
- Leibenstein, Harvey* [X-Efficiency]  
Allocative Efficiency vs. „X-Efficiency“. In: American Economic Review 3/1966, 56. Jg., S. 392 - 415.
- Leichsenring, Hansjörg/Schwartzkopff, Wolfgang* [Strategische Risiken]  
Strategische Risiken der Banken. In: Die Bank 11/1989, o. Jg., S. 588 - 594.
- Lerbinger, Paul/Hierl, Winfried* [Diskontinuitätenmanagement]  
Strategisches Diskontinuitätenmanagement im Bankbetrieb. In: Geldinstitute 4/1985, o. Jg., S. 148 - 152.
- Leuthier, Rainer* [Besteuerung]  
Zur Berücksichtigung der Besteuerung bei der Unternehmensbewertung. In: BFuP 6/1988, 40. Jg., S. 505 - 521.
- Levitt, Theodore* [Marketing success]  
Marketing success through differentiation – of anything. In: Harvard Business Review, January - February 1980, 58. Jg., S. 83 - 91.
- Liebermann, Benedykt* [Ertragswert]  
Der Ertragswert der Unternehmung. Diss., Frankfurt/M. 1923.

*Linke, Manfred* [Bewertung]

Wert und Bewertung von Firmenanteilen. München 1981.

*Lithan, Robert E.* [Banks]

What should Banks do? Washington D.C. 1987.

*Lloyd-Williams, D. M./Molyneux, Phil/Thornton, John* [Spanish banking]

Market structure and performance in Spanish banking. In: Journal of Banking and Finance 3/1994, 18. Jg., S. 433 - 443.

*Löhr, Dirk* [Vollausschüttungshypothese]

Unternehmensbewertung: Ausschüttungspolitik und Vollausschüttungshypothese. In: Die Wirtschaftsprüfung 18/1992, 45. Jg., S. 525 - 531.

*Love, James H./Scouller, John* [Growth by acquisition]

Growth by acquisition: the lessons of experience. In: Journal of General Management 3/1990, 15. Jg., S. 4 - 19.

*Lunt, Penny* [Bank acquirer]

Bank acquirer soothes merger-anxious customers. In: ABA Banking Journal, December 1991, 83. Jg., S. 73 - 74.

*Lutz, Harald* [Unternehmensbewertung]

Zum Konsens und Dissens in der Unternehmensbewertung. In: BFuP 1/1981, 33. Jg., S. 146 - 155.

*Madura, Jeff* [Bank Acquisitions]

Bank Acquisitions of Units and Shareholder Wealth: A Note. In: Akron Business and Economic Review, Fall 1991, S. 45 - 50.

*Madura, Jeff/Wiant, Kenneth J.* [bank acquisitions]

Long-term valuation effects of bank acquisitions. In: Journal of Banking & Finance 1994, 18. Jg., S. 1135 - 1154.

*Marois, Bernard/Farde, Xavier* [Cross-border acquisitions]

Cross-border acquisitions in the European strategy of French banks. In: ÖBA 11/1994, 42. Jg., S. 839 - 849.

*Martin, David L./Hanley, Claude A.* [Merger of Equals]

Merger of Equals: A Relevant Alternative. In: Bank Accounting & Finance 2/1994 - 1995, 8. Jg., S. 12 - 24.

*Matschke, Manfred Jürgen* [Argumentationswert]

Der Argumentationswert der Unternehmung – Unternehmensbewertung als Instrument der Beeinflussung in der Verhandlung. In: BFuP 11/1976, 28. Jg., S. 517 - 524.

*Matschke, Manfred Jürgen* [Ermittlung]

Einige grundsätzliche Bemerkungen zur Ermittlung mehrdimensionaler Entscheidungswerte der Unternehmung. In: BFuP 1/1993, 45. Jg., S. 1 - 24.

*Matschke, Manfred Jürgen* [Entscheidungswert]

Der Entscheidungswert der Unternehmung. Diss., Wiesbaden 1975.

*Matschke, Manfred Jürgen* [Geldentwertung]

Geldentwertung und Unternehmensbewertung. In: Die Wirtschaftsprüfung 20/1986, 39. Jg., S. 549 - 555.

- Matschke*, Manfred Jürgen/*Mucheyer*, Heinz [Unternehmungsbewertungsverfahren]  
Die Nutzung der traditionellen Unternehmungsbewertungsverfahren zur Argumentation in der Preisverhandlung. In: *Goetzke*, Wolfgang/*Sieben*, Günter (Hrsg.): *Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung*. Bericht von der 1. Kölner BFuP-Tagung am 18./19. November 1976 in Köln, GEBERA-Schriften Bd. 1, Köln 1977, S. 179 - 183.
- Graf Matuschka*, Albrecht [Unternehmensakquisition]  
Risiken von Unternehmensakquisitionen. In: *BFuP* 2/1990, 42. Jg., S. 104 - 113.
- Maucher*, Helmut [Akquisitionen]  
Akquisitionen als Bestandteil einer globalen Marketing-Strategie eines multinationalen Unternehmens. In: *Sieglwart*, Hans et al. (Hrsg.): *Meilensteine im Management – Mergers & Acquisitions*. Basel et al. 1990, S. 215 - 223.
- McAllister*, Patrick H./*McManus*, Douglas [scale efficiency]  
Resolving the scale efficiency puzzle in banking. In: *Journal of Banking and Finance* 2 - 3/1993, 17. Jg., S. 389 - 405.
- McGoldrick*, Peter J./*Greenland*, Steven J. [Retailing]  
Retailing of Financial Services. London et al. 1994.
- McNees*, Donald E. [Global Strategies]  
Global Strategies of US Banks: Can They Succeed? In: *Bank Management* 5/1991, 67. Jg., S. 10 - 16.
- Meeker*, Larry G./*Joy*, O. Maurice [Valuation]  
Valuation of Control Shares in Small Banks. In: *Cox*, Edwin B. (Hrsg.): *Bankers Desk Reference* 1984, Boston/New York 1984.
- Meffert*, Heribert [Führung]  
Marktorientierte Führung von Dienstleistungsunternehmen – neuere Entwicklungen in Theorie und Praxis. In: *DBW* 4/1994, 54. Jg., S. 519 - 541.
- Meffert*, Heribert/*Burmman*, Christoph [Value-Added-Services]  
Value-Added-Services im Bankbereich. In: *Bank und Markt* 4/1996, 25. Jg., S. 26 - 29.
- Meister*, Edgar [Finanzdienstleistungen]  
Finanzdienstleistungen in einem erweiterten Europa. In: *Sparkasse* 6/1994, 111. Jg., S. 246 - 249.
- Mertens*, Peter [Mustererkennung]  
Die Theorie der Mustererkennung in den Wirtschaftswissenschaften. In: *ZfbF* 12/1977, 29. Jg., S. 777 - 794.
- Meyer*, Claus/*Isenmann*, Sabine [Bankbilanzrichtlinie-Gesetz]  
Bankbilanzrichtlinie-Gesetz. Ein Handbuch für den Jahresabschluß. Stuttgart 1993.
- Meyer*, Ingrid [Fehlplanung]  
Teure Fehlplanung. In: *Top Business* 7/1993, o. Jg., S. 118 - 123.
- Meyersiek*, Dietmar [Unternehmenswert]  
Unternehmenswert und Branchendynamik. In: *BFuP* 3/1991, 43. Jg., S. 233 - 240.

- Miller, William D.* [Bank Acquisition]  
What Buyers Want in a Bank Acquisition. In: *Bank Administration* 9/1987, 63. Jg., S. 34 - 38.
- Moormann, Jürgen* [Umfrage]  
Strategische Planung in Geschäftsbanken: Ergebnis einer Umfrage. In: *Die Bank* 6/1988, o. Jg., S. 309 - 315.
- Moormann, Jürgen/Wölfling, Dirk* [Fertigungstiefe]  
Fertigungstiefe in Banken verringern. In: *Die Bank* 12/1991, o. Jg., S. 677 - 680.
- Morgan, Bruce W.* [Acquisition Terms]  
Analyzing Acquisition Terms. In: *Bank Administration* 7/1989, 65. Jg., S. 28 - 30.
- Moskowitz, Jerald I.* [Business]  
What's your Business worth? In: *Management Accounting*, March 1988, o. Jg., S. 30 - 34.
- Moxter, Adolf* [Grundsätze]  
Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung. 2. Aufl., Wiesbaden 1983.
- Moxter, Adolf* [Todsünden]  
Die sieben Todsünden des Unternehmensbewerter. In: *Goetzke, Wolfgang/Sieben, Günter* (Hrsg.): *Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung*. Bericht von der 1. Kölner BFuP-Tagung am 18./19. November 1976 in Köln, GEBERA-Schriften Bd. 1, Köln 1977, S. 253 - 256.
- Moyer, R. Charles/Chatfield, Robert* [Market Power]  
Market Power and Systematic Risk. In: *Journal of Economics and Business*, 1983, 35. Jg., S. 123 - 130.
- Moynihan, Jonathan* [Acquisitions]  
Making Acquisitions Work for Shareholders. In: *Bank Administration* 9/1989, 65. Jg., S. 14 - 19.
- Mülhaupt, Ludwig* [Banken]  
Einführung in die BWL der Banken – Struktur und Grundprobleme des Bankbetriebs. 3. Aufl., Wiesbaden 1980.
- Münstermann, Hans* [Bewertung der Unternehmung]  
Wert und Bewertung der Unternehmung. 3. Aufl., Wiesbaden 1970.
- Münstermann, Hans* [Zukunftsentnahmewert]  
Der Zukunftsentnahmewert der Unternehmung und seine Beurteilung durch den Bundesgerichtshof. In: *BFuP* 1/1980, 32. Jg., S. 114 - 124.
- Nadler, Paul S.* [Inflation]  
How Inflation hurts the Banks. In: *Bankers Monthly*. 11/1978, 95. Jg., S. 9 - 12 und S. 25.
- Nadler, Paul S./Miller, Richard B.* [Banking Jungle]  
The Banking Jungle: How to survive in a Business turned topsy turvy. New York et al. 1985.
- Nahavandi, Afsaneh/Malekzadeh, Ali R.* [Acculturation]  
Acculturation in Mergers and Acquisitions. In: *Academy of Management Review* 1/1988, 13. Jg., S. 79 - 90.

- Neely, Walter P.* [Banking Acquisitions]  
Banking Acquisitions: Acquirer and Target Shareholder Returns. In: *Financial Management* 4/1987, 16. Jg., S. 66 - 73.
- Nelson, Richard W.* [Banking Costs]  
Branching, Scale Economies, and Banking Costs. In: *Journal of Banking and Finance* 2/1985, 9. Jg., S. 177 - 191.
- Neven, Damien J.* [European Retail Banking]  
Structural Adjustment in European Retail Banking: Some Views from Industrial Organization. In: *Dermine, Jean* (Hrsg.): *European Banking in the 1990's*. 2. Aufl., Oxford 1993.
- Niehues, Karl* [Unternehmensbewertung]  
Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen unter besonderer Berücksichtigung kleiner und mittelständischer Unternehmen. In: *Betriebs Berater* vom 20. 11. 1993, Nr. 23, 48. Jg., S. 2241 - 2250.
- Nielsen, Lars* [Investitionsrisiken]  
Quantifizierung von Investitionsrisiken auf dem Deutschen Aktienmarkt. In: *Die Bank* 4/1992, o. Jg., S. 228 - 230.
- OECD* (Hrsg.) [Banks under Stress]  
Banks under Stress. Paris 1992.
- von Oetinger, Bolko* [Unternehmensstrategien]  
Wandlungen in den Unternehmensstrategien der 80-er Jahre. In: *Koch, Helmut* (Hrsg.): *Unternehmensstrategien und strategische Planung*. Wiesbaden 1983. ZfbF-Sonderheft 15/1983, S. 42 - 51.
- o. V.* [Banks Can Prosper]  
How Banks Can Prosper in a Climate of Adversity – An Interview with James M. McCormick. In: *The Bankers Magazine* July - August 1992, 175. Jg., S. 5 - 13.
- o. V.* [Auftritt]  
Ihr Auftritt, Al. In: *Manager Magazin* 5/1994, 24. Jg., S. 159 - 164.
- o. V.* [Meinungsspiegel]  
Meinungsspiegel zur Unternehmensbewertung der Herren Coenenberg, Dörner, Lanfermann, Marotz und Messerschmidt. In: *BFuP* 6/1988, 40. Jg., S. 564 - 583.
- o. V.* [Cash-flow]  
Der Cash-flow zählt. Interview des Manager Magazin mit Alfred Rappaport. In: *Manager Magazin* 5/1994, 24. Jg., S. 164 - 166.
- o. V.* [Rheinstahl/Thyssen]  
Zur Bemessung von Abfindung und Ausgleich in den §§ 304 und 305 AktG; „Fall Rheinstahl/Thyssen“. In: *AG* 8/1981, 26. Jg., S. 236 - 240.
- o. V.* [Salzgitter AG]  
Zur Berücksichtigung und Verzinsung der Abfindung nach § 305 AktG: Fall der Ilseder Hütte/Salzgitter AG. Beschluß des OLG Celle vom 4.4.1979. In: *AG* 8/1979, 24. Jg., S. 230 - 234.



- Ossadnik, Wolfgang* [Verschmelzungen]  
Aufteilung von Synergieeffekten bei Verschmelzungen. In: *ZfB* 1/1995, 65. Jg., S. 69 - 88.
- Ossadnik, Wolfgang* [Unternehmensbewertung]  
Rationalisierung der Unternehmensbewertung durch Risikoklassen. Diss., Frankfurt/M. 1984.
- Panzar, John C./Willig, Robert D.* [Scope]  
Economies of Scope. In: *American Economic Review* 2/1981, 71. Jg., S. 268 - 272.
- Pecchioli, R. M.* [Internationalization]  
The Internationalization of Banking – The Policy Issues. Paris 1983.
- Peemöller, Volker H./Bömelburg, Peter/Denkman, Andreas* [Unternehmensbewertung]  
Unternehmensbewertung in Deutschland – Eine empirische Erhebung. In: *Die Wirtschaftsprüfung* 22/1994, 47. Jg., S. 741 - 749.
- Peters, Herbert* [Eigengeschäfte]  
Eigengeschäfte mit Devisen. In: *Obst/Hintner* (Hrsg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. von Norbert Kloten und Johann Heinrich von Stein, 39. Aufl., Stuttgart 1993, S. 732 - 737.
- Peters, Tom* [Rethinking Scale]  
Rethinking Scale. In: *California Management Review*, Fall 1992, 35. Jg., S. 7 - 29.
- Platt, Steven Keith* [Happy Customer]  
The Value of a Happy Customer. In: *Rock, Milton L./Rock, Robert H./Sikora, Martin* (Hrsg.): The Mergers & Acquisitions Handbook. 2. Aufl., New York et al. 1994, S. 383 - 388.
- Popp, Werner* [Strategieplanung]  
Neuere Entwicklungen in der Strategieplanung für Universalbanken. In: *Popp, Werner* (Hrsg.): Strategieplanung der Universalbanken: Soll und Ist. 9. Bankentagung an der Universität Bern. Bern et al. 1994, S. 9 - 25.
- Porter, Michael E.* [Competitive Strategy]  
Competitive Strategy. New York 1980.
- Porter, Michael E.* [corporate strategy]  
From competitive advantage to corporate strategy. In: *Harvard Business Review*, May - June 1987, 65. Jg., S. 43 - 59.
- Porter, Michael E.* [Wettbewerbsvorteile]  
Wettbewerbsvorteile. Spitzenleistungen erreichen und behaupten. 3. Aufl., Frankfurt/M. 1992.
- Prasad, S. Benjamin* [Planning in Banks]  
The Paradox of Planning in Banks. In: *The Bankers Magazine*, May - June 1984, 167. Jg., S. 77 - 81.
- Pratt, Shannon P.* [Valuing a Business]  
Valuing a Business: The analysis and appraisal of closely-held companies. Homewood (Ill.) 1981.

- Price Waterhouse* (Hrsg.) [Shareholder Value]  
Enhancing Shareholder Value: The secret of effective analysis. Financial Services Outlook, 3rd Quarter 1991.
- Prietze, Oliver/Walker, Andreas* [Kapitalisierungszinsfuß]  
Der Kapitalisierungszinsfuß im Rahmen der Unternehmensbewertung. Eine empirische Analyse. In: DBW 2/1995, 55. Jg., S. 199 - 211.
- Priewasser, Erich* [Sparkassen]  
Erfolgreichen Sparkassen auf der Spur. In: Betriebswirtschaftliche Blätter 2/1992, 41. Jg., S. 95 - 104.
- Priewasser, Erich* [Prognose]  
Die Priewasser-Prognose. Bankstrategien und Bankmanagement 2009. Frankfurt/M. 1994.
- Priewasser, Erich* [Strategiebildung]  
Strategiebildung und Marktpositionierung von größeren Kreditbanken – Szenario 2009. In: ZfgK 7/1995, 48. Jg., S. 324 - 329.
- Puckett, Richard H.* [What Is a Bank Worth]  
What Is a Bank Worth? In: Bank Administration 7/1987, 63. Jg., S. 44 - 45.
- Pühringer, Manfred W.* [Unternehmensbewertung]  
Unternehmensbewertung. 3. Aufl., Eschborn 1985.
- Quantock, Paul* [Opportunities]  
Opportunities in European financial Services: 1992 and beyond. New York et al. 1990.
- Quinn, Lawrence C.* [Mangled Mergers]  
The Mangled Mergers of Banking. In: Bankers Monthly 4/1988, 105. Jg., S. 17 - 24.
- Raffée, Hans/Effenberger, Jens/Fritz, Wolfgang* [Strategieprofile]  
Strategieprofile als Faktoren des Unternehmenserfolgs. Eine empirische Analyse. In: DBW 3/1994, 54. Jg., S. 383 - 396.
- Rappaport, Alfred* [Merger Benefits]  
Converting Merger Benefits to Shareholder Value. In: Mergers & Acquisitions, September - October 1988, 23. Jg., S. 44 - 50.
- Rappaport, Alfred* [Shareholder Value]  
Creating Shareholder Value – The New Standard for Business Performance. New York et al. 1986.
- Rappaport, Alfred* [Valuation]  
Discounted Cash Flow Valuation. In: *Rock, Milton L./Rock, Robert H./Sikora, Martin* (Hrsg.): The Mergers & Acquisitions Handbook. 2. Aufl., New York et al. 1994, S. 161 - 178.
- Rappaport, Alfred* [Competitive Strategy]  
Linking Competitive Strategy and Shareholder Value Analysis. In: Journal of Business Strategy, Spring 1987, 8. Jg., S. 58 - 67.
- Rappaport, Alfred* [strategies]  
Selecting strategies that create shareholder value. In: Harvard Business Review, May - June 1981, 59. Jg., S. 139 - 149.

*Rappaport*, Alfred [acquisitions]

Strategic analysis for more profitable acquisitions. In: *Harvard Business Review*, July - August 1979, 57. Jg., S. 99 - 110.

*Reding*, Kurt/*Dogs*, Ernst [X-Effizienz]

Die Theorie der „X-Effizienz“ – ein neues Paradigma der Wirtschaftswissenschaften? In: *Jahrbuch für Sozialwissenschaft* 1986, 37. Jg., S. 19 - 39.

*von Reibnitz*, Ute [Szenario Planung]

Szenario Planung. In: *Szyperski*, Norbert (Hrsg.): *Handwörterbuch der Planung, Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre*, Bd. 9. Stuttgart 1989, Sp. 1980 - 1996.

*Reimann*, Bernhard C. [Hurdle Rates]

Why Bother with Risk Adjusted Hurdle Rates? In: *Long Range Planning* 3/1990, 23. Jg., S. 57 - 65.

*Reis*, Judson P./*Cory*, Charles R. [Valuation]

The Fine Art of Valuation. In: *Rock*, Milton L./*Rock*, Robert H./*Sikora*, Martin (Hrsg.): *The Mergers & Acquisitions Handbook*. 2. Aufl., New York et al. 1994, S. 179 - 188.

*Rhoades*, Stephen A. [Bank Acquisitions]

Determinants of Premiums Paid in Bank Acquisitions. In: *Atlantic Economic Journal* March 1987, o. Jg., S. 20 - 30.

*Rhoades*, Stephen A. [Efficiency effects]

Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers. In: *Journal of Banking and Finance* 2 - 3/1993, 17. Jg., S. 411 - 422.

*Rhoades*, Stephen A. [Operating Performance]

The Operating Performance of Acquired Firms in Banking before and after Acquisition. Washington D.C. 1986.

*Ricketts*, Thomas R. [Micromergers]

Micromergers strengthen Midwestern Thrift. In: *The Bankers Magazine*, March - April 1992, 175. Jg., S. 35 - 39.

*Ritchey*, James S. [Acquisition Valuation]

Acquisition Valuation: DCF Can Be Misleading. In: *Management Accounting* 1/1983, o. Jg., S. 24 - 28.

*Rizzi*, Joseph V. [Acquisition Analysis]

Acquisition Analysis for Banks. In: *The Bankers Magazine*, January - February 1988, 171. Jg., S. 36 - 40.

*Röller*, Wolfgang [Globalisierung]

Globalisierung in der Banking Industrie. In: *Albach*, Horst (Red.): *Globalisierung und Wettbewerb: in memoriam Alfred Herrhausen*. Wiesbaden 1992. *ZfB Ergänzungsheft* 2/1992, S. 121 - 143.

*Rogers*, David [Banking]

The Future of American Banking. New York et al. 1993.

*Rohrer*, Bernt W. [Vorteil durch Größe]

Vorteil durch Größe – vom Nutzen einer Fusion. In: *Der langfristige Kredit* 16 - 17/1995, 46. Jg., S. 530 - 532.

- Rolfes, Bernd* [Zinsänderungsrisiken]  
Die Steuerung von Zinsänderungsrisiken in Kreditinstituten. Diss., Frankfurt/M. 1985.
- Rolfes, Bernd/Schwanitz, Johannes* [Zinselastizitäten]  
Die „Stabilität“ von Zinselastizitäten. In: *Die Bank* 6/1992, o. Jg., S. 334 - 337.
- Ropella, Wolfgang* [Synergie]  
Synergie als strategisches Ziel der Unternehmung. Diss., Berlin et al. 1989.
- Rose, Peter S.* [American Banking]  
The Changing Structure of American Banking. New York 1987.
- Rose, Peter S.* [Profiles]  
Profiles of US Merging Banks and the Performance Outcomes and Motivations for recent Mergers. In: *Gup, Benton E.* (Hrsg.): *Bank Mergers – Current Issues and Perspectives*, Boston et al. 1989, S. 3 - 28.
- Rosenberg, Barr* [Prediction]  
Prediction of common stock betas. In: *Journal of Portfolio Management* 1985, 11. Jg., S. 5 - 14.
- Rosenberg, Barr/Rudd, Andrew* [Beta]  
The Corporate Uses of Beta. In: *Stern, Joel M./Chew, Donald H.* (Hrsg.): *The Revolution in Corporate Finance*. New York et al. 1986, S. 58 - 68.
- Rubin, Howard* [Information Systems]  
The Intricate Process of Merging Two Bank Information Systems. In: *The Bankers Magazine*, September - October 1992, 175. Jg., S. 72 - 77.
- Rudolph, Bernd* [Investitionsplanung]  
Kapitalmarktorientierte Investitionsplanung. In: *Der langfristige Kredit* 21 - 22/1988, 39. Jg., S. 680 - 685.
- Rudolph, Bernd* [Neuere Kapitalkostenkonzepte]  
Neuere Kapitalkostenkonzepte auf der Grundlage der Kapitalmarkttheorie. In: *ZfbF* 10/1986, 38. Jg., S. 892 - 898.
- Ruhnke, Klaus* [Preisobergrenze]  
Unternehmensbewertung: Ermittlung der Preisobergrenze bei strategisch motivierten Akquisitionen. In: *Der Betrieb* v. 13.9.1991, Nr. 37, 44. Jg., S. 1889 - 1894.
- Salter, Malcolm S./Weinhold, Wolf A.* [Diversification]  
Diversification via acquisition: creating value. In: *Harvard Business Review*, July - August 1978, 56. Jg., S. 166 - 176.
- Sanfleber-Decher, Martina* [Unternehmensbewertung]  
Unternehmensbewertung in den USA. In: *Die Wirtschaftsprüfung* 20/1992, 45. Jg., S. 597 - 603.
- Sarrazin, Jürgen* [Bankenkooperation]  
Erfolgsfaktoren internationaler Bankenkooperation. Unveröffentlichtes Manuskript eines Vortrags an der Universität Hohenheim am 9.11.1993.
- Saunders, Anthony/Walter, Ingo* [Universal Banking]  
Universal Banking in the United States. What could we gain? What could we lose? New York et al. 1994.

- Sautter, Michael T.* [Unternehmensakquisitionen]  
Strategische Analyse von Unternehmensakquisitionen. Diss., Frankfurt/M. et al. 1989.
- Schäfer, Henry* [Bankdienstleistungen]  
Information und Kooperation im Absatz von Bankdienstleistungen. In: *ZfbF* 6/1995, 47. Jg., S. 531 - 544.
- Schärer, Martin* [Strategieplanung]  
Aspekte der Strategieplanung bei der Schweizerischen Kreditanstalt. In: *Popp, Werner* (Hrsg.): Strategieplanung der Universalbanken: Soll und Ist. 9. Bankentagung an der Universität Bern. Bern et al. 1994, S. 43 - 52.
- Scheele, Martin* [Zusammenschluß]  
Zusammenschluß von Banken und Versicherungen. Analyse des Privatkundengeschäfts anhand industrieökonomischer Modelle. Diss., Wiesbaden 1994.
- Schell, Gerhard* [Betriebsgröße]  
Die Betriebsgröße von Banken im Lichte der Ertragsbewertung. In: *ZfgK* 7/1993, S. 308 - 314 und 8/1993, 46. Jg., S. 352 - 361.
- Schell, Gerhard* [Geschäftspolitik]  
Der Einfluß der Geschäftspolitik auf den Ertragswert von Banken. In: *Der Betrieb* vom 22. 12. 1989, Nr. 51 - 52, 42. Jg., S. 2553 - 2557.
- Schell, Gerhard R.* [Ertragsermittlung]  
Die Ertragsermittlung für Bankbewertungen. Diss., Frankfurt/M. 1988.
- Schicklgruber, Werner* [Umfeldanalyse]  
Umfeldanalyse für Finanzintermediäre – Ein pragmatischer Ansatz zum Szenarienschreiben. In: *ÖBA* 7/1990, 38. Jg., S. 509 - 522.
- Schierenbeck, Henner* [Controlling]  
Controlling. In: *Obst/Hintner* (Hrsg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. von Norbert Kloten und Johann Heinrich von Stein, 39. Aufl., Stuttgart 1993, S. 911 - 939.
- Schierenbeck, Henner* [Bankmanagement]  
Ertragsorientiertes Bankmanagement. 4. Aufl., Wiesbaden 1994.
- Schierenbeck, Henner* [Unternehmensbewertung]  
Unternehmensbewertung und Beteiligungskalkül. In: *ZfB* 1977, 47. Jg., S. 651 - 668.
- Schildbach, Thomas* [Funktionenlehre]  
Kölner versus phasenorientierte Funktionenlehre der Unternehmensbewertung. In: *BFuP* 1/1993, 45. Jg., S. 25 - 38.
- Schildbach, Thomas* [Geldentwertung]  
Die Berücksichtigung der Geldentwertung bei der Unternehmensbewertung. In: *Goetzke, Wolfgang/Sieben, Günter* (Hrsg.): Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung. Bericht von der 1. Kölner BFuP-Tagung am 18./19. November 1976 in Köln, GEBERA-Schriften Bd. 1, Köln 1977, S. 225 - 235.

von Schimmelmann, Wulf [Bankorganisation]

Bankorganisation. In: *Obst/Hintner* (Hrsg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. von Norbert Kloten und Johann Heinrich von Stein, 39. Aufl., Stuttgart 1993, S. 940 - 956.

von Schimmelmann, Wulf [Geschäftsfeldkonzeptionen]

Strategische Geschäftsfeldkonzeptionen in Banken. In: *Krümmel, Hans J./Rudolph, Bernd* (Hrsg.): Strategische Bankplanung. Vorträge und Berichte der Tagung Strategische Bankplanung am 30.09.1982. Frankfurt/M. 1983, S. 165 - 181.

Schlenzka, Peter F. [Strategie]

Nur eine implementierte Strategie ist eine gute Strategie. In: *Krümmel, Hans J./Rudolph, Bernd* (Hrsg.): Strategische Bankplanung. Vorträge und Berichte der Tagung Strategische Bankplanung am 30.09.1982. Frankfurt/M. 1983, S. 303 - 314.

Schlosser, Michel [Corporate Finance]

Corporate Finance: A Model Building Approach. 2. Aufl., New York et al. 1992.

Schmalenbach, Eugen [Wert von Anlagen]

Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik. In: *ZfHf* 1 - 2/1917 - 1918, 12. Jg., S. 1 - 20.

Schmid, Frank A. [Skalenerträge]

Skalenerträge großer österreichischer Geschäftsbanken: Empirische Ergebnisse für 1987 - 1991. In: *ÖBA* 7/1993, 41. Jg., S. 530 - 534.

Schmid, Peter [Strategisches Bankmarketing]

Strategisches Bankmarketing zur Betreuung multinationaler Unternehmungen. Bern/Stuttgart 1990.

Schmidt, Hartmut [Kreditportfeuille]

Einzelkredit und Kreditportfeuille. In: *Rudolph, Bernd/Wilhelm, Jochen* (Hrsg.): Bankpolitik, finanzielle Unternehmensführung und die Theorie der Finanzmärkte. Festschrift für Hans-Jacob *Krümmel*. Berlin 1988, S. 245 - 259.

Schmidt, Ingo/Elßer, Stefan [Unternehmensgrößen]

Innovationsoptimale Unternehmensgrößen und Marktstrukturen. In: *WiSt* 11/1990, 19. Jg., S. 556 - 562.

Schmidt, Johannes G. [Discounted Cash-flow-Methode]

Die Discounted Cash-flow-Methode – nur eine kleine Abwandlung der Ertragswertmethode? In: *ZfHf* 12/1995, 47. Jg., S. 1088 - 1118.

Schmidt, Reinhard [Shareholder Value-Konzept]

Das Shareholder Value-Konzept. In: *Fritsch, Ulrich/Liener, Gerhard/Schmidt, Reinhard* (Hrsg.): Die deutsche Aktie – Unternehmensfinanzierung und Vermögenspolitik vor neuen Herausforderungen. Festschrift zum 40-jährigen Bestehen des Deutschen Aktieninstituts e.V., Stuttgart 1993, S. 277 - 296.

Schmoll, Anton [Bankfusionen]

Bankfusionen aus der Perspektive der Unternehmenskultur. In: *ZfgK* 5/1992, 45. Jg., S. 182 - 185.

*Schmoll, Anton* [Kreditgeschäft]

Interne Gefahrenquellen für das Kreditgeschäft. In: *Die Bank* 5/1985, o. Jg., S. 227 - 237.

*Schneider, Jörg* [Unternehmenswerte]

Die Ermittlung strategischer Unternehmenswerte. In: *BFuP* 6/1988, 40. Jg., S. 522 - 531.

*Scholl, Wolfgang* [Informationspathologien]

Informationspathologien. In: *Frese, Erich* (Hrsg.): *Handwörterbuch der Organisation*. 3. Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 900 - 912.

*Schultze-Kimmle, Horst-Dieter* [Thesen]

Zehn Thesen zur Bank der Zukunft. In: *Die Bank* 2/1994, o. Jg., S. 76 - 83.

*Schuster, Leo* [Bankpolitik]

Bankpolitik im Spiegel aktueller Themen. Bern et al. 1990.

*Schuster, Leo* [Strategisches Management]

Produktinnovation und Strategisches Management im Bankbetrieb. In: *Die Unternehmung* 1/1985, 39. Jg., S. 64 - 79.

*Seidel, Gerrit René* [Erfolgsfaktoren]

Kritische Erfolgsfaktoren bei Unternehmensübernahmen – Eine Analyse der US-Bankenbranche. Diss., Wiesbaden 1995.

*Seipp, Walter* [International Banking]

Strategien und Perspektiven im International Banking. In: *DBW* 6/1989, 49. Jg., S. 681 - 688.

*Sellers, Bob L.* [Bank Acquisitions]

Bank Acquisitions: To Be or Not to Be. In: *Bankers Monthly* 8/1992, 109. Jg., S. 27 - 29.

*Seth, Anju* [Value Creation]

Sources of Value Creation in Acquisitions: An empirical Investigation. In: *Strategic Management Journal* 5/1990, 11. Jg., S. 431 - 446.

*Shaffer, Sherill* [Bank Competition]

Bank Competition In Concentrated Markets. In: *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review* March - April 1994, S. 3 - 16

*Shaffer, Sherill* [megamergers]

Can megamergers improve bank efficiency? In: *Journal of Banking and Finance* 2 - 3/1993, 17. Jg., S. 423 - 436.

*Shaffer, Sherill/David, Edmont* [superscale]

Economies of superscale in commercial banking. In: *Applied Economics*, 1991, 23. Jg., S. 283 - 293.

*Sheldon, George* [Skalenerträge]

Skalenerträge, Verbundvorteile und Ineffizienz im Schweizer Bankgewerbe. In: *Ifo-Studien* 3 - 4/1992, 38. Jg., S. 351 - 379.

*Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W.* [Value Maximization]

Value Maximization and the Acquisition Process. In: *Journal of Economic Perspectives* 1/1988, 2. Jg., S. 7 - 20.



*Sieben, Günter* [Beratungsfunktion]

Die Beratungsfunktion der Unternehmensbewertung. In: *Goetzke, Wolfgang/Sieben, Günter* (Hrsg.): *Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung*. Bericht von der 1. Kölner BFuP-Tagung am 18./19. November 1976 in Köln, *GEBERA-Schriften* Bd. 1, Köln 1977, S. 57 - 72.

*Sieben, Günter* [Entscheidungswert]

Der Entscheidungswert in der Funktionenlehre der Unternehmensbewertung. In: *BFuP* 11/1976, 28. Jg., S. 491 - 504.

*Sieben, Günter* [Substanzwert]

Der Substanzwert der Unternehmung. Diss., Wiesbaden 1963.

*Sieben, Günter* [Unternehmenserfolg]

Der Unternehmenserfolg als Determinante des Unternehmenswertes – Berechnung auf Basis künftiger Entnahme- oder künftiger Ertragsüberschüsse. In: *Domsch, Michael et al.* (Hrsg.): *Unternehmenserfolg: Planung-Ermittlung-Kontrolle*. *Walther Busse von Colbe* zum 60. Geburtstag. Wiesbaden 1988, S. 361 - 375.

*Sieben, Günter* [Unternehmensstrategien]

Unternehmensstrategien und Kaufpreisbestimmung. Ein Beitrag zur Bewertung ganzer Unternehmen. In: *Der Betrieb*. Festschrift zum 40-jährigen Bestehen. Stuttgart 1988, S. 81 - 91.

*Sieben, Günter/Diedrich, Ralf* [Wertfindung]

Aspekte der Wertfindung bei strategisch motivierten Unternehmensakquisitionen. In: *ZfbF* 9/1990, 42. Jg., S. 794 - 809.

*Sieben, Günter/Diedrich, Ralf/Kirchner, Martin/Krautheuser, Rüdiger* [Ergebnisprognose]

Expertensystemgestützte Ergebnisprognose zur Unternehmensbewertung. In: *Der Betrieb* v. 5. 1. 1990, Nr. 1, 43. Jg., S. 1 - 8.

*Sieben, Günter/Diedrich, Ralf/Kirchner, Martin/Krautheuser, Rüdiger* [Expertensystemtechnologie]

Nutzung der Expertensystemtechnologie für die Unternehmensbewertung. In: *Der Betrieb* v. 25. 8. 1989, Nr. 34, 42. Jg., S. 1681 - 1684.

*Sieben, Günter/Schildbach, Thomas* [Bewertung]

Zum Stand der Entwicklung der Lehre von der Bewertung ganzer Unternehmungen. In: *DSrR* 16 - 17/1979, 17. Jg., S. 455 - 461.

*Sieben, Günter/Siellaff, Meinhard* (Hrsg.) [Unternehmensakquisition]

Unternehmensakquisition. Stuttgart 1989.

*Sieben, Günter/Zapf, Bernhard* (Hrsg.) [Unternehmensbewertung]

Unternehmensbewertung als Grundlage unternehmerischer Entscheidungen. Bericht des Arbeitskreises „Unternehmensbewertung im Rahmen der unternehmerischen Zielsetzung“. Stuttgart 1981.

*Sijbrands, Simon/Eppink, D. Jan* [Internationalization]

The Internationalization of Dutch Banks: A New Beginning? In: *Long Range Planning* 4/1994, 27. Jg., S. 35 - 47.

*Silverman, Murray* [Diversification]

A smaller Bank's Approach to Diversification. In: The Bankers Magazine, March - April 1988, 171. Jg., S. 16 - 20.

*Silverman, Murray / Castaldi, Richard M.* [Diversification]

Antecedents and Propensity for Diversification: A Focus on small Banks. In: Journal of Small Business Management, April 1992, o. Jg., S. 42 - 52.

*Simon, Herbert A.* [Models]

Models of Man. Mathematical Essays on Rational Human Behaviour in a Social Setting. 5. Nachdruck, New York et al. 1967.

*Smith, Roy C. / Walter, Ingo* [Global financial Services]

Global financial Services: Strategies for building competitive Strengths in international commercial and investment Banking. New York et al. 1990.

*Sobotka-Hirnthaler, Gertrude* [Qualitätssicherung]

Qualitätssicherung und Qualitätsmanagement im Finanzdienstleistungsbereich. In: ÖBA 2/1994, 42. Jg., S. 97 - 102.

*Spremann, Klaus* [Hammer]

Hammer und Amboss. In: Schweizer Bank 5/1994, 9. Jg., S. 23 - 29.

*Srinivasan, Aruna* [Bank Mergers]

Are There Cost Savings from Bank Mergers? In: Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review March - April 1992, S. 17 - 28.

*Stapp, Andrew W.* [Branch Purchases]

A Buyer's Guide to successful Branch Purchases. In: The Bankers Magazine, January - February 1989, 172. Jg., S. 36 - 40.

*Stapp, Andrew W.* [Shareholder Wealth]

Guidelines for Increasing Shareholder Wealth. In: The Bankers Magazine, May - June 1988, 171. Jg., S. 26 - 28.

*Stapp, Andrew W.* [target]

How much is that target worth? In: ABA Banking Journal, July 1988, 80. Jg., S. 44.

*Stedman, Michael J.* [Merge-Purge]

Mastering the Bank Merge-Purge. In: Bankers Monthly 8/1989, 106. Jg., S. 27 - 31.

*von Stein, Johann Heinrich* [Bankleistung]

Arten und Wesensmerkmale der Bankleistung. In: *Obst/Hintner* (Hrsg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. von Norbert Kloten und Johann Heinrich von Stein, 39. Aufl., Stuttgart 1993, S. 357 - 359.

*von Stein, Johann Heinrich* [Beteiligungen]

Beteiligungen und Beteiligungspolitik. In: *Obst/Hintner* (Hrsg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. von Norbert Kloten und Johann Heinrich von Stein, 39. Aufl., Stuttgart 1993, S. 750 - 757.

*von Stein, Johann Heinrich / Kirschner, Manfred* [Internationalisierung]

Tendenzen der Internationalisierung im Bankwesen. In: Der Betrieb v. 19. 1. 1979, Nr. 3, 32. Jg., S. 121 - 124.

- Steiner, Jürgen* [Konzentration]  
Europäische Größenordnungen im Finanzdienstleistungssektor: Kooperation versus Konzentration. In: Betriebswirtschaftliche Blätter 3/1990, 39. Jg., S. 106 - 113.
- Steiner, Jürgen* [Stufenkonzepte]  
Stufenkonzepte im genossenschaftlichen Bankenverbund. Schriftenreihe der Akademie Deutscher Genossenschaften. Bd. 7, Wiesbaden 1989.
- Steinherr, Alfred/Huveneers, Christian* [Universal Banks]  
Universal Banks: The Prototype of Successful Banks in the Integrated European Market? A View Inspired by German Experience. Brüssel 1990.
- Steinmann, Heinrich* [Bankmanagement]  
Strategisches Bankmanagement. Wolfsbergschriften Bd. 11, Wolfsberg 1986.
- Stockinger, Josef* [Banken-Geschäftsstruktur]  
Überlegungen zur globalen Analyse der Banken-Geschäftsstruktur. In: ÖBA 12/1990, 38. Jg., S. 990 - 997.
- Strutz, Eric* [Wertmanagement]  
Wertmanagement in Banken. Diss., Bern et al. 1993.
- Süchting, Joachim* [Budgetrechnung]  
Die Budgetrechnung – ein modernes Führungsinstrument der Bankleitung. In: Der Bank-Betrieb 2/1967, o. Jg., S. 41 - 46.
- Süchting, Joachim* [Marketing]  
Marketing. In: *Obst/Hintner* (Hrsg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. von Norbert Kloten und Johann Heinrich von Stein, 39. Aufl., Stuttgart 1993, S. 991 - 1042.
- Süchting, Joachim* [Corporate Identity]  
Eine Rahmenkonzeption für die Entwicklung einer bankbezogenen Corporate Identity. In: Sparkasse 8/1989, 106. Jg., S. 361 - 365.
- Svare, J. Christopher* [Acquiring for Growth]  
Acquiring for Growth and Profit: The Banc One Experience. In: Bank Management November 1990, S. 18 - 24.
- Swad, Randy* [Capitalization Rates]  
Discount and Capitalization Rates in Business Valuation. In: The CPA Journal, October 1994, 64. Jg., S. 40 - 46.
- Szagunn, Volkhard/Wohlschließ, Karl* [Bankenaufsicht]  
Die Bankenaufsicht. In: *Obst/Hintner* (Hrsg.): Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. von Norbert Kloten und Johann Heinrich von Stein, 39. Aufl., Stuttgart 1993, S. 259 - 286.
- Szallies, Rüdiger* [Zielgruppen]  
Anlagemotive im Wandel: Abschied von den klassischen Zielgruppen. In: Bank und Markt 6/1995, 24. Jg., S. 8 - 15.
- Szallies, Rüdiger* [Verbraucherverhalten]  
Verbraucherverhalten und Finanzdienstleistungsmarkt in den 90-er Jahren. In: Finanzierung Leasing Factoring 4/1990, 37. Jg., S. 127 - 133.

*Tanew-Iliitschew, Gerhild* [Portfolio-Analyse]

Portfolio-Analyse als Instrument strategischen Bankmanagements. In: ÖBA 4/1982, 30. Jg., S. 133 - 148.

*Taylor, Jeremy F.* [Forward Valuation]

Forward Valuation in Banking. In: The Bankers Magazine, November-December 1995, 178. Jg., S. 45 - 49.

*Tebroke, Hermann-Josef* [Bankenfusionen]

Erfolgspotentiale für Bankenfusionen. In: ZBB 4/1993, 5. Jg., S. 222 - 239.

*Tebroke, Hermann-Josef* [Größe]

Größe und Fusionserfolg von Genossenschaftsbanken. Eine theoretische und empirische Analyse der Auswirkungen von Betriebsgröße und fusionsbedingter Betriebsgrößenerweiterung auf die Ergebnisstruktur von Kreditgenossenschaften. Diss., Köln 1993.

*Terrahe, Jürgen* [Dienstleistungsgeschäft]

Kalkulation und Preise im Dienstleistungsgeschäft der Banken. In: *Hammer, Gerald et al.* (Hrsg.): Planung und Prognose in Dienstleistungsunternehmen. Karlsruhe 1986, S. 109 - 119.

*Tichy, Gunther* [Bankengröße]

Bankengröße und Effizienz. In: Kredit und Kapital 3/1990, 23. Jg., S. 358 - 388.

*Tichy, Gunther* [Ertragskrise]

Auswege aus der Ertragskrise der Banken? In: ÖBA 3/1993, 41. Jg., S. 173 - 185.

*Uhle, Carlhans* [Effizienzkriterium]

Größe als Effizienzkriterium bei Banken. In: Die Bank 5/1993, o. Jg., S. 260 - 264.

*Vahl, Günter* [Stellungnahme]

Die Stellungnahme des Instituts der Wirtschaftsprüfer zur Unternehmensbewertung. In: Der Betrieb vom 8.6.1984, Nr. 23, 37. Jg., S. 1205 - 1209.

*Vahl, Günter* [Unternehmensbewertung]

Unternehmensbewertung und Bilanzierung. In: *Helbling, Carl* (Hrsg.): Fortschritte im Rechnungswesen. 10 Jahre Dr. Kausch-Preis für Forschung und Praxis auf dem Gebiet des finanziellen und betrieblichen Rechnungswesens der Unternehmen. Beiträge der Preisträger 1984 - 1993. Zürich 1994, S. 71 - 86.

*Valcárcel, Sylvia* [Ermittlung]

Ermittlung und Beurteilung des „strategischen Zuschlags“ als Brücke zwischen Unternehmenswert und Marktpreis. In: Der Betrieb v. 20.3.1992, Nr. 12, 45. Jg., S. 589 - 595.

*Voigt, Jörn F.* [Unternehmensbewertung]

Unternehmensbewertung und Potentialanalyse – Chancen und Risiken von Unternehmen treffsicher bewerten. Wiesbaden 1990.

*Volkard, Rudolf* [Unternehmenswert]

Unternehmenswert und Kapitalstruktur. In: Der Schweizer Treuhänder 11/1990, 64. Jg., S. 543 - 552.

Wächter, Klaus [Fusion]

Die Fusion als Chance für Organisation und Marketing. In: *Bank und Markt* 5/1993, 22. Jg., S. 23 - 30.

Wagenhofer, Alfred [Argumentationspreis]

Der Einfluß von Erwartungen auf den Argumentationspreis in der Unternehmensbewertung. In: *BFuP* 6/1988, 40. Jg., S. 532 - 552.

Wall, Larry D./Gup, Benton E. [Bank Acquisitions]

Market Valuation Effects of Bank Acquisitions. In: *Gup, Benton E. (Hrsg.): Bank Mergers: Current Issues and Perspectives.* Boston et al. 1989, S. 107 - 120.

Watt, James B. [Bank Reform]

Bank Reform: Is Bigger Necessarily Better? In: *The Bankers Magazine*, January - February 1992, 175. Jg., S. 22 - 27.

Weber, Bruno [Akquisitionen]

Beurteilung von Akquisitionen auf der Grundlage des Shareholder Value. In: *BFuP* 3/1991, 43. Jg., S. 221 - 232.

Weber, Bruno [Wertsteigerungsanalyse]

Unternehmensbewertung heißt heute Wertsteigerungsanalyse. In: *Management Zeitschrift Industrielle Organisation* 11/1990, 59. Jg., S. 31 - 35.

Weber, Eberhard [Berücksichtigung von Synergieeffekten]

Berücksichtigung von Synergieeffekten bei der Unternehmensbewertung. In: *Baetge, Jörg (Hrsg.): Akquisition und Unternehmensbewertung*, Düsseldorf 1991, S. 97 - 115.

Weiant, William M./Duke, Harry [Acquiring Thrifts]

Banks Consider Earnings Potential Before Acquiring Thrifts. In: *Bank Administration* 4/1988, 64. Jg., S. 12 - 13.

Weibel, Peter F. [Risiken und Chancen]

Risiken und Chancen bewirtschaften. In: *Schweizer Bank* 6/1994, 9. Jg., S. 38 - 41.

Weigele, Otmar [Strategische Unternehmensplanung]

Strategische Unternehmensplanung in Universalbanken. Diss., Wien 1993.

Wells, William D./Grubar, George [Life Cycle Concept]

Life Cycle Concept in Marketing Research. In: *Journal of Marketing Research* November 1966, 3. Jg., S. 355 - 363.

Weston, J. Fred [Payoff]

The Payoff in Mergers and Acquisitions. In: *Rock, Milton L./Rock, Robert H./Sikora, Martin (Hrsg.): The Mergers & Acquisitions Handbook*, 2. Aufl., New York et al. 1994, S. 51 - 76.

Whipple III, W. [Scenarios]

Evaluating Alternative Strategies Using Scenarios. In: *Long Range Planning* 3/1989, 22. Jg., S. 82 - 86.

Widemann, Klaus [Fusion]

Kooperation als Ausweg zur Fusion. In: *ZfgK* 16/1992, 45. Jg., S. 736 - 738.

- Wilde, Klaus D.* [Bankmarktprognosen]  
Langfristige Bankmarktprognosen durch quantitative Risikoanalyse. In: *Die Bank* 10/1982, o. Jg., S. 465 - 470.
- Wimmer, Konrad* [Bankkalkulation]  
Bankkalkulation: neue Konzepte der Kosten- und Erlösrechnung von Kreditinstituten. Diss., Berlin 1993.
- Wines, Dick* [Bank]  
How Much Is Your Bank Worth? In: *Bankers Monthly* 7/1988, 105. Jg., S. 61 - 64.
- Wiswede, Günter* [Wirtschaftspsychologie]  
Einführung in die Wirtschaftspsychologie. München et al. 1994.
- Witt, Markus* [Eigenhandel]  
Der Eigenhandel von Universalbanken. Diss., Wiesbaden 1994.
- Wittek, Burkhard F.* [Unternehmensführung]  
Strategische Unternehmensführung bei Diversifikation. Diss., Berlin/New York 1980.
- Wüthrich, Hans-Albert/Ganz, Matthias* [Kulturbewußtes Management]  
Kulturbewußtes Management – Erfolgsfaktor der Zukunft. In: *Die Bank* 6/1989, o. Jg., S. 292 - 298.
- Wuffli, Peter A.* [Geschäftsstrategien]  
Erfolgsorientierte Konzern- und Geschäftsstrategien für Banken. In: *Popp, Werner* (Hrsg.): *Strategieplanung der Universalbanken: Soll und Ist*. 9. Bankentagung an der Universität Bern. Bern et al. 1994, S. 33 - 42.
- Young, David/Sutcliffe, Brigid* [Value Gaps]  
Value Gaps – Who is right? The Raiders, the Market or the Managers? In: *Long Range Planning* 4/1990, 23. Jg., S. 20 - 34.
- Zessin, Axel* [Unternehmensbewertung]  
Unternehmensbewertung von Kreditinstituten. Diss., Göttingen 1982.
- Ziegenbein, Klaus* [Erfahrungsökonomie]  
Bedeutung der Erfahrungsökonomie für Geschäftsbanken. In: *Die Bank* 10/1985, o. Jg., S. 508 - 515.
- Ziehfreund, Jürgen/Mattern, Klaus* [Dachstrategie]  
Dachstrategie und Strategische Geschäftsfeldplanung als Katalysator unternehmensweiten Wandels. In: *Booz, Allen & Hamilton* (Hrsg.): *Gewinnen im Wettbewerb*. Stuttgart 1994, S. 79 - 102.
- Zimmer, Steven A./McCauley, Robert N.* [Bank Cost of Capital]  
Bank Cost of Capital and International Competition. In: *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter 1991, S. 33 - 59.
- Zolotor, Marc A.* [Consolidation]  
The Keys to Post-Merger Audit Consolidation. In: *Bank Administration* 3/1988, 64. Jg., S. 44 - 45.

## Sachwortverzeichnis

- Abschreibungen 60  
Akkulturation 186f.  
Akquisitionsbegriff 18  
Aktivgeschäft 96 ff., 100 f., 243  
Allfinanz 98, 151, 236  
allgemeines unternehmerisches Risiko  
    38, 40, 234 ff.  
allokative Ineffizienz 153, 159  
Anbieterivalität 90  
Ansoff 165, 204 f.  
Arbitrage 106, 218  
Arbitragebestand 95  
Arbitriumwert 26  
Argumentationsfunktion 25  
Asset Management 98, 223  
Aufsichtsarbitrage 218  
Ausbaustrategien 221, 222 f.  
Ausschüttungspolitik 25, 60  
außerordentlicher Erfolg 60, 114 f.
- Bankenkonsolidierung 13 f.  
BAKred 27, 104, 172  
Bandbreitenschätzung 56 f.  
Bank  
    – Begriff 18  
Bankakquisition  
    – Begriff 18  
Bankeigenkapital 49, 96, 117, 121 ff.,  
    129, 172 f.  
BARRA 124, 263 f.  
BASICS-Technik 70  
Beratungsfunktion 24, 25  
Beschaffungssynergien 169 f.  
Beta-Faktor 123 ff., 261 ff.  
Beteiligungen 28, 31, 106 f., 130  
Betriebskosten 60, 107 ff., 145 f., 152,  
    160, 166 ff., 195 f., 198, 199, 226,  
    247, 252 ff.  
Betriebssynergien 166 f., 200  
Bewertungsanlaß 20 ff.  
Bewertungseinheit 33
- Bilanzpolitik 46  
Bodensatz 94, 101  
Branchenanalyse 88 ff.  
Branchen-Beta 123, 263  
Bürokratisierung 138 f., 156, 192
- Cash-flow 46, 48 f.  
    – bei Banken 59 ff.  
Capital Asset Pricing Model 121 ff.,  
    261  
Clusteranalyse 72  
Controlling 92  
Cross-selling 149, 214  
Culture Web 183 f.
- Defensivstrategie 222  
Dekulturation 186  
Delphi-Methode 67 f.  
Derivative 105 f., 237  
Desintermediation 97  
Deskriptoren 71 f.  
Detailprognose 35, 63  
Dienstleistungsgeschäft 97 ff.  
Differenzierung 212 ff.  
Discounted Cash-flow 45 ff., 51, 121,  
    133, 202 f., 227, 265 f., 268  
Diseconomies of Scale 137 ff., 142 ff.  
Diskontierung 33, 37, 45, 49, 62, 82,  
    245, 260  
Diskriminanzanalyse 66, 80  
Diversifikation 221, 223 f., 235 f.,  
    240 f., 244 f.  
Dualismus der Bankleistung 26  
Due Diligence 56, 267  
Dyssynergien 163, 176, 182 ff.
- Economies of Scale 133 ff., 193  
Economies of Scope 133, 147 ff., 223  
Economies of Skill 156  
Economies of Superscale 136  
Effizienzwirkungen 153



- Eigengeschäftsbereich 60, 104 f., 197, 228, 246 f., 252  
 Eigenhandel 106, 218, 244 f.  
 Eigenkapitalkosten 45, 49, 121 f., 129 f., 173, 235, 237, 245 f., 260 ff.  
 eingeschränkte Rationalität 138, 156  
 eingezahltes Kapital 121 ff.  
 Einigungsbereich 25 f.  
 Electronic Banking 98  
 Entscheidungstheorie 24, 203  
 Entscheidungswert 25  
 Equity Approach 49  
 Erfahrungskurve 74 ff., 109, 136  
 Ersatzinvestitionen 112 f.  
 Ertragswert 28, 32 ff., 41, 42, 45 f., 53, 54  
 Erweiterungsinvestitionen 112, 113  
 europäischer Binnenmarkt 13, 85  
 Expertensysteme 81  
 Extrapolation 63 f.  
  
 Familienlebenszyklus 86 f.  
 feindliche Übernahmen 44  
 finanzielle Synergien 173 ff.  
 Finanzinnovationen 98, 158  
 Fixkosten 107  
 Fixkostendegression 74, 135, 149, 209  
 Fixkostenremanenz 180  
 Fremdkapitalkosten 45, 49, 126  
 Fundamental-Beta 124, 263 ff.  
 Fusion 20  
  
 Gehaltsstrukturangleichung 189 f.  
 Gemeinkosten 108  
 Genußrechtskapital 126 f., 261  
 Gesamtbankstrategien 220  
 Geschäftsfeldstrategie 203 ff.  
 Geschäftsstellennetz 89, 90, 110, 111, 149, 165, 167, 180 f., 192 f., 205 f., 216 f., 223  
 Geschäftsstrukturmanagement 104  
 Geschäftswert 41 f.  
 Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag 20  
 Grenzpreis 22, 24, 132 ff.  
 Größendegression 17, 133 ff., 205, 209  
 Großkreditregeln 172, 218  
  
 Hausbankposition 213  
 Hochpreisstrategie 210  
 Hochzinsphasen 100  
  
 immaterielle Vermögensgegenstände 29, 65, 135  
 Inflation 36, 116 ff.  
 Information Economies 148  
 Informationspathologien 139, 150  
 Infungibilitätszuschlag 40  
 Initial Public Offerings Method 42  
 Innovationsstärke 157 f., 213  
 Insiderrenten 154 f., 159  
 Integration 162, 166, 176 ff., 183 ff., 200, 233, 248  
 Integrationskosten 163, 176 ff.  
 Internationalisierung 14, 216 ff.  
 Investitionen 40, 107, 111 ff., 197 f., 254  
 Investitionsrechnung 33, 37, 38, 45 f.  
 Ist-Portfolio 221, 224  
  
 Kannibalisierung 150  
 Kapitalisierungszinsfuß 36 ff., 47, 121 ff., 198, 268  
 Kapitalkosten 45, 235, 245 f., 248, 260 ff.  
 Kapitalmarkt 42, 44, 54 f., 115, 181, 258  
 Kapitalwert 33, 45  
 Käuferbewertung 49, 56 ff., 268  
 Kerneinlagen 95  
 Kerngeschäft 224 f.  
 Kölner Funktionenlehre 24 ff., 268  
 kompensierende Effekte 82, 243  
 Konfidenzintervalle 57  
 Konjunkturprognose 83  
 Konsistenzmatrix 71, 73  
 Korrelation 236, 239 f., 243, 244  
 Kostenführerschaft 208 ff.  
 Kostenfunktion 141, 142 ff.  
 Kreditausfallrisiko 96 f., 238 ff.  
 Kreditportefeuille 239 ff.  
 Kreditwürdigkeitsprüfung 189, 241 f.  
 Kulturassimilierung 186 f.  
 Kulturintegration 186 f.  
 Kulturprobleme 183 ff., 194  
 Kulturschock 187

- Kulturseparation 186 f.
- Kulturtoleranz 186 f.
- KWG 27, 49, 52, 115, 126, 128, 129, 172
- Länderrisiko 220, 241 f.
- laufende Geschäftswertabschreibung 41
- Leistungsqualität 211, 212 ff.
- Lernkurve 74, 109, 146, 157
- Liquidationswert 28, 30 ff., 130
- liquiditätsmäßig-finanzieller Bereich 26 f., 134, 137, 140
- Liquiditätsrisiko 243
- Liquiditätssteuerung 104 f., 175, 243
- Macht der Banken 164, 208
- Makroanalyse 83 ff.
- Managementfähigkeit 154, 160, 170 f., 198 f., 255 ff.
- Managementkapazität 219
- Managementsynergie 170 f., 193
- Markowitz 44, 239, 244
- Marktattraktivität 77
- Marktbewertungsverfahren 42 ff., 120
- Markteintritt 165 f.
- Markteintrittsbarrieren 88 f., 205, 210, 215, 224
- Marktforschung 92
- Marktführerschaft 207 f.
- Marktherausforderung 207 f.
- Marktkapitalisierung 42 f.
- Marktmacht 163 ff.
- Marktpenetration 204 ff.
- Marktpreiserisiken 106
- Marktreife 99
- Marktrisikoprämie 122
- Marktsynergien 163
- Marktwachstum 90
- Marktwertmaximierung 45
- Marktzinsmethode 49
- mathematisch-statistische Prognoseverfahren 63 ff., 84, 91 f.
- McKinsey-Matrix 76 ff.
- mehrstufige strategische Bewertung 229 ff.
- Mengengerüst 59, 91, 152 f., 161, 196 f., 198, 227, 247, 249 ff.
- Mikroanalyse 87 ff.
- Mitarbeitermotivation 92 f.
- Mitläufer-Effekt 14
- Mittelwertverfahren 41
- modifizierte Ertragsüberschußrechnung 34
- Multikollinearität 65
- Multiples-Bewertung 43
- Mustererkennung 65 f., 80, 84
- nachrangige Verbindlichkeiten 128, 261
- neuronale Netze 80 f., 85
- nicht-betriebsnotwendiges Vermögen 33 f., 130 f., 254
- nicht-monetäre Ziele 51
- Niedrigzinsphasen 100
- Nischenstrategie 140, 224
- Normalverteilung 67
- Normstrategie 77 f., 93
- objektiver Unternehmenswert 22, 42
- Off-shore-Märkte 217
- One-stop-Banking 149 f.
- optimale Betriebsgröße 142 ff., 147
- Optionspreistheorie 232
- Organisationsprobleme 137 ff., 146
- Outperformance 260
- Outsourcing 110, 114
- Passivgeschäft 94 f., 100, 243
- Patentschutz 216
- pauschale Prognose 62
- Personalabbau 177, 188 f.
- Personalbeschaffung 169 f.
- Personalkosten 108 ff., 118, 176 ff.
- PIMS-Projekt 207
- Porter 87, 166, 208
- Portfolio-Technik 76 ff., 93, 220 ff.
- Preiselastizität 210
- Preisobergrenze 15, 16, 20, 44, 49 f., 162 f., 226, 234, 247, 265 f.
- Preispolitik 99, 100, 103, 210
- Produktlebenszykluskonzept 80
- Prognose 34, 38, 48, 52, 56 f., 61 ff., 91 ff., 232 f.
- Prognosehorizont 62 f., 119
- Prognosetechniken 60 ff.

- Prognoseunsicherheit 38  
 Projektfinanzierung 217  
 Provisionsüberschuß 59, 103  
 Punktprognosen 56f.  
 pure-play-technique 123, 263
- qualitative Ineffizienz 153, 157  
 qualitative Prognoseverfahren 67 ff.
- Rappaport 16, 44  
 Rationalisierung 74, 188  
 Rationalisierungsinvestitionen 112, 113  
 Realoptionen 229 ff.  
 Recent Aquisition Method 42  
 rechtliche Risiken 220  
 Regressionsanalyse 64 f., 94  
 Relationship Banking 213, 215  
 Renditeparadoxie 125  
 Restwert 48, 119 f., 203  
 Risikoeffekte 17, 234 ff.  
 risikofreier Zins 39, 41, 121 f.  
 Risikokonzentration 239  
 Risikokultur 238  
 risikoscheuer Investor 234  
 Risikosteuerung 104, 238  
 Risikostreuung 240, 245, 246  
 Risikozuschlag 39, 41, 122 f., 127, 128 f., 174, 237, 245, 262 f.  
 Rücklagen 125  
 Rückschauanalyse 34  
 Rückstellungen 28, 31, 60
- Sachkosten 110, 193  
 Sanierung 20  
 Satisfizierung 156  
 Scheinkorrelation 65  
 Semantisches Differential 184 f.  
 Sensitivitätsanalyse 80  
 Shareholder Value Ansatz 16, 44 ff., 247 ff., 267  
 Sicherheitsäquivalent 39  
 Sichteinlagen 94  
 Similar Public Companies Method 42  
 Spareinlagen 94 f.  
 Stakeholder 51  
 Stammgeschäft 224 f.
- Stand-alone-Bewertung 56 ff., 91 ff., 131, 268  
 Standard-Kostenrechnung 107 ff.  
 Steuern 36, 60, 115 f., 254 f.  
 stille Gesellschafter 126  
 Stille Reserven 46, 125  
 Strategien 17, 62, 210 ff.  
 Strategieorientierte Prognoseverfahren 74 ff.  
 Strategische Geschäftsfelder  
 – Aufteilung in Banken 58  
 – Darstellung im Portfolio 76, 220 ff.  
 – Merkmale 57  
 – Umsetzung von Strategien 203 ff.  
 Strategische Planung 201 f.  
 strategische Schiefeile 233 f.  
 strategische Zusatzzerträge 226 ff., 233  
 Substanzwert 27 f., 28 ff., 41, 42, 54  
 Substitutionsprodukte 89 f.  
 Synergien 17, 161 ff., 204 f., 209, 223  
 systematisches Risiko 235  
 Szenario-Technik 67, 68 ff., 84
- Tabellenkalkulation 80  
 technische Ineffizienz 153, 154 ff., 158 f.  
 technische Integration 178 ff.  
 technischer Fortschritt 29, 74, 136, 211  
 technisch-organisatorischer Bereich 26 f., 60, 74, 107, 118, 134, 135, 145 f.  
 Teilrekonstruktionswert 29  
 Termineinlagen 94, 95  
 Too-big-to-fail 237, 264  
 Transaktionskosten 174, 245  
 Trendprognose 35, 63
- Umfangseffekte 147 ff.  
 Umfeldanalyse 82  
 unsystematisches Risiko 235  
 Unternehmensbewertung  
 – objektive 22 ff.  
 – subjektive 22 ff., 132, 201  
 Unternehmenskultur 182, 194
- Varianz 234, 236, 239 ff., 244  
 Venture Capital 223

- verbriefte Schuldverschreibungen 95  
Verhandlungsstärke 89 f., 99, 163  
Verlagerungsstrategien 221, 224 f.  
Vermittlungsfunktion 24, 25 f.  
Vollausschüttungshypothese 35 f.  
Vollrekonstruktionswert 29
- Wachstum 206  
Wachstumsfaktor 120  
Währungsrisiko 59, 105  
Wertberichtigungen 60  
Wertkettenkonzept 166  
Wertkomponente 99 ff., 146, 152, 161, 197, 228, 251 f.  
Wertpapierportfeuille 244  
Wertsteigerungsbeitrag 50, 202, 225, 260, 266  
Wertsteigerungspolitik 44, 45 f.  
Wertuntergrenze 31, 32
- Wettbewerbsfaktoren nach Porter 87 ff.  
Wettbewerbsintensität 87, 154 f., 159, 223, 238  
Wettbewerbsregeln 207 f.  
Wettbewerbsstärke 78  
Wettbewerbsvorteil 209, 212, 217, 225
- X-Ineffizienz 153
- Zeitreihenanalyse 64, 94  
Zielportfolio 221, 222, 224, 225  
Zinsänderungsrisiko 59, 101 ff., 105, 118, 243 f.  
Zinsanpassungselastizität 102 f.  
Zinsprognose 84 f., 100 f., 244  
Zinsüberschuß 59, 100 ff.  
Zukunftsbezogenheit 33  
Zusammenschlußeffekt 15, 19, 24, 30, 32, 40 f., 43 f., 47, 132 ff.