

Handbuch
Fusionsmanagement

Unternehmens- bewertung bei Mergers & Acquisitions

edition der
Hans Böckler
Stiftung

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

Christian Timmreck

Unternehmens-
bewertung bei
Mergers & Acquisitions

Handbuch Fusionsmanagement

edition der Hans-Böckler-Stiftung 93

Dipl.-Kfm. Christian Timmreck

absolvierte das Studium der Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Bankbetriebslehre an der Katholischen Universität Eichstätt und der University of Wales. Praktische Erfahrungen in der M&A-Beratung konnte er bei der HVB-Consult in München und bei der KPMG in Frankfurt sammeln. Seit Mai 2000 ist er als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institute for Mergers & Acquisitions (IMA) der Universität Witten/Herdecke beschäftigt, wo er sich vor allem mit der Entwicklung von neuen Verfahren zur Unternehmensbewertung befasst.

© Copyright 2003 by Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf

Buchgestaltung: Horst F. Neumann Kommunikationsdesign, Wuppertal

Produktion: Der Setzkasten GmbH, Düsseldorf

Printed in Germany 2003

ISBN 3-935145-69-1

Bestellnummer: 13093

Alle Rechte vorbehalten, insbesondere die des öffentlichen Vortrages, der Rundfunksendung, der Fernsehausstrahlung, der fotomechanischen Wiedergabe, auch einzelner Teile.

VORWORT	5
THEMATISCHE EINFÜHRUNG	7
BEWERTUNGSANLÄSSE	9
Unternehmensbewertung im Fusionsprozeß	9
Unternehmensbewertung bei Unternehmenskauf bzw. -verkauf	10
Zweck der Unternehmensbewertung	10
Mythos Objektivität	11
Unterschied zwischen Unternehmenswert und Kaufpreis	12
METHODEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG	15
Substanzwertorientierte Verfahren	16
Liquidationswert	16
Wiederbeschaffungswert	17
Ertragswertorientierte Verfahren	17
Ertragswertverfahren nach IDW	19
Prognose der zukünftigen ausschüttbaren Erträge	19
Bestimmung des Diskontierungszinssatzes	21
Ein Beispiel zur Diskontierung der erwarteten Erträge	22
Discounted Cash Flow Methoden	23
Die freien Cash Flows beim Entity-Ansatz	25
Die Detailplanungsphase	26
Der Fortführungs Wert	27
Die Kapitalkosten	29
Ein Zahlenbeispiel für die Entity-Methode	32
Vergleichswertorientierte Verfahren	33
Börsenkurs/Kapitalmarktbewertung	33
Vergleichbare börsennotierte Unternehmen	34
Vergleichbare Transaktionen	36
»Daumenregeln«	37
Ein praxisnahes Beispiel	38

FAZIT	41
Abhängigkeit des Unternehmenswertes vom Bewertungsverfahren	41
Stellung der Unternehmensbewertung im M&A-Prozeß	43
Arbeitnehmerinteressen und deren Vertretung im M&A-Prozeß	44
LITERATURHINWEISE	47
Deutschsprachige Bücher	47
Englischsprachige Bücher	47
Zeitschriften	47
SELBSTDARSTELLUNG DER HANS-BÖCKLER-STIFTUNG	53

VORWORT

Unternehmensbewertung – ein Thema nur für Fachexperten? So könnte man meinen. Eine andere Sichtweise liegt aber nahe: Bei Fusionen oder Unternehmenskäufen hat die Bewertung erhebliche Bedeutung für die in den beteiligten Unternehmen Beschäftigten, weil sie den Preis mit bestimmt, zu dem die Anteile übernommen werden. Liegt der Preis einer Transaktion unangemessen hoch, so steigt die Motivation des Unternehmenskäufers, über anschließende Rationalisierungsmaßnahmen oder Verkäufe nicht betriebsnotwendiger Teile die erwünschte Rendite seiner Investition sicherzustellen.

Das Beispiel der Voicestream-Übernahme durch die Deutsche Telekom AG zu einem sehr hohen Preis, der seinerzeit aber vom Telekom-Vorstand durch strategische Überlegungen gerechtfertigt wurde, zeigt, welche Turbulenzen im Nachhinein auftreten können. Im Zweifel müssen Belegschaften und ihre Vertretungen die Suppe (mit) auslööffeln. Es kann sich also lohnen, Grundlagenkenntnisse und ein kritisches Verständnis zur Methodik der Unternehmensbewertung zu entwickeln.

Dieser Band im Rahmen der Reihe »Handbuch Fusionsmanagement« soll einen Überblick über die Verfahren der Unternehmensbewertung geben, um die zugegebenermaßen eng begrenzten Handlungsspielräume von Arbeitnehmervertretungen im Vorfeld einer Unternehmenstransaktion abzusichern und zu erweitern.

Dazu ist es nicht vordringlich, sich mit den mathematischen Zusammenhängen intensiv zu beschäftigen. Der Formelapparat wird zwar auch in dieser Broschüre mit gereicht, dient aber vor allem denjenigen, die tiefer in die Materie einsteigen wollen.

Düsseldorf im Juli 2003

Matthias Müller

THEMATISCHE EINFÜHRUNG

In den letzten Jahren wird immer häufiger von einer Ära der Fusionen gesprochen. Seit 1995 ist sowohl die Anzahl der Unternehmenstransaktionen als auch deren Volumen deutlich angestiegen. Obwohl gerade erst die Diversifizierungs-welle abgeschlossen ist, folgen die Manager schon dem nächsten Strategietrend. Im Zeitalter der Globalisierung findet nun eine Konzentration auf die jeweiligen Kernkompetenzen statt. Tochtergesellschaften oder Unternehmensbereiche, die nicht mehr zu den Kernkompetenzen zählen, werden verkauft und Unterneh-men, die in die neue Strategie passen bzw. die Kernkompetenz stärken, werden hinzu gekauft. Bei solchen Transaktionen stellt sich immer wieder die Frage, wie die Objekte der Begierde, also die sogenannten Zielunternehmen, bewertet wer-den können. Die jüngere Geschichte hat gezeigt, wie wichtig Bewertungsfragen im Rahmen solch einer Transaktion sind. Bei dem geplanten Zusammenschluß zwischen Dresdner Bank und Commerzbank führten unterschiedliche Vorstel-lungen über die Bewertung zum Abbruch der Gespräche. Im Zuge der geschei-terten Fusion zwischen Alusuisse-Lonza und Viag sah das Management den Marktwert von Alusuisse-Lonza durch das angewandte Bewertungsverfahren nicht ausreichend berücksichtigt. Die Übernahme von Voice Stream durch die Deutsche Telekom war gefährdet, da der niedrige Börsenkurs der Telekom-Aktie nicht ausreichte, um das Kaufobjekt im Aktientauschverfahren zu bezahlen. Der britische Mobilfunkbetreiber Vodafone zahlte für Mannesmann etwa die dop-pelte Marktkapitalisierung, also das Zweifache des Wertes aller ausgegebenen Aktien. Aufgrund des hohen Kaufpreises war die Zerschlagung von Mannesmann und der Verkauf strategisch nicht benötigter Unternehmensteile zur teilweisen Finanzierung der Transaktion zwingend notwendig. Vor diesem Hintergrund zeigt sich die Relevanz einer Unternehmensbewertung auch für die Belange der Arbeitnehmer. Gerade die betroffenen Mitarbeiter und Arbeitnehmervertreter in entsprechen-den Mitbestimmungsgremien sollten über ein Verständnis der an-gewandten Bewertungsverfahren verfügen, um ihre Interessen im Transaktions-prozeß über das Einbringen eigener Wertvorstellungen bzw. das Hinterfragen der angewandten Methoden und ihrer Annahmen argumentativ vertreten zu können. Deshalb widmet sich dieser Beitrag der Einführung in die verschiedenen Verfahren zur Unternehmensbewertung, wobei auf die Erläuterung von Detail-fragen verzichtet wird. Vielmehr soll ein Basiswissen vermittelt werden, mit dem

der Leser in die Lage versetzt wird, die entscheidenden Größen hinterfragen zu können.

UNTERNEHMENSBEWERTUNG IM FUSIONSPROZESS

Die Fusion zeichnet sich vor allem dadurch aus, daß beide (bzw. alle) Beteiligten ihre rechtliche Selbständigkeit verlieren und ihr Vermögen als Ganzes der aufnehmenden (eventuell neu zu gründenden) Gesellschaft übertragen. Außerdem wird der Kaufpreis im Rahmen einer Fusion regelmäßig nicht in bar gezahlt, sondern die Anteile (wie z.B. Aktien) der beteiligten Gesellschaften zusammengelegt. Fusionen werden daher auch als Verschmelzung bezeichnet. Die Form und Abwicklung einer Verschmelzung ist im Umwandlungsgesetz (UmwG) geregelt. Unter anderem sieht dieses Gesetz vor, daß im notariell zu beurkundenden Verschmelzungsvertrag das Umtauschverhältnis der Anteile und gegebenenfalls die Höhe der baren Zuzahlung angegeben werden muß. Zusätzlich zum Verschmelzungsvertrag ist ein Verschmelzungsbericht anzufertigen, der insbesondere das Umtauschverhältnis der Anteile, sowie die Höhe einer anzubietenden Barabfindung rechtlich und wirtschaftlich erläutern und begründen soll. Ein von den Vertretungsorganen oder auf deren Antrag vom Gericht bestellter Verschmelzungsprüfer hat sich in einem schriftlichen Prüfungsbericht darüber zu äußern, ob das vorgeschlagene Umtauschverhältnis der Anteile und gegebenenfalls die Höhe der baren Zuzahlung als Gegenwert angemessen ist. In der Regel werden Wirtschaftsprüfungsgesellschaften zu solchen Verschmelzungsprüfern bestellt. Im Prüfungsbericht ist ebenfalls anzugeben, nach welchen Methoden das vorgeschlagene Umtauschverhältnis ermittelt worden ist; aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist sowie welches Umtauschverhältnis sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde. Zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Umtauschverhältnisses und der ihnen zugrundeliegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind. In diesen Fällen nimmt der Wirtschaftsprüfer die Funktion eines neutralen Gutachters wahr. Daher wird auch regelmäßig auf das später dargestellte Ertragswertverfahren nach IDW zurückgegriffen, um einen objektivierten Unternehmenswert zu ermitteln. Obwohl die Fusion einen möglichen Bewertungsanlaß darstellt, soll sie im folgendem nicht weiter betrachtet werden.

UNTERNEHMENSBEWERTUNG BEI UNTERNEHMENSKAUF BZW. -VERKAUF

Zweck der Unternehmensbewertung

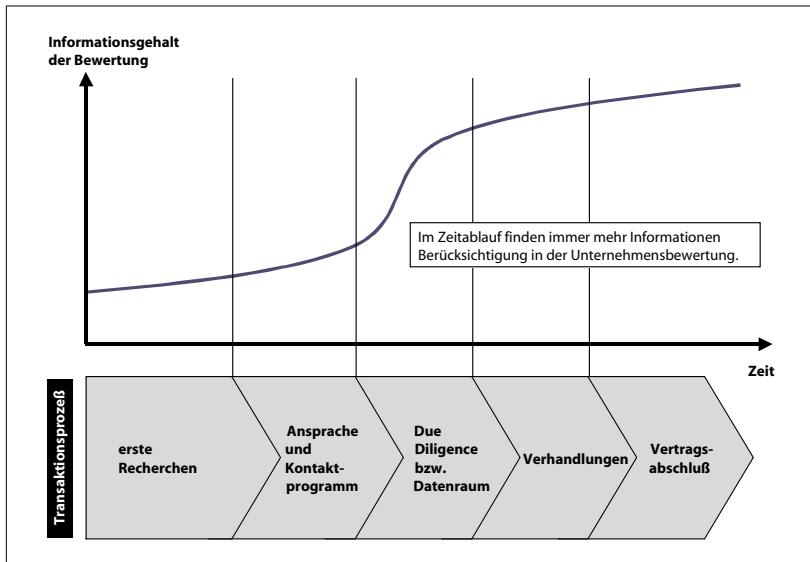
Der (Ver-)Kauf eines Unternehmens kann sich auf die Gesamtheit oder einen Teil aller Anteile beziehen. Unabhängig davon benötigen die beteiligten Parteien (Käufer und Verkäufer) beim Unternehmenskauf- bzw. verkauf Informationen zur Entscheidungsvorbereitung. Neben einer umfassenden Marktanalyse erfolgt eine eingehende Untersuchung und Bewertung des Kaufobjektes. Für den Verkäufer ist es von Interesse, daß die ihm zustehenden zukünftigen Gewinne aus dem Unternehmen, die ihm beim Verkauf desselben entgehen, durch die einmalige Zahlung eines Kaufpreises durch den Käufer ausgeglichen werden. Daher ist es sein Ziel, einen möglichst hohen Unternehmenswert zu ermitteln, um anschließend einen hohen Preis zu realisieren und eine gewisse Preisuntergrenze nicht zu unterschreiten. Für den Käufer stellt der Erwerb eines Unternehmens eine Investition dar, die im Vergleich zu anderen Investitionen eine gewisse Mindestrendite erwirtschaften muß. Der Käufer stellt deshalb einen Alternativenvergleich an, bei dem er die Wirtschaftlichkeit des Unternehmenskaufs der nächstbesten Anlagemöglichkeit gegenüberstellt. Da die Rendite des Unternehmenskaufs bei gleichbleibenden zu erwartenden Gewinnen mit abnehmenden Kaufpreis steigt, ist der Käufer an der Ermittlung eines möglichst geringen Transaktionspreises interessiert, der wiederum auf dem Unternehmenswert basiert. Überschreitet der Käufer seine Preisobergrenze, macht er unter den gegebenen Annahmen mit der Transaktion einen Verlust. Dieser Interessenkonflikt führt zu harten Kaufpreisverhandlungen, bei denen jede Partei versucht, einen für sich vorteilhaften Transaktionspreis zu realisieren. Nicht selten kommt es in solchen Verhandlungen zu extrem divergierenden Preisvorstellungen, die durch die angenommenen Unternehmenswerte begründet werden. Wichtigster Zweck der Unternehmensbewertung ist daher die Ermittlung von Grenzpreisen, d.h. von Preisen, die angeben, welcher Geldbetrag für das zu bewertende Objekt gerade noch bezahlt werden kann (Perspektive des Käufers) bzw. verlangt werden muß (Perspektive des Verkäufers), um eine finanzielle Verschlechterung aufgrund der Transaktion zu vermeiden. Die Unternehmensbewertung dient damit letztlich als Argumentationshilfe, die bei den Kaufpreisverhandlungen das Erreichen der jeweiligen Zielwerte bestmöglich unterstützen soll.

Mythos Objektivität

Viele Betrachter gehen davon aus, daß ein objektiver Unternehmenswert existieren muß. Wenn jedoch von zukünftigen Gewinnen als Grundlage der Unternehmensbewertung ausgegangen wird, kann die Bewertung nur subjektiv erfolgen, da i.d.R. die Erwartungen über die Zukunft bei jedem Bewerter differieren. Der Käufer geht bspw. regelmäßig davon aus, daß er die Gewinnerwartungen durch eine Strategieänderung oder durch Synergieeffekte verbessern kann. Die Theorie spricht bei solch einem Wettbewerb um die beste Unternehmensführung und dem damit verbundenem Ressourceneinsatz auch vom »Market for Corporate Control«. Die Unternehmensbewertung erfolgt daher immer aus der Perspektive des Bewerters unter Berücksichtigung dessen Ziele und Möglichkeiten. Damit ist die Unternehmensbewertung immer subjektiv. Das Interesse von Beratern im M&A-Prozeß spiegelt das jeweilige Interesse des Auftraggebers wider. Berater auf der Verkäuferseite sind i.d.R. an einem hohen Transaktionspreis interessiert und werden dementsprechend einen hohen Unternehmenswert ermitteln. Durch die erfolgsorientierte Vergütung der Berater, die sich grundsätzlich relativ zum Transaktionspreis bestimmt, wird dies noch verstärkt.

Die Unternehmensbewertung ist auch kein einmaliger Vorgang, sondern eher ein begleitender Prozeß, der während der gesamten Transaktion immer wieder an aktuelle Entwicklungen angepaßt werden muß. Mit zunehmender Information über das zu bewertende Objekt und die relevanten Rahmenbedingungen verändert sich auch die Bewertung. Die ersten Recherchen dienen zur Ermittlung eines indikativen Unternehmenswerts und werden im Laufe der Transaktion durch detaillierte Untersuchungen, sogenannte »Due Diligences«, erweitert. Sind die Verhandlungen aufgenommen, stellt der Verkäufer im sogenannten Datenraum (»Data Room«) eine, über extern zugängliches Material hinausgehende, Informationsgrundlage für die potentiellen Käufer zur Verfügung. Allerdings ist in diesem Stadium die Anzahl der eingeladenen Kaufinteressenten schon reduziert. Geschäftspläne müssen hier validiert, neue Erkenntnisse über Veränderungen des Marktumfeldes berücksichtigt und neue Prognosen aufgestellt werden. Besonders relevant ist dies bei Unternehmen, die in einem zyklischen Markt tätig sind oder sich in einem Markt befinden, der vor großen strukturellen Veränderungen steht. Der Unternehmenswert schwankt also im Zeitablauf und ist beeinflußt vom Umfeld und dem gewähltem Bewertungszeitpunkt.

Abbildung 1: Unternehmensbewertung im Zeitablauf einer Transaktion

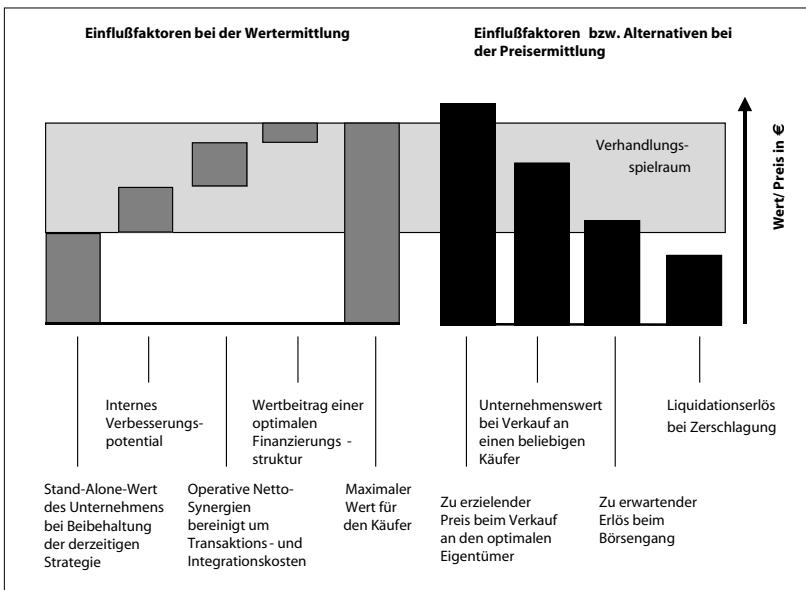


Quelle: Eigene Darstellung

Unterschied zwischen Unternehmenswert und Kaufpreis

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist der Unterschied zwischen dem Unternehmenswert und dem Unternehmenspreis. Häufig wird in diesem Zusammenhang die Aussage »Price is what you pay – Value is what you get« verwendet. Dabei wird der Unternehmenswert als Barwert der zukünftigen Gewinne definiert und der Unternehmenspreis als Geldbetrag, der bei einer Transaktion tatsächlich für ein Unternehmen gezahlt wurde. Der Wert spiegelt Faktoren wie das Wachstumspotential des Unternehmens und dessen Profitabilität wieder, wogegen der Preis auch vom aktuellen Marktumfeld und der Verhandlungsmacht der involvierten Parteien abhängt. Außerdem wird der Preis wie bei jedem Markt letztlich von Angebot und Nachfrage bestimmt. Damit kann festgehalten werden, daß der Preis am Ende ein Ergebnis von Verhandlungen ist, wobei der mögliche Einigungsbereich von den jeweiligen Grenzpreisen und damit von der Unternehmensbewertung durch den Käufer (Preisobergrenze) bzw. Verkäufer (Preisuntergrenze) bestimmt wird. Daher ist es auch sinnvoll und üblich, eine Wertbandbreite anstelle eines einzigen Unternehmenswertes zu ermitteln.

Abbildung 2: Einflußfaktoren auf Wert und Preis

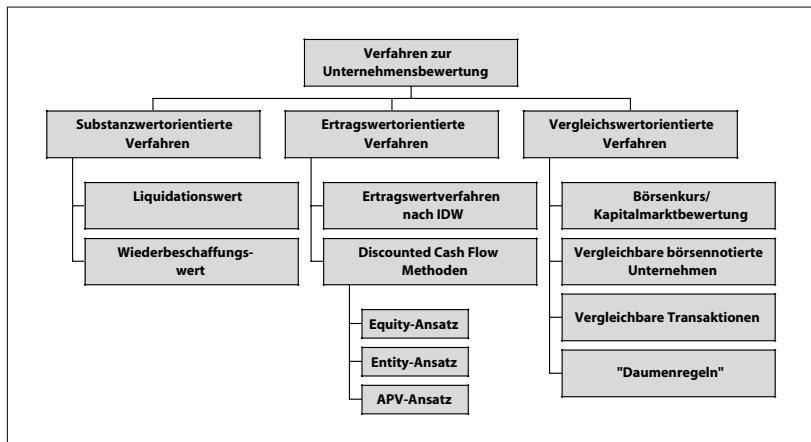


Quelle: Eigene Darstellung

METHODEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Der Wert des Unternehmens wird durch den subjektiven Nutzen des Eigentümers determiniert, der sich aus finanziellen sowie nicht oder nicht unmittelbar finanziellen Bestandteilen zusammensetzt. In Wissenschaft und Praxis beschränkt sich die Sicht ausschließlich auf die finanziellen Ziele des Investors, weshalb sich der Unternehmenswert auch aus der Eigenschaft, entziehbare finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften, ableiten lässt. Im Laufe der Zeit wurden immer wieder neue Methoden zur Unternehmensbewertung entwickelt, die sich teilweise nur im Detail voneinander unterscheiden. Eine grobe Übersicht, die die Verfahren anhand ihrer grundlegenden Annahmen unterteilt, zeigt Abbildung 3.

Abbildung 3: Bewertungsverfahren



Quelle: Eigene Darstellung

Neuere Ansätze zur Unternehmensbewertung, wie bspw. der Realoptionenansatz, werden hier nicht weiter betrachtet, da sie aufgrund ihrer komplizierten Methodik über eine Einführung in die Unternehmensbewertung hinausgehen würden. Die meisten Ansätze von Unternehmensberatungsgesellschaften wie Boston Consulting Group (CFROI-Ansatz), LEK (Shareholder-Value-Ansatz nach Rappaport),

McKinsey (NOPLAT-Ansatz) oder SternStewart (EVA-Ansatz) basieren auf dem Konzept der Discounted Cash Flow (DCF)-Methode und werden daher ebenfalls nicht einzeln vorgestellt. Im folgenden werden die in Abbildung 3 genannten Verfahren zur Unternehmensbewertung jeweils in ihrem Konzept grundlegend erläutert. Die in der Praxis relevanten Verfahren (Ertragswertverfahren nach IDW, DCF mit WACC-Ansatz, vergleichbare börsennotierte Unternehmen und vergleichbare Transaktionen) werden den Schwerpunkt der ausführlichen Erklärung bilden.

Substanzwertorientierte Verfahren

Substanzwertorientierte Verfahren zur Unternehmensbewertung widersprechen schon wegen ihrer konzeptionellen Ausrichtung dem eigentlichen Gedanken der Unternehmensbewertung. Sie gehen von der Zerschlagung (Liquidationswert) bzw. dem Nachbau des zu bewertenden Unternehmens (Wiederbeschaffungswert) aus. In beiden Fällen wird das im Vordergrund stehende Ziel, die Bewertung von Ausschüttungsströmen in der Zukunft ausgeblendet.

Liquidationswert

Die substanzwertorientierten Verfahren betrachten die Summe der Werte aller vorhandenen Vermögensgegenstände. Eine Variante ist der Liquidationswert, der die aktuell erzielbaren Marktwerte für die vorhandenen Vermögensgegenstände ermittelt und eine Zerschlagung des Unternehmens unterstellt. Daher wird das Ergebnis auch als Einzelveräußerungswert bezeichnet. Ausgangspunkt der Bewertung ist hier das Inventar. Als problematisch erweist sich dabei häufig die Bewertung von Sondermaschinen, für die es kaum eine andere Verwendung gibt. Außerdem bleiben immaterielle Vermögensgegenstände wie Marken, Kundenstamm oder qualifizierte Mitarbeiter unberücksichtigt. Die bestehenden Schulden (in Höhe der Ablösungsbeträge) und die zu erwartenden Liquidationskosten sind anschließend noch von dem Barwert der Liquidationserlöse abzuziehen. Als typische Liquidationskosten können die Sozialplanverpflichtungen und die eventuell zu zahlenden Ertragssteuern auf Liquidationsgewinne (wenn der Liquidationswert größer als der Buchwert ist) genannt werden. Liegt der Kaufpreis unter dem Liquidationswert, ist es für den Verkäufer attraktiver, das Unternehmen selbst zu zerschlagen und den Liquidationswert zur Unternehmensbewertung heranzuziehen. Damit bildet der Liquidationswert eine absolute Wertuntergrenze in der Unternehmensbewertung.

Wiederbeschaffungswert

Die zweite Variante der substanzwertorientierten Verfahren ist als Wiederbeschaffungswert oder Rekonstruktionswert bekannt und geht vom Nachbau des zu bewertenden Unternehmens aus. Hier werden die Herstellungs- bzw. Anschaffungskosten der betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände zur Ermittlung des Gebrauchswerts der betrieblichen Substanz herangezogen, von dem die Schulden mit dem Übernahmebetrag abgezogen werden müssen. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen wird zum Liquidationswert angesetzt. Hier werden zumindest teilweise auch die immateriellen Vermögensgegenstände erfaßt, vorausgesetzt, daß diese bilanziert sind (Teilrekonstruktionswert). Die Wertermittlung bei nicht bilanzierten und insbesondere bei immateriellen Vermögensgegenständen gestaltet sich in der Praxis aber äußerst schwierig. Der Geschäftswert bzw. Goodwill wird regelmäßig nicht berücksichtigt, da er zum einen nicht selbständig verkehrsfähig ist und sich zum anderen als Differenz zwischen Unternehmenswert und Substanzwert ergeben würde. Daher kommt dem Wiederbeschaffungswert keine eigenständige Bedeutung bei der Unternehmensbewertung zu. Allerdings könnte der Wiederbeschaffungswert als mögliche Preisobergrenze beim Unternehmenskauf betrachtet werden, da der Käufer eventuell die Errichtung eines neuen Unternehmens als vorteilhafter ansehen könnte, wenn der Wiederbeschaffungswert unter dem Kaufpreis liegt. Praktische Relevanz erlangten die Substanzwertverfahren in Kombinationsmethoden wie dem Stuttgarter Verfahren, bei dem der Substanzwert mit dem Ertragswert kombiniert wird. Hierbei handelt es sich um ein steuerliches Schätzverfahren zur Bewertung von Anteilen nicht börsennotierter Kapitalgesellschaften. Hilfsweise wurde auch bei der Preis- bzw. Wertfindung von Unternehmen in den neuen Bundesländern auf dieses Verfahren zurückgegriffen, da ein Ertragswert aufgrund von Problemen in Bezug auf die Vergangenheitsanalyse und der Unsicherheit der zukünftigen Entwicklung häufig nicht ermittelbar war.

Ertragswertorientierte Verfahren

Im Gegensatz zu den substanzwertorientierten Verfahren wird hier nicht das Unternehmen als Gegenstand, sondern die zukünftigen Ertragsaussichten aus dessen operativer Tätigkeit bewertet. Daher werden ausschließlich die Zahlungsströme betrachtet, die dem Käufer bzw. Investor in Folge der Transaktion, also dem Unternehmenskauf, zufließen. Grundlegend für diese Verfahren ist die Prognose der

zukünftig entziehbaren Überschüsse und die Berechnung deren Barwerte durch Abdiskontierung auf den Bewertungszeitpunkt. Damit sind die Zahlungsströme vergleichbar und können zu einem Gesamtwert summiert werden. Die Entscheidung für bzw. gegen den Unternehmenskauf basiert also auf einem Alternativenvergleich mit einer risikoäquivalenten Anlagemöglichkeit bzw. deren Rendite.

Daraus ergeben sich für alle ertragswertorientierten Verfahren Probleme bei der Definition und Prognose zukünftiger Erträge, sowie bei der Bestimmung des Diskontierungszinssatzes. Für die Prognose der Erträge ist eine umfangreiche Informationsbeschaffung und deren Auswertung notwendig. Grundsätzlich kann dabei auch auf Instrumente der strategischen Planung und des modernen Controllings zurückgegriffen werden. Zu berücksichtigen sind auch subjektive Einflußfaktoren des potentiellen Käufers, welche teilweise schon in die Prognose der zukünftigen Erträge einfließen. Als Diskontierungszinssatz ist aus den vorhandenen Marktdaten ein risikoadjustierter Zinssatz zu bestimmen, der die Übernahmen von unternehmerischen Risiken entlohnt. Da in diesem Zusammenhang zukünftige Risiken stärker gewichtet werden als zukünftige Chancen, spricht die Theorie auch von Risikoaversion.

Variieren die prognostizierten Erträge nicht in den einzelnen Perioden, sondern bleiben über den gesamten Betrachtungszeitraum konstant, wird auch von einer (ewigen) Rente gesprochen. Auch solch ein unendlicher Strom an Erträgen kann relativ leicht in einen Barwert überführt werden.

Formale Bestimmung des Ertragswerts

$$\text{Ertragswert} = \sum_{t=1}^{T=\infty} \frac{\text{Ertrag}_t}{(1+i)^t}$$

t = Zeitindex

i = Diskontierungszinssatz

Der Ertragswert entspricht also der Summe einer unendlichen (∞) Reihe von abdiskontierten zukünftigen Erträgen.

Beispiel:

Eine jährliche Rente in Höhe von € 500 über einen Zeitraum (T) von 5 Jahren soll bei einem Diskontierungszinssatz (i) von 10 % in einen Barwert überführt werden.

$$\begin{aligned} & \frac{500_1}{1,1^1} + \frac{500_2}{1,1^2} + \frac{500_3}{1,1^3} + \frac{500_4}{1,1^4} + \frac{500_5}{1,1^5} \\ &= \frac{500}{1,1} + \frac{500}{1,21} + \frac{500}{1,331} + \frac{500}{1,4641} + \frac{500}{1,61051} \\ &= 454,55 + 413,22 + 375,66 + 341,51 \\ &+ 310,46 = 1.895,40 \end{aligned}$$

In der allgemeinen Schreibweise:

$$\Rightarrow \sum_{t=1}^{T} \frac{\text{Ertrag}_t}{(1+i)^t}$$

Durch Umformung ergibt sich folgendes:

$$\Rightarrow \frac{\text{Ertrag}}{i} \times \left[1 - \frac{1}{(1+i)^T} \right]$$

Hier ist nun zu erkennen, daß die Formel weiter vereinfacht werden kann, wenn T unendlich groß wird, da der Term in der eckigen Klammer Eins wird.

$$\Rightarrow \frac{\text{Ertrag}}{i}$$

Ertragswertverfahren nach IDW

Aufgrund seiner rechtlichen Akzeptanz war das Ertragswertverfahren nach IDW lange Zeit das dominierende Verfahren zur Unternehmensbewertung in Deutschland. Es basiert auf den vom Hauptfachausschuß (HFA) des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) herausgegebenen Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen und stellt ein eher finanzielles Bewertungskalkül dar. Bei den von Wirtschaftsprüfern angefertigten Prüfungsberichten im Rahmen von Verschmelzungen findet dieses Verfahren auch heute noch regelmäßig Anwendung, um das Tauschverhältnis der Anteile formal zu bestimmen. Grundlehrend für dieses Verfahren ist die Annahme, daß das Unternehmen so weitergeführt wird, wie es die derzeitige Strategie vorsieht, und eine Vollausschüttung des bilanziellen Gewinns erfolgt. Damit soll ein objektivierter Unternehmenswert ermittelt werden, der unabhängig von möglichen Synergien oder besseren Managementfähigkeiten des potentiellen Käufers ist. Deshalb wird auch von einer Stand-Alone-Bewertung (»wie es steht und liegt«) gesprochen. Liegen dem Verkäufer keine Anhaltspunkte für das Synergiepotential oder eine Strategieänderung vor, kann er die Stand-Alone-Bewertung als Wertuntergrenze heranziehen, da dieser Wert dem Zahlungsstrom entspricht, der ihm bei Weiterführung des Unternehmens zustehen würde. Die Berechnung des Ertragswert nach IDW erfolgt dabei in drei Schritten:

1. Schritt	Prognose der zukünftigen ausschüttbaren Erträge
2. Schritt	Bestimmung des Diskontierungszinssatzes
3. Schritt	Diskontierung der erwarteten Erträge

Wenn der Wirtschaftsprüfer nicht als neutraler Gutachter, sondern als Berater fungiert, können anschließend einzelfallbezogene Aspekte wie echte Synergien (die nur mit einem bestimmten Partner zu realisieren sind) oder Strategieänderungen durch den Käufer berücksichtigt werden, um einen sogenannten Entscheidungswert im Rahmen der subjektiven Unternehmensbewertung zu bestimmen. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen muß in jedem Fall separat bewertet werden.

Prognose der zukünftigen ausschüttbaren Erträge

Der beim Ertragswertverfahren nach IDW gesuchte Wert des Eigenkapitals ergibt sich durch Diskontierung der zukünftig an den Unternehmenseigner ausschüttbaren Erträge. Da diese Erträge langfristig erzielbar sein sollen, sind außer-

ordentliche und periodenfremde Erträge nicht zu berücksichtigen. Dazu wird der bilanzielle Gewinn nach Bedienung der Fremdkapitalgeber und nach der bei anteiliger Fremdfinanzierung zu zahlenden Steuer herangezogen.

Da die ausschüttbaren Erträge nicht immer dem bilanziellen Gewinn entsprechen, müssen Modifikationen vorgenommen werden. Dabei ist vor allem eine Finanzbedarfsplanung notwendig, mit deren Hilfe die aus der Vollausschüttung resultierende Kreditaufnahme bzw. die mögliche Kredittilgung bestimmt wird. Zuerst werden wachstumsbedingte Zahlungsströme ermittelt, die nicht der GuV (Gewinn- und Verlust-)Rechnung zu entnehmen sind wie bspw. Erweiterungsinvestitionen oder zusätzliche Kapitalbindung bei Erhöhung des Umlaufvermögens. Aufgrund dieser Zahlungsströme und der Angaben aus der GuV-Rechnung ergibt sich dann die Mitteldeckung aus der Innenfinanzierung und der Mittelbedarf, der aus Auszahlungen besteht, die nicht dem Aufwand entsprechen. Der Saldo zwischen Mittelbedarf und Mitteldeckung ergibt dann die notwendige Kreditaufnahme bzw. die mögliche Kredittilgung, die im Folgejahr jeweils zu veränderten Zinsergebnissen führt. Diese veränderten Zinsergebnisse müssen in den Plan-GuV-Rechnungen berücksichtigt werden. Erst dann entspricht der bilanzielle Gewinn auch dem ausschüttbaren Ertrag und die Vollausschüttungshypothese ist erfüllt. Ein eventueller Mittelbedarf kann auch über den Verkauf von liquiden Mitteln (z.B. Wertpapiere) ausgeglichen werden. Bei einem Mittelüberhang kann der Kauf von liquiden Mitteln (z.B. Wertpapiere) die Kredittilgung ersetzen. In jedem Fall ändert sich aufgrund der Modifikation die Bilanzstruktur mit entsprechenden Auswirkungen auf die Eigenkapitalquote. Außerdem sind die Erträge um außerordentliche, gesellschafterspezifische (z.B. nicht gezahlter Unternehmerlohn), sowie Effekte aus bilanzpolitischen Maßnahmen zu bereinigen. Die Aufwendungen bzw. Erträge des nicht betriebsnotwendigen Vermögens werden ebenfalls nicht berücksichtigt, da das nicht betriebsnotwendige Vermögen separat bewertet wird. Als typisierte persönliche Einkommenssteuer wird in der Praxis ein Satz von 35 % angesetzt. Für einen überschaubaren Zeitraum von ca. fünf Jahren werden die ausschüttbaren Erträge aufgrund von Planbilanzen, Plan-GuV-Rechnungen und Finanzbedarfsplänen detailliert prognostiziert. Nach der Detailplanungsphase sind fundierte Prognosen kaum noch möglich. Deshalb

Umsatzerlöse
- Materialaufwand
- Personalaufwand (inkl. Altersvorsorge)
- sonstige betriebliche Aufwendungen
- Abschreibungen
- Zinsaufwand (bereinigt)
- Unternehmenssteuern
= Gewinn
- Persönliche Einkommenssteuer
= Bewertungsrelevanter Ertrag

wird ein sogenannter Fortführungswert auf Basis einer ewigen Rente ermittelt, wie weiter oben dargestellt wurde.

Bestimmung des Diskontierungszinssatzes

Um die zukünftigen Erträge auf den Bewertungszeitpunkt zu diskontieren wird ein Kapitalisierungszinssatz benötigt. Dadurch wird auch die Anlagealternative des potentiellen Käufers abgebildet. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich beim Ertragswertverfahren nach IDW aus einem Basiszinssatz und einem Risikozuschlag zusammen. Für den Basiszinssatz, der eine risikolose Analagealternative abbilden soll, wird i.d.R. der durchschnittliche Zinssatz inländischer öffentlicher Anleihen verwendet. Nach Möglichkeit sollte die Anleihe eine identische Laufzeit wie das zu bewertende Objekt aufweisen. Da bei der Unternehmensbewertung aber von einer unendlichen Laufzeit ausgegangen wird, ist als Annäherung der Durchschnittswert der Zinssätze langfristiger öffentlicher Anleihen zu berücksichtigen, damit extrem niedrige bzw. hohe Zinssätze ausgeschlossen werden können. Der Risikozuschlag soll zur angemessenen Berücksichtigung von operativen und Kapitalstrukturrisiken beitragen. Hier handelt es sich um eine einzelfallbezogene Risikoeinschätzung, die zu sehr kontroversen Diskussionen führen kann. Ein erster Anhaltspunkt sind durchschnittliche Risikozuschläge des Gesamtmarkts oder der Branche. Sogar in der Rechtsprechung bewegen sich die als angemessen erachteten Risikozuschläge in einer Bandbreite zwischen 0,5 und 4 %. Dieses Spannungsfeld wird auch immer wieder als Schwachpunkt des Ertragswertverfahren nach IDW kritisiert. Die Risikozuschläge werden häufig als »aus der Luft gegriffen« bezeichnet und können selten dem Objektivitätsanspruch des Ertragswertverfahrens nach IDW gerecht werden. Da die zukünftigen Erträge schon um die persönliche Einkommenssteuer des Unternehmenseigners gekürzt wurden, ist nun auch der Kapitalisierungszinssatz um den Einkommenssteuersatz zu bereinigen.

Formale Bestimmung des Kapitalisierungs- bzw. Diskontierungszinssatzes

$$i = (r_f + z) \times (1 - s)$$

i = Diskontierungszinssatz

r_f = risikoloser Zinssatz

z = Risikozuschlag

s = persönlicher Steuersatz

Vor allem aus der Vollausschüttungsannahme und deren Implikation für die Eigenkapitalquote resultieren weitere Probleme, da sich im Zeitverlauf das Kapitalstrukturrisiko entsprechend ändert, aber keine Anpassung des Diskontierungszinssatzes vorgenommen wird.

Ein Beispiel zur Diskontierung der erwarteten Erträge

Plan-GuV-Rechnungen					
in Mio. €	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	ewige Rente
Umsatzerlöse	592	733	805	894	992
Materialaufwand	316	392	431	479	533
Personalaufwand	129	159	176	194	213
sonstige betriebliche Aufwendungen	71	93	102	113	126
Abschreibungen	14	11	12	12	11
Zinsaufwand	6	6	6	6	6
Unternehmenssteuern	22	28	30	35	40
Gewinn	34	44	48	55	63
Zahlungsströme (nicht aus der GuV ersichtlich)					
in Mio. €	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	ewige Rente
Investitionen ins Anlagevermögen	0	76	5	5	6
Erhöhung des Umlaufvermögens	- 10	35	19	22	24
Erhöhung der Verbindlichkeiten LuL	4	11	6	7	8
Erhöhung der Rückstellungen	8	10	6	7	8
Finanzbedarfsrechnungen					
in Mio. €	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	ewige Rente
Abschreibungen	14	11	12	12	11
Zuführungen zu Rückstellungen	8	10	6	7	8
Erhöhung der Verbindlichkeiten LuL	4	11	6	7	8
Mitteldeckung durch Innenfinanzierung	26	32	24	26	27
Investitionen ins Anlagevermögen	0	76	5	5	6
Erhöhung des Umlaufvermögens	- 10	35	19	22	24
Mittelbedarf der nichtaufwandsgleichen Zahlungen	- 10	111	24	27	30
Mittelbedarf/-überhang	36	- 79	0	- 1	- 3
Anpassung der Zinszahlungen					
in Mio. €	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	ewige Rente
Kreditaufnahme/-tilgung	36	- 79	0	- 1	- 3
Zinsanpassung bei einem Zinssatz von 8,5 %	0	3	- 4	- 4	- 4
Ertragswertverfahren nach IDW					
in Mio. €	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	ewige Rente
Umsatzerlöse	592	733	805	894	992
Materialaufwand	316	392	431	479	533
Personalaufwand	129	159	176	194	213
sonstige betriebliche Aufwendungen	71	93	102	113	126
Abschreibungen	14	11	12	12	11
Zinsaufwand	6	3	10	10	10
Unternehmenssteuern	22	28	30	35	40
Gewinn	34	47	44	52	52
persönliche Einkommenssteuer	12	17	15	18	18
Bewertungsrelevanter Ertrag	22	31	29	34	34
Ewige Rente					543
Barwerte	21	27	24	26	427
Ertragswert (Summe der Barwerte)					526
Basiszinssatz					6,0 %
Risikozuschlag					3,5 %
Berücksichtigung der Einkommenssteuer					9,5 %
Kapitalisierungzinssatz (i)					6,2 %

Discounted Cash Flow Methoden

Im Gegensatz zum Ertragswertverfahren nach IDW basieren die Discounted Cash Flow Methoden auf Zahlungsströmen und nicht auf (bilanziellen) Gewinnen. Sie sind international weit verbreitet und werden deshalb vor allem bei grenzüberschreitenden Transaktionen eingesetzt. Nach den neuesten Veröffentlichungen werden diese Methoden nun auch vom Institut der Wirtschaftsprüfer neben dem Ertragswertverfahren nach IDW anerkannt. Generell bestehen die DCF-Methoden ähnlich wie das Ertragswertverfahren nach IDW aus drei Hauptbestandteilen. Zuerst sind die bewertungsrelevanten zukünftigen Cash Flows zu ermitteln. Danach muß ein sinnvoller Kapitalisierungszinssatz bestimmt werden, um anschließend die Cash Flows zu diskontieren. Hierbei handelt es sich um dieselbe Vorgehensweise wie vorher unter der Barwertermittlung beispielhaft beschrieben.

Formale Bestimmung des DCF-Werts

$$\text{DCF-Wert} = \sum_{t=1}^{T=\infty} \frac{\text{Cash Flow}_t}{(1 + i)^t}$$

t = Zeitindex

i = Diskontierungszinssatz

Die Bestimmung der bewertungsrelevanten Cash Flows und der entsprechenden Diskontierungszinssätze ist nun abhängig von der angewandten DCF-Methode. In Abbildung 4 sind die drei unterschiedlichen Ansätze in ihren Grundzügen dargestellt.

Abbildung 4: Die drei DCF-Ansätze

	Equity-Ansatz	Entity- oder (WACC)-Ansatz	APV-Ansatz
<i>bewertungsrelevante Zahlungsströme</i>	Freier Cash Flow nach Zins- und Steueraufwand (unter Berücksichtigung des Steuervorteils aus anteiliger Fremdfinanzierung)	Freier Cash Flow vor Zinsaufwand und nach Steuern (unter Annahme der reinen Eigenfinanzierung)	a) Wie bei Entity-Ansatz b) Separat die periodischen Steuervorteile aus anteiliger Fremdfinanzierung
<i>zu verwendender Diskontierungszinssatz</i>	Kapitalisierungszinssatz auf Grundlage der Eigenkapitalkosten bei anteiliger Fremdfinanzierung	Kapitalisierungszinssatz auf Grundlage der durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten	a) Kapitalisierungszinssatz auf Grundlage der Eigenkapitalkosten (unter Annahme der reinen Eigenfinanzierung) b) Risikoloser Fremdkapitalzinssatz
<i>Berücksichtigung des Steuervorteils aus anteiliger Fremdfinanzierung</i>	Erfolgt bei der Berechnung der freien Cash Flows	Erfolgt bei der Ermittlung des Diskontierungszinssatzes	Wertbeitrag der Finanzierung wird separat ermittelt
<i>Ermittlung des Eigenkapitalwertes</i>	Direkte Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals	Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes, von dem der Wert des Fremdkapitals abgezogen werden muß	Stufenweise Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes und Abzug des Fremdkapitalwertes

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Richter, Frank:

Konzeption eines marktwertorientierten Steuerungs- und Monitoringsystems, 1996, S. 34.

Beim Equity-Ansatz wird der »Cash Flow to Equity«, also der Zahlungsstrom an die Eigenkapitalgeber als bewertungsrelevanter Cash Flow herangezogen. In diesem Fall entspricht der Diskontierungszinssatz den Eigenkapitalkosten. Diese können wie beim Entity-Ansatz auch über das Capital Asset Pricing Model (CAPM), ein aus der Kapitalmarkttheorie entlehntes Modell zur Renditebestimmung, hergeleitet werden, welches später kurz dargestellt wird. Als Ergebnis ergibt sich direkt der Wert des Eigenkapitals. Unter Voraussetzung gleicher Annahmen entspricht das Ergebnis des Equity-Ansatzes dem des Ertragswertverfahrens nach IDW.

Der im folgenden näher vorgestellte Entity-Ansatz (auch WACC-Ansatz genannt) zieht bei der Cash Flow Berechnung die an alle Kapitalgeber ausschüttbaren Cash Flows heran und unterstellt damit zuerst eine vollständige Eigenfinanzierung des Unternehmens. Daher muß der Einfluß der Kapitalstruktur im Diskontierungszinssatz abgebildet werden, wozu die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (WACC = Weighted Average Cost of Capital) herangezogen werden. Da dies im Ergebnis zum Unternehmensgesamtwert führt, muß noch der Wert des Fremdkapitals abgezogen werden, um zu dem Wert des Eigenkapitals zu gelangen.

Bei dem APV-Ansatz (Adjusted Present Value) handelt es sich um eine stufenweise Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes. Im ersten Schritt wird der Unternehmenswert bei fiktiver reiner Eigenfinanzierung ermittelt. Danach wird dieser Wert um den Wert der Steuervorteile bei anteiliger Fremdfinanzierung und den Wert einer optimalen Ausschüttungspolitik adjustiert. Anschließend erfolgt auch hier der Abzug des Fremdkapitals um zum Wert des Eigenkapitals zu gelangen.

Die freien Cash Flows beim Entity-Ansatz

Ausgehend vom EBIT (Earnings before Interest and Tax), der dem operativen Gewinn vor Steuern bzw. dem Betriebsergebnis aus der Gewinn- und Verlustrechnung entspricht, wird der freie Cash Flow ermittelt.

Die fiktiven Unternehmenssteuern belaufen sich auf 38,65 % vom EBIT und ergeben sich als durchschnittlicher Gewerbeertragssteuersatz für ein völlig eigenfinanziertes Unternehmen unter Annahme eines gemeindespezifischen Hebesatzes von 400 % der definitiven Körperschafts-

EBIT
- fiktive Ertragssteuern
+ Abschreibungen
+/- Zuführungen bzw. Auflösung von Rückstellungen
+/- Erhöhung bzw. Reduktion des Nettoumlauvermögens
- Investitionen in Sachanlagen
= Freier Cash Flow

Formale Bestimmung des Unternehmenssteuersatzes

$$s = s_g + (1 - s_g) \times s_k + (1 - s_g) \times s_k \times s_s$$

mit s_g = Gewerbeertragssteuern

$$\left(= s = \frac{\text{Hebesatz} \times 5 \%}{1 + \text{Hebesatz} \times 5 \%} = \frac{400 \% \times 5 \%}{1 + 400 \% \times 5 \%} = 16,67 \% \right)$$

s_k = Körperschaftssteuer = 25 %

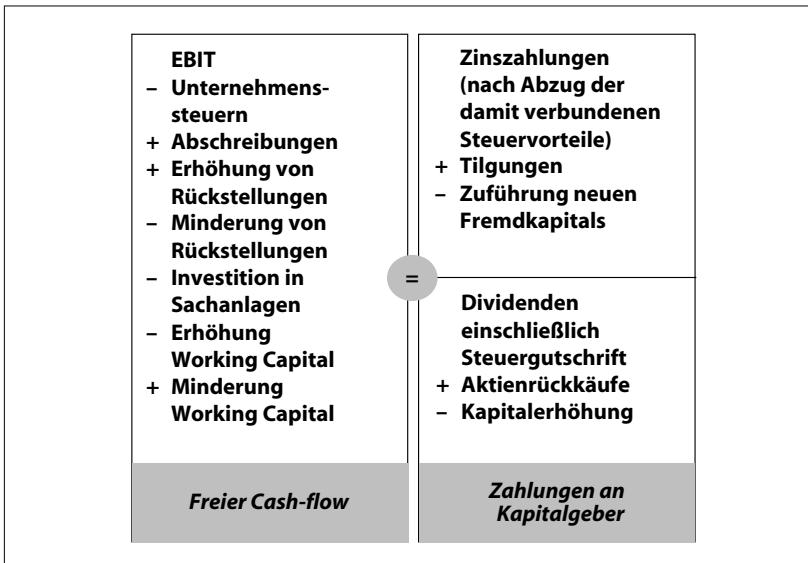
s_s = Solidaritätszuschlag = 5,5 %

$s_g = 38,65 \%$

steuer in Höhe von 25 % und dem Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 %.

Abschreibungen sind ebenfalls der Gewinn- und Verlustrechnung zu entnehmen. Die Veränderung von Rückstellungen (vor allem für Pensionen) lässt sich aus den Bilanzen in Verbindung mit der GuV-Rechnung ermitteln. Veränderungen des Nettoumlauvermögen (oder auch »Working Capital« genannt) ergeben sich aus den folgenden Bilanzpositionen: Vorräte, Forderungen, flüssige Mittel, kurzfristige Verbindlichkeiten. Wobei die Erhöhung von Vorräten, Forderungen und flüssigen Mitteln zu einer Erhöhung des Working Capitals führt und ein Ansteigen der kurzfristigen Verbindlichkeiten das Working Capital verringert. Investitionen in Sachanlagen (hier wird auch häufig der englische Begriff »Capital Expenditures« verwendet) ergibt sich aus der Summe von Abschreibungen (aus der GuV-Rechnung) und der Veränderung der Bilanzposition Sachanlagevermögen. Eine Überprüfung der so ermittelten freien Cash Flows kann über den Vergleich mit den Zahlungen an Kapitalgeber erfolgen. Dazu ist der in Abbildung 5 dargestellter Zusammenhang zu beachten.

Abbildung 5: Der freie Cash Flow entspricht den Zahlungen an alle Kapitalgeber



Quelle: Richter, Frank: Unternehmensbewertung, in: Picot, Gerhard (Hrsg.):
Handbuch Mergers & Acquisitions, 2000, S.281.

Die Detailplanungsphase

In der Regel werden für fünf bis sieben Jahre sowohl die Bilanzen als auch die GuV-Rechnungen geplant. In diesem Zusammenhang wird auch der Begriff »Businessplan« verwendet. Der Businessplan basiert auf den Einschätzungen des Managements, die mit Hilfe von Branchenprognosen validiert werden können. Generell ist in diesem Rahmen der Einsatz von geschäftsspezifischen Werttreibermödellen möglich und sinnvoll. Dabei wird häufig auch auf statistische Planungsinstrumente wie die Dekomposition oder die Segmentierung zurückgegriffen. Durch die Planung von GuV-Rechnungen und Bilanzen kann bereits eine erste Plausibilitätsprüfung erfolgen. So ist bspw. ein starkes Umsatzwachstum kaum möglich, ohne zusätzliche Erweiterungsinvestitionen. Außerdem erhöht sich mit steigendem Umsatz in der Regel auch das Working Capital und vor allem der Bestand an Vorräten und Forderungen. Letztlich bleibt aber die Planung der zukünftigen Cash Flows eine der schwierigsten und zugleich wichtigsten Aufgaben bei der Erstellung einer Unternehmensbewertung. Daher hängt die Länge der Detailplanungsphase auch von der Verfügbarkeit qualitativ geeigneten Datenmaterials ab. Der Bewerter sollte sich auf keinen Fall dazu verleiten lassen, durch möglichst lange De-

tailplanungsphasen eine Scheingenauigkeit herzustellen. Eine gründliche Analyse der Vergangenheit in Bezug auf die Entwicklung des Unternehmens kann erste Ansatzzpunkte für die Entwicklung von Prognosen liefern. Da die DCF-Methode der Residualtheorie folgt, ist die Realisierung einer optimalen Investitions- und Finanzierungsstrategie möglich. Damit werden bei den DCF-Methoden auch die Ausschüttungssperren überwunden, die bei der Ertragswertmethode nach IDW dazu führen, daß Zahlungsmittelüberschüsse zur Kredittilgung oder zum Erwerb liquider Mittel genutzt werden müssen.

Der Fortführungswert

Nach der Detailplanungsphase erfolgt aufgrund der steigenden Unsicherheit in Bezug auf die Datenbasis keine explizite Prognose der freien Cash Flows mehr. Da das zu bewertende Unternehmen aber auch nach der Detailplanungsphase einen Wert besitzt, muß ein sogenannter Fortführungswert (auch als »Terminal Value« bezeichnet) ermittelt werden, der alle Cash Flows berücksichtigt, die das Unternehmen nach der Detailplanungsphase erzielt. Dabei ist davon auszugehen, daß das Unternehmen eine unendliche Lebensdauer besitzt. Der Fortführungswert macht häufig einen hohen Anteil (50 bis 75 %) am Unternehmenswert aus, weshalb er von großer Bedeutung für den Bewertungsprozeß ist. Generell gibt es zwei Möglichkeiten, diesen Fortführungswert zu ermitteln. Die erste Methode geht von einem Verkauf des Unternehmens nach der Detailplanungsphase aus und bewertet das Unternehmen mit einem sogenannten »Exit-Multiple«. Diese Methode wird konzeptionell im Abschnitt über vergleichswertorientierte Verfahren erläutert. Die zweite Methode basiert auf dem Konzept der ewigen Rente und ist in der Praxis weit häufiger anzutreffen. Grundlegend entspricht die ewige Rente dem Modell, welches weiter oben beschrieben ist. Unter Annahme eines ewig gleichbleibenden freien Cash Flows kann die einfache Rentenbarwertformel herangezogen werden. Dabei wird der freie Cash Flow der letzten Detailplanungsperiode fortgeschrieben.

Formale Bestimmung des Fortführungswerts

$$FFW = \frac{\text{Freier Cash Flow}_T}{i}$$

T = letztes Jahr der Detailplanungsphase
i = Diskontierungszinssatz

Eine weitere Möglichkeit besteht in der Annahme, daß der freie Cash Flow jährlich mit einer konstanten Rate wächst. Bei dem Wachstumsmodell muß die Rentenformel entsprechend ergänzt werden. Voraussetzung für die Anwendung dieses Wachstumsmodells ist die Bedingung, daß der Diskontierungszinssatz (i), also die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten größer sind als die konstante Wachstumsrate (g). In der Praxis

wird g häufig mit der erwarteten Inflationsrate gleichgesetzt.

Im Gegensatz zu den beiden bisher vorgestellten Modellen berücksichtigt das sogenannte Werttreibermodell die Reinvestitionsrendite unter Annahme einer ewig konstanten Wachstumsrate.

Zwischen der Reinvestitionsrendite (r) und dem Diskontierungszinssatz (i) (also den Kapitalkosten) gibt es folgenden Zusammenhang, der die Vorteilhaftigkeit von Erweiterungsinvestitionen wiederspiegelt:

Formale Bestimmung des FFW bei konstantem Wachstum

$$FFW = \frac{\text{Freier Cash Flow}_T \times (1 + g)}{i - g}$$

T = letztes Jahr der Detailplanungsphase

i = Diskontierungszinssatz

g = konstante jährliche Wachstumsrate

Formale Bestimmung des FFW mit Werttreibermodell

$$\text{Operatives Ergebnis nach Steuern}_T \times \frac{(1 - g)}{i - g}$$

T = letztes Jahr der Detailplanungsphase

i = Diskontierungszinssatz

g = konstante jährliche Wachstumsrate

r = Reinvestitionsrendite

	Erläuterung	Bezeichnung	Fazit
$i < r$	Unternehmen erzielt mit Erweiterungsinvestitionen Überrenditen.	Wertsteigerndes Wachstum.	Je höher g ist, desto höher ist der Fortführungswert.
$i = r$	Unternehmen erzielt mit Erweiterungsinvestitionen gerade die Kapitalkosten.	Wertneutrales Wachstum.	Wachstum hat keinen Einfluß auf den Fortführungswert.
$i > r$	Unternehmen erzielt mit Erweiterungsinvestitionen nicht mal die Kapitalkosten.	Wertreduzierendes Wachstum.	Je höher g ist, desto niedriger ist der Fortführungswert.

Wird ein intensiver Wettbewerb vorausgesetzt, kann ein Unternehmen langfristig keine Renditen erwirtschaften, die über den Kapitalkosten liegen (Grenzerlöse = Grenzkosten). Bei dieser Annahme ($i = r$) läßt sich das Modell weiter vereinfachen.

Unabhängig von dem verwendeten

Modell zur Bestimmung des Fortführungswertes muß dieser anschließend auf den Bewertungstichtag abdiskontiert werden.

Formale Bestimmung des FFW mit Werttreibermodell (Annahme: $i = r$)

$$\text{Operatives Ergebnis nach Steuern}_T \times \frac{(1 + g)}{i}$$

T = letztes Jahr der Detailplanungsphase

i = Diskontierungszinssatz

g = konstante jährliche Wachstumsrate

Die Kapitalkosten

Als Diskontierungszinssatz werden bei der Entity-Methode die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten angesetzt, daher wird diese Methode auch WACC (Weighted Average Cost of Capital)-Ansatz genannt. Dabei werden zuerst die Kosten für das Eigenkapital und das Fremdkapital getrennt bestimmt und anschließend mit dem jeweiligen Anteil am Marktwert des Gesamtkapitals gewichtet.

Zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten k_e wird das CAPM (Capital Asset Pricing Model) aus der Kapitalmarktentheorie herangezogen. Dabei wird das Verhältnis zwischen Rendite und Risiko einer Anlage unter Annahme risikoaverser Investoren analysiert. Unter Risikoaversion ist zu verstehen, daß die Investoren bei größerem Risiko der Anlage auch eine höhere Rendite fordern. Die vom Investor geforderte Rendite ergibt sich daher aus dem Zinssatz für risikolose Anlagen zuzüglich einer Risikoprämie für das Unternehmensrisiko.

Der risikolose Zinssatz (r_f) kann dabei unter der Annahme, daß die Bundesrepublik Deutschland nicht zahlungsunfähig wird, aus langfristigen Bundesanleihen abgeleitet werden. Als Basis zur Ermittlung der Marktrendite (r_m) wird häufig auf eine Indexrendite wie z.B. den DAX (Deutscher Aktien Index) zurückgegriffen. Allerdings existieren zahlreiche Studien zur Ermittlung von Risikoprämien ($r_m - r_f$), aus denen ein Durchschnittswert von 4 bis 6 % abgeleitet werden kann. Der sogenannte Beta (β)-Faktor gibt an, wie sich die Unternehmensrendite im Vergleich zur Marktrendite entwickelt. Folgender Zusammenhang ist dabei gegeben:

Formale Bestimmung des Fortführungsbarwerts

$$FFBW = FFW \times \frac{1}{(1 + i)^T}$$

T = letztes Jahr der Detailplanungsphase
i = Diskontierungszinssatz

Formale Bestimmung des WACC

$$WACC = k_e \times \frac{EK}{GK} + k_f \times (1 - s) \times \frac{FK}{GK}$$

k_e = Kosten des Eigenkapitals

k_f = Kosten des Fremdkapitals

s = Unternehmenssteuersatz

EK = Marktwert des Eigenkapitals

FK = Marktwert des Fremdkapitals

GK = EK + FK = Marktwert des Gesamtkapitals

Formale Bestimmung der Kosten des EK

$$k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

r_f = risikoloser Zinssatz

r_m = Marktrendite

$(r_m - r_f)$ = Risikoprämie

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_f, r_m)}{\sigma_{r_m}}$$

$\text{cov}(r_f, r_m)$ = Kovarianz von Unternehmensrendite und Marktrendite

σ_{r_m} = Varianz der Marktrendite

	$\beta < 1$ (z.B. 0,8)	$\beta = 1$	$\beta > 1$ (z.B. 1,2)
Marktrendite steigt (z.B. um 15 %)	Unternehmensrendite steigt, aber nicht so stark (z.B. um 12 %)	Unternehmensrendite steigt gleich stark an (z.B. um 15 %)	Unternehmensrendite steigt noch stärker (z.B. um 18 %)
Marktrendite sinkt (z.B. um 20 %)	Unternehmensrendite sinkt, aber nicht so stark (z.B. um 16 %)	Unternehmensrendite sinkt gleich stark ab (z.B. um 20 %)	Unternehmensrendite sinkt noch stärker (z.B. um 24 %)
Fazit	Unternehmensrisiko ist im Vergleich zum Gesamtmarktrisiko geringer	Unternehmensrisiko entspricht dem Gesamtmarktrisiko	Unternehmensrisiko ist im Vergleich zum Gesamtmarktrisiko höher

Versorgungsunternehmen und Lebensmittelproduzenten haben typischerweise Betafaktoren kleiner eins ($\beta < 1$), da diese Branchen sehr stabil auf der Absatzseite sind und ihre Geschäftstätigkeit wenig von der Gesamtkonjunktur abhängt. Der Maschinenbau sektor hat dagegen einen Betafaktor von ca. eins, da hier der Gesamtmarkt starken Einfluß auf das Geschäft nimmt. Befindet sich die Wirtschaft in einem Aufschwung, machen die Unternehmen mehr Umsatz, bauen Lagerbestände ab und benötigen neue Maschinen zur Kapazitätsausweitung, was den Maschinenbau anregt. Branchen mit einem Betafaktor größer eins ($\beta > 1$) sind bspw. die Automobilbranche und Hersteller von Elektronikgeräten.

Unter der Annahme, daß künftig die gleichen Zusammenhänge gelten kann der Betafaktor mittels Regressionsanalyse aus den historischen Daten gewonnen oder über einen Informationsdienstleister (z.B. BARRA International oder Bloomberg) bezogen werden. Für nicht börsennotierte Unternehmen werden Branchenbetas oder der Betafaktor eines vergleichbaren Unternehmens als Näherungswerte verwendet. Dabei ist darauf zu achten, daß die Betafaktoren an die Finanzierungsstruktur des zu bewertenden Unternehmens angepaßt werden müssen. Der Betafaktor des vergleichbaren Unternehmens muß daher zuerst in einen Betafaktor umgerechnet werden, der eine reine Eigenfinanzierung des Unternehmens unterstellt. Dieser Betafaktor wird auch als »unlevered Beta« (β_u) bezeichnet und kann anschließend auf die jeweilige Kapitalstruktur an-

Formale Bestimmung des unlevered Beta

$$\beta_u = \frac{\beta}{\left(1 + (1 - s) \frac{FK}{EK}\right)}$$

β_u = Betafaktor bei reiner Eigenfinanzierung

β_v = empirisches Beta des vergleichbaren Unternehmens

s = Unternehmenssteuersatz

FK = Marktwert des Fremdkapitals

EK = Marktwert des Eigenkapitals

gepaßt werden. Bei dem an die Kapitalstruktur angepaßtem Betafaktor wird auch vom »levered Beta« (β_v) gesprochen.

Zur Ermittlung des Fremdkapitalzinssatzes (k_f) kann der durchschnittliche Fremdkapitalzinssatz der zinstragenden Verbindlichkeiten aus der Bilanz herangezogen werden. Alternativ kann basierend auf der Bundesbankstatistik ein Fremdkapitalzinssatz aus risikolosem Zinssatz zuzüglich Risikoprämie geschätzt werden. Dieser Fremdkapitalzinssatz ist anschließend um den Steuervorteil aus anteiliger Fremdfinanzierung ($1 - s$) zu korrigieren, da Zinsen von der Steuerbemessungsgrundlage abzugsfähig sind. Ein Spezialfall sind in diesem Zusammenhang Dauerschulden, die bei der Gewerbesteuer nur zur Hälfte abzugsfähig sind. Der Unternehmenssteuersatz für die Ermittlung des Steuervorteils bei Dauerschulden beträgt daher 32,5 %. Dadurch kommt der relative Vorteil der (anteiligen) Fremdfinanzierung zum Ausdruck.

Um den Marktwert des Fremdkapitals (FK) zu bestimmen, wird als Annäherung der Bilanzwert der zinstragenden Verbindlichkeiten verwendet. Eine Korrektur ist allerdings bei starken Zinsschwankungen notwendig bzw. wenn die Zinszahlungen für das Fremdkapital erheblich von den aktuell üblichen Zinsen abweicht.

Der Marktwert des Eigenkapitals (EK) ist ungleich schwieriger zu bestimmen und führt zu einem Zirkularitätsproblem, da dieser Wert eigentlich erst mit der DCF-Methode berechnet werden soll. In Tabellenkalkulationsprogrammen lässt sich dieses Problem iterativ lösen. Eine weitere Alternative zur Lösung dieses Problems besteht darin, eine pauschale Annahme für den Verschuldungsgrad zu treffen. Somit wird nicht mehr ein Marktwert für Fremd- und Eigenkapital benötigt, sondern nur deren Verhältnis (z.B. 60 % Eigenkapital und 40 % Fremdkapital) zu einander. Ebenfalls kritisch zu betrachten ist die Statik des Modells und die daraus resultierende Konstanz der Eigenkapitalkosten in der Zukunft.

Formale Bestimmung des levered Beta

$$\beta_v = \beta_u \times \left(1 + (1 - s) \frac{FK}{EK} \right)$$

β_u = Betafaktor bei reiner Eigenfinanzierung

β_v = Beta bei anteiliger Fremdfinanzierung

s = Unternehmenssteuersatz

FK = Marktwert des Fremdkapitals

EK = Marktwert des Eigenkapitals

Ein Zahlenbeispiel für die Entity-Methode

Plan-Gewinn-und Verlustrechnung des Modekonzern Alpha					
in Mio. €	Detailplanungsphase				Fortführungs-wert
	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	
Umsatzerlöse	592	733	805	894	992
Materialaufwand	316	392	431	479	533
Rohertrag	276	341	374	415	459
sonstige betriebliche Erträge	12	11	12	13	14
Personalaufwand	129	159	176	194	213
Abschreibungen	14	11	12	12	11
sonstiger betrieblicher Aufwand	83	104	114	126	140
Betriebsergebnis (EBIT)	62	78	84	96	109

Bilanzplanung des Modekonzern Alpha					
in Mio. €	Detailplanungsphase				Fortführungs-wert
	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	
Aktiva	404	515	534	557	583
Sachanlagen	137	202	195	189	183
Umlaufvermögen	267	313	339	368	400
Passiva	404	515	534	557	583
Eigenkapital	198	220	241	266	294
langfristige Verbindlichkeiten	156	233	226	216	206
Verbindlichkeiten aus L.und L.	50	62	67	75	83

Ermittlung des freien Cash Flows					
in Mio. €	Detailplanungsphase				Fortführungs-wert
	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	
Betriebsergebnis (EBIT)	62	78	84	96	109
Unternehmenssteuer	24	30	32	37	42
Ergebnis nach Steuern	38	48	52	59	67
Abschreibungen	14	11	12	12	11
Erhöhung der Rückstellungen	8	10	6	7	8
Brutto Cash Flow	60	69	70	78	86
Erhöhung des Working Capital	– 10	35	19	22	24
Erweiterungsinvestitionen	0	76	5	5	6
operativer freier Cash Flow	70	– 42	46	51	56

DCF-Methode nach dem Entity-Ansatz					
in Mio. €	Detailplanungsphase				Fortführungs-wert
	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	
operativer freier Cash Flow	70	– 42	46	51	56
WACC	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %
Barwert	65	– 36	39	40	477

Unternehmenswert = Summe der Barwerte bei 6 % WACC	845
Unternehmenswert = Summe der Barwerte bei 8 % WACC	585
Unternehmenswert = Summe der Barwerte bei 10 % WACC	479

Vergleichswertorientierte Verfahren

Bei den vergleichswertorientierten Verfahren handelt es sich um eine empirische Methode zur Ermittlung von Unternehmenswerten bzw. von Unternehmenspreisen. Da hier versucht wird, den Wert anhand von vergleichbaren Unternehmen oder Transaktionen zu bestimmen, werden diese Verfahren auch als Marktwertansatz bezeichnet. Dabei werden die Problemfelder der ertragswertorientierten Verfahren, also die Prognose der zukünftigen Überschüsse und die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes ausgeblendet. Statt dessen wird die Bewertung vom Markt her angegangen und insofern objektiviert. Begründet wird dieses Vorgehen mit der Überlegung, daß vergleichbare Objekte auch vergleichbare Preise haben müssen (hier greift auch das Postulat der Arbitragefreiheit). Aufgrund der im Gegensatz zu den ertragswertorientierten Verfahren einfachen Handhabung erfreuen sich die vergleichswertorientierten Verfahren in der Praxis (insbesondere bei den Investment Banken und M&A-Boutiquen) großer Beliebtheit. Neben der einfachen Handhabung spricht auch der geringere Zeitaufwand für diese Verfahren. Allerdings gibt es auch eine Reihe nicht unberechtigter Kritikpunkte. So ist es bspw. sehr schwierig und teilweise sogar unmöglich wirklich vergleichbare Unternehmen oder Transaktionen zu finden. Auch die Einflußfaktoren auf Börsenkurse bzw. Transaktionspreise können aufgrund unvollkommener Kapitalmärkte und Informationsineffizienzen den Unternehmenswert verzerrn. Es ist aber zu empfehlen, die Ergebnisse aus solchen Verfahren als Orientierungshilfe bei der Unternehmensbewertung zu nutzen. Sie dienen nicht nur der Ermittlungen eines potentiellen Transaktionspreises, sondern können auch zur Plausibilisierung des Unternehmenswertes herangezogen werden. Ist die Differenz zwischen den empirischen Transaktionspreisen und dem Unternehmenswert zu hoch, sollten die Annahmen der Unternehmensbewertung nochmals kritisch hinterfragt werden.

Börsenkurs/Kapitalmarktbewertung

Als erster Anhaltspunkt für die Unternehmensbewertung kann bei börsennotierten Unternehmen der aktuelle Börsenkurs betrachtet werden. Glaubt der Bewerter an die Kapitalmarkteffizienz, also daran, daß die aktuellen Kurse alle verfügbaren Informationen über das Unternehmen beinhalten, so spiegelt die Kapitalmarktbewertung ((Börsenkurs x ausstehende Aktien) zuzüglich Nettoverschuldung) den Unternehmenswert wider. Dem zugrunde liegt auch die Auffassung, daß der Aktienkurs dem Barwert aller zukünftigen Dividenden entspricht und damit im Aggregat (also die Marktkapitalisierung) den Barwert alle zukünftigen

Überschüsse beinhaltet. In dieser Betrachtung sind mögliche Strategieänderungen der Käufer bzw. Synergieeffekte nicht berücksichtigt. Ein Unternehmenskauf ist aber nur dann sinnvoll, wenn der Käufer überzeugt ist, daß er mehr Überschüsse mit dem Unternehmen erwirtschaften kann als der Verkäufer. Unter diesen Umständen liefert der Börsenwert nur einen Startwert. Abgesehen davon ist zumindest in Deutschland nur ein geringer Teil der Unternehmen an der Börse notiert, womit dieses Verfahren nur in wenigen Fällen angewendet werden kann.

Vergleichbare börsennotierte Unternehmen

Bei dieser Methode werden ähnliche börsennotierte Unternehmen (auch als »Peer-Group« bezeichnet) mit dem zu bewertenden Unternehmen verglichen. Dabei ist es nicht notwendig, daß das zu bewertende Unternehmen selbst an der Börse notiert ist. Diese Methode gleicht eher einer »Benchmark«, bei der die Marktbewertung im Verhältnis zu operativen bzw. finanziellen Zahlen betrachtet wird. Damit kann ermittelt werden, wie die Marktteilnehmer derzeit vergleichbare Unternehmen bewerten. Als vergleichbar werden dabei Unternehmen angesehen, die in derselben Industrie tätig sind, die eine ähnliche Größe besitzen, ähnliche zu erwartende Wachstumsraten aufweisen und eine vergleichbare Kapitalstruktur haben. Die Bewertung anhand von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen findet regelmäßig in vier Schritten statt:

1. Schritt	Analyse: Eingehende Analyse des zu bewertenden Unternehmens anhand von Bilanzen und GuV-Rechnungen der Vergangenheit.
2. Schritt	Auswahl: Suche nach geeigneten vergleichbaren börsennotierten Unternehmen anhand von Kriterien wie Industriezugehörigkeit, Größe, Wachstumsraten und Kapitalstruktur.
3. Schritt	Multiplikatorenermittlung: Ermittlung von Multiplikatoren anhand der Verhältnisse zwischen Marktbewertung und operativen bzw. finanziellen Zahlen.
4. Schritt	Wertermittlung: Anwendung der Multiplikatoren auf die operativen bzw. finanziellen Zahlen des zu bewertenden Unternehmens.

Zu berücksichtigen sind dabei noch notwendige Anpassungen für den Fall, daß die Unternehmen z.B. in Bezug auf ihre Finanzierung nicht vollständig vergleichbar sind. In der Praxis wird häufig die Branchenzugehörigkeit als Hauptkriterium genannt. Auch wenn sich dieses Merkmal relativ leicht über Branchencodes wie dem

amerikanischen SIC (Standard Industrial Code)-Code ermitteln läßt, ist dennoch zu beachten, daß die Branchenzugehörigkeit nicht allein die Übereinstimmung der anderen Vergleichsmerkmalen gewährleistet. Der Zusammenhang von Branchenzugehörigkeit und Wachstumsrate ist dabei ebenfalls nicht ausreichend. Die Gefahr bei der Verwendung solcher Multiplikatoren auf Grundlage der Daten börsennotierter Unternehmen besteht vor allem in der möglichen Fehlbewertung des Marktes, die psychologisch bedingt sein kann. Außerdem bleiben sogenannte Kontrollprämien unberücksichtigt, die aber beim Kauf eines ganzen Unternehmens eine relativ große Rolle spielen. So lagen die gezahlten Prämien bei der Übernahme von börsennotierten deutschen Unternehmen in der Vergangenheit bei rund 30 % bezogen auf die Marktkapitalisierung. Multiplikatoren werden regelmäßig wie folgt ermittelt:

$$\text{Multiplikator} = \frac{\text{Unternehmensgesamtwert}}{\text{Bezugsgröße}}$$

Als Unternehmensgesamtwert ist dabei die Marktkapitalisierung (Anzahl der ausstehenden Aktien x Aktienkurs) zuzüglich der Netto-Schulden (zinstragende Verbindlichkeiten abzüglich liquider Mittel) anzusetzen, die durch eine Bezugsgröße wie dem EBIT (Earnings before Interest and Tax), dem EBITDA (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation) oder auch dem Umsatz geteilt wird. Der so ermittelte Multiplikator kann anschließend mit der entsprechenden Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens multipliziert werden, um dessen Unternehmensgesamtwert zu bestimmen. Wobei beim Umsatzmultiplikator darauf zu achten ist, daß i.d.R. kein linearer Zusammenhang zwischen Umsatz und Unternehmenswert besteht. Ein Unternehmen kann bspw. hohe Umsätze realisieren, indem es seine Waren zu Dumpingpreisen anbietet. Wenn dabei aber nicht wirtschaftlich gearbeitet wird, ist der Unternehmenswert eher gering. Umgekehrt kann ein umsatzschwaches Unternehmen mit hoher Profitabilität durchaus einen hohen Unternehmenswert aufweisen. Der EBIT-Multiplikator überwindet diesen Nachteil und ist zudem unabhängig von der Kapitalstruktur sowie der Steuerpolitik des zu bewertenden Unternehmens. Da beim EBITDA-Multiplikator länderübergreifende Unterschiede in der Rechnungslegung (insbesondere in Bezug auf die Abschreibungen) weitestgehend eliminiert werden, kann er sogar im internationalem Vergleich von Unternehmen eingesetzt werden. Ein numerisches Beispiel findet sich in Abbildung 6. Zur Berücksichtigung der Zukunftsbetrachtung einer Unternehmensbewertung können die Multiplikatoren auch auf zukünftige Bezugsgrößen angewandt werden (also Planzahlen für EBIT, EBITDA oder Umsatz).

Eine weitere Methode, die zum Verfahren der vergleichbaren börsennotierten Unternehmen gehört, ist der Vergleich anhand von Finanzkennzahlen. Die wichtigste Kennzahl in diesem Zusammenhang ist das KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) oder auch P/E (Price/Earnings)-Ratio, bei dem der Aktienkurs durch den Gewinn je Aktie dividiert wird. Hier handelt es sich allerdings um eine Methode, die im Ergebnis zum Wert des Eigenkapitals und nicht zum Unternehmensgesamtwert führt. Die Kennzahlenmethode vertraut ebenso wie die Multiplikatormethode auf die Effizienz der Aktienmärkte. Bei beiden Methoden hängt die Aussagefähigkeit stark von der Auswahl der Vergleichsunternehmen und der Interpretation der Marktdaten ab. Ausreißer, die extrem hohe bzw. extrem niedrige Multiplikatoren aufweisen, sollten daher nicht berücksichtigt werden. Um eine sinnvolle Wertbandbreite zu erhalten wird oftmals der Durchschnittswert und der Median (der Wert, der die Untersuchungsmenge in genau zwei gleichgroße Hälften teilt) verwendet.

Vergleichbare Transaktionen

Die Methode der vergleichbaren Transaktionen geht von der Annahme aus, daß die bezahlten Preise bei historischen und aktuellen M&A-Transaktionen einen Indikator für den Unternehmenswert darstellen. Daher auch die im englischsprachigen Raum verbreiteten Ausdrücke »Recent Acquisitions Method«, »Deal Comparison« oder »Merger Market Analysis«. Nach Möglichkeit sollten für dieses Verfahren zeitnahe Transaktionen herangezogen werden. Die Transaktionspreise reflektieren jedoch nicht nur den reinen Unternehmenswert, sondern beinhalten auch schon Übernahmeprämien, die zum einen der Kontrollmöglichkeit und zum anderen dem Synergiepotential zuzuschreiben sind. Das Ergebnis ist deshalb auch nicht der Unternehmenswert sondern ein möglicher Kaufpreis. Voraussetzung für die Ermittlung von Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer Transaktionen ist die Verfügbarkeit von Informationen über gezahlte Preise und über die Ausprägung der entsprechenden Bezugsgrößen der übernommenen Unternehmen. Die Vorgehensweise bei der Berechnung der Multiplikatoren entspricht der beim Vergleich mit börsennotierten Unternehmen. Anstelle des Unternehmensgesamtwertes wird nun jedoch der Transaktionspreis eingesetzt.

$$\text{Multiplikator} = \frac{\text{Transaktionspreis}}{\text{Bezugsgröße}}$$

Wenn es sich bei den übernommenen Unternehmen um nicht börsennotierte Unternehmen oder um Teilbereiche eines Konzerns handelt, für die keine eigene Berichterstattung erfolgt, gestaltet sich die Informationsbeschaffung recht schwierig. Auch die Transaktionspreise lassen sich nicht immer ohne weiteres ermitteln. Hier ist vor allem die Nutzung von entsprechenden Datenbanken (z.B. M&A Review

von GENIOS) unumgänglich. Problematisch bleibt auf jeden Fall, daß die Transaktionen verschieden lange zurückliegen und die jeweils beteiligten Parteien unterschiedliche eigene Ziele mit den Transaktionen verfolgt haben. Neben dem Aspekt der möglichen Preisbestimmung liefert diese Methode eine Vielzahl nützlicher Informationen über die Konsolidierung der betroffenen Branche und über potentielle Käufer bzw. Käufergruppen. Außerdem spiegeln die Transaktionspreise die Angebots- und Nachfragesituation auf dem Markt für Unternehmen in der betroffenen Branche wieder.

Eine Zwischenform von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen und vergleichbaren Transaktionen stellt die Methode der IPO (Initial Public Offering)-Analyse dar, bei der die Emissionserlöse historischer und aktueller Börsengänge vergleichbarer Unternehmen betrachtet werden. Die Preise für erstmaligen Börsenplatzierungen werden allerdings überwiegend im Rahmen eines geplanten Börsenganges berücksichtigt. Auf der Seite des Verkäufers ist es aber durchaus sinnvoll, diese Methode in die Überlegungen mit einzubeziehen, da der Börsengang bei einem freundlichen Börsenumfeld eine attraktive Alternative zum »Trade Sale« (dem Verkauf an einen Wettbewerber) sein kann.

»Daumenregeln«

Daumenregeln bilden eine Unterart von Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer Unternehmen oder auch vergleichbarer Transaktionen. Viele Unternehmen der New Economy erwirtschaften keine oder noch zu geringe Erträge, wodurch Multiplikatoren bezogen auf Ertragszahlen wie EBIT oder EBITDA nicht anwendbar sind. In diesen Fällen muß auf Multiplikatoren zurückgegriffen werden, die sich auf die wichtigsten Werttreiber eines Unternehmens beziehen. Hier wird auch von Daumenregeln gesprochen, die i.d.R. auf akzeptierten industriespezifischen Multiplikatoren basieren. Beispiele für verschiedene Branchen sind:

Branche	Multiplikator
Mobilfunkbetreiber	Unternehmenswert pro Kunde
Hotels und Krankenhäuser	Unternehmenswert pro Bett
E-Commerce-Portale	Unternehmenswert pro Click oder Page-Impressions

Solche Daumenregeln sind allerdings mit Vorsicht zu betrachten und sollen hier nicht weiter untersucht werden, da sie hauptsächlich bei Start-Up-Unternehmen Anwendung finden und damit einen Spezialfall der Unternehmensbewertung ausmachen.

Ein praxisnahes Beispiel • Vergleichbare börsennotierte Unternehmen

1	2	3	4=2+3 Unternehmens- schulden	5	6	7	8=4/5	9=4/6	10=4/7	11	12	13=11/12	
Unternehmen	Börsen-ka- pitalisie- rung	Netto Schulden	4=2+3 Unterneh- mensge- samtwert	Umsatz	EBITDA	EBIT	Umsatz- multiple	EBITDA- Multiple	EBIT-Multi- ples	Aktien- kurs (€)	Gewinn je Aktie in €	KGV	
Textil AG (D)	256,0	35,1	291,1	296,1	35,0	27,8	0,98	8,32	10,47	20,50	1,18	17,4	
Modehaus AG (D)	129,9	20,7	150,6	264,1	28,1	23,8	0,57	5,36	6,33	18,51	1,23	15,0	
Kleider Holding AG (D)	70,0	82,1	152,1	449,2	19,6	10,6	0,34	7,76	14,35	9,10	0,61	14,9	
Fashion PLC (UK)	159,9	1,2	161,1	177,8	21,4	16,1	0,91	7,53	10,01	8,69	0,51	17,0	
Trend Group PLC (UK)	217,7	-15,6	202,1	576,2	48,0	36,4	0,35	4,21	5,55	1,64	0,18	9,1	
Moda Nova S.A. (F)	205,2	-23,6	181,6	804,2	59,3	47,1	0,23	3,06	3,86	1,74	0,26	6,7	
Textilos Helas (GR)	13,0	-3,5	9,5	114,2	0,4	-0,9	0,08	(1)	(1)	1,94	(1)	(1)	
Clothing Corp. (US)	89,4	11,3	100,7	378,0	26,5	14,4	0,27	3,80	6,99	12,42	0,92	13,5	
United Fashions Inc. (US)	220,0	54,4	274,4	727,3	48,7	41,1	0,38	5,63	6,68	25,46	2,86	8,9	
												</	

Vergleichbare Transaktionen

1	2	3	4	5=3+4 Unter- nehmens- gesamt- wert	6	7	8	9=5/6	10=5/7	11=5/8
Käufer	Zielunternehmen	Kaufpreis	Netto Schulden	Umsatz	EBITDA	EBIT	Umsatz- multiple	EBITDA- Multiple	EBIT-Multi- ples	
Italo Moden SpA (I)	Shirt & Short PLC (UK)	34,4	2,9	37,3	158,3	13,5	7,5	0,24	2,76	4,97
Textile Design Corp. (US)	Club Moden AG (D)	75,0	11,6	86,6	68,3	6,1	3,0	1,27	14,20	28,87
Modern Textile PLC (UK)	Garments Holding (UK)	147	52,6	67,3	243,6	5,7	-0,8	0,27	11,81	(1)
Sportwear Int. Corp. (US)	Sarah Inc. (US)	84,1	47,5	131,6	248,3	n.v.	6,8	0,53	(1)	19,35
United Clothing (IRL)	Clara Chic PLC (UK)	165,5	43,0	208,5	512,4	n.v.	53,5	0,41	(1)	(1)
Societe Avantgarde (F)	France Trend S.A. (F)	441,6	-6,2	435,4	308,5	40,2	24,4	1,41	10,83	17,84
Modehaus Flo GmbH (D)	People Wear Ltd. (UK)	37,0	-3,3	33,7	35,6	0,9	0,3	0,95	(1)	(1)
Trend Group PLC (UK)	Country Fashion PLC (UK)	39,0	1,4	40,4	79,8	4,6	2,9	0,51	8,78	13,93
Label Holding (US)	Designer Holding (US)	319,0	-37,3	281,7	433,0	n.v.	56,3	0,65	(1)	5,00
Investengruppe	International Chic Inc. (US)	257,5	-36,3	221,2	552,4	25,3	18,1	0,40	8,74	12,22
Design Investments (NL)	Trendshop PLC (UK)	44,4	42,0	86,4	222,7	-10,3	-33,3	0,39	(1)	(1)
IPO	Fashion Group (NL)	39,0	11,9	50,9	31,6	3,5	3,0	1,61	14,54	16,97
IPO	Textilhaus ABC AG (D)	58,4	14,0	72,4	86,1	6,2	3,0	0,84	11,68	24,13
IPO	Fashion Factory (UK)	89,0	-6,0	83,0	81,2	n.v.	7,9	1,02	(1)	10,51
						Durchschnitt		0,75	10,42	15,38
				Median		0,59		11,25	15,45	

(1) Berechnung des Multiplikators war nicht sinnvoll bzw. nicht möglich.
Anmerkung: Alle Angaben sind in Mio. € und basieren auf realen Zahlen.

Abbildung 6: Unternehmensbewertung anhand von Multiplikatoren

Modekonzern Alpha		Multiplikatoren vergleichbarer börsennotierter Unternehmen		Unternehmenswert nach Vergleichswertverfahren	
Bezugsgrößen		Durchschnitt	Median		
Umsatz	733,5	0,46	0,35	337,4	256,7
EBITDA	89,7	5,71	5,50	512,2	493,4
EBIT	78,3	8,03	6,83	628,7	534,8
Gewinn	40,2	12,82	14,21	515,4	571,2

Modekonzern Alpha		Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen		Unternehmenswert nach Vergleichswertverfahren	
Bezugsgrößen		Durchschnitt	Median		
Umsatz	733,5	0,75	0,59	550,1	432,8
EBITDA	89,7	10,42	11,25	934,7	1009,1
EBIT	78,3	15,38	15,45	1204,3	1209,7

Anmerkung: Alle Angaben in Mio. €

Die Bezugsgrößen des zu bewertenden Unternehmens entstammen dem letzten verfügbaren Geschäftsbericht.

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des vorhandenen Datenmaterials (siehe Abb. Seite 38 und 39).

ABHÄNGIGKEIT DES UNTERNEHMENSWERTES VOM BEWERTUNGSVERFAHREN

Zumindest theoretisch sollte der ermittelte Unternehmenswert unabhängig vom gewählten Bewertungsverfahren sein. Da den verschiedenen Bewertungsverfahren unterschiedliche Annahmen zugrunde liegen, wie Abbildung 7 zeigt, variieren auch die ermittelten Unternehmenswerte.

Abbildung 7: Wert- und Preisermittlung in der Praxis

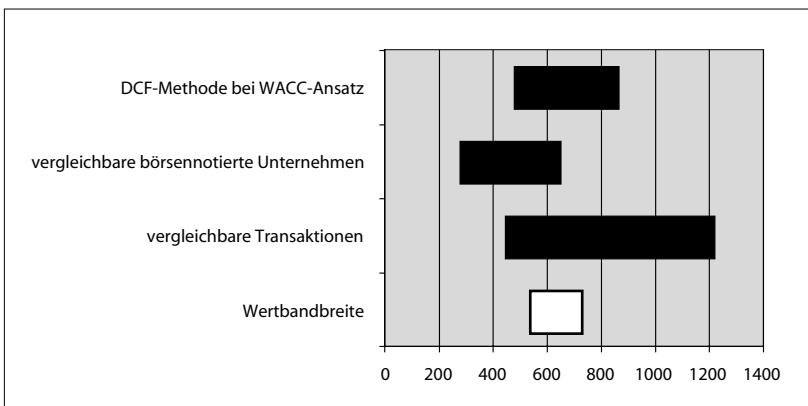
		Verfahren zur Wertermittlung		Verfahren zur Preisermittlung	
		Ertragswertverfahren nach IDW	DCF - Methode mit WACC-Ansatz	Vergleichbare Unternehmen	Vergleichbare Transaktionen
Konzeptioneller Ansatz	Wie hoch ist die Rendite aufgrund der entziehbaren Ertragsüberschüsse?	Wie hoch ist der Barwert der zukünftigen freien Cash Flows?	Wie sind vergleichbare Unternehmen an der Börse bewertet?	Was wurde für vergleichbare Unternehmen bezahlt?	
Zeitlicher Bezug		Zukunft	Zukunft	Gegenwart	Vergangenheit
Vorteile des Ansatz		weitgehend standardisierte Verfahren, welches nach dem objektivierten Unternehmenswert sucht	basiert auf Werttreibermodellen und ist mittels Marktdaten plausibilisierbar	„echte“ Marktwerte, spiegeln die tagesaktuellen Erwartungen der Investoren wieder	empirisch erzielbare Werte, die das Marktumfeld berücksichtigen und die strategische Prämie beinhalten
Nachteile des Ansatz		Vollausschüttungshypothese (bilanzieller Überschüsse); kein kausaler Bezug zu den grundlegenden Werttreibern	reagiert sehr sensitiv auf die getroffenen Annahmen wie Wachstum, ROIC, WACC, β -Faktor	Unternehmen sind kaum vollkommen vergleichbar; international unterschiedliche Rechnungslegung	schwierige Informationsbeschaffung; keine Transaktion ist wie die andere
Ergebnis		Wert des Eigenkapitals wird direkt ermittelt	zweistufiges Verfahren; Fremdkapital muß noch abgezogen werden	je nach Multiplikator wird erst der Gesamtwert oder direkt der EK-Wert ermittelt	Unternehmensgesamtwert wird ermittelt

Quelle: Eigene Darstellung

Die jeweiligen Differenzen lassen sich teilweise auf den Werteinfluß der getroffenen Annahmen zurückführen. So berücksichtigt das Verfahren anhand von vergleichbaren Transaktionen schon die strategische Prämie, welche bei vergleichba-

ren börsennotierten Unternehmen nicht in die Bewertung mit einfließt. Bei dem Ertragswertverfahren nach IDW wird von einer Weiterführung der bisherigen Strategie ausgegangen und eine Nachsteuerbetrachtung durchgeführt, wogegen die DCF-Methoden eine optimale Strategie annehmen und eventuell vorhandene Synergieeffekte berücksichtigt werden können. Außerdem berücksichtigen die DCF-Methoden i.d.R. keine persönlichen Einkommenssteuern. Einen Eindruck der unterschiedlichen Ergebnisse bietet Abbildung 8, in der die Unternehmenswerte aus den einzelnen Bewertungsverfahren gegenübergestellt sind.

Abbildung 8: Gegenüberstellung der Bewertungsergebnisse



Quelle: Eigene Darstellung

Allerdings können daraus keine allgemeingültigen Regeln für die Abhängigkeit des Unternehmenswertes vom Bewertungsverfahren abgeleitet werden. An dieser Stelle soll nochmals auf den Unterschied zwischen Wert und Preis hingewiesen werden. Die Ergebnisse der Bewertungsverfahren können als Indikatoren für den erzielbaren Preis bei der jeweils gewählten Alternative verstanden werden. Die Bewertung anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen oder aktueller IPO-Transaktionen lassen auf den erzielbaren Preis beim IPO schließen. DCF-Verfahren können dazu dienen, die eigenen Wertsteigerungspotentiale zu quantifizieren und die vergleichbaren Transaktionsmultiplikatoren geben Auskunft über mögliche erzielbare Preise beim sogenannten »Trade Sale« an einen Wettbewerber. Die Unternehmensbewertung ist eher als Kunst denn als Wissenschaft zu verstehen, da sie weitgehend zukunftsbezogen ist und auf subjektiven Planzahlen sowie Marktein-

schätzungen basiert. Damit wird dem Bewerter ein hohes Beurteilungsvermögen abverlangt. Außerdem sind Unterschiede bei der Bewertung bzw. Preisfindung auch auf Informationsasymmetrien zwischen Käufer und Verkäufer zurückzuführen. Von der Fixierung auf einen einzigen Wert ist daher abzuraten. Der Vorzug sollte einer Wertbandbreite gegeben werden, die Ergebnisse verschiedener Bewertungsverfahren ebenso berücksichtigt, wie unterschiedliche Szenarien über die Zukunft. In dem vorgestelltem Beispiel könnte solch eine Wertbandbreite bei 550 bis 750 Mio. € liegen.

STELLUNG DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG IM M&A-PROZESS

Die Unternehmensbewertung spielt eine zentrale Rolle im M&A-Prozeß. Neben dem Interessenkonflikt zwischen Käufer (Ziel: möglichst geringer Kaufpreis) und Verkäufer (Ziel: möglichst hoher Verkaufspreis), der im Extremfall bei unterschiedlichen Preisvorstellungen zum Scheitern einer Transaktion führen kann, spielen auch die Kaufpreismodalitäten eine Rolle im M&A-Prozeß. Der vereinbarte Kaufpreis kann z.B. in bar (also mit Geld) oder unbar (meistens in Form von Aktien des übernehmenden Unternehmens) bezahlt werden. Eine andere Variante ist die Teilzahlung, bei der ein Teil des Kaufpreises bei Transaktionsabschluß und ein weiterer Teil erst nach einer intensiven Due Diligence oder in Abhängigkeit von der Unternehmensentwicklung gezahlt wird. In der Praxis sind solche variablen Kaufpreisbestandteile häufig vorzufinden, wenn sich Käufer und Verkäufer über den Unternehmenswert nicht einigen können. Abgesehen von den Kaufpreismodalitäten können auch Vertragsbestandteile wie Garantien oder Gewährleistungen zur Überwindung von unterschiedlichen Preisvorstellungen führen. Insgesamt kann also die Unternehmensbewertung bzw. die ihr zugrundeliegenden Annahmen Einfluß auf die Vertragsgestaltung nehmen. Teil der Vertragsgestaltung ist auch der Verbleib des Managements nach der Eigentumsübergabe. Gerade bei mittelständischen Unternehmen wird das für den Unternehmenserfolg oft ausschlaggebende Management von den Alteigentümern gestellt. Würde sich dieses nach der Transaktion vollständig zurückziehen, bestünde die Gefahr, wichtige Kunden zu verlieren oder bei der Produktentwicklung kostbare Zeit zu verlieren. Daher wird das Management i.d.R. mindestens für einen Übergangszeitraum an das Unternehmen gebunden.

Ein weiterer Aspekt ergibt sich aus der Berücksichtigung von Synergieeffekten und Integrationskosten bei der Unternehmensbewertung. Häufig werden vor der Transaktion potentielle Synergieeffekte zu hoch und die notwendigen Integrationskosten zu niedrig eingeschätzt. Daraus lässt sich auch ein Hauptkriterium für das Scheitern von Unternehmenstransaktionen ableiten. Werden Integrationskosten, die den Gegenwert der im Vorfeld ermittelten und ggf. überschätzten Synergieeffekte übersteigen können, unterschätzt, führt das zur Unvorteilhaftigkeit der gesamten Transaktion. Um den wirtschaftlichen Verlust dann zu begrenzen wird oft ein hektisches Kostensenkungsprogramm aufgelegt, welches in der Konsequenz nicht selten in Rationalisierungen und Personaleinsparungen endet. Daher ist es um so wichtiger, die bei der Unternehmensbewertung ermittelten Wert- bzw. Preisobergrenzen auf der Käuferseite nicht zu überschreiten. Mögliche Prestigeziele des Übernehmenden können dieser rationalen Vorgehensweise aber im Weg stehen. Da gerade bei großen Unternehmen eine Trennung zwischen Eigentümern und Management vorliegt existiert hier ein sogenanntes Prinzipal-Agent-Problem. Das angestellte Management soll eigentlich im Sinne des Eigentümers handeln, verfolgt aber auch eigene Ziele, die sogar mit denen der Eigentümer kollidieren können.

ARBEITNEHMERINTERESSEN UND DEREN VERTRETUNG IM M&A-PROZESS

Auch wenn die Theorie davon ausgeht, daß die Interessen aller anderen Anspruchsgruppen (außer Käufer und Verkäufer), also der sogenannten »Stakeholder«, grundsätzlich über gesetzliche und/oder vertragliche Regelungen abgesichert sind und daher nicht unmittelbar von der Höhe der Unternehmensbewertung abhängen, sollten sich betroffene Arbeitnehmervertreter dennoch mit dieser Thematik auseinandersetzen. Schwachpunkte einer Unternehmensbewertung können dann eventuell frühzeitig erkannt und aufgezeigt werden. Ein Verständnis für die praktisch relevanten Unternehmensbewertungsverfahren versetzt den Arbeitnehmervertreter in die Lage, die richtigen Fragen stellen zu können: Sind die erwarteten Synergieeffekte realistisch? Wurden Integrationskosten in ausreichender Höhe veranschlagt? Decken sich die Einschätzungen zur zukünftigen Entwicklung mit denen der Branche bzw. des Gesamtmarktes? Gerade in Deutschland ist der Einfluß der Arbeitnehmer bzw. deren Interessensvertreter nicht zu vernachlässigen. Bis zu 50 % der Aufsichtsratsmandate werden hier von Arbeitnehmerver-

tretern besetzt. Mitbestimmungsgesetze und das Betriebsverfassungsgesetz räumen den Arbeitnehmern umfangreiche Informations- und teilweise sogar Mitwirkungsrechte ein. Es ist den Arbeitnehmern zwar nicht möglich, eine Unternehmenstransaktion zu verhindern, aber ihre Interessenvertreter haben einen nicht unerheblichen Einfluß auf das Gelingen der anschließenden Integration. Unter den gegebenen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wie bspw. der Globalisierung der Kapitalmärkte können M&A-Transaktionen auch zur Sicherung des Unternehmens nötig sein. Wenn die Fusion wirtschaftlich sinnvoll ist, wird sie dazu führen, daß das Unternehmen weiter wächst und zusätzliche Arbeitsplätze entstehen können.

DEUTSCHSPRACHIGE BÜCHER

- Drukarcyzk, Jochen: Unternehmensbewertung, 1998.
- Institut der Wirtschaftsprüfer: Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung – Band 2, 1998.
- Peemöller, Volker (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2001.
- Richter, Frank: Unternehmensbewertung, in: Gerhard, Picot (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions – Planung, Durchführung, Integration, 2000.

ENGLISCHSPRACHIGE BÜCHER

- Brealey, Richard A./ Myers, Stewart C.: Principles of Corporate Finance, 1996.
- Copeland, Tom/ Koller, Tim/ Murrin, Jack: Valuation – Measuring and managing the value of companies, 2000.
- Damodaran, Aswath: Damodaran on valuation – Security analysis for investment and corporate finance, 1994.

ZEITSCHRIFTEN

- Müller-Stewens, Günter/ Picot, Gerhard (Hrsg.): M&A Review (monatlich erscheinende Fachzeitschrift).
- Verlagsgruppe Handelsblatt (Hrsg.): Finanz Betrieb (Zeitschrift für Unternehmensfinanzierung und Finanzmanagement).

In der edition der Hans-Böckler-Stiftung sind bisher erschienen:

Nr.	Autor/Titel	€	Bestell-Nr.	ISBN-Nr.
40	<i>Winfried Heidemann, Angela Paul-Kohlhoff, Susanne Felger Berufliche Kompetenzen und Qualifikationen Vocational Skills and Qualifications</i>	8,18	13040	3-935145-11-X
41	<i>Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) Beschäftigung – Arbeitsbedingungen – Unternehmensorganisation</i>	8,18	13041	3-935145-12-8
42	<i>Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) Employment, working conditions and company organisation</i>	8,18	13042	3-935145-13-6
43	<i>Beate Beermann/Christina Klenner Olympiareife Mannschaften gesucht?</i>	10,23	13043	3-935145-15-2
44	<i>Diether Döring/Hermann Henrich Konzeptionelle Überlegungen zu einem Tarifrentenmodell</i>	10,23	13044	3-935145-16-0
45	<i>Winfried Heidemann Unter Mitarbeit von: Lothar Kamp, Hartmut Klein-Schneider, Siegfried Leittretter, Mathias Müller, Susanne Gesa Müller Weiterentwicklung von Mitbestimmung im Spiegel betrieblicher Vereinbarungen</i>	8,18	13045	3-935145-17-9
46	<i>Volker Eichener, Sabine Schaaf, Frank Schulte, Jörg Weingarten Erfolgsfaktoren für Biotechnologie-Regionen</i>	17,90	13046	3-935145-18-7
47	<i>Hartmut Klein-Schneider Betriebs- und Dienstvereinbarungen Personalplanung</i>	8,18	13047	3-935145-19-5
48	<i>Boy Lüthje Arbeitnehmerinteressen in einem transnationalen IT-Unternehmen</i>	10,23	13048	3-935145-120-9
50	<i>Peter Kalkowski/Matthias Helmer/ Otfried Mickler Telekommunikation im Aufbruch</i>	10,23	13050	3-935145-22-5
51	<i>Dunja M. Mohr Lost in Space: Die eigene wissen- schaftliche Verortung in und außerhalb von Institutionen</i>	14,32	13051	3-935145-23-3
53	<i>Wolfhard Kothe Störfallrecht und Betriebsverfassung</i>	10,23	13053	3-935145-25-X

Nr.	Autor/Titel	€	Bestell-Nr.	ISBN-Nr.
54	<i>Manfred Deiß/Eckhard Heidling</i> Interessenvertretung und Expertenwissen	13,29	13054	3-935145-28-4
55	<i>Herbert Bassarak/Uwe Dieter Steppuhn (Hrsg.)</i> Angewandte Forschung und Entwicklung an Fachhochschulen in Bayern	15,00	13055	3-935145-29-2
56	<i>Herbert Bassarak/Uwe Dieter Steppuhn (Hrsg.)</i> Angewandte Forschung und Entwicklung an Fachhochschulen Sozialer Arbeit	23,00	13056	3-935145-30-6
57	<i>Heide Pfarr (Hrsg.)</i> Ein Gesetz zur Gleichstellung der Geschlechter in der Privatwirtschaft	12,00	13057	3-935145-31-4
58	<i>Stefan Eitenmüller</i> Reformoptionen für die gesetzliche Rentenversicherung	15,00	13058	3-935145-32-2
59	<i>Bernd Kriegesmann/Marcus Kottmann</i> Neue Wege für Personalanpassungen in der Chemischen Industrie	10,00	13059	3-935145-33-0
60	<i>Hans-Böckler-Stiftung/DGB-Bundesvorstand</i> Welthandelsorganisation und Sozialstandards	7,00	13060	3-935145-34-9
61	<i>Renate Büttner/Johannes Kirsch</i> Bündnisse für Arbeit im Betrieb	11,00	13061	3-935145-35-7
62	<i>Elke Ahlers/Gudrun Trautwein-Kalms</i> Entwicklung von Arbeit und Leistung in IT-Unternehmen	9,00	13062	3-935145-36-5
63	<i>Thomas Fritz/Christoph Scherrer</i> GATS 2000. Arbeitnehmerinteressen und die Liberalisierung des Dienstleistungshandels	12,00	13063	3-935145-37-3
64	<i>Achim Truger/Rudolf Welzmüller</i> Chancen der Währungsunion – koordinierte Politik für Beschäftigung und moderne Infrastruktur	13,00	13064	3-935145-38-1
65	<i>Martin Sacher/Wolfgang Rudolph</i> Innovation und Interessenvertretung in kleinen und mittleren Unternehmen	19,00	13065	3-935145-39-X
66	<i>Volker Meinhardt/Ellen Kirner/</i> <i>Markus Grabka/Ulrich Lohmann/Erika Schulz</i> Finanzielle Konsequenzen eines universellen Systems der gesetzlichen Alterssicherung	12,00	13066	3-935145-40-3
67	<i>Thomas Ebert</i> Langfrist-Arbeitszeitkonten und Sozialversicherung	12,00	13067	3-935145-41-1

Nr.	Autor/Titel	€	Bestell-Nr.	ISBN-Nr.
68	<i>Jan Prieve unter Mitarbeit von Christoph Scheuplein und Karsten Schuldt Ostdeutschland 2010 – Perspektiven der Innovationstätigkeit</i>	23,00	13068	3-935145-42-X
69	<i>Sylke Bartmann/Karin Gille/Sebastian Haunss Kollektives Handeln</i>	30,00	13069	3-935145-43-8
70	<i>Bernhard Nagel Mitbestimmung in öffentlichen Unter- nehmen mit privater Rechtsform und Demokratieprinzip</i>	12,00	13070	3-935145-44-6
72	<i>Eva Kocher Gesetzentwurf für eine Verbandsklage im Arbeitsrecht</i>	12,00	13072	3-935145-46-2
73	<i>Hans-Böckler-Foundation (ed.) Future Works</i>	10,00	13073	3-935145-47-0
74	<i>Reinhard Schüssler/Claudia Funke Vermögensbildung und Vermögensverteilung</i>	16,00	13074	3-935145-48-9
75	<i>Ingrid Ostermann (Hrsg.) Perspektive: GLOBAL! Inter-nationale Wissenschaftlerinnenkooperationen und Forschung</i>	20,00	13075	3-935145-49-7
76	<i>Christine Schön Betriebliche Gleichstellungspolitik</i>	12,00	13076	3-935145-50-0
77	<i>Volker Korthäuer/Marius Tritsch US-Cross-Border-Lease</i>	8,00	13077	3-935145-51-9
78	<i>Jörg Towara Tarifvertragliche Regelungen zur Teilzeitarbeit</i>	8,50	13078	3-935145-52-7
79	<i>Anja Riemann Auswertung und Darstellung gesetzlicher Bestimmungen zur Teilzeitarbeit</i>	8,00	13079	3-935145-53-5
80	<i>Heide Pfarr/Elisabeth Vogelheim Zur Chancengleichheit von Frauen und Männern im Bündnis für Arbeit, Ausbildung und Wettbewerbsfähigkeit</i>	12,00	13080	3-935145-56-X
81	<i>Wilfried Kruse/Daniel Tech/Detlev Ullenbohm Betriebliche Kompetenzentwicklung. 10 Fallstudien zu betrieblichen Vereinbarungen</i>	12,00	13081	3-935145-57-8
82	<i>Stefan Bach/Bernd Bartholmai Perspektiven der Vermögensbesteuerung in Deutschland</i>	12,00	13082	3-935145-58-6
83	<i>Charlotte Wahler (Hrsg.) Forschen mit Geschlecht? Zwischen Macht und Ohnmacht: Frauen in der Wissenschaft</i>	20,00	13083	3-935145-59-4

Nr.	Autor/Titel	€	Bestell-Nr.	ISBN-Nr.
84	<i>Henry Schäfer</i> Sozial-ökologische Ratings am Kapitalmarkt	16,00	13084	3-935145-60-8
85	<i>Maliszewski/Neumann</i> Bündnisse für Arbeit – Best Practice aus Ländern und Regionen	14,00	13085	3-935145-61-1
86	<i>Matthias Müller</i> International Accounting Standards	9,00	13086	3-935145-62-4
87	<i>Arno Prangenber</i> Grundzüge der Unternehmensbesteuerung	8,00	13087	3-935145-63-2
88	<i>Klaus Jacobs/Jürgen Wasem</i> Weiterentwicklung einer leistungsfähigen und solidarischen Krankenversicherung unter den Rahmenbedingungen der europäischen Integration	12,00	13088	3-935145-64-0
89	<i>Thomas Schönwälder</i> Begriffliche Konzeption und empirische Entwicklung der Lohnnebenkosten in der Bundesrepublik Deutschland – eine kritische Betrachtung	25,00	13089	3-935145-65-9
90	<i>Helene Mayerhofer</i> Handbuch Fusionsmanagement Personalpolitische Aufgaben im Rahmen von Fusionen	10,00	13090	3-935145-66-7
91	<i>Helene Mayerhofer</i> Handbuch Fusionsmanagement Fusionsbedingte Integration verschiedener Organisationen	10,00	13091	3-935145-67-5
92	<i>Hans-Erich Müller</i> Handbuch Fusionsmanagement Übernahme und Restrukturierung: Neuausrichtung der Unternehmensstrategie	8,00	13092	3-935145-68-3
93	<i>Christian Timreck</i> Handbuch Fusionsmanagement Unternehmensbewertung bei Mergers & Acquisitions	10,00	13093	3-935145-69-1
94	<i>Volker Korthäuer, Manuela Aldenhoff</i> Handbuch Fusionsmanagement Steuerliche Triebfedern für Unternehmensumstrukturierungen	6,00	13094	3-935145-70-5
95	<i>Dieter Behrendt</i> Ökologische Modernisierung: Erneuerbare Energien in Niedersachsen	11,00	13095	3-935145-73-X
96	<i>Uwe Wilkesmann/Ingolf Rascher</i> Wissensmanagement – Analyse und Handlungsempfehlungen	12,00	13096	3-935145-71-3
97	<i>Tanja Klenk/Frank Nullmeier</i> Public Governance als Reformstrategie	12,00	13097	3-935145-72-1

Nr.	Autor/Titel	€	Bestell-Nr.	ISBN-Nr.
98	<i>Reiner Hoffmann/Otto Jacobi/Berndt Keller/ Manfred Weiss (eds.) European Integration as a Social Experiment in a Globalized World</i>	14,00	13098	3-935145-74-8
99	<i>Angelika Bucerius Alterssicherung in der Europäischen Union</i>	25,00	13099	3-935145-75-6
100	<i>Werner Killian/Karsten Schneider Die Personalvertretung auf dem Prüfstand</i>	12,00	13100	3-935145-76-4

**Bestellungen
bitte unter
Angabe der
Bestell-Nr. an:**



Kreuzbergstraße 56
40489 Düsseldorf
Telefax: 0211 / 408 00 90 40
E-Mail: mail@setzkasten.de

Hans-Böckler-Stiftung

Die Hans-Böckler-Stiftung ist das Mitbestimmungs-, Forschungs- und Studienförderungswerk des Deutschen Gewerkschaftsbundes. Gegründet wurde sie 1977 aus der Stiftung Mitbestimmung und der Hans-Böckler-Gesellschaft. Die Stiftung wirbt für Mitbestimmung als Gestaltungsprinzip einer demokratischen Gesellschaft und setzt sich dafür ein, die Möglichkeiten der Mitbestimmung zu erweitern.

Mitbestimmungsförderung und -beratung

Die Stiftung informiert und berät Mitglieder von Betriebs- und Personalräten sowie Vertreterinnen und Vertreter von Beschäftigten in Aufsichtsräten. Diese können sich mit Fragen zu Wirtschaft und Recht, Personal- und Sozialwesen, Aus- und Weiterbildung an die Stiftung wenden. Die Expertinnen und Experten beraten auch, wenn es um neue Techniken oder den betrieblichen Arbeits- und Umweltschutz geht.

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut (WSI)

Das Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Institut (WSI) in der Hans-Böckler-Stiftung forscht zu Themen, die für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer von Bedeutung sind. Globalisierung, Beschäftigung und institutioneller Wandel, Arbeit, Verteilung und soziale Sicherung sowie Arbeitsbeziehungen und Tarifpolitik sind die Schwerpunkte. Das WSI-Tarifarchiv bietet umfangreiche Dokumentationen und fundierte Auswertungen zu allen Aspekten der Tarifpolitik.

Forschungsförderung

Die Stiftung vergibt Forschungsaufträge zu Strukturpolitik, Mitbestimmung, Erwerbsarbeit, Kooperativer Staat und Sozialpolitik. Im Mittelpunkt stehen Themen, die für Beschäftigte von Interesse sind.

Studienförderung

Als zweitgrößtes Studienförderungswerk der Bundesrepublik trägt die Stiftung dazu bei, soziale Ungleichheit im Bildungswesen zu überwinden. Sie fördert gewerkschaftlich und gesellschaftspolitisch engagierte Studierende und Promovierende mit Stipendien, Bildungsangeboten und der Vermittlung von Praktika. Insbesondere unterstützt sie Absolventinnen und Absolventen des zweiten Bildungsweges.

Öffentlichkeitsarbeit

Im Magazin »Mitbestimmung« und den »WSI-Mitteilungen« informiert die Stiftung monatlich über Themen aus Arbeitswelt und Wissenschaft. Mit der homepage www.boeckler.de bietet sie einen schnellen Zugang zu ihren Veranstaltungen, Publikationen, Beratungsangeboten und Forschungsergebnissen.

Hans-Böckler-Stiftung
Abteilung Öffentlichkeitsarbeit
Hans-Böckler-Straße 39
40476 Düsseldorf
Telefax: 0211/7778 -225
www.boeckler.de

**Hans Böckler
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

