

**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 ☉

## 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 Cashflow-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.	<i>Bestandteile der Stand-alone-Bewertung</i>	91
2.1	Erlöse aus dem kundenbezogenen Geschäft	91
2.1.1	Prognose der Mengengerüstkomponente	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.	<i>Ermittlung des Stand-alone-Wertes</i>	131
<b>D.</b>	<b>Grenzpreisfindung für die Akquisition</b>	132
1.	<i>Größenwirkungen als Wertbestandteil</i>	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
<b>4. Werteinflüsse durch Risikoeffekte</b> . . . . .	<b>234</b>
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
<b>5. Bestimmung der Preisobergrenze</b> . . . . .	<b>247</b>
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> . . . . .	<b>267</b>
<b>Literaturverzeichnis</b> . . . . .	<b>270</b>
<b>Sachwortverzeichnis</b> . . . . .	<b>307</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Bankenkonzentration in Europa.....	14
Abbildung 2: Systematik der Anlässe für Unternehmungsbewertungen .....	21
Abbildung 3: Bewertung einer Privatbank durch verschiedene Kaufinteressenten .....	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 Größenstudien .....	142
Abbildung 18: Beispiel eines Culture Web zur Messung von Kulturunterschieden.....	184
Abbildung 19: Semantisches Differential zur Darstellung von Kulturunterschieden.....	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 Mengenkompone- nte .....	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.

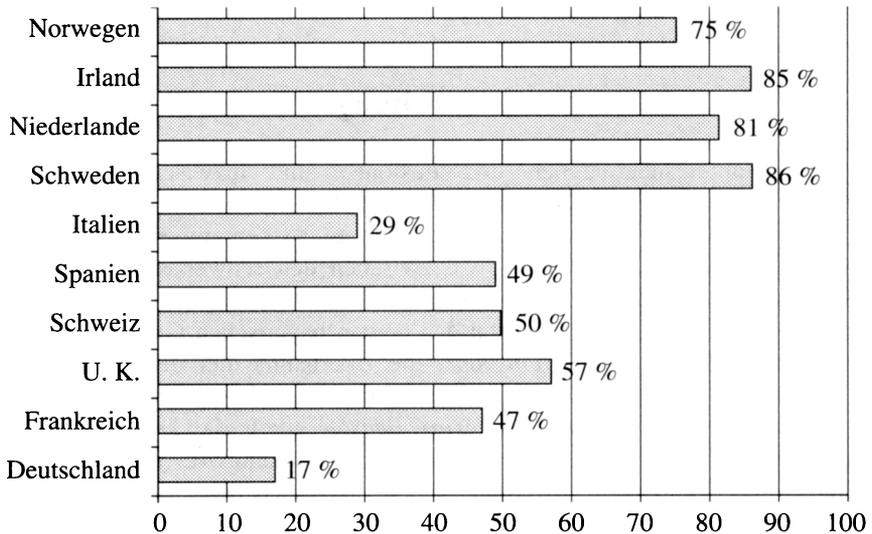
<sup>2</sup> Vgl. Marois, B./Farde, X.: Cross-border acquisitions, S. 839.

<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 Bankenkonzentration 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. 9 ff.

<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.