

Der Autor



Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG sowie Geschäftsführer der RMCE RiskCon GmbH. Seine Beratungsschwerpunkte liegen im Bereich Risikomanagement, Rating und Strategieentwicklung sowie der Weiterentwicklung von Methoden der Risikoaggregation und der wertorientierten Unternehmenssteuerung. Er nimmt Lehraufträge an der TU Dresden sowie an der European Business School wahr. Dr. Werner Gleißner ist Autor zahlreicher Fachbücher und Artikel sowie Herausgeber der Loseblattsammlung "Risikomanagement im Unternehmen". Seine Forschungsschwerpunkte sind Bewertungs- und Entscheidungsverfahren bei Unsicherheit und unvollkommenen Kapitalmärkten. In diesem Kontext hat er spezielle Verfahren für die Bewertung und wertorientierte Steuerung von Beteiligungen von Konzernen und Private Equity Gesellschaften entwickelt und umgesetzt. (w.gleissner@rmce.de)

Aktuelle Veröffentlichungen im Netz: www.werner-gleissner.de

Zielformulierung

Im Rahmen der Lektion wird aufgezeigt, wie ein strukturierter Prozess des Akquisitionscontrollings in den einzelnen Ablaufschritten gestaltet werden kann. Ausgehend von den strategischen Zielen (und speziell der Portfoliostrategie) eines Unternehmens werden dabei die notwendigen Aktivitäten zur Analyse einer potenziellen Beteiligung (Due Diligence) und der Bewertung dargestellt. Für die Due Diligence wird dabei ein konkreter (Checklisten gestützter) Analyseansatz vorgestellt, der sich an bewertenden Ratingverfahren orientiert. Bezüglich der Bewertung potenzieller Beteiligungen wird auf die Notwendigkeit der Berücksichtigung eines „strategischen Fittings“, und damit eng verbunden der Bewertung von Synergien, eingegangen. Vor allem wird die Anwendung von Bewertungsverfahren für unvollkommene Kapitalmärkte verdeutlicht, die auch eingesetzt werden können, wenn keine Kapitalmarktdaten vorliegen (bzw. wenn realistischer Weise von einem Informationsvorsprung der Bewertenden gegenüber dem Kapitalmarkt auszugehen ist). Bei den hier für das Akquisitionscontrolling empfohlenen Bewertungsverfahren (dem „Risikodeckungsansatz“) wird basierend auf einer risikoorientierten Planung der Eigenkapitalbedarf (Risikokapital) als Risikomaß abgeleitet, das wiederum für die Ableitung von Kapitalkostensätzen (Diskontierungszinsen) und damit für die Bewertung genutzt werden kann.

Insgesamt bietet die Lektion damit das erforderliche Rüstzeug, um ausgehend von der Unternehmensstrategie durch einen strukturierten Akquisitions-Controlling-Prozess mit den Schwerpunkten bei Due Diligence und Beteiligungsbewertung die Wahrscheinlichkeit dafür zu erhöhen, dass die richtigen Beteiligungen zu einem angemessenen Wert gekauft werden.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung zum Lehrgang Akquisitionscontrolling	1
2	Ziele, Strategien und Controlling	3
2.1	Akquisitionsziele und Strategien.....	3
2.1.1	Strategische Akquisitionsziele und Akquisitionsvarianten.....	3
2.1.2	M&A-Politik im Rahmen einer Unternehmensstrategie: Ziele	6
2.1.3	Akquisitionscontrolling	8
2.2	Portfoliostrategie: Die Wahl der strategischen Geschäftseinheiten und damit der Akquisitionsziele	10
2.2.1	Grundlagen	10
2.2.2	Aufgabe des Portfoliomanagements	10
2.2.3	Qualitative Betrachtung: Marktportfolio	12
2.2.4	Vorgehen zur Erarbeitung einer Portfoliostrategie	15
2.2.5	Exkurs: Sind diversifizierte Unternehmen sinnvoll?	20
2.3	Übungsaufgaben zu diesem Kapitel.....	24
3	Akquisitionsprozess: Analyse und Bewertung im Ablauf	25
3.1	Prinzipien und Ziele	25
3.2	Die Erfolgsfaktoren im Akquisitions- und Beteiligungscontrolling	25
3.3	M&A-Prozess im Überblick.....	30
3.3.1	Entwicklung der M&A-Strategie (Käufer).....	32
3.3.2	Vorbereitung	33
3.3.3	Unternehmensanalyse/ Due Dilligence und Bewertung	34
3.3.4	Verhandlungsphase.....	35
3.3.5	Vertragserfüllung	36
3.3.6	Phase der Wertschöpfung/ Integrationsphase	37
3.3.7	Erfolgskontrolle	37
3.3.8	Dokumentation der Akquisitionsprozesse	39
3.4	Finanzierung von Akquisitionen.....	40
3.5	Übungsaufgaben zu diesem Kapitel.....	42
4	Analyse und risikoorientierte Prüfung von potenziellen Beteiligungen (Due Dilligence)	43
4.1	Vorauswahl potenzieller Beteiligungen	43
4.2	Grundlagen einer Due Diligence	45

4.3	Detailanalyse potenzieller Beteiligungen: Das „RiKo-Rating“ als Analyseinstrument	47
4.3.1	Einleitung	47
4.3.2	Ratingansatz als Ausgangspunkt der Detailanalyse	47
4.3.3	Grundstruktur des Ratingansatzes	52
4.3.4	Finanzrating	54
4.3.5	Erfolgspotenzialbewertung und Branchenrating	56
4.3.6	Risikoanalyse und Risikoring	62
4.3.7	Unternehmenssimulation: Direktes Rating und Bewertungsgrundlage.....	65
4.3.8	Zusammenführung verschiedener Teilratings	68
4.4	Exkurs: Vertiefende Analyse und Bewertung der Strategie	70
4.5	Übungsaufgaben zu diesem Kapitel.....	73
5	Bewertung potenzieller Beteiligungen	74
5.1	Grundlagen der Unternehmensbewertung	74
5.2	Methoden der Unternehmensbewertung	79
5.2.1	Überblick	79
5.2.2	Gesamtbewertungsverfahren	80
5.2.3	Einzelbewertungsverfahren (Substanzwertbetrachtung)	82
5.2.4	Mischverfahren/ Mittelwertverfahren	83
5.2.5	Mischverfahren/Übergewinnverfahren/und Residualgewinnverfahren	83
5.2.6	Heuristische Verfahren (VC-Methode, Multiplikatoren).....	84
5.3	Unternehmenswert und der Werttreiber „Kapitalkostensatz“: Grundmodell87	
5.4	Methodische Ansätze zur Herleitung der Kapitalkostensätze	91
5.4.1	Grundlagen	91
5.4.2	Inhaberorientierte subjektive Ansätze	93
5.4.3	Benchmarking-Ansätze	93
5.4.4	Kapitalmarktorientierte Ansätze.....	93
5.4.5	Analytische Ansätze	95
5.4.6	Finanzstrukturelle Ansätze	96
5.4.7	Risikodeckungsorientierte Ansätze	96
5.5	Risikodeckungsansatz und Simulation: Bewertung für unvollkommene Kapitalmärkte.....	98
5.6	Berechnung des Unternehmenswertes und Werttreibermodell	101
5.6.1	Grundlagen und notwendige Herausforderungen	101
5.6.2	Von der Planung zur Bewertung: Ablaufbeispiel	101
5.6.3	Prognose der freien Cashflows	102

5.6.4	Herleitung risikogerechter Kapitalkostensätze	103
5.6.5	Einfacher Ansatz zur Berechnung des Unternehmenswertes	105
5.6.6	Zweistufiger Ansatz zur Berechnung des Unternehmenswertes	107
5.6.7	Werttreibermodell für das Akquisitionscontrolling	109
5.7	Bewertung der Wertsteigerungspotenziale	111
5.8	Übungsaufgaben	116
6	Ausblick: Vom Akquisitionscontrolling zur wertorientierten strategischen Steuerung.....	117
7	Zusammenfassung	119
8	Anhang: Finanzkennzahlen und Finanzrating.....	120
9	Musterlösungen zu den Übungsaufgaben.....	129
10	Literaturverzeichnis.....	138

1 Einleitung zum Lehrgang Akquisitionscontrolling

Der erste Schritt eines erfolgreichen Beteiligungsmanagements und Beteiligungscontrollings ist die erfolgreiche Akquisition der genau richtigen Beteiligungen. Dies gilt sowohl für Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Finanzinvestoren) wie auch für industrielle strategische Investoren, wobei Letztere in starkem Umfang strategische Fragen, Synergien und Herausforderungen der Integration einer geplanten Beteiligung bedenken müssen. In dieser Lektion werden daher die Methoden für eine qualitative und quantitative Beurteilung potenzieller Beteiligungen vorgestellt. Ein Schwerpunkt liegt dabei auf der Darstellung der Methoden der Analyse eines interessierenden Unternehmens (*einschließlich Due Dilligence*) sowie der Unternehmensbewertung. Neben diesen Themen mit einem betriebswirtschaftlichen Fokus werden Fragen der Ablaufprozesse bei einer Akquisition in den Grundzügen erläutert und rechtliche Aspekte wie steuerliche Fragen ausgeklammert. Für diese Themenfelder ist auf die juristische und steuerrechtliche Spezialliteratur zu verweisen. Der Schwerpunkt der Darstellung ist dabei auch die Beurteilung der individuellen Leistungsfähigkeit und Werthaltigkeit eines potenziellen Übernahmeziels, so dass Fragestellungen eines „strategischen Fittings“ mit dem übernehmenden Konzern sowie die Abschätzung des Integrationsaufwands (siehe Lektion 3) nur ergänzend betrachtet werden. Auch Fragestellungen hinsichtlich einer ex post-Bewertung der Akquisitionsprozesse sowie die Abweichungsanalysen werden hier nur angeschnitten und im Kontext des allgemeinen Beteiligungscontrollings für bereits übernommene Unternehmen (s. Lektion 3) vertiefend betrachtet.

Die Lektion ist wie folgt aufgebaut:

Im einführenden zweiten Abschnitt werden zunächst Akquisitionsziele und Strategien von Unternehmen dargestellt. Hierbei wird insbesondere aufgezeigt, aus welchen Gründen Akquisitionen sinnvoll sind und wie diese auf Grundlage der Strategie des übernehmenden Konzerns beurteilt werden können. Dabei wird speziell auf die Entwicklung von Portfoliostrategien eingegangen. Im nächsten Kapitel wird ein beispielhafter Ablaufplan für den Akquisitionsprozess von Beteiligungen dargestellt. Anschließend werden im vierten Teil die Verfahren der Analyse und qualitativen Beurteilung von potenziellen Beteiligungen vorgestellt. Dabei wird insbesondere ein praxisbewährtes strukturiertes Verfahren für eine systematische Unternehmensanalyse, angelehnt an ein Rating, im Detail erläutert. Hierbei werden konkrete Analyseschwerpunkte, Beurteilungsfragen und Auswertungsmöglichkeiten zusammengefasst. Wesentlich ist für die Akquisition, dass hierbei zwischen Verfahren der Vorauswahl und der Detailbeurteilung unterschieden wird. Dies wird vor allem so gemacht, um Arbeitszeit zu sparen und die Aufmerksamkeit auf potenzielle Akquisitionsprojekte zu fixieren. Den zweiten Schwerpunkt (Kapitel 5) bildet anschließend das Kapitel über Unternehmensbewertungsverfahren. Für den Erfolg von Akquisitionen ist es offensichtlich von zentraler Bedeutung, dass der Kaufpreis den fundamentalen Unternehmenswert nicht überschreitet. Deshalb werden Unternehmensbe-

wertungsverfahren vorgestellt, die zur Ableitung geeigneter Entscheidungswerte, d.h. Obergrenzen für den Kaufpreis, angemessen sind. Neben den üblichen kapitalmarkttheorie-basierten Verfahren, die die Vollkommenheit von Kapitalmärkten voraussetzen, wird hier auch auf Bewertungsverfahren eingegangen, die in einem (realen) unvollkommenen Kapitalmarkt anwendbar sind oder wenn keine Kapitalmarktdaten vorliegen, verwendet werden können. Derartige Bewertungsverfahren nutzen nicht kapitalmarkt-basierte Risikomaße (wie den β -Faktor des CAPM), sondern leiten risikogerechte Diskontierungszinssätze aus den im Rahmen der Analysephase identifizierten und bewerteten Risiken des Unternehmens ab. Ergänzend werden auch heuristische Bewertungsverfahren, wie die Multiplikatorverfahren oder die bekannte VC-Methode vorgestellt. Den Abschluss der Lektion bildet ein Ausblick, in dem verdeutlicht wird, wie die im Rahmen des Akquisitionsprozesses gewonnenen Informationen über ein Unternehmen (z.B. die maßgeblichen Erfolgsfaktoren und Werttreiber) später für eine wertorientierte Steuerung des gesamten Beteiligungscontrollings genutzt werden können.

Die Zusammenhänge zeigt die folgende Grafik:

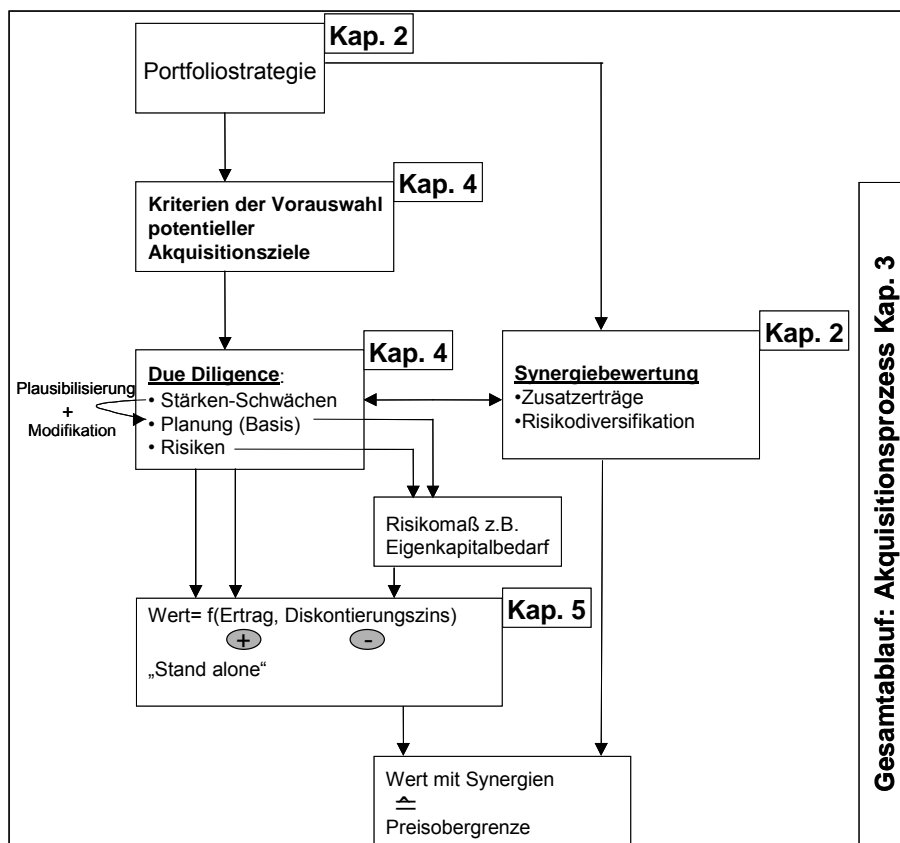


Abbildung 1: Übersicht zum Aufbau der Lektion

2 Ziele, Strategien und Controlling

Ziel des Kapitels ist die Einordnung der M&A- Aktivitäten eines Unternehmens in den Rahmen der Gesamtstrategie, speziell in die Portfoliostrategie. Dazu werden die erforderlichen Schritte zur Ableitung einer Portfoliostrategie erläutert, die den Rahmen für Akquisitionsprozesse vorgibt. Es wird insbesondere das Instrument Portfolioanalyse vorgestellt, das die Beurteilung der Positionierung von Geschäftsfeldern oder einzelner Unternehmen (Beteiligung) anhand der Attraktivität der Umfeldbedingungen (Marktattraktivität) und der Stellung des Unternehmens in diesen Markt (bezüglich der Erfolgspotenziale) ermöglicht. Der Beitrag einer potenziellen Beteiligung zur Umsetzung der Unternehmensstrategie wird damit für einen strategischen Investor als Grundanforderung an eine potenzielle Beteiligung formuliert.

2.1 Akquisitionsziele und Strategien

2.1.1 Strategische Akquisitionsziele und Akquisitionsvarianten

Ausgangspunkt jeder Akquisitionsstrategie eines Unternehmens ist die eigene Unternehmensstrategie mit den zentralen Erfolgspotenzialen des Unternehmens. Eine Unternehmensstrategie beschreibt den grundlegenden Weg für eine erfolgreiche Zukunftsgestaltung, wobei Unternehmenserfolg heute meist mit dem Unternehmenswert gemessen wird.

Im Rahmen der Entwicklung einer Strategie stellen Mergers und Acquisitions (M&A) eine wichtige strategische Handlungsoption dar, um sich (relativ schnell) an die Herausforderungen einer veränderten Unternehmensumwelt anzupassen.¹ Der Käufer (Akquisitionssubjekt, übernehmendes Unternehmen) kann durch eine Akquisition neue Märkte erschließen, zusätzliches Know-how erwerben, die Marktposition verbessern und Synergien realisieren. Durch diese genannten Verbesserungen der strategischen Position eines Unternehmens sollen langfristige Wertsteigerungspotenziale erschlossen werden. Zusätzliche, kurzfristig realisierbare Wertsteigerungspotenziale ergeben sich durch die Restrukturierung eines übernommenen Unternehmens.²

Grundsätzlich lassen sich zwei Hauptformen von Unternehmenszusammenschlüssen (M&A) im weiteren Sinne unterscheiden, nämlich Unternehmenskooperation und Unternehmenszusammenschlüsse im engeren Sinne (siehe folgende Abbildung).

¹ Achleitner/ Wirtz/ Wecker : 2004, S. 476.

² Vgl. Achleitner/ Wirtz/ Wecker: 2004, S. 476–486.

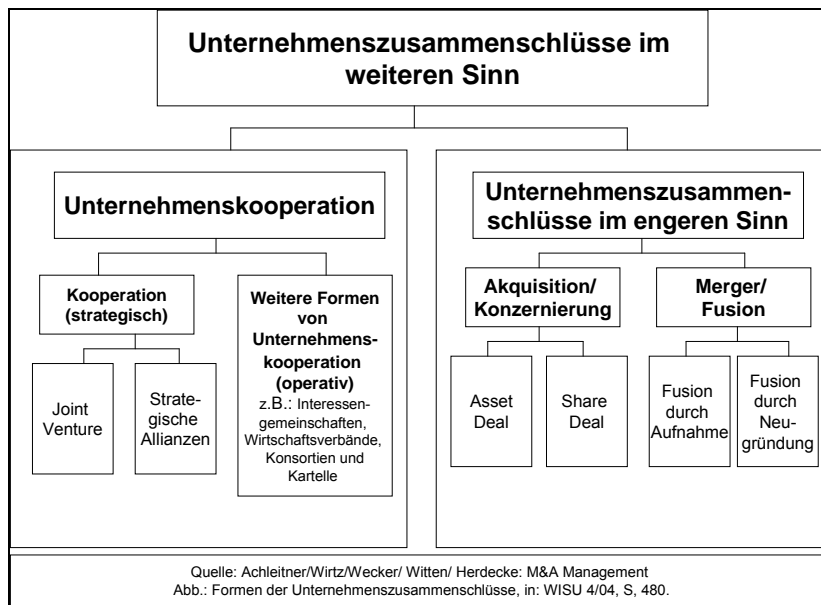


Abbildung 2: Formen der Unternehmenszusammenschlüsse

Bei Unternehmenskooperationen bleibt die wirtschaftliche und rechtliche Selbständigkeit der Partner erhalten. Bei Unternehmenszusammenschlüssen in engerem Sinne dagegen gibt mindestens eines der beteiligten Unternehmen seine wirtschaftliche Selbständigkeit auf. Zu unterscheiden sind hierbei wiederum die Fusion und die Akquisition durch einen (1) Finanzinvestor (z.B. Kapitalbeteiligungsgesellschaft) oder einen (2) strategischen Investor (Konzern). Die nachfolgenden Erläuterungen in diesem Lehrbrief befassen sich hierbei ausschließlich mit Akquisitionen, so dass anstelle von M&A-Management hier im Allgemeinen auch von Akquisitionscontrolling gesprochen wird. Mergers sind in der Regel kein Themenfeld für das Akquisitions- oder Beteiligungscontrolling.

Im Hinblick auf die rechtliche Gestaltung von Akquisitionen ist im Weiteren zu unterscheiden zwischen einem „Asset-Deal“ (Vermögenserwerb) und einem „Share-Deal“ (Beteiligungserwerb). Bei einem Asset-Deal findet eine Übernahme von Einzelwirtschaftsgütern in das Betriebsvermögen des Käufers statt.³ Bei dieser Variante der Akquisition findet somit ein Sachkauf gemäß § 433 I Satz 1 BGB statt, bei dem nicht nur der vollständige Besitz, sondern das komplette Eigentum erworben wird. Bei einem Share-Deal übernimmt der Akquisiteur dagegen (die Mehrheit) der Gesellschaftsanteile und entspricht damit einem Rechtskauf gemäß § 453 BGB.

Eine weitere Charakterisierung von Akquisitionen ist unter Bezugnahme auf die strategische Zielsetzung möglich. Hierbei wird insbesondere zwischen horizontalen, vertikalen und konglomeraten Zusammenschlüssen unterschieden. Bei einer horizontal ausgerichteten Akquisition wird im Rahmen der Akquisition ein Unternehmen der gleichen Branche mit (gleicher Pro-

³ Vgl. Achleitner/Wirtz/Wecker: 2004, S. 480.

duktionsstufe) übernommen. Horizontale Zusammenschlüsse dienen üblicherweise dem strategischen Ziel einer Erhöhung der Marktmacht (z.B. bessere Einkaufskonditionen) oder der Realisierung von Synergien. Bei einer vertikalen Akquisition wird ein Unternehmen einer anderen Produktionsstufe der gleichen Branche übernommen. Zu unterscheiden ist hierbei zwischen Vorwärtsintegration (d.h. den Kauf eines Kunden) und der Rückwärtsintegration (d.h. den Kauf eines Lieferanten). Strategische Ziele einer vertikal ausgerichteten Akquisition sind beispielsweise die Sicherung strategisch wichtiger Bezugsgüter (Rückwärtsintegration), ein stärkerer Einfluss auf die Endkundenmärkte (Vorwärtsintegration) sowie die Realisierung und Absicherung von Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten über die Wertschöpfungsstufen hinweg. Laterale Akquisitionen erfolgen primär aus Risikodiversifikationsgründen oder weil aufgrund der Strategie (z.B. einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft) unabhängig vom Geschäftsfokus des Akquisitionsobjekts „lediglich“ durch Restrukturierung oder besonders günstigem Einkauf ein Wertzuwachs erreicht werden soll.

Im Hinblick auf die Art der Übernahme (einer Akquisition) wird meist zwischen Management Buy-Out und Management Buy-In unterschieden. Bei einem Management Buy-In wird ein Unternehmen durch das eigene Management und bei einem Management Buy-Out von externen Managern übernommen. Zudem lassen sich (bei börsennotierten Gesellschaften) freundliche und unfreundliche Übernahmen unterscheiden. Zur Abwehr von unfreundlichen Übernahmen steht dem Management des Akquisitionsziels dabei eine Vielzahl von Abwehrtechniken zur Verfügung:⁴

- *Rückkauf eigener Aktien durch die Zielgesellschaft:* Ziel dieser Technik ist die Stützung des Aktienkurses des Zielunternehmens und somit das Erschweren der Übernahme.
- *Vinkulierte Namensaktien:* Die Übertragung von Wertpapieren kann gemäß § 68 AktG erschwert werden. Die Einführung solcher Aktien bedarf jedoch der Zustimmung der Aktionäre.
- *Poison Pills* (Gift Pillen): Es handelt sich dabei um bedingte Rechtsgeschäfte, die in die Unternehmenssatzung vorgesehen werden. Dies können z.B. Wandelschuldverschreibungen oder Kapitalerhöhungen zu niedrigen Bezugskursen sein, woraus eine verstärkte Aktionärsbindung erhofft wird.
- *Crown Jewel Defense:* Umstrukturierungen, die mit dem Verkauf von wertvollen Gegenständen und Unternehmensbereichen an Dritte einhergehen.
- *Golden Parachutes:* Die Übernahme wird unattraktiv durch die Zusage von hohen Abfindungen an den Vorstand. Der Bieter soll durch hohe Folgekosten abgeschreckt werden.
- *White Knight* (Weißer Ritter): Ein befreundetes Unternehmen wird als konkurrierender Bieter gewonnen. Der Aktienkurs soll somit in die Höhe getrieben und unattraktiv für den Interessenten werden.

⁴ Vgl. Achleitner/Wirtz/Wecker: 2004, S. 484.

Bei M&A-Transaktionen ist schließlich zu unterscheiden zwischen Verkäufern, die eine Anteilmehrheit halten, und Minderheitsgesellschaften:⁵

2.1.2 M&A-Politik im Rahmen einer Unternehmensstrategie: Ziele

Für eine (Finanzinvestor) Kapitalbeteiligungsgesellschaft ist die Zielsetzung einer Akquisition im Wesentlichen als Wertsteigerung der übernommenen Beteiligung zu beschreiben. Synergien mit anderen Beteiligungen können hierbei in der Regel vernachlässigt werden, wobei jedoch zumindest Risikodiversifikationseffekte im Gesamtportfolio berücksichtigt werden sollten.⁶ Für einen strategischen Investor, also einen Konzern, der die Übernahme eines anderen Unternehmens plant, ist die Situation dagegen komplexer. Auch hier wird in der Regel das oberste Unternehmensziel die Steigerung des eigenen Unternehmenswerts sein. Um die Konsequenzen der Übernahme einer Beteiligung für den Wert eines Konzerns zu bestimmen, müssen jedoch explizit die Konsequenzen des übernommenen Unternehmens für die Gesamtstrategie, die Erfolgspotenziale und die Synergien mit bestehenden Geschäftseinheiten, berücksichtigt werden. Eine alleinige separierende Betrachtung und Bewertung des Zahlungsstroms des zu übernehmenden Akquisitionskandidaten ist damit unzureichend. Im Rahmen der qualitativen Beurteilung einer Beteiligung sind dabei Synergien und der Beitrag insbesondere zur Geschäftsfeldstrategie zu bewerten. Für die quantitative Bewertung kommen grundsätzlich zwei Wege in Frage, nämlich der Vergleich des Wertes des übernehmenden Konzerns für die Szenarien (1) Status quo und (2) Status quo mit dem akquirierten Unternehmen oder die Abschätzung der Synergien und strategiebedingten Vorteile des Gesamtunternehmens durch eine Zahlungsreihe, die bei der Wertfindung der Beteiligung ergänzend berücksichtigt wird.

⁵ Siehe Richter: 2005, S. 200–202.

⁶ Vgl. Gleißner: 2005c.

Richter fasst mögliche Interessen und Ziele der beteiligten Akteure eines M&A-Prozesses wie folgt zusammen:

Transaktion	Akteure	Beispiele für mögliche Interessen
Unternehmenshandel (Akquisition und Desinvestition)	Verkäufer	<ul style="list-style-type: none"> • Wertsteigerung (Preis>Wert) • Exit (Liquidität)
	Management	<ul style="list-style-type: none"> • Vermeidung Reduktion des Einflussbereichs • Verhinderung Stärkung Wettbewerber
	Berater	<ul style="list-style-type: none"> • Hoher wahrgenommener Preis • Durchführung der Transaktion • Erhalt/Vertiefung der Klientenbeziehung
	Management	<ul style="list-style-type: none"> • Externes Wachstum, Ausweitung Einflussbereich • Verhinderung des Erwerbs durch Wettbewerber • Geringer Preis
	Käufer	<ul style="list-style-type: none"> • Wertsteigerung (Preis<Wert) • Einstiegs (Investition)
IPO (<u>initial public offer</u> : Börsengang)	Management	<ul style="list-style-type: none"> • Liquiditätszufluss auf Unternehmensebene
	Berater Käufer	<ul style="list-style-type: none"> • „Fairer“ Emissionskurs • Bekanntheit, Öffentlichkeit • auch Öffentlichkeit • Wertsteigerung („Discount“)
Freiwilliges Übernahmeangebot	Käufer	<ul style="list-style-type: none"> • Wertsteigerung • Kontrolle • Externes Wachstum • Erfolg des Angebotes • Wertsteigerung (Prämie)

Legende: Als Verkäufer (Käufer) werden die Eigentümer der Unternehmung verstanden, durch die der Verkauf (Kauf) getätigt wird (auch Prinzipale). Diese Unternehmungen können über ein Management verfügen, das im Auftrag der Eigentümer agiert. Berater können für die Eigentümer und/oder das Management agieren.
In Anlehnung an: Richter: Mergers and Acquisitions: 2005, S. 203.

Abbildung 3: Interessen der beteiligten Akteure

2.1.3 Akquisitionscontrolling

Allgemein versteht man unter Controlling die zielgerichtete Planung und Steuerung unternehmerischer Aktivitäten – und hierbei insbesondere die Entscheidungsvorbereitung für das Management. Als Aufgabenstellung für das Akquisitionscontrolling kann man deshalb die Aufgabenstellung ableiten,



„die bei einer Akquisition erforderlichen Prozesse planerisch zu begleiten und den Prozessablauf im Hinblick auf einen zielgerichteten Fortgang zu überwachen. Hierzu ist es u.a. notwendig, die relevanten Daten zu beschaffen, zu analysieren und aufzubereiten, um der Unternehmensführung bei der Entscheidung über die Übernahme eines Unternehmens unterstützend zur Seite zu stehen.“⁷

Ziel des strategischen Akquisitionscontrollings ist es dabei, im Sinne einer unternehmerischen Rationalitätssicherung sicher zu stellen, dass nur solche Akquisitionen getätigt werden, die im Einklang mit der Unternehmensstrategie stehen. Zudem muss das Akquisitionscontrolling sicherstellen, dass durch das akquirierte Unternehmen eine Wertsteigerung eintritt, was insbesondere auch eine adäquate Bewertung (und damit die Bestimmung von Preisobergrenzen) einschließt.

Das M&A-Management (synonym auch Akquisitionscontrolling) lässt sich damit auch wie folgt definieren:⁸



„Das M&A-Management umfasst den Prozess und das Ergebnis des strategisch motivierten Kauf- bzw. Zusammenschlusses von Unternehmen oder Unternehmensteilen und deren anschließender Integration oder Weiterveräußerung. Damit verbunden ist eine Übertragung der Leitungs-, Kontroll- und Verfügungsbefugnisse.“

⁷ Vgl. Littkemann/Holtrup/Schrader: 2005, S. 41.

⁸ Vgl. Achleitner/Wirtz/Wecker: 2004, S. 478.

Eine Übersicht zum Akquisitionsablauf (Prozess) zeigt die folgende Grafik:

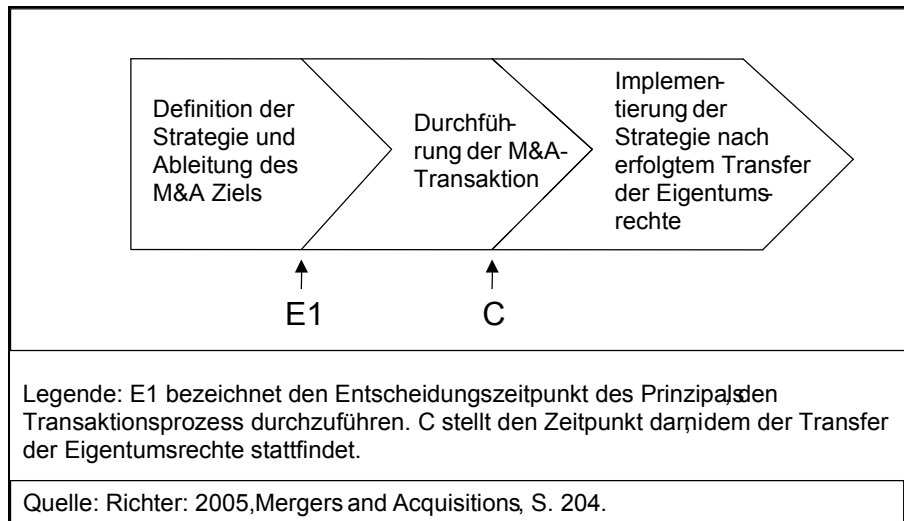


Abbildung 4: Einbettung M&A-Prozess

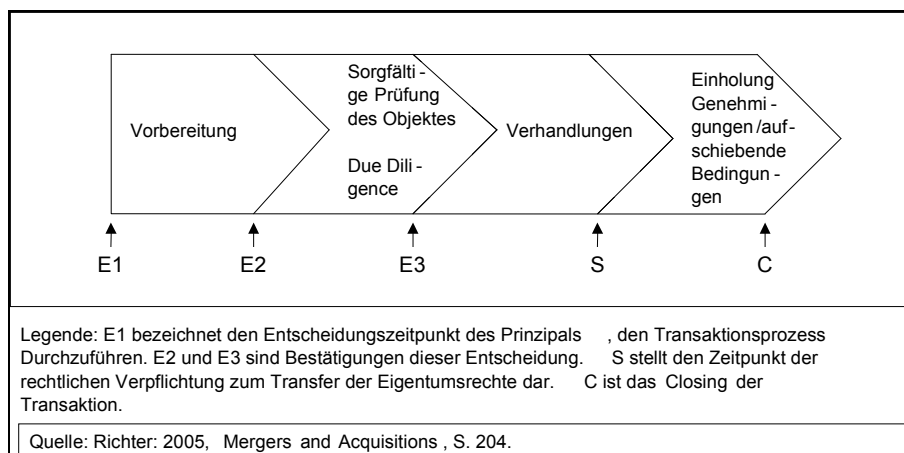


Abbildung 5: Vorgänge im M&A-Prozess

Auf den Akquisitionsprozess wird in Kapitel 3 im Detail eingegangen.

2.2 Portfoliostrategie: Die Wahl der strategischen Geschäftseinheiten und damit der Akquisitionsziele

2.2.1 Grundlagen

Betrachtet man die Aufgaben des strategischen Managements in der Unternehmenspraxis, so erkennt man hier zwei grundlegend unterschiedliche Planungsprozesse. Die Unternehmensführung hat die grundlegende Entscheidung zu treffen, welche Aktivitäten das Unternehmen überhaupt wahrnehmen soll. Damit wird der Gegenstandsbereich für eine weitergehende Strategieentwicklung definiert. Auch Unternehmen, die nur ein Geschäftsfeld betreiben, haben sich zumindest implizit auf eine bestimmte Art der Geschäftstätigkeit festgelegt. Innerhalb eines Unternehmens können dabei jedoch durchaus so unterschiedliche Tätigkeitsfelder zusammengefasst sein, dass diese sogar grundlegend unterschiedliche Strategien erfordern (man spricht hier von strategischen Geschäftseinheiten (SGE)). Sämtliche Überlegungen zur grundlegenden Regelung des Tätigkeitsfeldes eines Unternehmens und der Verteilung des Kapitals werden als Portfoliostrategie bezeichnet und gehen den so genannten „Geschäftsstrategien“ voran. Erst im Rahmen der „Geschäftsstrategien“ wird unter Bezugnahme auf Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteile oder interne Stärken geregelt, wie der Erfolg in diesen Tätigkeitsbereichen tatsächlich erreicht werden soll.

Das Erfordernis, eine am Unternehmenswert orientierte Unternehmenspolitik zu betreiben, folgt aus der Konkurrenz der Unternehmen um die knappe Ressource „Kapital“. Das verfügbare Eigenkapital sollte so aufgeteilt und Geschäftseinheiten zugeordnet werden, dass dadurch der Unternehmenswert maximiert wird. Diese Zuordnung des verfügbaren Eigenkapitals auf alternative Verwendungsmöglichkeiten wird als „Eigenkapitalallokation“ bezeichnet. Bei der Betrachtung der Eigenkapitalallokation im Unternehmen sind eine strategische und eine operative Dimension zu unterscheiden:

1. Strategisch: In welchen Geschäftseinheiten ist der Einsatz von Eigenkapital überhaupt sinnvoll?
2. Operativ: Wie viel Eigenkapital muss aktuell für eine bestehende Geschäftseinheit zur Risikodeckung vorgesehen werden?

2.2.2 Aufgabe des Portfoliomanagements⁹

Primäre Aufgabe der Portfoliostrategie ist es, das im Unternehmen verfügbare Kapital so auf heutige und potenzielle zukünftige strategische Geschäftseinheiten (SGE) aufzuteilen, dass der Unternehmenswert damit maximiert wird. Der Aufbau einer neuen SGE kann (relativ schnell) durch eine Akquisition erfolgen.

⁹ In Anlehnung an Gleißner: 2004a, S. 135-138.

Eine Portfoliostrategie benötigen sämtliche Unternehmen, die unterschiedliche SGE aufweisen, die selbst wiederum jeweils eigenständige Strategien verfolgen.

Auf Ebene der Portfoliostrategie geht es darum zu entscheiden, welche strategischen Geschäftseinheiten

- gefördert bzw. ausgebaut werden sollen,
- bei welchen ein Abziehen von Finanzmittelüberschüssen (freier Cash-flow) sinnvoll ist,
- welche durch Verkauf oder Schließung kurzfristig aus dem Portfolio eliminiert werden sollen und
- welche durch Akquisition eines existierenden Unternehmens neu geschaffen werden sollen.

Bei der Entwicklung einer Portfoliostrategie werden sämtliche (auch potenziell interessante) SGE zunächst als abstrakte Investitionen bewertet, d. h. die Details der jeweiligen Unternehmensstrategien sind hier nicht von Bedeutung. Es dominiert also die finanzielle Perspektive. Die einzelnen SGE werden daher ausschließlich anhand der primären Werttreiber und der daraus abzuleitenden Unternehmenswerte betrachtet. Dies gilt auch für SGE, die durch Akquisition entstehen sollen.

Von Bedeutung für die Portfoliostrategie sind dabei:

- Kapitalrentabilität (ROCE),
- (Umsatz-)Wachstumsrate und
- Kapitalkostensatz (Risiko).

Ergänzend sei darauf hingewiesen, dass im Rahmen der Portfoliostrategie neben den oben angesprochenen Grundsatzentscheidungen auch Synergien zwischen den SGE betrachtet werden müssen, sofern die einzelnen SGE nicht völlig unabhängig voneinander sind. Auch die Entwicklung von strategischen Aktivitäten zur besseren Nutzung von Synergien ist dem Bereich der Portfoliostrategien zuzuordnen, weil diese SGE-übergreifend Bedeutung hat und somit nicht im Rahmen der einzelnen Geschäftsstrategien geregelt werden kann.

Wie in der Kapitalmarkttheorie üblich, kann man aus einer sehr abstrakten Perspektive jede SGE als Investment mit einem spezifischen Rendite-Risiko-Profil betrachten. Neben Rendite und Risiko gilt es bei der Portfolio-Entscheidung von Unternehmen jedoch noch eine dritte Entscheidungsdimension zu beachten, und zwar den Kapitalbedarf der einzelnen SGE, der wiederum maßgeblich durch Kapitalintensität und zukünftig erwartetes Wachstum bestimmt wird. Würde man ausschließlich Rentabilitäts- und Risikogesichtspunkte betrachten, könnte es zu Situationen kommen, in denen an sich erforderliche Investitionen in eine SGE grundsätzlich nicht mehr möglich sind bzw. eine inakzeptable Verschlechterung des Ratings ausgelöst werden würde.

Im Rahmen der FutureValue™-Konzeption¹⁰ werden bei der Entscheidung über das optimale Portfolio eines Unternehmens folgende Instrumente eingesetzt:

1. *Markt-Portfolio*: Mit Hilfe des Marktattraktivitäts-Wettbewerbspositions-Portfolios und seiner eher qualitativen Kriterien kann mit einer Vorauswahl entschieden werden, welche strategischen Geschäftsfelder aufgrund der verfügbaren Kompetenzen und unter Berücksichtigung der Marktbedingungen prinzipiell erfolgsversprechend sind.
2. *Rendite-Risiko-Portfolio*: Mit Hilfe eines Rendite-Risiko-Portfolios werden die Rendite-Risiko-Profile aller SGE aufgezeigt, und es können risikoreduzierende Diversifikationseffekte verdeutlicht werden.
3. *Marakon-Matrix*: Die Marakon-Matrix ergänzt das Markt-Portfolio durch eine quantitative Betrachtung, die aufzeigt, welcher Wert(-beitrag) und welcher Liquiditätsbedarf bei einer SGE zu erwarten ist.

Für eine präzisere Beurteilung der Zukunftsaussichten eines Geschäftsfeldes sind Prognosen und Planungsrechnungen erforderlich, die belegen müssen, dass das Geschäftsfeld langfristig eine Rendite erzielt, die über den risikoabhängigen Kapitalkosten liegt.

Für eine wertorientierte, strategische Kapitalallokation gelten zwei Entscheidungsregeln:

- Sofern „unbeschränkt“ Eigenkapital zur Verfügung steht, sollten alle Unternehmensaktivitäten durchgeführt werden, die einen positiven Wertbeitrag erwarten lassen.
- Wenn das verfügbare Eigenkapital beschränkt ist, sollten genau diejenigen Unternehmensaktivitäten durchgeführt werden, die den höchsten relativen Wertbeitrag (Wertbeitrag pro Eigenkapitaleinheit) erwarten lassen.

2.2.3 Qualitative Betrachtung: Marktportfolio

Aufgabe der Marktportfolio-Betrachtung ist, die grundsätzlichen Zukunftspotenziale bestehender oder zukünftig angedachter Beteiligungen anhand eines einheitlichen, fundierten Kriterien-Systems zu beurteilen.

Der Markterfolg eines Unternehmens hängt sowohl von der Attraktivität des Marktes (exogener Faktor, vgl. Abschnitt 4.3.5) als auch von der Wettbewerbsposition des Unternehmens im Vergleich zu den Konkurrenten ab. Beide Faktoren werden in einem „Marktportfolio-Diagramm“ zusammengefasst (vgl. nachfolgende Abbildung). Ein Unternehmen sollte sich grundsätzlich auf Geschäfts- bzw. Tätigkeitsfelder konzentrieren, bei denen die vorhandenen Kernkompetenzen (und weitere Erfolgspotenziale) zum Tra-

¹⁰ Vgl. Gleißner: 2004a, S. 138.

gen kommen und sich auch zukünftige Wettbewerbsvorteile entwickeln lassen.

Insbesondere sollten tendenziell Tätigkeitsfelder gemieden bzw. aufgegeben werden, die

- schrumpfendes Marktvolumen aufweisen,
- niedrige Markteintritts- und hohe Marktaustrittsschranken aufweisen,¹¹
- starke Abhängigkeiten von wenigen Kunden oder Lieferanten zeigen,
- hohe Fixkostenbelastung und starke konjunkturelle Nachfrageschwankungen verbinden,
- kaum Differenzierungsmöglichkeiten vorweisen und vom Kaufkriterium „Preis“ dominiert werden.

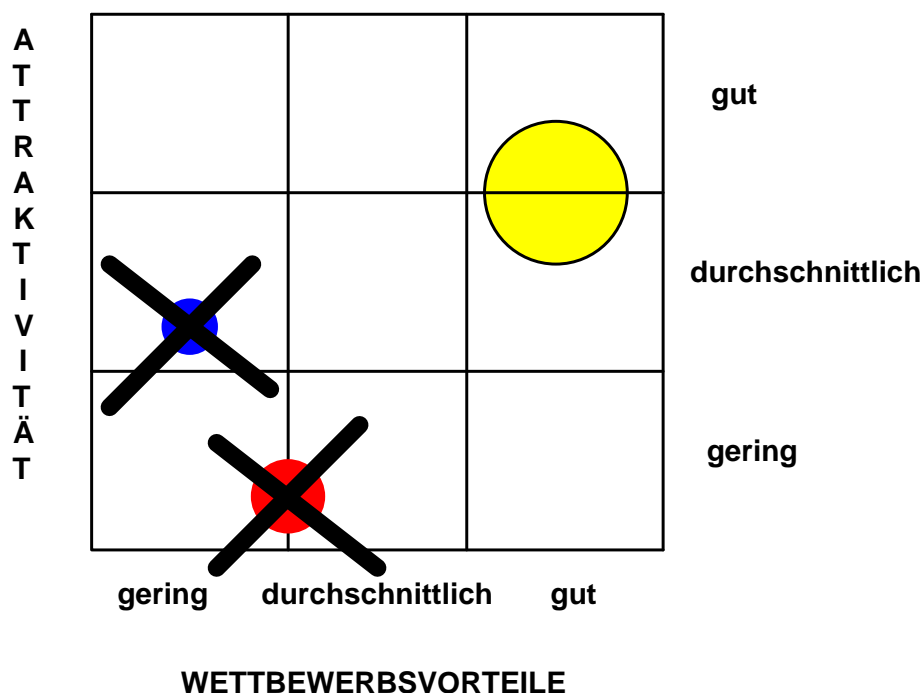


Abbildung 6: Marktattraktivitäts-Wettbewerbspositions-Portfolio

Mit einer Portfolioanalyse kann (vereinfachend) jedes Geschäftsfeld anhand je eines Indikators für Marktattraktivität (Marktwachstum) und Wettbewerbsposition (Marktanteil) bewertet werden. Zu beachten ist, dass der im Folgenden dargestellte Boston-Consulting-Portfolio-Ansatz nur dann sinnvoll angewendet werden kann, wenn der Marktanteil (insbesondere wegen Größendegressionsvorteilen bzw. Lernkurven-Effekten) tatsächlich ein maßgeblicher Erfolgsfaktor ist.

¹¹ Wirksame Schranken stellen z.B. hoher Kapitalbedarf, etablierte Marken, starke (technologisch bedingte) Kundenbindungen oder gesetzliche Auflagen dar.

Vereinfachend kann man dann das Portfolio als Vier-Felder-Matrix angeben und die Geschäftsfelder in vier Gruppen einteilen:

- Stars (hohes Marktwachstum, hoher Marktanteil),
- Cash-Cows (hoher Marktanteil, niedriges Wachstum),
- Question-Marks (hohes Wachstum, niedriger Marktanteil),
- Poor-Dogs (niedriger Marktanteil, niedrigeres Wachstum).

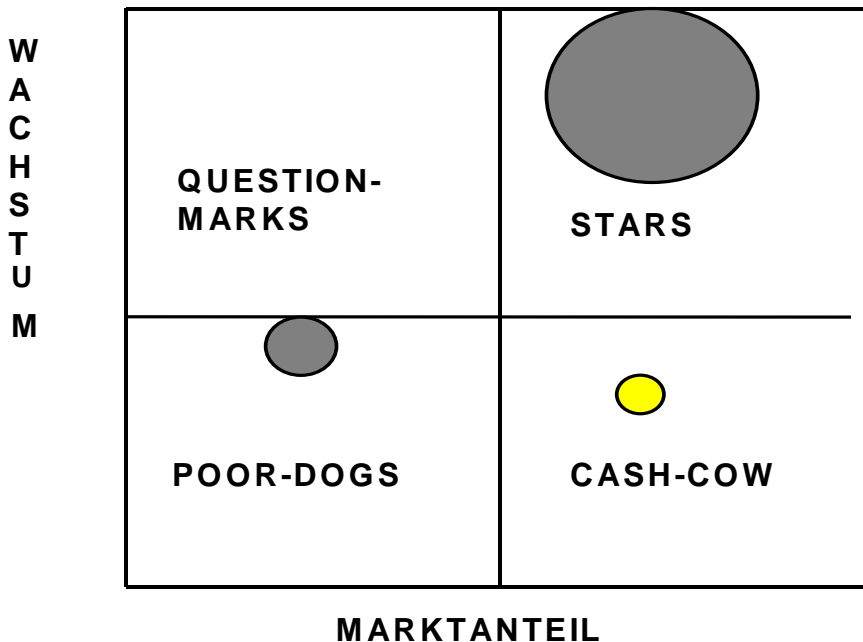


Abbildung 7: Vier-Felder-Matrix der Bosten Consulting Group

Besondere Bedeutung hat die Analyse mit dem Marktanteil-Wachstums-Portfolio als Instrument zur Steuerung des Kapitalbedarfs im Unternehmen. Da die Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten eines Unternehmens begrenzt sind, ist auf eine ausgewogene Struktur von Geschäftseinheiten, die zusätzlichen Kapitalbedarf haben (negativer freier Cashflow), und solchen, die Kapital freisetzen (positiver freier Cashflow), zu achten. Hohe Wachstumsraten von SGE führen aufgrund der erforderlichen hohen Investition zu negativem freiem Cashflow.

Zusammenfassend kann man folgende Regeln für den Kapitalbedarf von SGE festhalten:

- Die Eigenkapitalrendite (nach Steuern) eines Unternehmens (die Wachstumsrate des Eigenkapitals) muss – um die Eigenkapitalquote konstant zu halten – mindestens so hoch sein wie die Wachstumsrate des Gesamtkapitals, welche bei konstantem Kapitalumschlag der Umsatzwachstumsrate entspricht.
- Die Gesamtkapitalrendite eines Unternehmens muss mindestens so hoch sein wie die Wachstumsrate, um Wachstum ohne zusätzliches Kapital „von außen“ finanzieren zu können.

Die Beurteilung der grundsätzlichen strategischen Relevanz einer potenziellen Beteiligung für den strategischen Investor geschieht analog der Beurteilung einer bestehenden Beteiligung bzw. einer existierenden strategischen Geschäftseinheit im Rahmen der Entwicklung der Geschäftsfeldstrategie. Im folgenden Abschnitt wird daher die Entwicklung einer Portfoliostrategie kurz dargestellt, wobei eine potenzielle Beteiligung hier wie jede andere SGE betrachtet werden kann.

2.2.4 Vorgehen zur Erarbeitung einer Portfoliostrategie¹²

Nachdem bisher die grundlegenden Anforderungen, Inhalte und Herausforderungen bei der Erarbeitung einer Portfoliostrategie vorgestellt wurden, soll im Folgenden eine praxisbewährte Vorgehensweise kurz zusammengefasst werden. Der nachfolgend dargestellte Ablaufplan unterstellt dabei, dass für die Entscheidung über die Struktur der strategischen Geschäftsfelder sowohl das Marktportfolio (Marktattraktivität und Wettbewerbsposition) als auch die Marakon-Matrix herangezogen werden.

Bei der Erarbeitung einer Portfoliostrategie kann wie folgt vorgegangen werden:

1. Definition und Operationalisierung der Bewertungs-Dimensionen

Für die Anwendung der Instrumente zur Optimierung des Portfolios ist es erforderlich, die Begriffe „Marktattraktivität“, „Wettbewerbsposition“, „Risiko (Kapitalkosten)“, „Rentabilität“, „Wachstum“ und „Marktanteil“ klar zu definieren und ggf. durch geeignete Indikatoren zu beschreiben.

2. Abgrenzung strategischer Geschäftseinheiten oder der Geschäftsfelder (GFs)

Zunächst gilt es genau festzulegen, welche strategischen Geschäftseinheiten das Unternehmen im Portfolio hat und welche ggf. zukünftig aufzubauen sind. Hierbei ist insbesondere für jede Einheit zu prüfen, ob dieses tatsächlich eine eigenständige Strategie hat (d. h. zum Beispiel eigene Kernkompetenzen und eine eigene Wertschöpfungskette), also separiert von den anderen SGE analysiert werden sollte.

¹² Gleißner: 2004a, S. 151-153.

Für eine Segmentierung potenzieller strategischer Geschäftseinheiten kann man sich an den folgenden fünf Abgrenzungskriterien orientieren¹³:

- Produkte: Welche Produkte und Dienstleistungen werden zusammengefasst?
- Kundennutzen: Welcher Nutzen soll potenziellen Kunden geboten werden?
- Zielgruppe: Durch welche gemeinsamen Kriterien lässt sich die Zielgruppe beschreiben?
- Technologien und Wertschöpfungskette: Welche grundsätzliche Gestaltung hat die Wertschöpfungskette und welche Technologien sollen schwerpunktmäßig eingesetzt werden?
- Region: Wie lässt sich die SGE in ihren regionalen Absatzbereichen abgrenzen?

In der Regel bietet sich bei der Abgrenzung strategischer Geschäftseinheiten an, Produkt-Markt-Kombinationen zu bestimmen und diese zu strategischen Geschäftseinheiten zusammenzufassen, wobei die weiteren oben genannten Kriterien als Grundlage für diese Gruppierung herangezogen werden können (vgl. Kriterien 1 und 3).

Im engeren Sinne spricht man von SGE, wenn sie klar voneinander abgrenzbar sind und insbesondere die Kompetenz zur Entwicklung und Umsetzung eigenständiger Strategien haben. Dies bedeutet, dass sie die Verantwortung für das gesamte operative Geschäft und damit auch den Geschäftserfolg haben.

3. Markt-Portfolio

Mit Hilfe des Markt-Portfolios wird ein erster „Grobfilter“ durchgeführt, d. h. es werden SGE herausgefiltert, die aufgrund ihrer unbefriedigenden Marktposition oder der unattraktiven Branchen keinesfalls weiter verfolgt werden sollen.

4. Synergien erfassen

Bezüglich der Ursachen von Synergien unterscheidet Ansoff (1966) zwischen Gründungs- und Betriebssynergien. Gründungssynergien kommen einem Unternehmen beim Eintritt in eine neue Branche zugute, weil vorhandene Organisationen, Kompetenzen, Kunden oder Vertriebsorganisationen des Akquisitionsobjekts genutzt werden können. Im Gegensatz zu den Gründungssynergien stehen die Betriebssynergien im übernehmenden Konzern dem laufenden Geschäftsbetrieb zur Verfügung. Hier sind insbesondere Vorteile aufgrund von Größendegressionseffekten (Economies of Scale) sowie Verbundvorteile (Economies of Scope) zu nennen.

¹³ Vgl. Müller-Stevens/Lechner: 2001, S. 115-116.

Alternativ lassen sich güter- und finanzwirtschaftliche Synergien unterscheiden (siehe auch Abschnitt 2.2.5 und Abschnitt 5.7 zur Bewertung der Synergien):

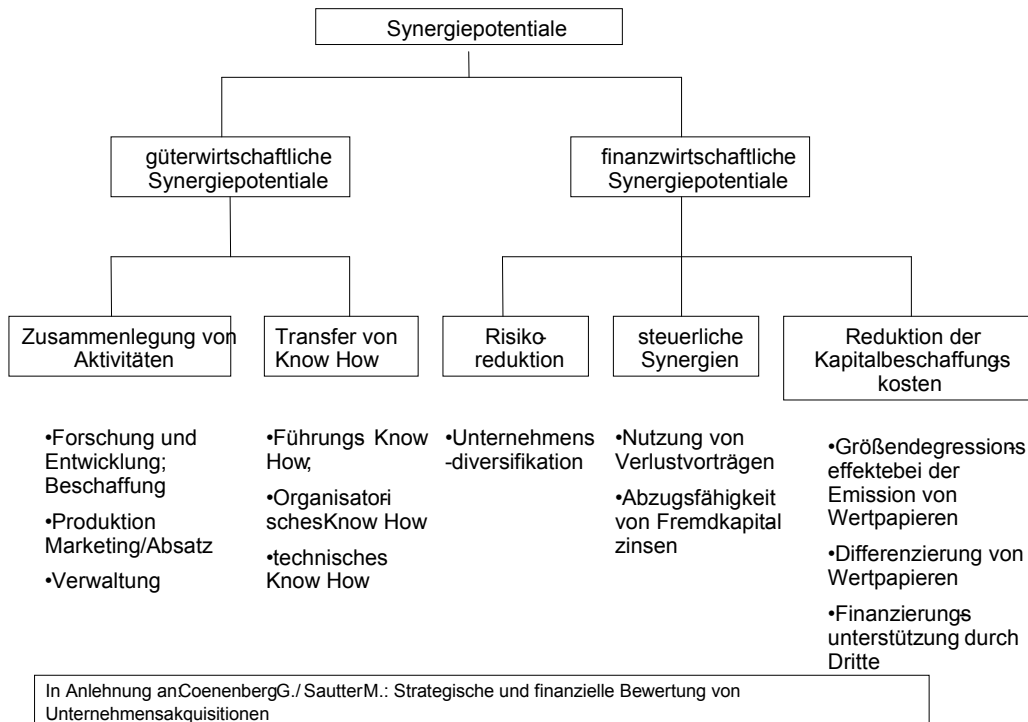


Abbildung 8: Erschließung von Synergiepotenzialen durch Unternehmensakquisitionen

5. Abschätzung des Eigenkapitalbedarfs und des Capital Employed

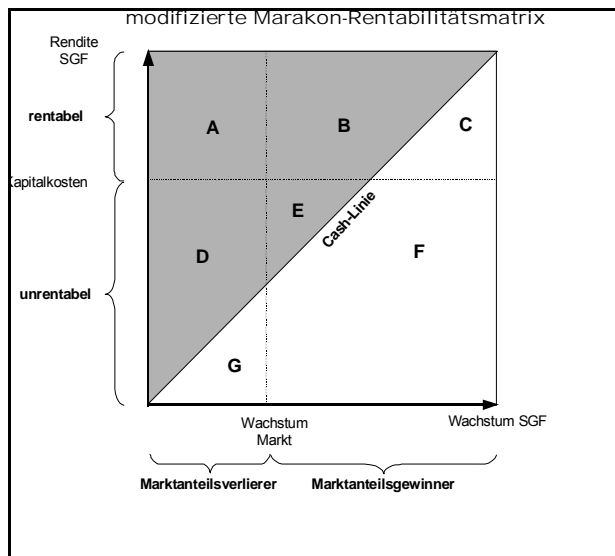
Mit Hilfe einer ersten Überschlagsrechnung gilt es aufzuzeigen, wie sich unter Berücksichtigung der Selbstfinanzierungsmöglichkeiten und der Wachstumseffekte Eigenkapital und Finanzierungsbedarf (Gesamtkapitalbedarf) entwickeln werden.¹⁴

6. Quantitative Bewertung

Gestützt auf der Analyse der Jahresabschlussdaten und der Werttreiberanalyse werden die einzelnen Geschäftseinheiten nunmehr mittels z.B. Makro-Matrix bewertet.¹⁵ Hierbei wird insbesondere aufgezeigt, welche der Geschäftseinheiten eine ausreichende Rendite erzielen, sodass weitere Investitionen sinnvoll sind und welche Liquiditätsflüsse zu erwarten sind.

¹⁴ Vgl. vertiefend Abschnitt 5.6.4 zur Bewertung des Eigenkapitalbedarfs, der zur Risikodeckung nötig ist.

¹⁵ Gleißner: 2004, S. 152.

Abbildung 9: Marakon-Matrix¹⁶

Die verschiedenen Felder der Marakon-Matrix lassen sich nun wie folgt interpretieren¹⁷

- Feld A:** *Das Unternehmen generiert einen positiven Wertbeitrag und erwirtschaftet Finanzmittelüberschüsse („Cash-Cow“). Aufgrund der Marktanteilsverluste scheint jedoch die Wettbewerbsposition bedroht und die relative Kostenposition könnte sich in Zukunft verschlechtern.*
- Feld B:** *Dies ist die Idealpositionierung. Das Geschäftsfeld erwirtschaftet einen aktuellen Wertbeitrag und Liquiditätsüberschüsse. Die Verbesserung des Marktanteils zeigt zudem eine hohe Wettbewerbsfähigkeit und bietet die Chancen für eine weitere Verbesserung der relativen Kostenposition (z. B. über den Erfahrungskurveneffekt).*
- Feld C:** *Dieses Segment bezeichnet man als Wachstumsfalle. Die Rentabilität übersteigt zwar die Kapitalkosten, und der Marktanteil verbessert sich, das Unternehmen erwirtschaftet jedoch aufgrund des hohen Wachstums negative freie Cash-Flows. Eine derartige Positionierung ist nur zeitweise akzeptabel, nämlich genau dann, wenn langfristig auf dann erhöhtem Niveau („Phase 2“) – bei Absinken der Wachstumsrate – wieder klar positive freie Cash-Flows erwirtschaftet werden.*
- Feld D:** *Aufgrund der relativ niedrigen Wachstumsrate in Relation zur Rentabilität wird in Feld D ein Liquiditätsüberschuss generiert. Aber die Kapitalrentabilität ist unter den Kapitalkosten gesunken, was auf einen Wertverzehr hinweist. Die zusätzlich sinkenden Marktanteile deuten auf eine schwache*

¹⁶ Gleißner: 2004a, S.142. Detaillierte Erläuterungen der einzelnen Felder, siehe: Gleißner: 2004a, S. 142-144.

¹⁷ Vgl. Gleißner, 2001c, S.84.

Wettbewerbsposition, was wahrscheinlich in Zukunft zu einem weiteren Absinken der Rendite führt. Geschäftsfelder in diesem Segment erwirtschaften zwar noch Cash-Flow-Überschüsse sie können jedoch keine adäquate Verzinsung des Eigenkapitals mehr erreichen. Ein Fortführen eines solchen Geschäftsfeldes ist – falls die Positionierung nicht verändert werden kann – nur unter dem Gesichtspunkt des Liquiditätsflusses für eine gewisse Zeit sinnvoll.

Feld E: *Diese Positionierung bezeichnet man als Gewinnfalle, weil bei in der Regel vorhandenen Gewinnen ein überdurchschnittliches Marktwachstum erreicht wird. Zudem wird ein Finanzmittel-Überschuss erwirtschaftet. Dennoch reichen die erzielten Erträge nicht aus, eine adäquate Verzinsung des Eigenkapitals zu erreichen. Falls sich also durch die Marktanteils Gewinne nicht zukünftig höhere Renditen erwirtschaften lassen, ist auch diese Positionierung nicht dauerhaft unter dem Gesichtspunkt der Wertgenerierung sinnvoll.*

Feld F: *In dieser Positionierung – mit einem hohen Wachstum bei einer niedrigen Rentabilität – zeigen sich sowohl ein negativer Wertbeitrag als auch negative freie Cash-Flows. Auch diese Positionierung ist auf längere Sicht nicht akzeptabel. Sie ist nur als Zwischenstadium gerechtfertigt, wenn sich durch den Marktanteils Gewinn langfristig deutliche Verbesserungen der Rentabilität ergeben würden.*

Feld G: *Zunehmender Marktanteilsverlust und die zu geringe Rendite sorgen dafür, dass negative freie Cash-Flows erwirtschaftet werden. Ein sofortiger Ausstieg aus dem Geschäftsfeld ist notwendig, falls diese Situation sich nicht schnell ändern lässt.*

Insgesamt zeigt sich, dass dauerhaft akzeptabel nur Positionierungen in den Feldern A und B sind, wobei das Feld A aufgrund der sinkenden Marktanteile die Tendenz hat, dass die Kapitalrendite langfristig unter den Kapitalkostensatz sinkt.

Mit Hilfe der Marakon-Matrix ist es somit insgesamt möglich, den Wertbeitrag, den Liquiditätszufluss und die Marktanteile der Entwicklung der Geschäftsfelder aufzuführen.

Sie ist daher als Bezugsbasis für eine wertorientierte Unternehmenssteuerung sehr gut geeignet, wobei jedoch ergänzend die in diesem Modell betrachteten maßgeblichen Größen wie Kapitalrendite und (Umsatz-)Wachstumsrate zu erklären und steuerbar zu machen sind.

7. Erarbeitung strategischer Handlungsalternativen

Unter Auswertung sämtlicher vorliegender Informationen wird ein Vorschlag für die optimale Gestaltung des Portfolios des Unternehmens unter Berücksichtigung von Ertrags-, Risiko- und Wachstums-Aspekten abgeleitet.

Für den folgenden Abschnitt ist es wichtig zu beachten, dass es Unterschiede zwischen Geschäftsfeldstrategien und Geschäftsstrategien gibt.

Bei Geschäftsfeldstrategien wird bestimmt, in welchen Geschäftsfeldern sich das Unternehmen engagiert. Dagegen geht es bei Geschäftsstrategien um die Gestaltung der einzelnen Geschäftsfelder.

Für die ausgewählten strategischen Geschäftseinheiten (SGE) wird insbesondere festgehalten, wie in den einzelnen Bereichen die strategische Stoßrichtung zu fixieren ist. Dies ist speziell die Grundsatzentscheidung für eine Akquisition zum Auf- oder Ausbau einer SGE. Dies ist zugleich die „Übergangsstelle“ für die Geschäftsfeld-Strategien innerhalb der einzelnen SGE, wobei anzumerken ist, dass die Beurteilung einer SGE im Rahmen der Portfolio-Perspektive immer unter Annahme der bestehenden oder bereits fixierten Geschäftsstrategie zu treffen ist. Da die Geschäftsstrategien jedoch noch nicht in den Details geregelt sind (vgl. zu Geschäftsstrategien Abschnitt 2.2.4), ergibt sich hier unter Umständen ein iterativer Prozess. Wenn sich im Rahmen der Geschäftsstrategie-Diskussion Erkenntnisse ergeben, die zu einer grundlegend anderen Einschätzung des Rendite-Risikoprofils einer Geschäftseinheit führen, kann es erforderlich werden, die Portfolio-Entscheidungen nochmals zu überdenken (und umgekehrt).

Für die Beurteilung einer potenziellen neuen Beteiligung ist diese damit zusammenfassend gemäß den hier dargestellten Überlegungen zu bewerten. Auf die einzelnen Bewertungskriterien im Hinblick auf die Marktattraktivität und die Erfolgspotenziale wird vertiefend in Abschnitt 4.4.4 eingegangen. Als Grundvoraussetzung für ein Engagement bei einem solchen Unternehmen ist eine akzeptable Positionierung im Rahmen der gesamten Geschäftsfeldstrategie anzusehen. Diese Grundsatzentscheidung wird im Rahmen des Akquisitionsmanagements zu treffen sein, bevor überhaupt eine quantitative Bewertung (also die Ableitung eines Entscheidungswerts als Preisobergrenze) erfolgt.

Im Folgenden wird nunmehr, im Kontext der strategischen Beurteilung der Sinnhaftigkeit einer Akquisition auf häufig diskutierte Spezialthemen eingegangen, nämlich die grundlegende Sinnhaftigkeit einer Diversifikationsstrategie, also konkret auch der Kauf von Beteiligungen und neuen SGE, die nicht zum bisherigen (möglicherweise fokussierten) Kerngeschäft gehörten und die Möglichkeit zur Quantifizierung von Synergien.

2.2.5 Exkurs: Sind diversifizierte Unternehmen sinnvoll?¹⁸

Momentan scheint es so, dass Diversifikation¹⁹ keine akzeptable Unternehmensstrategie mehr ist. Vor allem an der Börse werden sämtliche Aktivitäten, die den Diversifikationsgrad von Unternehmen reduzieren, honoriert. Diversifizierte Unternehmen werden häufig mit einem „Konglomeratsabschlag“ gehandelt. Ist aber die Strategie der Diversifikation, die von vielen Unternehmen bis in die 70er Jahre massiv vorangetrieben wurde, tatsächlich aus Sicht eines wertorientierten Managements abzulehnen? Eine pauschale Verurteilung einer auf Diversifikation ausgerichteten Unternehmensstrategie ist sicherlich nicht richtig. Zum einen ist zu bedenken, dass

¹⁸ Vgl. Gleißner: 2004, S. 144/145.

¹⁹ Zum Thema Diversifikation vgl. Funk: 1999. Seite 759-772.

Diversifikationen und die heute (aus gutem Grund) populäre Strategie der Konzentration auf Kernkompetenzen nicht in Widerspruch zueinander stehen müssen. Gescheitert sind in der Vergangenheit insbesondere Diversifikationsstrategien, bei denen sich Unternehmen auf Tätigkeitsfelder begeben haben, die nicht durch die eigenen Kernkompetenzen abgedeckt waren. Aus der strategischen Perspektive ist es jedoch durchaus möglich, dass sich ein Unternehmen in sämtlichen Tätigkeiten genau auf die Wertschöpfungsaktivitäten konzentriert, die durch die eigenen Kernkompetenzen abgedeckt werden und zugleich ein breit diversifiziertes Produktspektrum anbietet. Bei einer derartigen Strategie würde eine Konzentration bezüglich Wertschöpfungsaktivitäten mit einer Diversifikation hinsichtlich Marktsegmenten, Regionen oder Produkten verbunden.

Aus theoretischer Sicht haben diversifizierte Unternehmen durchaus beachtenswerte Vorteile. Die Diversifikation führt zu einer Reduzierung des Gesamtunternehmensrisikos, weil die Abhängigkeit von einzelnen Märkten und Produkten vermieden wird. Bei Existenz von Konkurskosten kann eine derartige Risikoreduzierung nicht durch die Kombination unterschiedlicher Aktien in einem Portfolio durch einen Investor selbst nachgebildet werden. Auch bei nicht börsennotierten Gesellschaften ist eine Diversifikation auf Unternehmensebene die einzige Möglichkeit, eine Risikoreduzierung zu erreichen. Eine derartige Risikoreduzierung durch Diversifikation wirkt sich auch günstig auf das Rating eines Unternehmens – mithin auf den verfügbaren Finanzierungsspielraum und die Kreditkonditionen – aus.

Grundsätzlich gilt also, dass diversifizierte Unternehmen Wert schaffen, wenn sie über größere Fähigkeiten zu wertsteigernden Allokationen der finanziellen Ressourcen verfügen. Die Möglichkeit eines diversifizierten Unternehmens (beispielsweise einer Holding), finanzielle Reserven zu mobilisieren oder gezielt Finanzmittel auf die Unternehmensbereiche zu lenken, die ein besonderes Wertsteigerungspotenzial aufweisen, kann hierbei von Bedeutung sein. Durch ein gezieltes Portfolio-Management (einschließlich einer gezielten Akquisition neuer Geschäftsfelder sowie dem Verkauf unattraktiver Beteiligungen) bestehen weitere Möglichkeiten, Wertsteigerungspotenziale in diversifizierten Unternehmen (und speziell Holding-Gesellschaften) zu eröffnen. Trägt die Diversifikation eines Unternehmens zur Risikoreduzierung bei, so kommen dem diversifizierten Unternehmen alle Vorteile des Risikomanagements wie beispielsweise die höhere Attraktivität für Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten oder die günstigeren Finanzierungskonditionen zugute.

Typische Aufgaben der Holding (Konzern-Dachgesellschaft) sind dabei Portfolio-Management, Finanzmanagement, Investor Relations und Public Relations. Die Holding-Gesellschaft ist, wie diese Aufgabenzuordnung demonstriert, hierbei nicht für die Gesamt-Unternehmensstrategie zuständig. Der von ihr verantwortete Teil der Unternehmensstrategie ist in erster Linie eine Portfoliostrategie sowie das Management der Synergien zwischen den strategischen Geschäftseinheiten. Die operativen Geschäftsstrategien obliegen dagegen dem Verantwortungsbereich der einzelnen SGE. Die zentralen Funktionen der Holding können einen positiven Wertbeitrag erbringen, durch:

- die Identifikation unterbewerteter Unternehmen und den Verkauf von Unternehmen, bei denen ein Verkaufserlös oberhalb des erwarteten Ertragswerts zu erreichen ist,
- die Restrukturierung übernommener Unternehmen (SGE),
- die Reduzierung der (insbesondere risikobedingten) Kapitalkosten und somit die Erzielung von günstigeren Finanzierungsmöglichkeiten,
- die Optimierung der Ressourcen-Allokation zwischen den SGE,
- die Gestaltung von Marketingfähigkeiten, Marke und Vertriebsnetzen,
- die Geltendmachung politischen Einflusses („Lobby“) im Interesse der SGE und
- die Nutzung von Synergien zwischen SGE des Portfolios.

Oft wird hierbei der Nutzung von Synergien eine herausragende Bedeutung zugeschrieben. Reissner²⁰ nennt folgende Felder für die Suche nach Synergien zwischen SGE eines diversifizierten Unternehmens:

- Potenziale durch Zentralisierung (bessere Kapazitätsauslastung, Nutzung von Größendegressionsvorteilen),
- Potenziale durch Transfers von Kompetenzen zwischen Geschäftseinheiten,
- Potenziale durch risikoreduzierende Ausgleichseffekte (interne Hedges),
- Potenziale durch gemeinsame Nutzung von Vertriebskanälen,
- Potenziale durch Restrukturierung, insbesondere eine Neukombination von Wertschöpfungsaktivitäten.

²⁰ Vgl. Reissner: 1992.

Nicht nur theoretische Überlegungen, sondern auch empirische Studien belegen, dass Diversifikation eine erfolgreiche Strategie darstellen kann, aber nicht zwingend erfolgreich sein muss. Die Studie von Romens²¹ zeigt, dass der Erfolg von Diversifikationsstrategien von der Art der Diversifikation abhängt. Besonders erfolgreich sind Unternehmen, die eine horizontale Diversifikationsstrategie verfolgen und damit erreichen, dass in sämtlichen Tätigkeitsfeldern zumindest ähnliche Kompetenzen eingesetzt werden können.

Die Untersuchung einer Beratungsgesellschaft zeigt, dass Konglomerate – diverse börsennotierte Unternehmen – ähnlich erfolgreich sind, wie andere Unternehmen. Der Erfolg ist dabei vor allen Dingen darin begründet, dass Diversifikationsstrategien ursprünglich in den 60er und 70er Jahren besonders erfolgreich waren, wohingegen in den 80er Jahren dann Werte vernichtet wurden.²² Eine Erklärung für dieses Phänomen bietet die Transaktionskostentheorie von Ronald Coase²³ (1937), derzufolge ein Unternehmen Aktivitäten intern erbringen sollte, die nicht kostengünstiger über den Markt zu beziehen sind. Da Märkte und andere ökonomische Institutionen heute effizienter arbeiten als in der Vergangenheit, sind die Transaktionskosten gesunken, was dazu führt, dass tendenziell mehr Aktivitäten zugekauft werden sollten. Dies führt zu einer niedrigeren Wertschöpfungstiefe in den Unternehmen (Outsourcing) und geringeren Vorteilen durch die Diversifikation, sofern sie auf Synergien zwischen unterschiedlichen Geschäftsfeldern abzielt.

²¹ Vgl. Romens: 1994.

²² Vgl. Morck/Yeung: 2001, S.171-178.

²³ Vgl. Coase: 1937. S. 386-405.

2.3 Übungsaufgaben zu diesem Kapitel

Aufgabe 1

Akquisitionen lassen sich im Hinblick auf die Zielsetzung unterscheiden. Nennen Sie mögliche strategische Zielsetzungen.

Aufgabe 2

Warum ist eine festgelegte Portfoliostrategie eines Unternehmens notwendig für Akquisitionsmanagement und Akquisitionscontrolling?

Aufgabe 3

Welches sind die wesentlichen Schritte auf dem Weg zur Portfolio-Strategie eines Unternehmens?

Aufgabe 4

Wodurch unterscheidet sich die Bewertung einer potenziellen Beteiligung durch einen Finanzinvestor im Vergleich zu einem strategischen Investor?

Aufgabe 5

In der Wirtschaftspresse werden häufig Unternehmensstrategien, die auf eine Fokussierung ausgerichtet sind, positiver beurteilt als solche, die auf eine Diversifikation zielen. Welche Argumente können Befürworter einer Diversifikationsstrategie anbringen?

3 Akquisitionsprozess: Analyse und Bewertung im Ablauf

Zielsetzung dieses dritten Kapitels ist es, die bisher beschriebenen Methoden des Akquisitionscontrollings in strukturierte Ablaufprozesse einzuordnen. Damit soll das Wissen vermittelt werden, um – beispielsweise im Sinne eines Handbuchs – den Anforderungen des jeweiligen Unternehmens entsprechende Ablaufprozesse für standardisierte und leistungsfähige Abläufe bei Akquisitionen zu erarbeiten.

3.1 Prinzipien und Ziele

Vor der Darstellung des Instrumentariums und der Methoden von Akquisitionsmanagement und Akquisitionscontrolling (Analyse und Bewertung also Kapitel 4 und 5) wird in diesem Kapitel zunächst ein möglicher Ablaufprozess der M&A-Aktivitäten eines Unternehmens dargestellt. Hierbei wird unterstellt, dass die geschäftsstrategischen Grundsatzentscheidungen (siehe Kapitel 2) bereits getroffen sind. Als Ausgangspunkt wird damit definiert, dass einem Unternehmen bereits eine größere Anzahl potenzieller Beteiligungen bekannt ist. Entsprechend ist die erste Aufgabenstellung des Akquisitionsmanagements darin zu sehen, mit Hilfe einer Vorauswahl, diejenigen Akquisitionskandidaten zu finden, die den deutlich größeren Zeitaufwand für eine Detailbeurteilung rechtfertigen. Anschließend wird eine qualitative Detailbeurteilung und eine quantitative Bewertung vorgenommen.

Zu erwähnen ist hier ergänzend, dass nach der Grundsatzentscheidung für den Kauf eines bestimmten Unternehmens natürlich noch Verhandlungsführung und die Aktivitäten der Beteiligungsübernahme (des juristischen Kaufs) erforderlich sind. Wie bereits eingangs dargestellt, werden jedoch Methoden der Verhandlungsführung und der Beteiligungsübernahme hier nicht vertiefend betrachtet. Ebenso muss hinsichtlich der Möglichkeiten der Vertragsgestaltung, der Risikoabsicherung bei M&A-Prozessen und ähnliches auf die weiterführende Fachliteratur verwiesen werden, da dieses Themenfeld sehr komplex ist.

3.2 Die Erfolgsfaktoren im Akquisitions- und Beteiligungscontrolling²⁴

Vor der Darstellung der wichtigsten Prozesse werden zunächst einige zentrale Erfolgsfaktoren dargestellt, die die Bedeutung der später beschriebenen strukturierten Prozesse verdeutlichen. Der Erfolg von M&A-Aktivitäten wird maßgeblich durch die Kompetenzen seiner Mitarbeiter und durch die Qualität seiner Managementsysteme begründet. Wichtig sind speziell die Erfolgspotenziale, Strategien und Geschäftspläne, aber auch die Fähigkeit von Unternehmer- und Führungspersönlichkeiten potenzielle Akquisitionsziele bezüglich ihrer Erfolgsaussichten beurteilen zu können. Dies erfordert neben betriebswirtschaftlichen Fachkenntnissen auch Menschenkenntnis, Intuition und selbstverständlich umfangreiche Kenntnisse über die Märkte

²⁴ In Anlehnung an Gleißner: 2005c, S. 411-414.

und die dort maßgeblichen Zukunftstrends. Bei Achleitner²⁵ u. a. werden (gestützt auf eine Meta-Studie) insbesondere folgende Erfolgsfaktoren von Buy-Out-Transaktionen angegeben:

- Qualität der Bewertung und Strukturierung der Transaktionen.
- Fachliche Qualifikation der Portfoliomanager (v.a. die intrinsische Selbstmotivation).
- Fähigkeit, die Mitarbeiter von der neuen Ausrichtung des Unternehmens nach der Übernahme zu überzeugen.

Strukturell sind vor allem die im Folgenden erläuterten Erfolgsfaktoren für Akquisitions- und Beteiligungscontrolling maßgeblich²⁶.

1. Fähigkeit zur effizienten Vorauswahl von potenziellen Beteiligungen

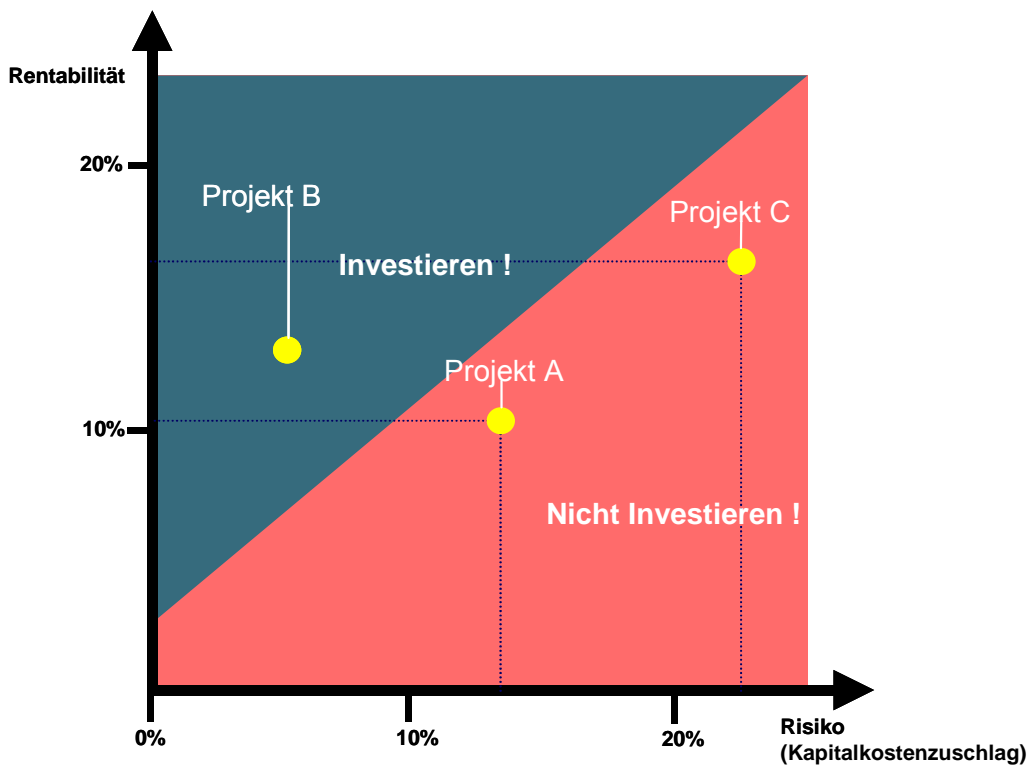
Aufgrund der hohen Anzahl potenzieller Möglichkeiten, das Kapital eines Unternehmens zu investieren, muss durch geeignete, nachvollziehbare und damit auch möglichst strukturierte Verfahren eine Vorauswahl getroffen werden („Filter“), um den Aufwand für die Analyse potenziell interessanter Beteiligungen zu reduzieren. Nur diejenigen potenziellen Beteiligungen, die bestimmte Kriterien erfüllen und damit ausreichend attraktiv sind, werden einer arbeitsaufwendigeren, detaillierten Analyse unterzogen (siehe Kapitel 4). Wichtig ist es, den Filter so zu gestalten, dass er – mit wenig Arbeitsaufwand – möglichst viele „unattraktive Beteiligungsideen“ ausfiltert, aber dennoch die „aussichtsreichen Beteiligungsideen“ passieren lässt (also einen geringen Fehler erster und zweiter Art aufweist, wobei natürlich nicht beide Fehler zugleich minimiert werden können).

2. Quantitative Bewertung von Strategien, Businessplänen und Synergien

Für diejenigen potenziellen Beteiligungen, die in die engere Auswahl kommen, muss eine detailliertere Analyse durchgeführt werden. Bei dieser Analyse müssen sowohl die erwarteten Ertragsaussichten als auch die damit verbundenen Risiken eingehend analysiert und quantifiziert werden. Neben einer strategisch orientierten Analyse der Zukunftsperspektiven (Prüfung von Bedarf bezüglich der angebotenen Güter, Kompetenzen und Wettbewerbsvorteilen) tritt die quantitative Analyse des Businessplans. Optimale Zielgröße ist hierbei die Betrachtung des geschaffenen Unternehmenswerts: Wäre der (potenzielle) Wert der Beteiligung größer als das einzubringende Eigenkapital?

²⁵ Vgl. Achleitner/Bassen/Jais/Nietzer: 2004, S.37.

²⁶ Vgl. auch Nelles/Klusemann: 2004, S. 354–360.

Abbildung 10: Bewertung des Rendite-Risiko-Profiles von Beteiligungen²⁷

In Abhängigkeit des jeweiligen Risikoumfangs einer Beteiligung (z.B. durch Kapitalkostensatz oder auch durch Rating beschrieben) ist die erwartete Rentabilität zu beurteilen (vgl. obige Abbildung). Dies erfordert wiederum eine strukturierte und fundierte Identifikation und quantitative Bewertung einzelner Risiken. Zudem ist es möglich, die einzelnen bewerteten Risiken (z.B. mögliche Planabweichungen von Absatzmengen oder der erforderlichen Kosten für Forschung & Entwicklung) in den Businessplan zu integrieren und die Konsequenzen sämtlicher Risiken dabei simultan mittels eines Risikoaggregationsverfahrens auszuwerten²⁸. Durch eine derartige risikoorientierte Analyse von Geschäftsplänen ist man in der Lage, die Erfolgswahrscheinlichkeit sowie den Eigen- und Fremdkapitalbedarf von Unternehmen fundierter zu bewerten und so die Entscheidungsgrundlage vor der Aufnahme potenzieller Beteiligungen in das Portfolio kritisch zu diskutieren. Ebenso wird es möglich, aus dem Eigenkapitalbedarf einen angemessenen Kapitalkostensatz (als erforderliche Mindestverzinsung) abzuleiten und so eine Unternehmensbewertung durchzuführen, die Rentabilität und Risiko gleicher Weise fundiert berücksichtigt²⁹.

²⁷ Quelle: FutureValue Group (Im risikolosen Fall ist die geforderte mindest Rendite der risikolose Zinssatz z.B. Staatsanleihe.)

²⁸ Vgl. Gleißner: 2004.

²⁹ Vgl. Gleißner: 2005.

3. Markt- und Technologie-Know-how

Investitionsentscheidungen bezüglich potenzieller Beteiligungen benötigen neben den genannten betriebswirtschaftlichen Instrumenten und Methoden auch Kenntnisse bezüglich der Charakteristika und Zukunftsaussichten der Märkte potenzieller Beteiligungen sowie der maßgeblichen technologischen Trends, die jedoch teilweise von externen Experten zugekauft werden können. Die Qualität unternehmerischer Entscheidungen und deren erwarteter Erfolg hängen letztendlich von der Qualität der verarbeiteten Informationen und der Qualität der verwendeten Methoden der Informationsauswertung ab.

4. Fähigkeit zur Überwachung und Steuerung der Beteiligungen

Nach der Entscheidung über die Aufnahme einer neuen Beteiligung hat deren laufende Überwachung, Steuerung und das Coaching des Managements eine erhebliche Erfolgswirkung. Der Erfolg einer Beteiligungskapitalgesellschaft oder eines Konzerns hängt maßgeblich davon ab, inwieweit geeignete Systeme (und die zugehörigen Mitarbeiter) verfügbar sind, um möglichst effizient eine Steuerung ihrer Beteiligungen vornehmen zu können. Die Besonderheiten des Controllings in Private Equity-Gesellschaften ergeben sich insbesondere aus der zeitlichen Beschränkung des Engagements sowie der Notwendigkeit einer konsequenten Wertorientierung³⁰. Als Steuerungsinstrument des Beteiligungscontrollings kann z.B. eine spezifische, auf Erfolgsfaktoren basierende Version einer Balanced Scorecard eingesetzt werden³¹. Ihre Spitzenkennzahl ist der Unternehmenswert.

5. Fähigkeit zum Portfolio-Management

Die Optimierung des Gesamtportfolios von Beteiligungen unter Ertrags- und Risikogesichtspunkten im Rahmen der Portfoliostrategie ist eine weitere anspruchsvolle Aufgabe. Durch eine geeignete Diversifikation von Risiken in realen (nicht vollkommenen) Märkten kann ein Konzern oder eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft ihren eigenen Kapitalkostensatz – als Mindestrenditeerwartung ihrer Gesellschafter – senken und so den eigenen Unternehmenswert steigern³².

Der Eigenkapitalbedarf der Gesellschaft ist niedriger als die Summe der Eigenkapitalbedarfe sämtlicher Beteiligungen. Entscheidend für die Ermittlung der Diversifikationseffekte ist die Identifikation, quantitative Bewertung und Aggregation von Risikofaktoren (vgl. Abschnitt 4.4.6), die systematischer Natur sind, also viele Beteiligungen betreffen. Derartige systematische Risikofaktoren können beispielsweise Zins- und Währungskursänderungen, konjunkturelle Schwankungen oder Rohstoffpreise sein. Genauso wie man in der Lage ist, die individuellen Risikofaktoren einer einzelnen

³⁰ Vgl. Achleitner/Bassen/Jais/Nietzer: 2004, S.37.

³¹ Vgl. Achleitner/Bassen/Jais/Nietzer: 2004, S.37.

³² Zum Wertbeitrag eines solchen Risikomanagements siehe Froot/Scharfstein/Stein: 1994, S. 91-102.

Beteiligung zu aggregieren und damit Aussagen über den Gesamtrisikoumfang dieser Beteiligung zu treffen, können in einer zweiten Stufe die Risiko-profile der einzelnen Beteiligungen zu einem „Gesamtrisikoumfang“ (und damit Eigenkapitalbedarf) des gesamten Portfolios zusammengefasst werden. Der Eigenkapitalbedarf eines Portfolios (siehe Abbildung 12) ist dabei geringer als die Summe der Eigenkapitalbedarfe der einzelnen Beteiligungen (siehe Abbildung 11). Mit einem solchen Portfoliomodell können zudem Szenarioberechnungen angestellt werden, die beispielsweise zeigen, wie sich der Gesamtrisikoumfang des Unternehmens – unter Berücksichtigung sämtlicher Diversifikationseffekte – verändert, wenn eine potenzielle Beteiligung neu aufgenommen würde.

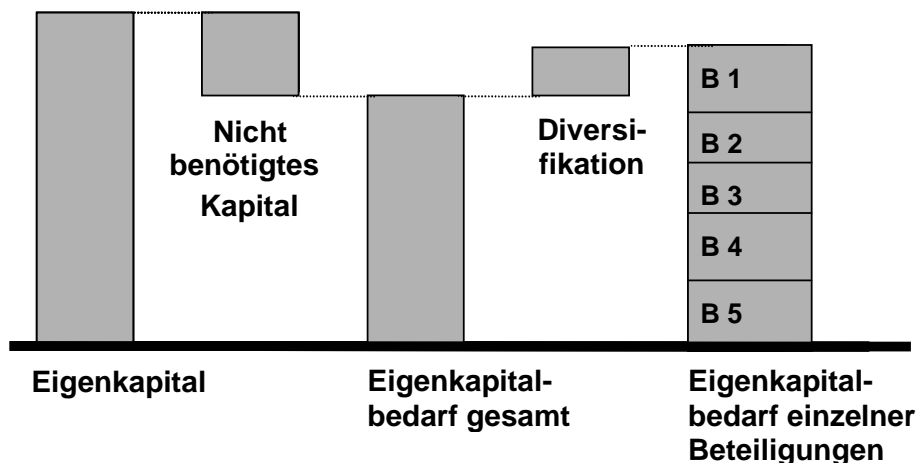


Abbildung 11: Diversifikationseffekt beim Eigenkapitalbedarf³³

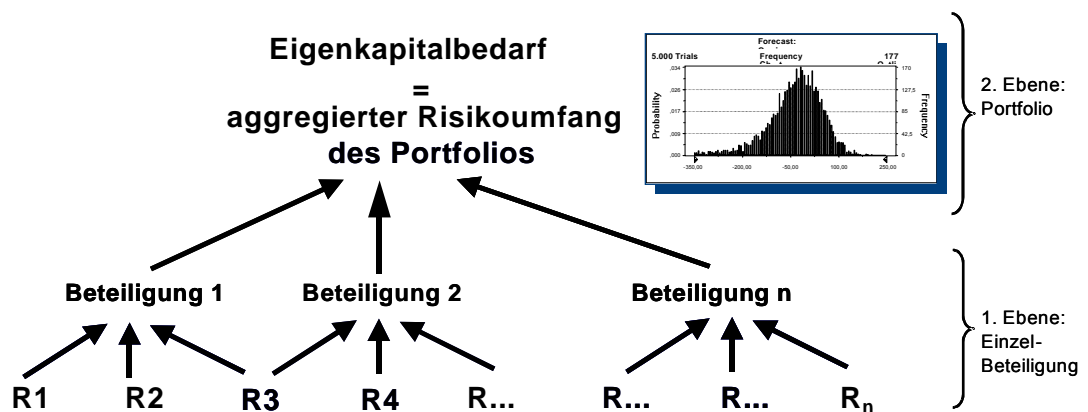


Abbildung 12: Eigenkapitalbedarf der Risiken $R_1 \dots R_n$ als Maß für den Risikogesamtumfang (Quelle: RMCE RiskCon GmbH)

³³ Vgl. Gleißner/Lienhard 2001, S.276.

6. Kompetenz zur Stabilisierung und Absicherung der Arbeitsprozesse

Der Erfolg von Akquisitions- und Beteiligungsmanagement wird nicht nur von der grundsätzlichen Verfügbarkeit der unter 1. bis 5. genannten Kompetenzen abhängen, sondern zudem von der Konsequenz, mit der die jeweils zugehörigen Prozesse durchgeführt werden. Die zugrunde liegenden Prozesse müssen soweit standardisiert und dokumentiert sein, dass sie möglichst jeweils in der gleichen Weise und Qualität durchgeführt werden. Auch aus Perspektive des Risikomanagements,³⁴ insbesondere durch die Anforderungen des KonTraG (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich von 1998) hat eine derartige Transparenz bezüglich der Entscheidungs- und Steuerungsprozesse einen hohen Stellenwert. Erfahrungsgemäß ist es durchaus möglich, eine adäquate Standardisierung und Dokumentation derartiger Prozesse zu gewährleisten, ohne dabei übermäßigen bürokratischen Aufwand zu verursachen.

3.3 M&A-Prozess im Überblick

Als M&A-Prozess bezeichnet man die Kette von Aktivitäten, die den koordinierten Transfer der Eigentumsrechte bei einer Übernahme zum Ziel haben. Der M&A-Prozess beginnt mit Abschluss der Strategiefindungsphase (siehe Abschnitt 2.2 zu Geschäftsfeldstrategien) und endet mit der Übertragung der Eigentumsrechte. Nach der Eigentumsübertragung erfolgt der „Implementierungsprozess“, in dessen Rahmen insbesondere die Restrukturierungs- und Sanierungspotenziale erschlossen werden sollen, und der im Rahmen dieses Textes nicht weiter behandelt wird (siehe hierzu Lektion 3).

³⁴ Siehe: Gleißner/Romeike: 2005.

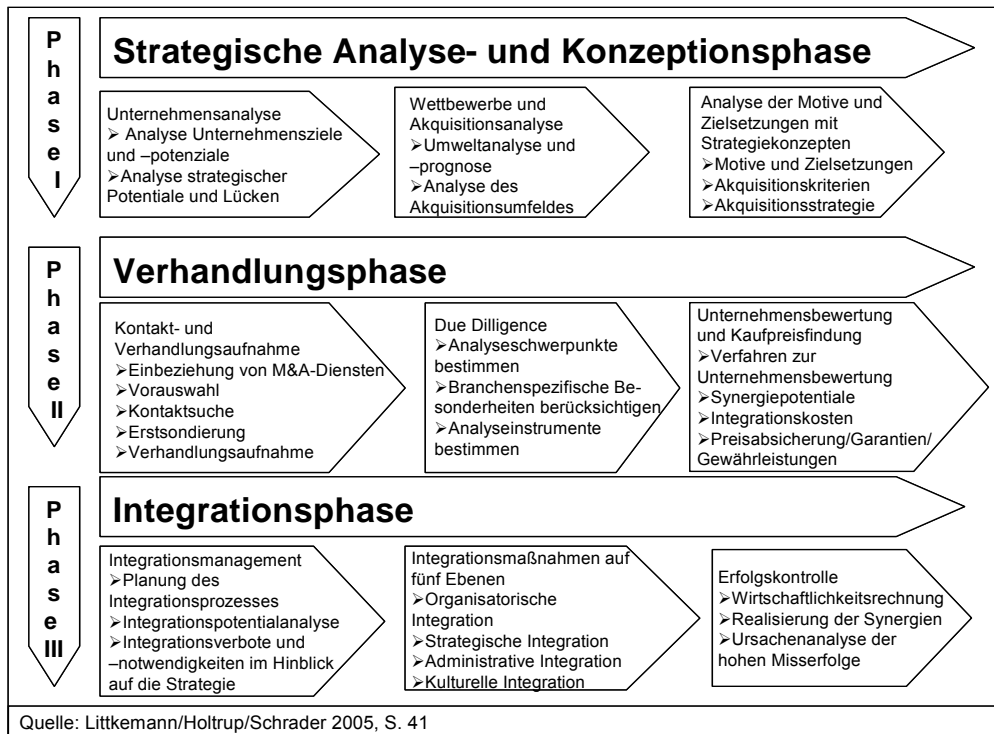


Abbildung 13: Die idealtypischen Phasen einer Akquisition

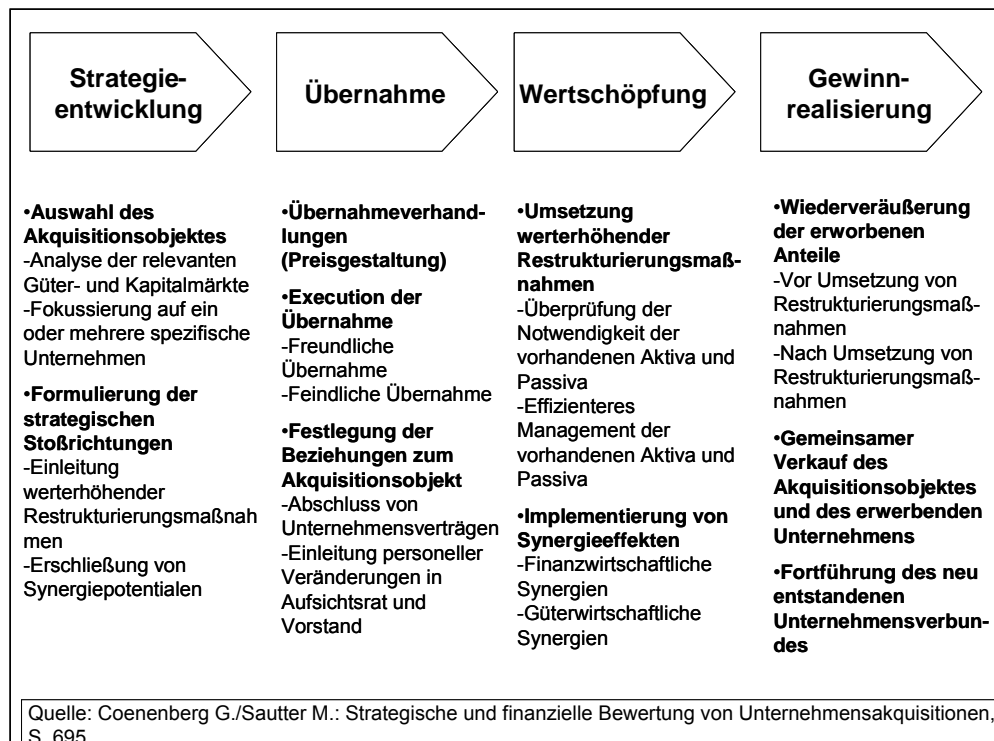


Abbildung 14: Phasenkonzept einer Unternehmensakquisition

Den M&A-Prozess kann man etwas umfassender und detaillierter in folgende sieben Phasen untergliedern:

3.3.1 Entwicklung der M&A-Strategie (Käufer)

Im Rahmen der Strategieentwicklung geht es darum, eine attraktive Branche (oder ein Branchensegment) festzulegen und dann nach geeigneten Akquisitionsobjekten zu suchen. Zentraler Erfolgsfaktor dieser Projektphase ist der Einsatz eines geeigneten Instrumentariums der Markt- und Wettbewerbsanalyse. Hier kann beispielsweise der Porter-Ansatz der Wettbewerbskräfte zum Einsatz kommen).

Neben den im Porter-Schema genannten Märkten, insbesondere also den Absatz- und Beschaffungsmärkten, sind hierbei auch die Kapitalmärkte von Interesse. Aufgrund bestimmter struktureller Marktunvollkommenheit kann es zu Abweichungen zwischen realisierbaren Preisen eines potenziellen Akquisitionsobjektes und den fundamental gerechtfertigten Unternehmenswert (im Sinne eines Discounted Cashflows, basierend auf den am besten verfügbaren Informationen) kommen. Derartige Unter- und Überbewertungen stellen neben Restrukturierungs- und Synergiepotenzialen weitere Wertgenerierungspotenziale dar. Relevante strukturelle Faktoren, die Marktunvollkommenheiten beeinflussen, sind beispielsweise die Größe des Kapitalmarkts, rechtliche Regulierungen, die Informationsverfügbarkeit über Unternehmen sowie die Professionalität der am Kapitalmarkt anzutreffenden Akteure.³⁵

Ebenfalls im Rahmen der Strategieentwicklungsphase (Vorbereitungsphase) ist durch den Käufer eine Formulierung der strategischen Stoßrichtung der Akquisition vorzunehmen (siehe hierzu Geschäftsfeldstrategie). Neben der grundsätzlichen Aussage hinsichtlich des strategischen Erfordernisses einer Akquisition sind dabei speziell die Wertsteigerungspotenziale möglichst zu präzisieren. Insbesondere sind dabei die Quellen der Wertsteigerung durch Restrukturierungsmaßnahmen und die Erschließung von Synergien zu klären und quantitativ einzuschätzen.

In einer Übersicht werden Synergien zwischen den Geschäftseinheiten systematisch in einer Matrix zusammengefasst. Darin werden folgende Synergien berücksichtigt:

- gemeinsame Nutzung von Ressourcen (z. B. zur Verbesserung der Auslastung von Maschinen oder Minderung der Kapitalintensität),
- gemeinsame Nutzung von Vertriebswegen (z. B. Zugang zu neuen Märkten, Cross-Selling-Möglichkeiten),
- gemeinsame Nutzung von (sich ergänzendem) Know-how,
- Diversifikation von Risiken,
- Vorteile durch vertikale Integration (z. B. steigende Effizienz durch die Eliminierung von Schnittstellen in der Wertschöpfungskette),
- Größendegressionsvorteile (z. B. durch größere Einkaufsmacht) und
- Sonstige (z. B. durch die Koordination von Strategien oder die Möglichkeit, gemeinsam neue Märkte zu erschließen).

³⁵ Vgl. Coenenberg/Sauter: 1988, S. 697.

Die folgende Abbildung zeigt als beispielhafte Umsetzung mögliche Ursachen von Synergien und hilft bei der Einschätzung der durch Synergien zwischen SGE möglichen Wertsteigerungspotenziale.

Betriebswirtschaftlicher Funktionsbereich	Synergieeffekte Symmetrien	Gründungssynergien		Betriebssynergien		Gemeinsame neue Produktmarkt- opportunitäten	Gesamter Synergieeffekt
		Investitions- bereich	Operativer Bereich	Investitions- bereich	Operativer Bereich		
Verwaltung und Unternehmensleitung	Beitrag des Akquisitionsobjektes						
	Beitrag des akquirierenden Unternehmens						
	Gemeinsame neue Opportunitäten						
Forschung und Entwicklung	Beitrag des Akquisitionsobjektes						
	Beitrag des akquirierenden Unternehmens						
	Gemeinsame neue Opportunitäten						
Marketing	Beitrag des Akquisitionsobjektes						
	Beitrag des akquirierenden Unternehmens						
	Gemeinsame neue Opportunitäten						
Produktion	Beitrag des Akquisitionsobjektes						
	Beitrag des akquirierenden Unternehmens						
	Gemeinsame neue Opportunitäten						

Quelle: Coenenberg G./Sautter M.: Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen, in: DBW 48 (1988), S. 701

Abbildung 15: Analyse von Synergiepotenzialen durch die Synergiematrix

3.3.2 Vorbereitung³⁶

In der Vorbereitungsphase stellen – Käufer und Verkäufer selbstverständlich typischerweise getrennt – zunächst einen Projektplan, der den gesamten Transaktionsprozess, die zeitlichen Vorstellungen und die verfügbaren

³⁶ Vgl. Richter: 2005, S. 210–212.

Ressourcen beschreibt, auf. Der Verkäufer muss dabei insbesondere auch das Verkaufsobjekt genau abgrenzen und gegebenenfalls mit einer „Verkäufer Due Dilligence“ prüfen, ob dieses Verkaufsobjekt in der momentanen Form verkaufsfähig ist. Der Verkäufer erstellt zudem eine Liste potenzieller Käufer und stellt für diese aussagefähige Informationen über das Bewertungsobjekt (einschließlich einer Begründung über den Verkauf) zusammen. Anschließend werden potenzielle Käufer eingeladen, denen die Informationen präsentiert werden und die dann zur Abgabe eines unverbindlichen Angebots aufgefordert werden. Auf Grundlage dieses unverbindlichen Angebots entscheidet der Verkäufer dann, welche potenziellen Käufer an einer Due Dilligence (siehe Abschnitt 3.3.3) teilnehmen dürfen.

Ein Käufer wird in der Vorbereitungsphase (nach Abschluss der strategischen Überlegungen gemäß Kapitel 2) umgekehrt eine Liste potenzieller Kaufobjekte (zu übernehmende Unternehmen) zusammenstellen. Mit öffentlich zugänglichen Informationen wird er anschließend diejenigen potenziellen Kaufobjekte auswählen, deren Eigentümer (oder Management) gezielt angesprochen werden sollen. Die Vorbereitungsphase wird abgeschlossen durch die Kontaktierung potenzieller Verkäufer, um festzustellen, welche grundsätzlich dem Verkauf eines Unternehmens (oder Unternehmensteils) aufgeschlossen gegenüber stehen. Mit diesen ist anschließend über einen Verkauf zu verhandeln und insbesondere eine Due Dilligence vorzunehmen.

3.3.3 Unternehmensanalyse/ Due Dilligence und Bewertung

Durch eine Due Dilligence (vgl. Kapitel 4) erhalten potenzielle Käufer im Rahmen des Akquisitionsprozesses die Möglichkeit, ihre Annahmen hinsichtlich des Akquisitionsobjektes durch nicht öffentliche Daten, Besichtigungen und Gespräche mit Management und Mitarbeitern zu überprüfen. Ziel ist es, bestehende Informationsasymmetrien abzubauen und so die Grundlage für die Bewertung (auch für den potenziellen Käufer) und Konsensfindung bezüglich des Preises zu schaffen. Eine derartige Due Dilligence umfasst üblicherweise folgende Maßnahmen:

- Zugang zu vertraulichen Unterlagen (insbesondere bezüglich Markt, Strategie, Erträgen, rechtlicher Situation, Steuern, Finanzen, Personal) in einem Datenraum,
- Durchführung einer Management-Präsentation,
- Gespräche und Interviews mit Managern des Zielobjekts und
- eine Betriebsbesichtigung.

Nach der Due Dilligence kann der potenzielle Käufer (Akquisitionssubjekt) ein überarbeitetes Angebot vorlegen, das üblicherweise neben einem Kaufpreis bereits weitere Informationen zur möglichen rechtlichen Abwicklung des Kaufs enthält. Dies basiert auf einer Bewertung des Unternehmens einschließlich erzielbarer Synergien mit einer geeigneten Bewertungsmethode, die speziell auch die Risiken adäquat erfasst (vgl. Kapitel 5, speziell 5.4.6)

Im Bereich der Performancemessung und der Anwendung wertorientierter Verfahren zeichnen sich bei Private-Equity-Transaktionen noch immer erhebliche methodische Defizite ab.³⁷

Die qualitative Beurteilung der strategischen Aufstellung und der Zukunftsperspektiven eines Unternehmens erfolgt im Gutachten durch Beschreibung der qualitativen Elemente des Unternehmens:

- (Kern-)Kompetenzen,
- Gestaltung der Wertschöpfungskette,
- Geschäftsfelder und für den Kunden erkennbare Wettbewerbsvorteile,
- strategische Stoßrichtung (mit Verbesserungspotenzialen der Werttreiber),
- Plausibilität der wesentlichen Planannahmen,
- Erfüllung der Mindestanforderung an die operative Planung,
- sonstige Aspekte der Bewertung, insbesondere die Beurteilung der Anforderungen an die leitenden Personen,
- Auswertung der quantitativen Analyse.

Die quantitative Beurteilung der betriebswirtschaftlichen Aufstellung, der Ist-Wert sowie der potenzielle Zukunftswert eines Unternehmens und der erwarteten Rendite aus der Beteiligung erfolgt im Gutachten, durch Beschreibung der wichtigsten wirtschaftlichen Kennzahlen des Unternehmens und Darstellung der berechneten Renditeerwartung aus der Beteiligung in unten aufgeführter Reihenfolge. Die Ergebnisse dienen als Grundlage der Entscheidung über die Übernahme der Beteiligung:

- Plausible Unternehmensstrategie,
- Höhe der Risiken,
- erwartetes Unternehmensergebnis,
- Ausfallwahrscheinlichkeit (Rating),
- Unternehmenswert,
- erwartete Rendite der Beteiligung,
- erwartete Value-Spreads (relative Kapitalkosten).

3.3.4 Verhandlungsphase

Auf Grundlage der Angebote und Vertragsentwürfe finden anschließend die Verkaufsverhandlungen statt, bei denen ein potenzieller Verkäufer (natürlich analog auch ein potenzieller Käufer) durchaus mehrere derartige Gespräche parallel führen kann. Im Rahmen dieser Verhandlungen werden insbesondere geregelt:

- Der Kaufpreis,
- (wirtschaftliche) Eckpunkte eines Kaufvertrags und
- der Umfang von Garantien, Gewährleistungen und den entsprechenden Haftungsbegrenzungen.

³⁷ Siehe Balzer u.a.: 2006, S. 262.

Verkauft eine Mehrheit, besteht für den Käufer das potenzielle Problem, dass diese über einen Informationsvorsprung verfügen dürfte (asymmetrisch verteilte Informationen). Hier sind zwei Formen zu unterscheiden:

- Asymmetrische Information vor Vertragsabschluss: Der Verkäufer verfügt über Informationen, die dem Käufer zum Zeitpunkt der Entscheidung für einen Kauf nicht zur Verfügung stehen (hidden information).
- Asymmetrische Information nach Vertragsabschluss: Der Verkäufer verfügt nach Durchführung der Akquisition über Handlungsspielräume, die er zu seinem Gunsten nutzen kann und die dem Käufer zum Entscheidungszeitpunkt nicht bekannt sind (hidden action).

Wegen bestehender Unsicherheiten aufgrund asymmetrischer Informationen bei einem Käufer wird bei vielen Akquisitionen ein variabler Kaufpreis vereinbart, der (durch eine geeignete Berechnungsregel) in Abhängigkeit des Erreichens bestimmter Planannahmen (z.B. der Gewinne) berechnet wird. In diesen Fällen wird bei Abschluss der Transaktion zunächst nur ein Teil des Gesamtkaufpreises, ein Fixpreis, fällig.³⁸ Die erfolgreichen Vertragsverhandlungen werden schließlich durch die rechtsverbindliche Unterschrift (Signing) abgeschlossen.

3.3.5 Vertragserfüllung

Aufgrund möglicher aufschiebender Bedingungen wird ein Vertrag nicht unmittelbar mit der Unterschrift rechtskräftig, so dass zwischen „Signing“ und „Closing“ der Transaktion zu unterscheiden ist. Derartige aufschiebende Bedingungen können beispielsweise auf die Notwendigkeit des Einholens behördlicher Genehmigungen (z.B. Kartellbehörden) zurückzuführen sein.

Wenn Closing und Signing zeitlich auseinander fallen, erfolgt die Zahlung des Kaufpreises zum Closing und der Verkäufer behält den Anspruch auf Erfolg des verkauften Unternehmens bis zum Closing – dies erfordert die Aufstellung einer Abschlussbilanz zum Zeitpunkt des Closings.

³⁸ Für eine weitergehende Betrachtung der Preissetzungsstrategien im Verhandlungsprozess siehe die Dissertation von Gorny (Unternehmensbewertung in Verhandlungsprozessen, 2002) sowie zu den Verhalten verschiedener Investorentypen (Schnäppchenjäger, Realist, Taktiker und Push-Investor) Richard, J.: Bluff oder Geheimitipp? in: Finance, 3, 2006, S. 28–30. Zur Konsequenz asymmetrischer Informationen auf die Preisfindung und die optimale Preispolitik siehe auch Richter: 2005. In diesem Kontext verweist der Autor darauf, dass bei der Bewertung von Unternehmen auch die Vergleichbarkeit der Eigentümerstruktur eine Rolle spielt, die beispielsweise die Möglichkeit einer Übernahme durch Dritte maßgeblich bestimmt. Bei asymmetrischer Information, also in einem Informationsvorteil des Verkäufers und Synergievorteilen auf Seiten des Käufers lässt sich in einem einfachen Modell der durch den potenziellen Käufer maximal zu bietende Preis P^{\max} ableiten (Richter: 2005, S. 184–186).

3.3.6 Phase der Wertschöpfung/ Integrationsphase

In der Phase der Wertschöpfung wird nach Abschluss der M&A-Transaktion das strategische Konzept des Erwerbers umgesetzt.³⁹ Insbesondere werden die Wertsteigerungen durch die Restrukturierungsmaßnahmen und die Erschließung der Synergien reduziert.

Übernimmt eine Private-Equity-Gesellschaft eine neue Beteiligung, liegen die Schwerpunkte der Umstrukturierungsmaßnahmen insbesondere im Bereich der Führungs-, Steuerungs- und Kontrollstrukturen, aber auch bei der strategischen Ausrichtung und in Verfahren der Performancemessung sowie der Zusammenstellung des Management-Teams.⁴⁰

Diese Phase wird auch als Integrationsphase bezeichnet und erfordert aufgrund der bestehenden Komplexität ein leistungsfähiges Projektmanagement. Gerade durch Probleme und Schwierigkeiten bei der Integration werden nämlich häufig an sich erwartete Wertsteigerungspotenziale durch eine Akquisition verschenkt.

3.3.7 Erfolgskontrolle

Die Messung des wirtschaftlichen Erfolgs von M&A-Transaktionen durch das Akquisitionscontrolling ist eine sehr anspruchsvolle Aufgabe.⁴¹ Zu ermitteln, ob der Wertzuwachs, den sich das akquirierende Unternehmen verspricht, tatsächlich eintritt, erfordert eine Vergleichsrechnung der Wertentwicklung.

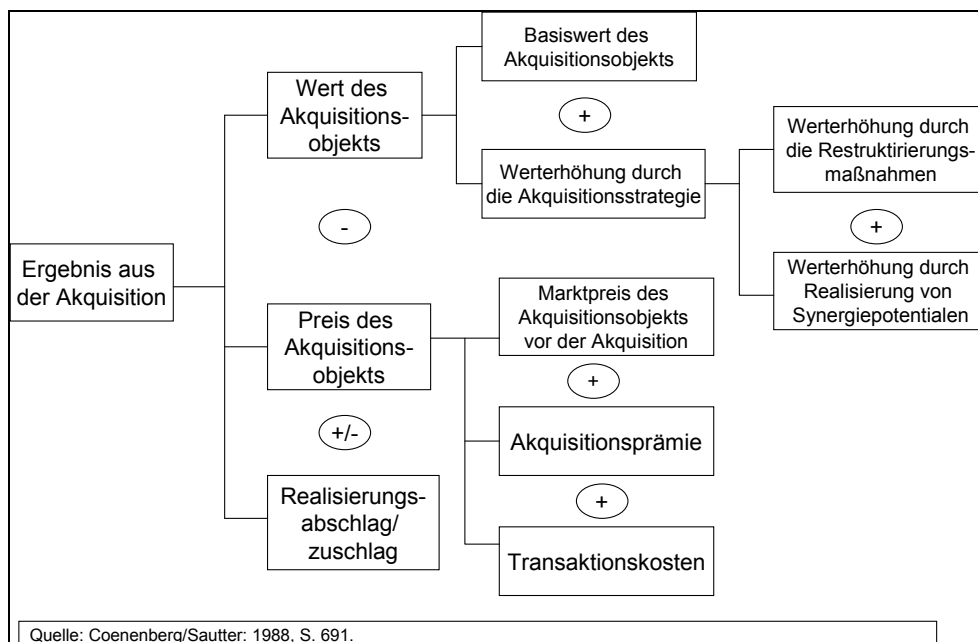


Abbildung 16: Ergebnismechanik der Unternehmensakquisition

³⁹ Vgl. Coenenberg/Sautter: 1988, S. 702.

⁴⁰ Vgl. Balzer u.a.: 2006, S. 261.

⁴¹ Siehe z.B. Richter: 2005, S. 205–209, und Küting/Lorson: 1997, 4-13.

Da das Akquisitionsobjekt typischerweise am Ende der Transaktion nicht mehr börsennotiert ist (wenn es dies je war), ist ein Wertentwicklungsvergleich nur auf Grundlage fundamentaler Bewertungsmodelle (siehe Abschnitt 5.7) möglich. Sie basieren im Wesentlichen auf dem Vergleich der Annahmen bezüglich der maßgeblichen Werttreiber (wie z.B. EBIT-Marge) mit den später tatsächlich realisierten Werten. Zur Beurteilung der Entwicklung der strategischen Erfolgspotenziale wird hier zumeist ergänzend das Instrumentarium der Balanced Scorecard genutzt, bei dem strategische Ziele (bzw. Erfolgspotenziale) durch geeignete Kennzahlen operationalisiert werden (siehe Kapitel 8).⁴² Besonders schwierig ist die Beurteilung des Akquisitionserfolgs, wenn das Akquisitionsobjekt durch einen strategischen Investor grundsätzlich verändert wird. Ein Problem besteht hier bereits in der adäquaten Zuordnung tatsächlich realisierter Synergien, weil solche Synergien meist im Rahmen von Rechnungswesen und Controlling nicht explizit erfasst werden. Noch schwieriger wird die Bewertungsaufgabe, wenn das Bewertungsobjekt in der zum Zeitpunkt der Akquisition bestehenden Form überhaupt nicht fortbesteht, sondern vollständig in andere Organisations- und Geschäftseinheiten des übernehmenden Konzerns integriert wird. In allen diesen Fällen ist es für das Akquisitionscontrolling von entscheidender Bedeutung, dass möglichst klare Ziele der Akquisition formuliert werden, die – weitgehend unabhängig von sonstigen Einflüssen – einer ex-post-Überprüfung zugänglich sind. Relevante Ziele, die beispielsweise in der genannten Balanced Scorecard erfasst werden können, sind folgende:

- Kunden des akquirierten Unternehmens, die für Leistungen des übernehmenden Konzerns gewonnen werden konnten.
- Anzahl und Umsatzbeitrag von Technologien (Lizenzen, Patenten) der neuen Beteiligungen bei anderen Konzerngesellschaften.
- Umfang der Lieferverflechtungen (in Euro) zwischen den neuen Beteiligungen und anderen Konzerngesellschaften.

Ganz allgemein kann die Erfolgsmessung von M&A-Transaktionen abgeleitet werden aus der Entwicklung des Aktienkurses (des übernehmenden Unternehmens), der Veränderung von Fundamentaldaten (z.B. den Gewinn) oder der (subjektiven) Einschätzung der Beteiligten. Die folgende Tabelle fasst diese Ansätze für eine Erfolgsmessung zusammen:

⁴² Kaplan/Norton: 1997 und ein erweiterter Ansatz der FutureValue™ Scorecard (mit integrierten Risikoinformationen), Gleißner: 2004, S. 261.

Aktienkursreaktionen	Veränderung Fundamentaldaten	Einschätzung der Beteiligten
Zielfunktion		
Mehrung des Vermögens der Eigentümer	Verbesserung der Unternehmensgewinne	Im Einzelfall zu klären
Vorgehensweise		
Ermittlung der Veränderung des Aktienkurses im Zusammenhang mit der Ankündigung einer Transaktion	Vergleich der Unternehmensgewinne vor und nach der Durchführung einer Transaktion	Befragung von Investoren und Managern
Interpretation		
Ex-ante Einschätzung des Kapitalmarktes hinsichtlich des Transaktionserfolges	Ex-post Beurteilung des Transaktionserfolges anhand der Rechnungslegung	Wahrgenommener Erfolg der Transaktion aus Sicht der Beteiligten
Hauptproblem		
Unkenntnis der Aktienkursentwicklung ohne Ankündigung der Transaktion	Unkenntnis über die Unternehmensgewinne ohne Durchführung der Transaktion	Interessen und Zielfunktion der Beteiligten sowie Subjektivität

Quelle: Richter: Mergers and Acquisitions: 2005, S. 206.

Abbildung 17: Erfolgsmessung von M&A Transaktionen

3.3.8 Dokumentation der Akquisitionsprozesse

Alle Kapitalbeteiligungsgesellschaften und die meisten strategischen Investoren haben regelmäßig zu entscheiden, in welche potenziellen Beteiligungen sie ihre Finanzmittel investieren. Grundsätzlich kann man von einem hohen Risiko ausgehen, wenn die hier angewendeten Entscheidungsverfahren keine ausreichende Systematik, Verbindlichkeit und Transparenz aufweisen.

Daher sollte der Gesamtprozess von der Identifikation einer potenziell interessanten Beteiligung bis hin zur Entscheidung über ein Investment in seinen wesentlichen Arbeitsschritten beschrieben werden. Dabei ist insbesondere festzuhalten, welche Informationen in den einzelnen Prozessschritten erhoben und ausgewertet werden. Eine detaillierte Betrachtung ist bei dem eigentlichen Bewertungsverfahren (z.B. Discounted-Cashflow-Verfahren) erforderlich. Hierbei ist insbesondere zu prüfen, ob bzw. wie bei einer potenziellen neuen Beteiligung ein Abwägen von Ertragschancen und Gefahren (Risiken) vorgenommen wird. Außerdem ist zu prüfen, wie die Veränderung der Gesamtrisikoposition durch die Aufnahme einer neuen Beteiligung bewertet wird.⁴³

⁴³ Vgl. Bousek/Ehringer: 2001, S.102.

3.4 Finanzierung von Akquisitionen

Ein weiterer wesentlicher Schritt des Akquisitionscontrollings besteht in der Planung der geeigneten Finanzierungsstruktur für die Übernahme. Für dieses hier nur kurz angeschnittene Thema sei insbesondere auf die weiterführende Literatur verwiesen⁴⁴. Einige grundlegende Gestaltungsmöglichkeiten der Finanzierung sind in den folgenden Abbildungen dargestellt.

Typische Struktur einer LBO/ MBO Finanzierung

Instrument	Terms und Conditions	Anteil am Gesamtkapital	Renditeerwartungen
Senior Dept	<ul style="list-style-type: none"> • Akquisitionsfinanzierung und Working Capital Line • Vorrangige Besicherung, umfassende Covenants • Variabler oder fixer Zinssatz, meist laufende Amortisierung • Laufzeit 5-8 Jahre 	30%-50%	EURIBOR+200-400Bp
Junior Dept	<ul style="list-style-type: none"> • Akquisitionsfinanzierung • Nachrangige Besicherung, Covenants meist wie Senior Dept • Variabler oder fixer Zinssatz, häufig endfällig • Laufzeit 7-10+ Jahre 	25%-35%	EURIBOR+350-650Bp
Mezzanine-Kapital	<ul style="list-style-type: none"> • Unbesichert, Covenants meist wie Senior Dept • Cash Coupon (fixer Zinssatz) während der Laufzeit+Roll-up (erfolgsabhängiger Zinsanteil) am Laufzeitende; evtl. Equity Kicker • Laufzeit 7-10+ Jahre 	0%-35%	IRR 12%-20%
Eigenkapital	<ul style="list-style-type: none"> • Unbesichert • Keine Zinsen sondern ev. Dividenden • Zeitlich unbefristet-Zeithorizont Private Equity Fonds ca. 3-5 Jahre • „Sweet Equity“ für Management 	20%-40%	IRR 20%-35%

Quelle: Business Circle Konferenzen und Seminare CFO-06, KPMG, Referent: Kranebitter G., S. 217.

Abbildung 18: Typische Struktur der LBO/ MBO Finanzierung⁴⁵

Grundsätzlich zur Finanzierung ist anzumerken, dass das erforderliche (Netto-) Finanzierungsvolumen abhängig ist sowohl vom Kaufpreis (als Zahlung an die bisherigen Eigentümer) als auch den ergänzenden Ein- oder Auszahlungen aus der potenziellen Beteiligung. Wie in den folgenden Kapiteln erwähnt wird, muss schon im Kontext der Analyse und der Bewertung einer potenziellen Beteiligung ermittelt werden, ob bzw. in welchem Umfang hier zusätzliches Kapital erforderlich ist (insbes. weil zu wenig Risikodeckungspotenzial gemessen an den Risiken verfügbar ist) oder umgekehrt Entnahmemöglichkeiten bestehen.

⁴⁴ Z.B. Eayrs/Ernst/Prexl: 2006.

⁴⁵ IRR steht für den internen Zinssatz der Investition

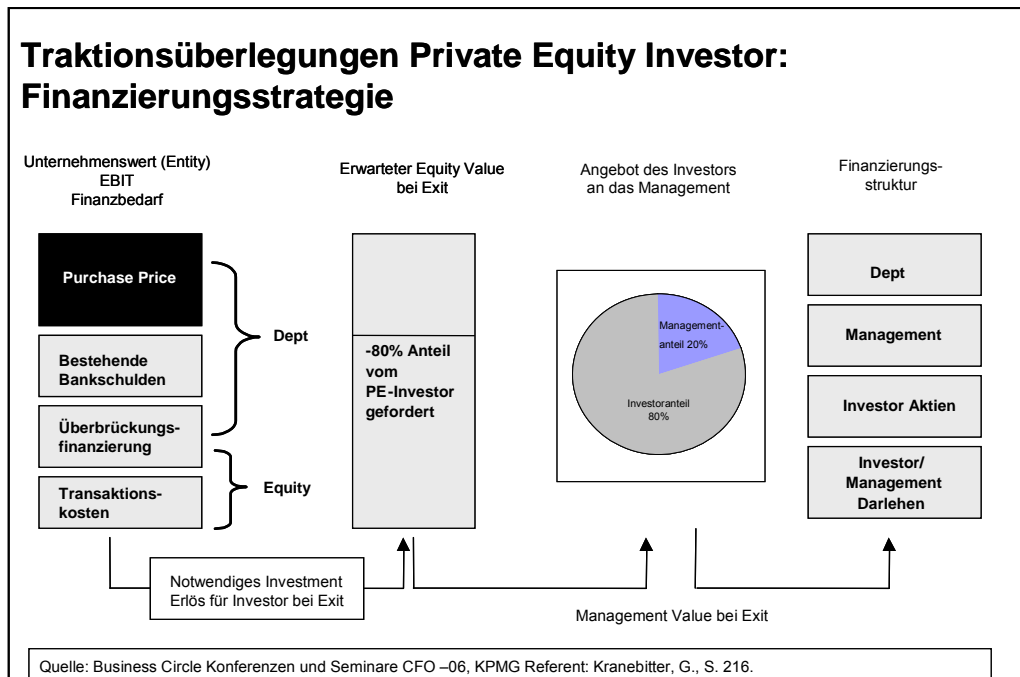


Abbildung 19: Transaktionsüberlegungen Private Equity Investor

3.5 Übungsaufgaben zu diesem Kapitel

Aufgabe 1

Geben Sie die wichtigsten Ablaufschritte zwischen dem Erstkontakt von einer potenziellen Beteiligung (eines zu übernehmenden Unternehmens) und der Unterzeichnung eines Kaufvertrages an. Geben Sie dabei nach jedem dieser Schritte an, durch welche (beispielhaften) Gründe es zu einem Abbruch des Akquisitionsprozesses an dieser Stelle kommen kann.

Aufgabe 2

Ist Konsens bezüglich aller wesentlicher Planannahmen und den Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Cashflows erforderlich, um hinsichtlich des Kaufpreises Einigkeit zwischen Käufer und Verkäufer zu erzielen?

4 Analyse und risikoorientierte Prüfung von potenziellen Beteiligungen (Due Dilligence)

Zielsetzung des vierten Kapitels ist es, die wichtigsten Methoden für eine qualitative Unternehmensanalyse (Beurteilung der Erfolgspotenziale) und Due Diligence zu vermitteln.

Schon in Kapitel 2 wurde darauf hingewiesen, dass vor einer Akquisition zunächst grundsätzlich aus der strategischen Perspektive im Rahmen der Geschäftsfeldstrategie über die grundsätzliche Eignung einer potenziellen Beteiligung (eines zu übernehmenden Unternehmens) entschieden werden muss. Häufig wird hierbei im Rahmen einer Ersteinschätzung eines solchen Unternehmens lediglich eine cursorische Beurteilung z.B. der Marktattraktivität und der Erfolgspotenziale vorgenommen. Spätestens, wenn eine potenzielle Beteiligung grundsätzlich interessant erscheint, ist jedoch eine genauere Unternehmensanalyse erforderlich. Die hierfür notwendigen Verfahren werden in diesem Kapitel vorgestellt. Dabei wird ein konkretes Instrumentarium, angelehnt an das Risiko-Rating-Modell, mit klaren Orientierungsfragen und betrachteten Kennzahlen vorgestellt, das sich in der Beurteilung von Unternehmen in der Praxis bewährt hat.⁴⁶

4.1 Vorauswahl potenzieller Beteiligungen

Misserfolge bei Akquisitionen können durch eine sorgfältige Unternehmensanalyse und eine leistungsfähige Bewertung mit geeigneten Verfahren vermieden werden. Voraussetzungen für erfolgreiche Akquisitionen sind entsprechend.⁴⁷

- Eine realistische und fundierte Einschätzung aller Ergebnis bestimmenden Faktoren, einschließlich der geplanten Wertsteigerungspotenziale (durch Restrukturierung oder Synergien), sowie
- der Einsatz geeigneter Bewertungsinstrumente, die neben den erwarteten Renditen auch das eingegangene Risiko adäquat beurteilen.

Entscheidend ist hierbei zunächst, welche Arten von Informationen über eine potenzielle Beteiligung erhoben und wie diese ausgewertet werden. Eine derartige Bewertung basiert auf einer kritischen Beurteilung von Strategie und Geschäftsplan. Eine qualitative Analyse eines solchen Geschäftsplans befasst sich insbesondere mit den folgenden drei Fragen:

- **Bedarf:** Wieso wird die angebotene Leistung bzw. das Produkt im gewählten Markt (bei der relevanten Zielgruppe) überhaupt benötigt?
- **Kompetenz:** Hat das Unternehmen alle Fähigkeiten, diese Leistung bzw. dieses Produkt auch zu produzieren und im relevanten Markt zu vertreiben?

⁴⁶ Vertiefend siehe Gleißner: FutureValue, 2004.

⁴⁷ Coenenberg/Sautter: 1988, S. 693.

- **Wettbewerbsvorteil:** Wieso kann das Unternehmen die Leistung besser oder günstiger anbieten als die (etablierten) Wettbewerber?

Letztlich sollten die eingesetzten Verfahren zur Vorbereitung von Investitionsentscheidungen aufzeigen, ob für den Akquisiteur durch das Investment in eine neue Beteiligung ein Mehrwert entsteht, d.h. der Wert der eingegangenen Beteiligung höher ist als das zunächst einzusetzende Eigenkapital.⁴⁸ Für eine solche quantitative Analyse der Ertragsaussichten und der Risiken kommen Verfahren der Risikoanalyse und Risikoaggregation im Kontext von Geschäftsplänen zur Anwendung, weil nur so risikoadäquate Diskontierungszinssätze (Kapitalkosten) für die Bewertung abgeleitet werden können⁴⁹ (siehe 5.4).

Neben der oben angesprochenen Beurteilung einer potenziellen Beteiligung (Akquisitionsziel) als eigenständiges Unternehmen kann bereits in der Vorauswahl – detaillierter dann im Bereich der Due Diligence - Unternehmensanalyse – eine Beurteilung des Beitrags des Akquisitionsziels zur Umsetzung der Strategie des potenziellen Käufers vorgenommen werden (Beurteilung eines „strategischen Fittings“). Bei einer derartigen Beurteilung werden die Konsequenzen einer Übernahme (zunächst eher qualitativ) für den Ausbau der eigenen Erfolgspotenziale, der Umfang möglicher Synergien sowie der Umfang von Risikodiversifikationseffekten beurteilt. Die folgende Tabelle zeigt beispielhaft einen Beurteilungsrahmen, der den Beitrag einer potenziellen Beteiligung für die eigene Unternehmensstrategie zu beurteilen hilft.

Strategisches Ziel des Beteiligungserwerbs	Bedeutung 1-2-3	Bedeutung 1-2-3-4-5
Neue Technologie (Know-how, nämlich.....)		
Zugang zu neuen Märkten (Kunde, Vertriebsweg, nämlich.....)		
Abbau von Engpassfaktoren z.B. bei Produktionskapazität		
Risikodiversifikation		
Synergien mit bestehender SGE bezüglich		
Stärkung bestehender Erfolgspotenziale, speziell.. a)... b)...		
Sicherung der Versorgungssicherheit bezüglich,		
Wertsteigerung durch Restrukturierung oder höherpreisigen Weiterverkauf		

Abbildung 20: Beurteilungsrahmen

⁴⁸ Vgl. Bousek/Ehringer: 2001, S.100

⁴⁹ Vgl. Gleißner/Sautter: 2001, S. 289–307.

4.2 Grundlagen einer Due Diligence⁵⁰

Die Due Diligence⁵¹ (dt.: gebührende Sorgfalt) folgt auf die Vorauswahl bei potenziell interessanten Akquisitionszielen. Sie ist im Rahmen einer beabsichtigten geschäftlichen Transaktion eine umfassende und detaillierte Analyse, Prüfung und Bewertung der bilanziellen, rechtlichen, steuerlichen, technischen, wirtschaftlichen und umweltbezogenen Eigenschaften eines Unternehmens, die i.d.R. formalisiert, anhand von Fragebögen oder Checklisten durch ein Expertenteam ausgearbeitet und ausgewertet werden. Durchgeführt wird die Due Diligence nach der Unterzeichnung einer Absichtserklärung, dem so genannten Letter of Intent (LOI), jedoch vor der Unterzeichnung des Kaufvertrags. Das Expertenteam besteht i.d.R. aus Wirtschaftsprüfern, Unternehmensberatern, Steuerberatern, Rechtsanwälten, Mergers & Acquisitions-Beratern, Investmentbankern oder auch aus eigenen Mitarbeitern, z.B. aus den Abteilungen Controlling oder Merger & Acquisitions.

Eine Due Diligence hat zum Ziel, die Zukunftsperspektiven eines Unternehmens durch eine Chancen-Gefahren-Analyse aufzudecken. Insbesondere werden Fragen über das Management gestellt sowie Strategie-, Organisations-, Produkt- und Marktanalysen durchgeführt, wobei die Annahmen im Businessplan (Unternehmensplanung) hinterfragt werden. Befragt werden dabei Mitarbeiter der zu betrachtenden Firma und teilweise auch Lieferanten, Kunden, Konkurrenten und andere Insider.

Häufig wird beim Due Diligence unterschieden zwischen (1) Commercial Due Diligence und (2) Financial Due Diligence sowie (3) Human Resources-Due Diligence⁵². Eine feine Unterscheidung der Analysefälle einer Due Diligence ist der folgenden Abbildung zu entnehmen.

⁵⁰ Vgl. Füsler/Gleißner: 2005, S. 196-197

⁵¹ Neben der hier dargestellten „Käufer-Due Dilligence“ existiert auch eine „Verkäufer-Due Dilligence“, bei der ein zu verkaufendes Unternehmen zunächst von den bisherigen Eigentümern dahingehend analysiert wird, ob bestimmte Risiken existieren, die Bewertungsabschläge zur Konsequenz haben. Hinsichtlich einer derartigen Verkäufer-Due Diligence im Rahmen von M&A-Transaktionen sei verwiesen auf Stoecker, Besonderheiten der Verkäufer-Due Dilligence bei M&A-Transaktionen, Finanz Betrieb 10/2004, S. 674–681.

⁵² Vgl. Littkemann/Holtrup/Schrader: 2005, S. 40-57.

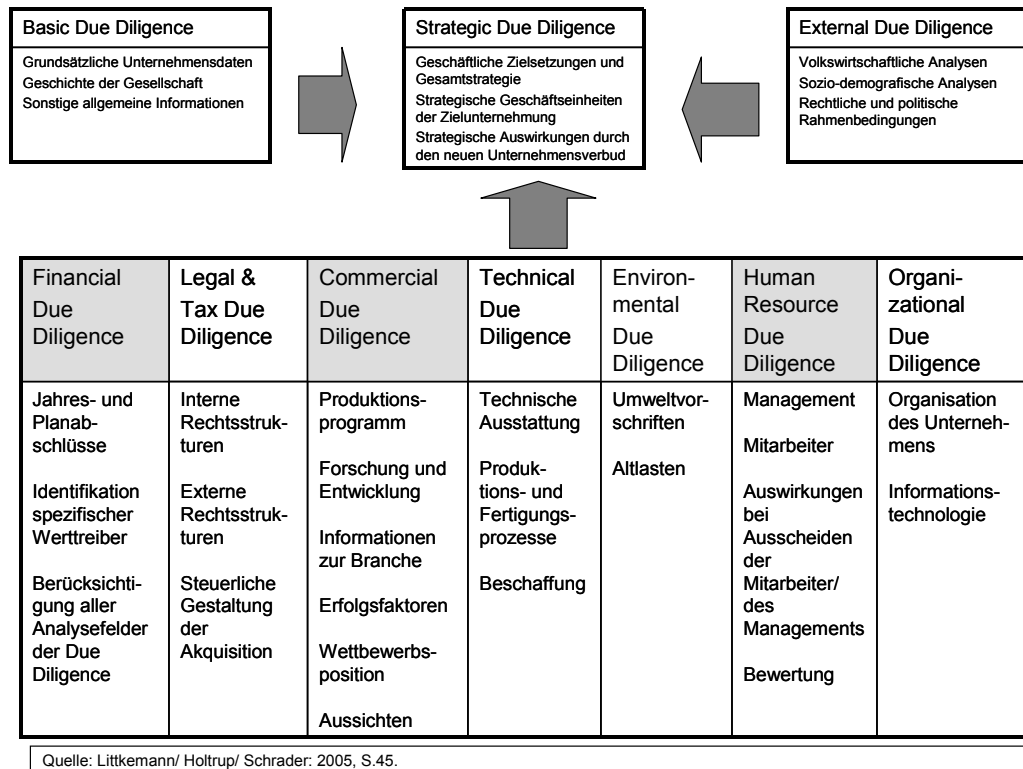


Abbildung 21: Analysefelder der Due Diligence

Das Commercial Due Diligence befasst sich mit der Beurteilung des Marktes, der dort maßgeblichen Trends sowie der Wettbewerbsposition des Marktes. Im Kontext der Marktanalyse wird dabei die „Geschäftslogik“⁵³ betrachtet, wobei insbesondere die maßgeblichen Erfolgsfaktoren einer Branche herausgearbeitet werden. Bezogen auf diese generellen Erfolgsfaktoren und die Zukunftstrends des Marktes werden anschließend bei der Unternehmensanalyse insbesondere die auf diese grundlegenden Erfolgsfaktoren bestehenden Stärken/Schwächen des zu akquirierenden Unternehmens betrachtet. Entsprechend ist die Wettbewerbsposition des Unternehmens zu beurteilen (siehe Abschnitt 2.2.3), wobei gerade bei innovativen Unternehmen auf die Beurteilung der technologischen Position und der Entwicklungsmöglichkeiten der Technologie besonderes Augenmerk zu richten ist⁵⁴. Im Rahmen Human Resources Due Diligence wird neben der Angemessenheit von Personalkosten und Personalstrukturfragen insbesondere auch die Qualifikation der Mitarbeiter sowie ihre Einstellung gegenüber einer Akquisition betrachtet. Schwerpunkte der Financial Due Diligence sind die Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens – also ähnlich wie bei der Erstellung eines Finanzratings (siehe Abschnitt 4.3.4).

Zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung, die der Wertfindung zugrunde liegt, wird hierbei insbesondere auch betrachtet, inwieweit in der

⁵³ Vgl. Gleißner: 2004.

⁵⁴ Vgl. Littkemann/Holtrup/Schrader: 2004, S. 48.

Vergangenheit erstellte Planungen mit den tatsächlich eingetretenen Werten übereingestimmt haben (Soll-Ist-Abweichungsanalyse⁵⁵). Neben möglichen systematischen Abweichungen wird dabei auch der Umfang typischer Planabweichungen eingeschätzt, der für die Risikobeurteilung und damit den Wert (über den Kapitalkostensatz) von Bedeutung ist.

4.3 Detailanalyse potenzieller Beteiligungen: Das „RiKo-Rating“ als Analyseinstrument

4.3.1 Einleitung

Ziel dieser Phase ist es, eine zusammenfassende detailliertere Gesamtbeurteilung des potenziellen Beteiligungsunternehmens zu erstellen, und zwar sowohl in qualitativer als auch in quantitativer Hinsicht. Die Detailanalyse verschafft nach der oberflächlicheren Vorauswahl einen tieferen und genaueren Einblick in die Zukunftsfähigkeit (die Erfolgspotenziale) des zu begutachtenden Unternehmens und damit in seine Eignung für eine Beteiligung.

Im betriebswirtschaftlichen Teil der Due Diligence werden die Unternehmen einer detaillierten Analyse unterworfen. In diesem Arbeitsschritt wird bestimmt, ob eine Investition in die potenzielle Beteiligung betriebswirtschaftlich sinnvoll ist oder nicht.

4.3.2 Ratingansatz als Ausgangspunkt der Detailanalyse

Für die Detailanalyse einer potenziellen Beteiligung als betriebswirtschaftlicher Teil der Due Diligence gibt es viele denkbare Methoden. Im Folgenden wird ein Analyserahmen vorgestellt, der aus einem spezifischen Rating-Ansatz (dem RiKo-Rating)⁵⁶ abgeleitet wird und damit eine Fokussierung auf die betriebswirtschaftlichen Aspekte der Detailanalyse legt. Der für die Akquisitionsprozesse eines Konzerns oder einer Beteiligungsgesellschaft sinnvollste Detailanalyserahmen muss natürlich an den spezifischen Gegebenheiten einer typischen Akquisition (z.B. Akquisitionsvolumen, verfügbare Analysezeit, Bedeutung technologischer Fragen etc.) ausgerichtet werden. Als Ausgangspunkt der Entwicklung eines solchen Analyserahmens hat die Bezugnahme auf den im Folgenden vorgestellten Ratingansatz jedoch einige wesentliche Vorteile.

Ratingverfahren haben sich als Instrumente bewährt, die durch ihre klare Fokussierung auf die wesentlichsten Aspekte effizient die Beurteilung eines Unternehmens erlauben. Sie stützen sich dabei insbesondere auch auf öffentlich zugängliche und grundsätzlich leicht im Unternehmen beschaffbare Informationen mit besonderer Relevanz, wobei speziell Risiken des Unternehmens (speziell Gefahren, als mögliche negative Planabweichungen) besonders beachtet werden. Die besondere Analyse der Schwerpunkte ist in Anbetracht der häufig hohen Risiken von Akquisitionen sicherlich sinnvoll. Die Verwendung eines (geeignet angepassten) Ratingmodells als

⁵⁵ Vgl. Unzeitig/Kulhavy: 2004, S. 337-356.

⁵⁶ Siehe Gleißner/Füser: 2003, Blum/Gleißner/Leibbrand: 2005, S. 29-33, sowie www.risiko-kompass.de.

Grundlage mit Detailanalyse bietet zudem den Vorteil, dass Benchmarkdaten verfügbar sind (z.B. bezüglich des Finanzratings) und vorhandene IT-Hilfsmittel verfügbar und relativ einfach an die eigenen Anforderungen angepasst werden können (in diesem Fall Software wie „Risiko-Kompass plus Rating“ oder der „Strategie-Navigator“, die jeweils die hier beschriebene Ratingtechnologie unterstützen). Die Ableitung einer Ausfallwahrscheinlichkeit (einer Ratingnote) und die Erfassung der wesentlichen Risiken ist zudem für eine spätere fundierte Bewertung einer potenziellen Beteiligung sowieso erforderlich. So ergeben sich bei Unternehmen, die beispielsweise wegen einer niedrigen Eigenkapitalausstattung ein schlechtes Rating und damit eine hohe Ausfallwahrscheinlichkeit (und damit hohe erwartete Konkurskosten) zeigen, alleine schon durch eine adäquate Ausstattung mit Eigenkapital (nach einer Übernahme) erhebliche Wertsteigerungspotenziale.

Ein Problem traditioneller Ratingansätze, wie sie heute noch von den meisten Kreditinstituten verwendet werden, besteht darin, dass aufgrund der Orientierung an der Gläubigerperspektive zwar Gefahren – kaum aber Chancen – betrachtet werden. Zudem sind die traditionellen Ratingverfahren noch immer stark vergangenheitsorientiert (werten also im Wesentlichen historische Jahresabschlüsse aus) und berücksichtigen entsprechend die Zukunftsplanung des Unternehmens, die aber maßgeblich für die Wertbestimmung und die Beurteilung von Synergien ist, nicht in ausreichendem Umfang. Der im Folgenden als Analyserahmen aufgezeigte „RiKo-Rating-Ansatz“ geht gerade hier jedoch über einen traditionellen Rating-Ansatz hinaus, was die Verwendung im Rahmen des Akquisitionscontrollings und bei der Beurteilung potenzieller Beteiligungen besonders sinnvoll erscheinen lässt.

Als erster Rating-Ansatz unterstützt das RiKo-Rating (ergänzend zu traditionellen Rating-Bausteinen) ein sog. „direktes Rating“, bei dem mittels Simulation einer großen Anzahl möglicher Zukunftsszenarien des Unternehmens (Monte Carlo-Simulation) unmittelbar auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit geschlossen werden kann. In diesem Simulationsverfahren wird auf die Unternehmensplanung und die Risiken, die dort Planabweichungen auslösen können, Bezug genommen, was die Berücksichtigung sowohl von Gefahren (möglichen negativen Abweichungen) wie auch von Chancen (möglichen positiven Abweichungen) einschließt (vgl. zur Methodik Gleißner/Leibbrand, 2005). Durch die Berücksichtigung der Unternehmensplanung (und der Risiken) für die Ableitung von Ratings schafft dieser Rating-Ansatz eine konsistente Grundlage auch für die Berechnung des Unternehmenswerts (z.B. die Discounted Cashflow-Methode): Die Unternehmensplanung wird einerseits im Hinblick auf ihre Konsequenzen für die Ausfallwahrscheinlichkeit (das Rating, also Gläubigerperspektive) und andererseits im Hinblick auf die Konsequenzen für die (potenziellen zukünftigen) Eigentümer, also für den Unternehmenswert ausgewertet. Mit diesem Simulationsverfahren (Risikoaggregation) kann zudem aus der Unternehmensplanung und den entsprechenden Risiken unmittelbar auf den Eigenkapitalbedarf (Risikokapital) der entsprechenden Beteiligung geschlossen werden. Ein höherer Umfang von Risiken führt zu einem höheren Umfang (Erwartungswert oder VaR) möglicher Verluste und damit zu einem höheren Eigenkapitalbedarf. Mit Hilfe dieser Informationen kann zum einen auf eine adäquate Finanzierung eines Beteiligungskaufs geschlossen werden (siehe Abschnitt 3.3) und der Eigenkapitalbedarf kann als (aggregiertes)

Risikomaß für die Unternehmensbewertung genutzt werden (siehe hierzu den Risikodeckungsansatz in Abschnitt 5.5). Das Risikomaß „Eigenkapitalbedarf“ hat wesentliche Vorteile gegenüber üblichen Risikomaßen (wie dem BETA-Faktor des CAPM), weil es auch unternehmensspezifische (unsystematische) Risiken berücksichtigt und auch dann berechenbar ist (auf Grundlage der Unternehmensplanung), wenn keine Kapitalmarktdaten für ein zu bewertendes Unternehmen vorliegen (also bei nicht-börsennotierten Gesellschaften). Auf diese zusätzlichen Vorteile für die Bewertung eines Unternehmens bei Nutzung des RiKo-Rating-Ansatzes wird später in Kapitel 5 noch vertiefend eingegangen.

An dieser Stelle lässt sich zusammenfassend festhalten, dass die Verwendung des RiKo-Rating-Ansatzes als Ausgangspunkt für die (durchaus noch anzupassende), betriebswirtschaftliche Detailanalyse wesentliche Vorteile mit sich bringt. Ein bewährtes Analysesystem bieten Benchmarkwerte, diese unterstützen insbesondere bei der Erfassung der bei Akquisitionen wesentlichen Risiken und schaffen durch die Einbeziehung der Unternehmensplanung die Grundlage, um sowohl die Ausfallwahrscheinlichkeit (das Rating) des Unternehmens und über das Risikomaß des „Eigenkapitalbedarfs“ den Unternehmenswert abzuleiten.

Im folgenden Abschnitt werden noch weitere auch nicht betriebswirtschaftliche Themenfelder, die im Rahmen einer Due Dilligence behandelt werden können, in der Übersicht dargestellt. Die folgende Checkliste kann genutzt werden, um Prüfungsschwerpunkte zu fixieren. Die entsprechenden Prüfungen können durch eigene Mitarbeiter oder externe Berater bzw. Wirtschaftsprüfer durchgeführt werden.

Nachstehend werden zum Inhalt einer **Due-Diligence-Review** einige Stichworte gegeben (siehe auch *Helbling*, S. 162-164):

1. Economic & Business

1. Orientierung über das Unternehmen (allgemeine Beurteilung, Besichtigung, Eigentumsverhältnisse, Standort, Absatz, Produktion usw.),
2. Analyse des volkswirtschaftlichen Umfelds (wichtig bei multinationalen Unternehmen),
3. Branchenbeurteilung (Markt, Produkte, Konkurrenz, Substitutionsartikel usw.),
4. Analyse der Produkte und des Markts (Technologie, Forschung und Entwicklung, Marketing, Vertriebssystem usw.),
5. Beurteilung der Marktchancen der einzelnen Produkte,
6. Orientierung über die Vertriebsorganisation,
7. Beurteilung des Business Plans (Plausibilität, Realisierbarkeit, Bestehen der quantitativen und qualitativen Mittel hierfür usw.),
8. Marketing (Kundenbasis, Preispolitik, Absatzkanäle usw.),
9. Prüfung, ob wertsteigernde Restrukturierungen möglich sind (Suche nach nicht betrieblichen Vermögensteilen, Umstrukturierungsmöglichkeiten, Refinanzierungen, Analyse des Liegenschaftenbesitzes usw.),
10. bestehen laufende größere Projekte, wenn ja, wie sind sie zu beurteilen?

2. Financial & Valuation

1. Orientierung über die vorliegenden Unterlagen und die Auskunft gebenden Personen (MIS, Controlling, Organisation des Rechnungswesens, Einsicht in Revisionsberichte usw.),
2. Analyse der letzten drei Jahresrechnungen (Durchsicht mit Bezug auf Bewertungs- und Konsolidierungsgrundsätze, Eigenkapital, periodenfremde und außerordentliche Posten, Cashflow, Gewinne, Liquidität usw.),
3. Bilanz- und Erfolgsanalyse für die drei letzten Jahre,
4. Beurteilung der künftigen Ertragskraft (Durchsicht des letzten Zwischenabschlusses, des Budgets, der Planungsrechnungen für die nächsten Jahre, zu erwartende Gewinne oder Free Cashflows usw.),
5. Analyse der Finanzlage (aktueller Stand der Finanzierung, Finanzpläne, Optimierungsmöglichkeiten, Investitionsprojekte usw.),
6. Analyse der Risikolage (verschiedene Arten von Risiken, Schutzmaßnahmen, Rückstellungen usw.),
7. Überlegungen zu Preis und Wert des Unternehmens (Ertragswert, Potenzial, Substanzwert, mögliche Synergieeffekte, DCF-Methode usw.).

3. Legal

1. Feststellungen zu den gesetzlichen, statutarischen und vertraglichen Grundlagen des Unternehmens (Registerauszüge, Grundbucheintragungen, Verträge, Vereinbarungen mit Kunden, Lieferanten, Vermietern, Kaderpersonen usw.),
2. Welche langfristigen Bindungen bestehen (Miet-, Abnahme-, Liefer-, Anstellungs-, Ruhegehalts- und andere Verpflichtungen)?
3. Haftpflichtrisiken, insbesondere Produkthaftung (Schadensfälle, Betreibungen, Prozesse usw.), Versicherungsverträge,
4. Lizenzen, Patente, Marken (Eintragungen, Schutzfristen, Lizenzverträge usw.),
5. Mitarbeiterbeteiligungs- und -Optionspläne,
6. Arbeits- und Sozialversicherungsrecht am Sitz der wichtigsten Betriebsstätten.

4. Fiscal

1. Steuerabgrenzungen im Einzel- und Konzernabschluss (Rückstellungen, gesetzliche Pflichten usw.),
2. Stand der Einschätzungen, Veranlagungen (ist alles in Ordnung?),
3. Latente Steuern im Einzel- und Konzernabschluss (wie berechnet?),
4. Analyse der Konzernstruktur mit Bezug auf Steueroptimierungen,
5. Steuerplanung für die Zukunft (Einsparpotenzial),
6. Feststellung möglicher Steuereinsparungen in der Konzernstruktur des Käufers.

5. Management & Human Resources

1. Strategie (besteht eine solche und wird diese auch gelebt?),
2. Organisations- und Führungsstruktur (Nachfolgeprobleme, Qualität des Kadres, Aus- und Weiterbildung usw.),
3. Abhängigkeiten von Einzelpersonen (Ersetzbarkeit, vertragliche Absicherungen usw.),
4. Beurteilung der Mitarbeiter (voraussichtliches Verhalten nach Übernahme),
5. Verwaltung und Organisation (Rechnungswesen, insbesondere Beurteilung des Stands der Informatik usw.),
6. Personalvorsorgeeinrichtungen (bestehen Überschüsse oder Fehlbeträge, wird ein Sozialplan für die Umstrukturierung nötig sein?).

6. Environmental

1. Analyse der Umweltlasten und -risiken (wie gefährlich sind Produktion und Produkte in Bezug auf Abwasser, Rauch, Lärm usw.; sind daraus Kosten und Investitionen zu erwarten?),
2. Altlasten (bestehen solche im Grundstück, in den vertriebenen Produkten, in Gewährleistungen usw.?),
3. Bestehen behördliche Auflagen?
4. Forschungs- und Entwicklungsprojekte,
5. Einfluss von neuen Vorschriften (sind solche zu erwarten?).

Abbildung 22: Checkliste Due Diligence

4.3.3 Grundstruktur des Ratingansatzes

Im Folgenden wird der RiKo-Ratingansatz vorgestellt, der traditionelle (indirekte) Ratingverfahren mit einem direkten Rating auf der Basis einer simulierten Unternehmensplanung verbindet. Basierend auf einer bereits vor einigen Jahren (1999/2000) entwickelten Ratingtechnologie⁵⁷ wurden insbesondere zwei (ähnliche) Varianten dieses Ratingansatzes ausgearbeitet, die (bankenunabhängig) für ein indikatives Rating und eine Ratingprognose genutzt werden können. Als so genanntes „P-1-2-3-Modell“ wurde das Verfahren im Rahmen eines Forschungsprojektes, dem sogenannten „Sachsen-Rating“ im Auftrag des Landes Sachsen durch das IAWW⁵⁸, die Wima GmbH und die TU Dresden ausgearbeitet und unterstützt durch die Beratungsgesellschaft FutureValue Group AG bei ca. 150 Ratings mittelständischer Unternehmen angewendet⁵⁹. Auf der gleichen methodischen Grundlage wurde mit dem so genannten „RiKo-Rating“ eine Modellvariante für die Software „Risiko-Kompass plus Rating“⁶⁰ entwickelt, die auch für die Due Diligence eingesetzt wird.

Die Methodik erlaubt neben einer qualitativen Analyse die Ableitung eines Ratings und - im nächsten Schritt - eines konsistenten Unternehmenswerts. Aus praktischen Erwägungen werden das „erwartete Niveau“ (Erwartungswert) und die „Risiken“ (Streuung) meist separat erhoben. Als Risiken werden hierbei mögliche Abweichungen von den Erwartungswerten (Planwerten) interpretiert.

Das Gesamtrating des Unternehmens ergibt sich als mehrstufiger, modularer Prozess („Teil-Rating“): Aus der Verbindung des Finanzratings (P1), und des Branchen- und Erfolgspotenzialratings (P2) einschließlich der Qualität der Bankbeziehungen (P3) errechnet sich das Zukunftspotenzial des Unternehmens als Prognose künftiger Erträge, das dann mittels des Risikoratings adjustiert wird. Auf der Ebene der Bewertung der simulationsbasierten Unternehmensplanung (P2) erfolgt ebenfalls eine Korrektur um die *Risiken* des Unternehmens. Beide werden dann zum Gesamtrating zusammengefasst.

⁵⁷ Vgl. Gleißner: 2002, S. 417-427.

⁵⁸ IAWW steht für „Institut für Wirtschaftsforschung und Wirtschaftsbewertung, Dresden“

⁵⁹ Vgl. Gleißner/Leibbrand: 2004 und Blum/Gleißner/Leibbrand: 2004, S. 163-186.

⁶⁰ www.risiko-kompass.de

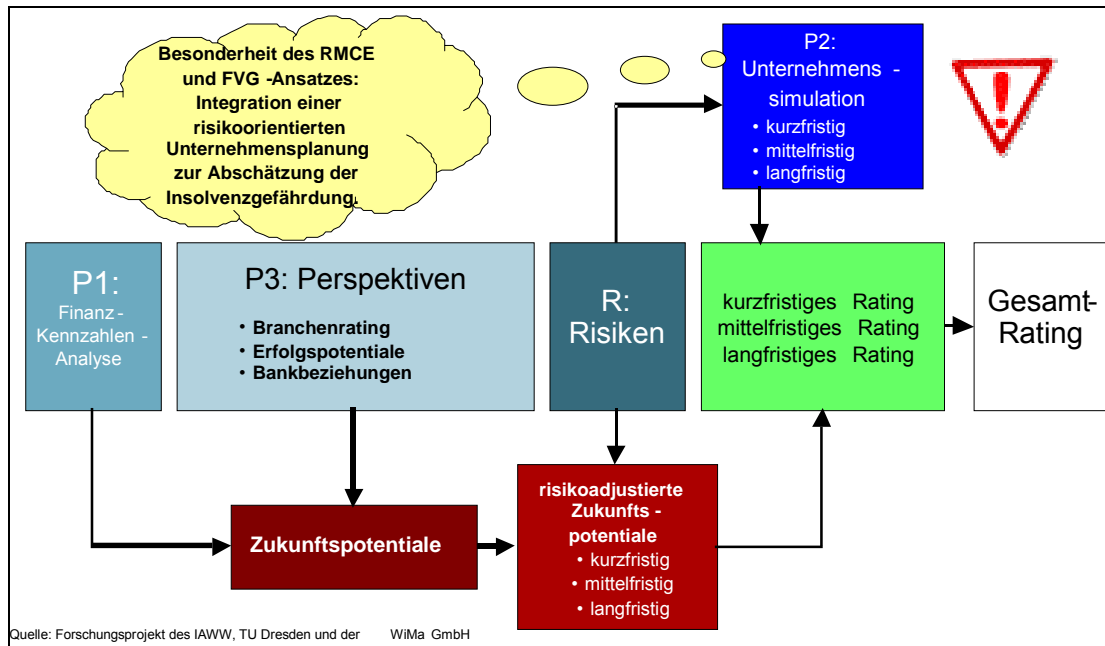


Abbildung 23: Aufbau des Gesamtrating des Unternehmens

Dabei können sowohl ein traditionelles „indirektes Rating“ (mit Finanzkennzahl und Branchen- und Erfolgspotenzialbewertung), ein reines „direktes“ Rating auf Basis des Simulationsmodells als auch eine Kombination dieser betrachtet werden. Jeder „Ratingbewertung“ kann eine traditionelle Ratingnote (z.B. „BBB“ oder „B“) sowie eine Insolvenzwahrscheinlichkeit zugeordnet werden (vgl. Abschnitt 4.3.8). Die hier gezeigten Simulationsverfahren erlauben zugleich eine Unternehmensbewertung.

Für die praktische Erstellung eines indikativen Ratings und einer Ratingprognose bietet sich eine adäquate Softwareunterstützung an – diese ist sogar unerlässlich, wenn eine simulative Unternehmensplanung (P2) für das Rating mit herangezogen werden soll. In der Software „Risiko-Kompass“, die von der RMCE RiskCon GmbH und der AXA entwickelt wurde, wird neben verschiedenen Instrumenten zur Unterstützung des Risiko-Managements (gemäß KonTraG) der hier beschriebene Ratingansatz in seinen Grundzügen abgebildet, so dass im Folgenden mehrmals auf Auswertungen aus dieser Software Bezug genommen wird. Der „Risiko-Kompass“ (www.risiko-kompass.de) umfasst dabei Finanz-Rating, Bewertung von Erfolgspotenzialen und Bankbeziehungen, Branchenrating und die Risikoanalyse. Zudem ist eine einfache risikoorientierte Unternehmensplanung eingeschlossen, die die wichtigsten Risiken im Kontext der Planung aggregiert, um so die risikobedingten „Streuungsbreiten“ des Gewinns (eines Planjahres) aufzuzeigen und in einem weiteren Schritt die Wahrscheinlichkeit für den kompletten Verzehr des Eigenkapitals (und der Liquidität) abzuschätzen.⁶¹ Damit wird der „Eigenkapitalbedarf“ (Risikokapital) als Risikomaß berechnet, das zur Ableitung von risikogerechten Diskontierungszinsen bei der Unternehmensbewertung genutzt wird (siehe Abschnitt 5.3.5 und 5.4).

⁶¹ Vgl. Gleißner/Lienhard/Rinne: 2003.

Im Folgenden werden die einzelnen Komponenten eines (indikativen) Ratings mit den „RiKo-Ratingansatz“ näher vorgestellt, wie Sie – ggf. mit Modifikationen – für den betriebswirtschaftlichen Teil einer Due Diligence genutzt werden können.

4.3.4 Finanzrating

Das Finanzrating mittels Kennzahlen aus der Analyse der Geschäftsberichte ist das traditionelle Instrument der Kreditwürdigkeitsprüfungen und wird auch zukünftig im Rahmen der Ratings einen wichtigen Stellenwert behalten, weil sie objektiv sind und sich zumindest bei der kurzfristigen Insolvenzvorhersage bewährt haben. Die für die Ermittlung der Kennzahlen und ihrer Wirkungen angewendeten Verfahren sind i.d.R. die Diskriminanzanalysen, die logistische Regression oder neuronale Netze.⁶² Nahezu alle Kreditinstitute benutzen Kennzahlen,⁶³ wie z.B. Gesamtkapitalrendite, Eigenkapitalquote oder Zinsdeckungsquote. Diese Kennzahlen sind im engeren Sinne keine Kriterien für das Ertragsrisiko eines Unternehmens, sondern beschreiben lediglich Ertragskraft und die Risikotragfähigkeit. Risikokennzahlen, die die Volatilität des zukünftig erwarteten Ertrags erfassen, werden hier nicht (auch nicht indirekt) erfasst. Man erkennt nur die Wirkung der (zufällig) in den letzten Perioden tatsächlich eingetretenen Ausprägungen der Risikofaktoren.

Auch wenn die neuen Ratingverfahren ein stärkeres Gewicht auf die Beurteilung der Zukunftsperspektiven eines Unternehmens und seiner qualitativen Faktoren, wie die Management-Qualität, legen, behält doch die traditionelle quantitative Finanzanalyse ein hohes Gewicht im Rahmen der Bewertung. Auch zukünftig wird die Jahresabschlussanalyse, die auf eine Beurteilung der Vermögens-Ertrags- und Liquiditätslage eines Unternehmens abzielt, wesentlicher Baustein des Rating-Prozesses bleiben. Die Jahresabschlussanalysen der Kreditinstitute zielen dabei weniger darauf ab, die Rentabilität eines Unternehmens zu messen und zu erklären, als die Risikosituation einzuschätzen.

Im Folgenden wird auf Verfahren eingegangen, bei denen simultan mehrere Kennzahlen zur Insolvenzprognose herangezogen werden. Eine derartige simultane Betrachtung unterschiedlicher Kennzahlen kann mit Hilfe von Systemen erfolgen, die z.B. auf einer Diskriminanzanalyse oder auf der Technologie der neuronalen Netzwerke basieren. Neben den bekannten Finanzkennzahlen, die etwas über die Rentabilität sowie die Effizienz des eingesetzten Kapitals im Unternehmen aussagen, gibt es Indikatoren, die helfen, die Risikosituation eines Unternehmens zu beschreiben. Die Kombination von Risiko- und Renditekennzahlen ermöglicht eine fundierte Aussage hinsichtlich der Insolvenzwahrscheinlichkeit des betrachteten Unternehmens. Es sind (Bezug) die wichtigsten Komponenten eines bankenorientierten Gesamtratings, das aufgrund von Kennzahlen verdichtete Aussagen über die Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Unternehmens trifft.

⁶² Vgl. Füsler: 2001.

⁶³ Vgl. Meyer: 2000.

Die einzelnen Kennzahlen sind im Gesamtkontext nach ihrer Bedeutung gewichtet und werden zu einem Finanzrating verdichtet (vgl. Kapitel 8 für die Detailbeschreibung der Kennzahlen)

Finanzrating						
Kennzahlen	CCC	B	BB	BBB	A	Wert
Eigenkapitalquote	<10%	>10%	>20%	>3,5%	>60%	38,60%
Dynamischer Verschuldungsgrad	>8	<8	<4	<1	<0,01	7
Zinsdeckungsquote	<1,2	>1,2	>2,5	>4	>9	3
EBIT-Marge	<2%	>2%	>5%	>10%	>15%	10%
Kapitalrückflussquote	<5%	>5%	>10%	>15%	>25%	22,10%
Gesamtkapitalquote (ROCE)	<5%	>5%	>10%	>15%	>25%	17,80%
Verbindlichkeitenrückflussquote	<10%	>10%	>0%	>10%	>20%	23,40%

Abbildung 24: Kennzahlen zum Finanzrating

Das dargestellte Finanzrating des Risiko-Kompass basiert auf dem Benchmarkansatz, der die Ratingfaktoren verschiedener Banken im Mittel gut reproduziert.⁶⁴

Schon mit dem sehr schnell zu erstellenden Finanzrating kann eine erste Abschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit eines Akquisitionsziels vorgenommen werden, wenn das entsprechende Unternehmen separiert und eigenständig betrachtet wird. Die so ermittelte Ausfallwahrscheinlichkeit ist zum einen wesentlich, um bei der Unternehmensbewertung eine korrekte, d.h. unter Berücksichtigung der Möglichkeit einer Insolvenz erfolgende, Prognose der zukünftigen Erträge oder Cashflows (deren Erwartungswerte) vorzunehmen und entsprechende Unternehmenswerte abzuleiten. Hohe Ausfallwahrscheinlichkeiten geben der übernehmenden Gesellschaft zudem bereits einen Hinweis auf einen Kapitalbedarf, der über den Kaufpreis hinaus besteht: Soll die potenzielle Beteiligung weiterhin als eigenes Unternehmen fortgeführt werden, ergibt sich dieser aus dem Kaufpreis der Anteile (die an den bisherigen Eigentümer fließen) und den erforderlichen Mitteln für eine Kapitalerhöhung, die zur Sicherstellung eines angemessenen Ratings erforderlich sind.

Wenig geeignet ist die ermittelte Ratingstufe (und die damit implizit bestimmte Ausfallwahrscheinlichkeit) jedoch unmittelbar als Risikofaktor für die Unternehmensbewertung (Risikomaß). Insbesondere die häufiger zu sehende Ableitung des BETA-Faktors (β) des Capital Asset Pricing-Modells vgl. (Abschnitt 5.3.3) für die Bestimmung von (Eigen-) Kapitalkosten im Rahmen der Unternehmensbewertung auf Grundlage eines Ratings ist äußerst kritisch zu betrachten. Ratingverfahren und Capital Asset Pricing-Modell sind nämlich in wesentlichen Komponenten inkompatibel. Das Rating eines Unternehmens ist abhängig von sämtlichen, unternehmensspezifischen wie unternehmensübergreifenden Risiken. Der β -Faktor des Capital

⁶⁴ Vgl. auch Gleißner/Füser: 2003 sowie Blum/Gleißner/Leibbrand: 2005, S. 163-186.

Asset Pricing-Modells erfasst dagegen ausdrücklich nur die systematischen (d.h. die unternehmensübergreifenden) Risiken und kann deshalb nicht aus einer Ratingnote abgeleitet werden. Anstelle dieser wenig überzeugenden „Umrechnung“ eines Ratings in einen Kapitalkostensatz (Diskontierungszinssatz) wird in Abschnitt 5.4.6 jedoch ein anderer Weg aufgezeigt, wie die Informationen aus dem Rating für die Bestimmung von Kapitalkostensätzen genutzt werden können.

4.3.5 Erfolgspotenzialbewertung und Branchenrating

Für die langfristige Prognose der Insolvenzwahrscheinlichkeit (PD= Probability of Default= Ausfallwahrscheinlichkeit) der langfristigen Zukunftsperspektive eines potenziellen Akquisitionsziels wird eine „strategische Erfolgsprognose“ genutzt. In diesem Zeithorizont, der meist weiter als fünf Jahre in der Zukunft liegt, sind sinnvolle Aussagen über einzelne Produkte oder Produktgruppen oder die Kostenstruktur sehr begrenzt möglich. Im Sinne des strategischen Managements erfolgt die Langfristprognose unter der Annahme, dass zumindest die unternehmensbezogenen Erfolgsfaktoren (d.h. Kernkompetenzen, interne Stärken und Wettbewerbsvorteile) sowie die (exogene) Marktattraktivität im Grundsatz erhalten bleiben. Bezüglich der Marktattraktivität könnten für eine bessere Fundierung natürlich auch langfristige volkswirtschaftliche Prognosen sowie die Analyse von Trends,⁶⁵ herangezogen werden. Für die Langfristprognose selbst kommen kaum quantitative Unternehmensplanungsmodelle in Frage, sondern ein strategischer Scoringansatz auf Basis von Erfolgsfaktoren. In der Praxis wird es sich nicht vermeiden lassen, die Gewichte der Erfolgsfaktoren durch subjektive Expertenschätzungen zu bestimmen, weil hier keine adäquate Theorie und teilweise auch keine empirischen Gesetzmäßigkeiten vorliegen. Die empirische Erfolgsfaktorenforschung⁶⁶ hat hierbei eine besondere Bedeutung, insbesondere weil die Auswahl der grundsätzlich zu berücksichtigenden Erfolgsfaktoren sich im Wesentlichen auf die Kenntnisse der empirischen Studien abstützen lässt.

Es lässt sich belegen, dass bestimmte Eigenschaften von Unternehmen auch bei bestmöglicher Ausprägung Unternehmenserfolg nicht verursachen können und somit nicht als Erfolgsfaktoren im engen Sinn zu betrachten sind.⁶⁷ Sehr schlechte Ausprägungen dieser Eigenschaften (z. B. Qualität des Rechnungswesens, organisatorischer Aufbau) können jedoch Unternehmenskrisen erheblich verstärken. Da man derartige Faktoren in der Liste der Erfolgsfaktoren einer Geschäftslogik üblicherweise nicht finden wird, bietet es sich an, ergänzend auch derartige Faktoren zu betrachten, um so ein umfassendes Stärken-Schwächen-Profil des Unternehmens zu erhalten.

⁶⁵ Vgl. Blum/Gleißner: 2001.

⁶⁶ Vgl. hierzu zusammenfassend Gleißner: 2004, S. 58-63.

⁶⁷ Vgl. Krüger: 1988, S. 27-43.

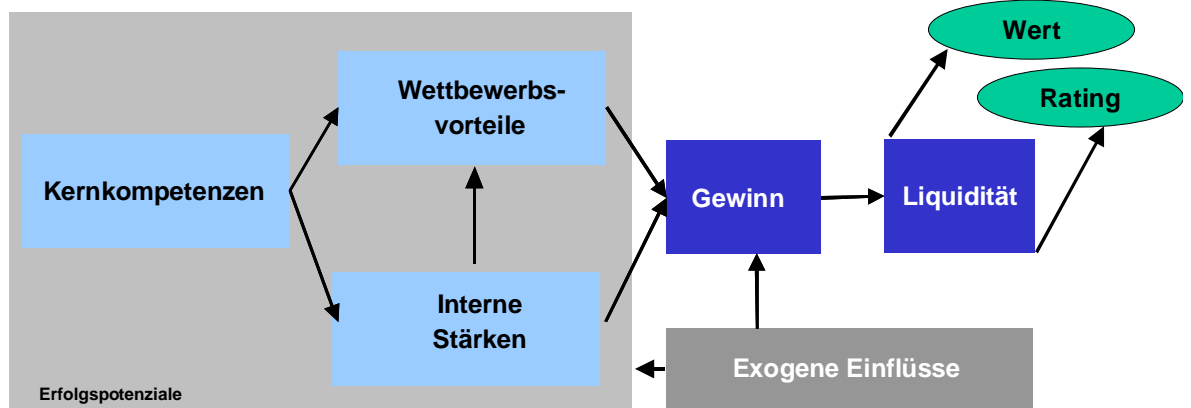


Abbildung 25: Modellzusammenhänge im langfristigen Erfolgspotenzialmodell
 (Gleißner: 2004)

Das Erfolgspotenzial des Unternehmens berechnet sich aus dem Durchschnitt der einzelnen Kriterien, wobei die Gewichtung der Kriterien in Abhängigkeit von Branchenzugehörigkeit und individueller „Geschäftslogik“ variiert. Auch durch die Berücksichtigung von Wechselwirkungen zwischen den Erfolgsfaktoren variiert die Gewichtung.

Die folgenden Tabellen können als Checkliste dienen, die prinzipiell interessante Eigenschaften eines Unternehmens benennen, hinsichtlich derer eine Stärken-Schwächen-Bewertung im Rahmen der Due Diligence vorgenommen werden sollte.

(1) Strategie und Managementsysteme

Besondere Beachtung muss hier die Fähigkeit eines Unternehmens finden, interne und externe Informationen zu erfassen, zu speichern und zielgerichtet auszuwerten. Die Qualität unternehmerischer Entscheidungen hängt maßgeblich von der Verfügbarkeit und der korrekten Auswertung von Informationen ab. Zu betrachten sind hier beispielsweise Kalkulationsverfahren, Führungsinformations- und Controlling-Systeme, Bestellmengen-, Lager- und Fertigungsablaufplanung, Budgetierung, Geschäftsfelderfolgsrechnung, Projektcontrolling, Investitions- und Finanzplanung sowie Marktforschung und Marketingplanung.

Strategie und Management	1	2	3	4	5
Unternehmensstrategie					
Strategische Steuerungssysteme u. Strategieplanungsprozess					
Risikomanagement-Systeme/ Frühaufklärungssysteme					
Controlling- und Planungsinstrumente					
Standortqualität					
Zielvereinbarungssysteme					
Vier-Augen-Prinzip/Internes Kontrollsystem					

Abbildung 26: Checkliste zur Strategie- und Managementbewertung (mit „Schulnoten“ von 1 bis 5)

(2) Organisation und Prozesse (Leistungserstellung)

Die Effizienz, mit der ein Unternehmen seine Produkte/Leistungen erzeugt, hängt außer von der Leistungsfähigkeit des Produktionsfaktors „Arbeit“ auch von der Leistungsfähigkeit des Produktionsfaktors „Kapital“ (materielle Ressourcen) – Anlagen, Maschinen, Werkzeugen und logistischen Systemen – ab. Eine überlegene Produktionstechnik ist ein Erfolgsfaktor, weil eine solche interne Stärke dazu beiträgt, die Herstellkosten infolge hoher Produktivität zu senken, überlegene Qualität zu gewährleisten oder besonders flexibel auf neue Anforderungen zu reagieren. Letztendlich spiegelt sich eine leistungsfähige Produktionstechnik in einer hohen Arbeitsproduktivität. In diesem Erfolgsfaktor sind auch Kooperationen und Partnergesellschaften mit einzubeziehen, wenn sie im Leistungserstellungsprozess integriert sind.

Dieser Erfolgsfaktor betrachtet auch die formale, weitgehend von Personen unabhängige Struktur des Aufbaus eines Unternehmens sowie die Gestaltung der Geschäftsprozesse, des Informationsflusses und der Methoden der Informationsauswertung. Es ist ein erfolgsrelevanter Vorteil eines Unternehmens, wenn innerbetriebliche Reibungsverluste durch klare, sinnvolle Aufgaben- und Kompetenzregelungen und durchdachte Schnittstellen in den Arbeitsprozessen vermieden werden und alle benötigten Informationen schnell, korrekt und ohne großen Arbeitsaufwand an den richtigen Stellen im Unternehmen ankommen. Das Unternehmen spart so Arbeitsaufwand (Personalkosten), vermeidet Fehlerquellen und gewinnt an Reaktionsgeschwindigkeit.

Organisation und Prozesse (Leistungserstellung)	1	2	3	4	5
Produktivität der Leistungserstellung					
Lieferantenabhängigkeit					
Kompetenzregelungen					
Qualitätsmanagement					
IT-Systeme					

Abbildung 27: Checkliste zur Organisations- und Prozessbewertung

(3) Mitarbeiter und Kompetenzen

Qualifizierte und motivierte Mitarbeiter stellen einen entscheidenden Erfolgsfaktor für ein Unternehmen dar, denn alle Maßnahmen im Unternehmen, die letztlich auf Entwicklung, die effiziente Herstellung und den Vertrieb der Produkte/Dienstleistungen ausgerichtet sind, werden von den Mitarbeitern eines Unternehmens durchgeführt. Erst die Mitarbeiter erfüllen die formale Struktur eines Unternehmens (Erfolgsfaktor 2) mit Leben. Die am besten geplante Maßnahme und die ausgefeiltesten Betriebsabläufe helfen nichts, wenn die Mitarbeiter nicht fähig oder nicht willens sind, so zu arbeiten, wie es geplant wurde. In Zusammenhang mit diesem Erfolgsfaktor ist also zu untersuchen, ob an den einzelnen Stellen Mitarbeiter mit der jeweils erforderlichen Qualifikation arbeiten und ob sie motiviert sind, ihre Leistungsfähigkeit gemäß den Zielsetzungen des Unternehmens einzusetzen und die Kernkompetenzen auszubauen. Wesentliche Auswirkungen auf die Motivation haben Unternehmenskultur, Führungsstil und betriebliche Anreizsysteme, also diejenigen Regelungen, die Mitarbeiter für ein Verhalten belohnen, das den Zielsetzungen des Unternehmens förderlich ist.

Ebenso wie viele Aspekte der organisatorischen Effizienz lassen sich Themen für Betriebsklima, Führungsstil und Motivation am besten durch anonyme und schriftliche Mitarbeiterbefragungen analysieren.

Mitarbeiter und Kompetenzen	1	2	3	4	5
Eigeninitiative					
Kompetenz zur Produktentwicklung					
Qualifikation					
Motivation					
Fluktuation					

Abbildung 28: Checkliste zur Mitarbeiterbewertung

(4) Markt und Kunde

Der Erfolgsfaktor drückt aus, inwieweit es dem Unternehmen gelingt, eine den Marktbedingungen, Kundenwünschen und sonstigen Umfeldbedingungen angemessene Strategie zu realisieren, d.h. insbesondere aussichtsreiche Tätigkeitsfelder auszuwählen und Kernkompetenzen aufzubauen, die langfristig relevante Wettbewerbsvorteile erwarten lassen.

Wichtig ist hierbei auch die momentane Markt- bzw. Kundenorientierung des Unternehmens. Nur wenn ein Unternehmen potenzielle Kunden identifizieren, gezielt ansprechen und ihnen dann eine Leistung anbieten kann, die ihren Bedürfnissen und Wünschen entspricht, kann es Gewinne erwirtschaften. Ein Unternehmen muss dabei gegenüber den Mitbewerbern eine belegbare Überlegenheit hinsichtlich Produkt/Dienstleistung, Preis, Qualität, Serviceleistungen, Design oder Image/Marke besitzen, die sich durch Kundenbefragungen sowie Produkt- oder Markttests ermitteln lässt. Im Endeffekt muss das Unternehmen wesentliche Kundenprobleme besser lösen als die Wettbewerber.

Markt und Kunde	1	2	3	4	5
Marktanteil					
Preisführerschaft					
Qualitätsdifferenzierung					
Bekanntheit / Marke					
Unabhängigkeit von einzelnen Kunden					
Service					
Vertriebsstärke					
Wachstum					

Abbildung 29: Checkliste zur Markt- und Kundenbewertung

Zur Unterstützung einer derartigen Unternehmensanalyse können am Markt verfügbare Programme, wie der „Risiko-Kompass“ eingesetzt werden, die neben einer Unternehmensanalyse auch die Beurteilung des Rating des eigenen Unternehmens sowie das Risikomanagement unterstützen. Eine derartige Software hilft dabei, eine möglichst umfassende Beurteilung des Status quo eines Unternehmens zu erhalten. Darüber hinaus werden auch automatische Plausibilitätstests bei den Fragebeantwortungen vorgenommen, um widersprüchliche Bewertungen des Unternehmens von vornherein auszuschließen.

Fast zwangsläufig wird man bei der Erhebung der Stärken und Schwächen eines Unternehmens zugleich bestimmte Risiken identifizieren. Es bietet sich an, diese Risiken in einem vorläufigen Risikoinventar zusammenzufassen, das später im Kontext des Risikomaße aufgegriffen, überarbeitet und vervollständigt wird (vgl. 4.4.5).

Die folgende Abbildung zeigt den Auszug aus einer Bewertung der Erfolgspotenziale mit der Software „Risiko-Kompass“.

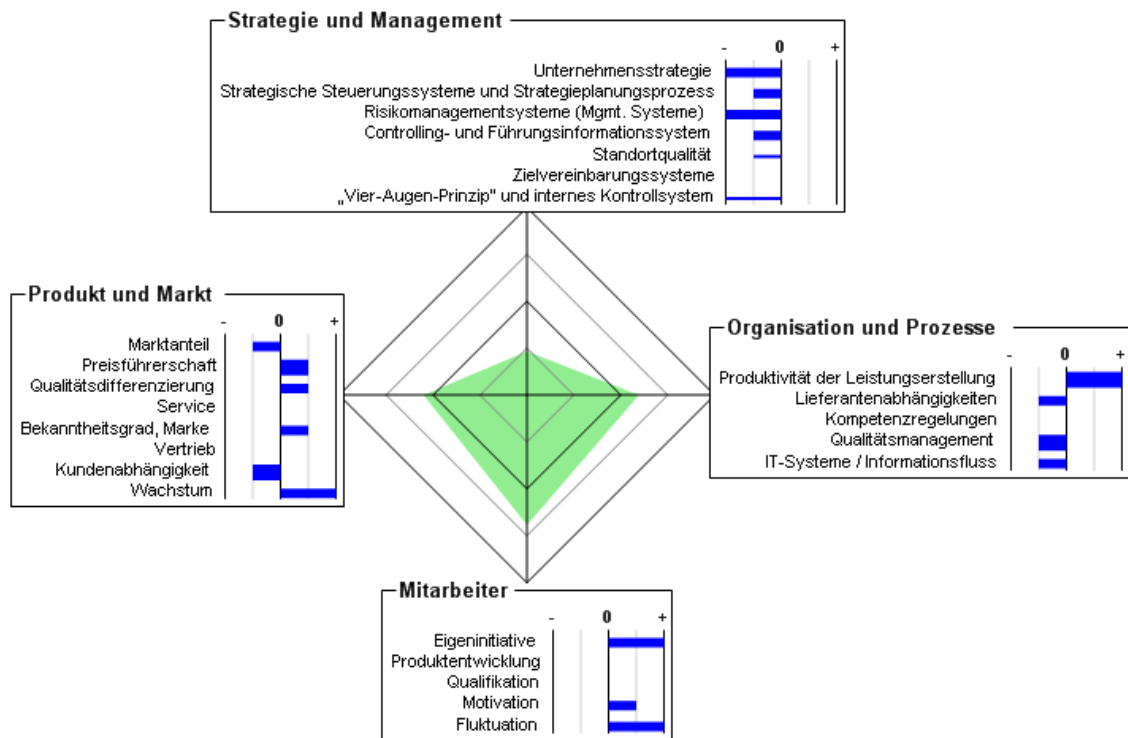


Abbildung 30: Auswertungsübersicht zu den Erfolgsfaktoren im „Risiko-Kompass“

Die Kapitalrendite wird nicht nur durch die Wettbewerbsvorteile und die internen Stärken des Unternehmens bestimmt. Daneben sind bestimmte Marktcharakteristika als exogene Größen für die durchschnittliche Rentabilität in einer Branche maßgeblich. Das Branchenrating umfasst die Teilmenge der Ratingkriterien, die – unabhängig vom betrachteten Unternehmen – für die gesamte Branche (in einer geeigneten Abgrenzung) gültig sind. Die hier betrachteten Ratingkriterien geben häufig sowohl Hinweis auf das erwartete Ertragsniveau der Branche als auch die damit verbundenen Risiken. Methodisch orientiert sich das Branchenrating im Wesentlichen an den industrieökonomischen Überlegungen des *Porter*-Ansatzes. Dabei werden die wesentlichen Aspekte der Marktattraktivität, z.B. Marktwachstumsrate, Differenzierungsmöglichkeiten, Abhängigkeiten von Kunden und Lieferanten, Möglichkeiten der Kundenbindung, Markteintrittshemmnisse, etc., im Vergleich zum volkswirtschaftlichen Durchschnitt bewertet, um daraus auf eine über- oder unterdurchschnittliche Rentabilität der Branche als Ganzes schließen zu können.

Branchenrating	1	2	3	4	5
(erwartetes) Marktwachstum					
Wettbewerbsintensität					
Risiken durch Kalkulationsfehler, unerwartet niedrige Arbeitsproduktivität					
Preisempfindlichkeit (Elastizität) der Nachfrage					
Möglichkeiten zur Produkt- und Leistungs- differenzierung					
Konjunktorempfindlichkeit					
Notwendige Kapitalbindung, Fixkostenbelastung					
Möglichkeit der Kundenbindung					
Verhandlungsmacht der Kunden					
Verhandlungsmacht der Lieferanten					
Gefahr durch Substitutionsprodukte					
Markteintrittshemmnisse für neue Wettbewerber					
Ablaufgeschwindigkeit technologischer Veränderungen/Produktzyklen					
Aktuelle Profitabilität der Branche					
Attraktivität der Branche für Personal					
Regulierung/staatlicher Einfluss					

Quelle: Gleißner/Füser: Leitfaden Rating, 2003, S. 203.

Abbildung 31: Checkliste zum Branchenrating

4.3.6 Risikoanalyse und Risikoring

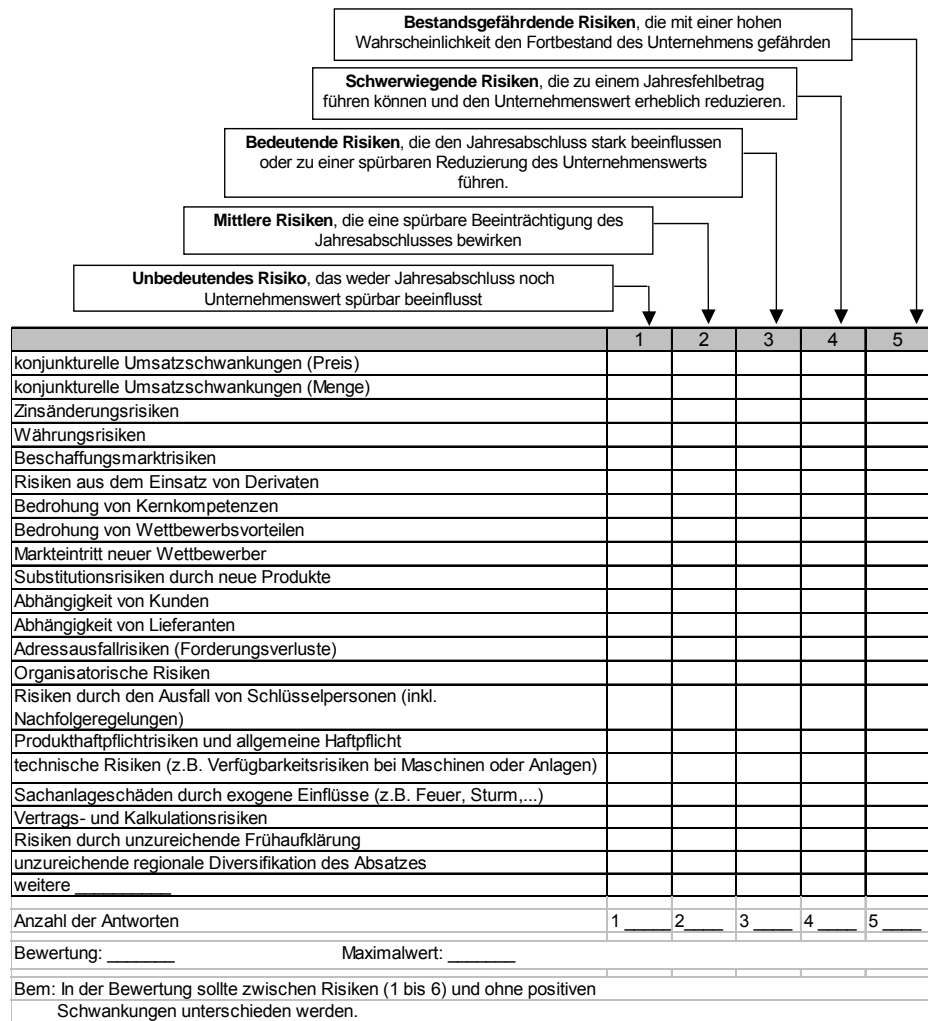
Ergänzend zu Finanzrating und Erfolgspotenzialbewertung gilt es also im Rahmen der Bestimmung des (indikativen) Ratingurteils für eine Due Dilligence die individuellen Risiken zu bewerten, die den Erfolg des Unternehmens potenziell gefährden können. Risiken sind dabei immer als Möglichkeit zu interpretieren, dass von dem erwarteten Verlauf der Zukunft eine positive oder negative Abweichung eintritt, wobei insbesondere die negativen Abweichungen für die Ratingbetrachtung von Bedeutung sind.

Anders als bei den meisten üblichen Ratingansätzen, die konkrete Einzelrisiken bestenfalls implizit erfassen, wird beim RiKo-Ansatz eines indikativen Ratings für die Bewertung der Risiken ein eigenes Teilrating erstellt. Dieses ist auch – wie erwähnt - Grundlage für die Ableitung risikogerechter Diskontierungszinssätze für die Bewertung eines Akquisitionsziels. Die Kriterien dieses Teilratings befassen sich dabei mit den kurz- bis mittelfristigen Schwankungen wie beispielsweise der konjunkturellen Nachfrage, die zu

Abweichungen der Ertragskraft vom langfristig erwarteten Ertragsniveau führen könnten. Zudem werden auch strategische Risiken umfasst, die sich insbesondere über eine Bedrohung der langfristig bedeutsamen Erfolgsfaktoren auswirken. Risiken können dabei z.B. durch eine Standardabweichung (für normal verteilte Risiken), durch Schadenshöhe und Eintrittswahrscheinlichkeit (bei einer Binomialverteilung) oder eine Dreiecksverteilung beschrieben werden.

Relevanzskala			
Relevanz	Abweichung		Interpretation
1	<	10 % 10.000 €	Unbedeutendes Risiko, das kaum spürbare Abweichungen vom Betriebsergebnis verursacht.
2	<	30 % 30.000 €	Mittleres Risiko, das eine spürbare Beeinträchtigung des Betriebsergebnisses bewirkt.
3	<	100 % 100.000 €	Bedeutendes Risiko, das das Betriebsergebnis stark beeinflusst.
4	<	400 % 400.000 €	Schwerwiegendes Risiko, das alleine das übliche Betriebsergebnis eines Jahres aufzehren kann.
5	>	400 % 400.000 €	Bestandsgefährdendes Risiko, das mit einer wesentlichen Wahrscheinlichkeit den Fortbestand des Unternehmens gefährdet.

Abbildung 32: Relevanztabelle der Risiken, Quelle: RMCE RiskCon GmbH



Quelle: Gleißner/Füser: 2003, S. 200.

Abbildung 33: Risikocheckliste

Risiko	Risikofeld	Wirkung	Relevanz
Verschärfter Wettbewerb oder Markteintritt neuer Wettbewerber	S/M	U/EP	5
Lieerausfall oder -verzug durch Ausfall zentraler Komponenten der Produktion	S/M	U/EP	4
Ausfall von Schlüsselpersonen und Schlüssellieferanten	S	EP	4
Zu geringe Eigenkapitalquote (gemessen an Risikoumfang und Unternehmenswachstum)	F	FBE	3
Sachanlageschäden, z.B. durch Feuer oder Maschinenbruch	L	U	3
Produktrückruf und Haftpflichtschäden bei Kunden	L	AoE	3
Starke Abhängigkeiten von wenigen Großkunden	S	U	3
Ausfall von IT-Systemen der Wertschöpfungskette	S	EP	3
Absatzmengen- und -preisschwankungen, z.B. durch konjunkturelle Nachfrageschwankungen	F	FBE	3
Marktstrukturrisiken (Substitutionsgefahr, geringe Differenzierung, niedrige Markteintrittshemmnisse)	M	Kfix	2
Wertschwankungen von Beteiligungen oder Wertpapieren des Umlaufvermögens	L	U	2
Zinsänderungs- und Währungsrisiken	S/R	U/EP	2
Material- und Personalkostenschwankungen	M	U	2
Kalkulationsrisiken, insbesondere bei langfristigen Verträgen und im Projektgeschäft	L	U/K	1
Adressausfallrisiken, insbesondere Ausfall von Kundenforderungen	G	EP/U	1

Quelle:Leitfaden Rating

Abbildung 34: Risikoinventur (Beispiel)

4.3.7 Unternehmenssimulation: Direktes Rating und Bewertungsgrundlage

Das bisher vorgestellte Verfahren für ein indikatives Rating im RiKo-Ansatz entspricht – evtl. bis auf die explizite Berücksichtigung der individuellen Unternehmensrisiken – weitgehend den üblichen Ratingverfahren, auch wenn in den Details und bei der systematischen, theoriegestützten Herleitung der Kriterien einige Besonderheiten bestehen. Im Folgenden wird nunmehr aufgezeigt, wie durch die Analyse der Unternehmensplanung unmittelbar auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit geschlossen werden kann („direktes Rating“). Die Plausibilitätsprüfung und Analyse der Unternehmensplanung ist immer ein zentraler Aspekt einer Unternehmensanalyse im Kontext des Akquisitionscontrollings, weil sich aus der Planung die Wert bestimmenden Cashflows ableiten lassen. Durch die Analyse der (stochastischen) Unternehmensplanung kann eine Aussage über die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz unmittelbar abgeleitet werden. Hauptbausteine des Unternehmensmodells für die standardisierte, risikoorientierte Unternehmensplanung sind eine Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Bilanz. Ausgehend von dem letzten Jahresabschluss wird für die folgenden Geschäftsjahre jeweils eine Plan-Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Plan-Bilanz erstellt. Um über eine traditionelle Unternehmensplanung hinausgehend die „Streuungsbander“ der einzelnen Variablen aus Erfolgsrechnung und Bilanz aufzeigen zu können (z.B. für die Eigenkapitalquote (EKQ)), ist es erforderlich, die Risiken in die Planung zu integrieren und dann zu aggregieren. Bei dem dann eingesetzten Simulationsverfahren („Monte-Carlo-Simulation“) wird eine repräsentative Stichprobe risikobedingter Zukunftsszenarien der Unternehmer berechnet und ausgewertet⁶⁸.

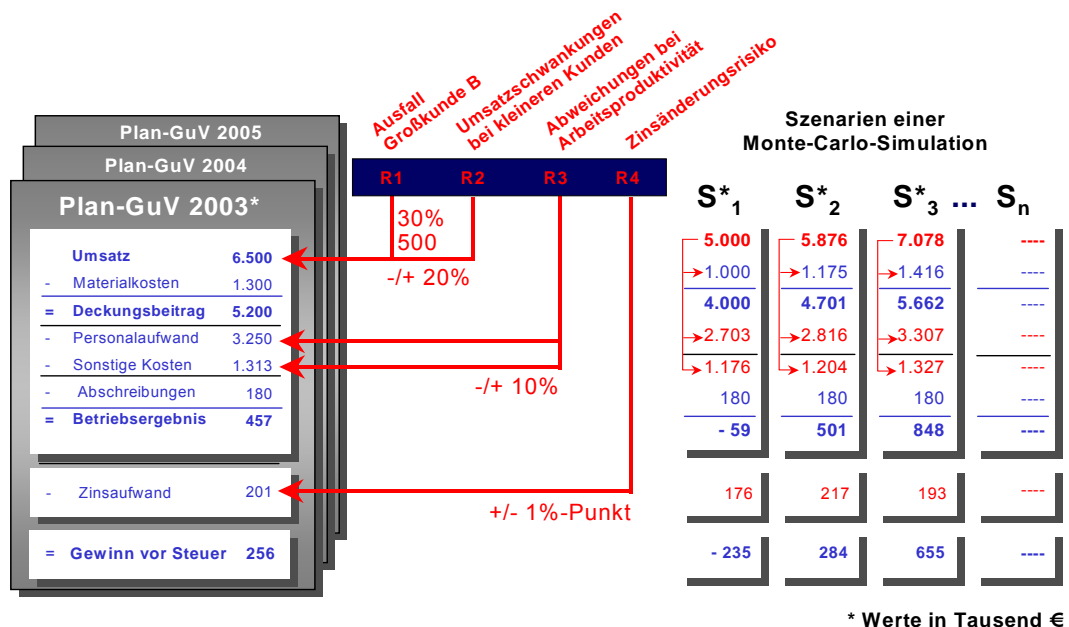


Abbildung 35: Methodik der Risikoaggregation⁶⁹

⁶⁸ Vgl. Gleißner: 2001.
⁶⁹ Quelle: RMCE RiskCon GmbH

Aufgrund dieser Simulationstechnik können für alle interessierenden Größen neben der mittleren Zukunftsentwicklung diejenigen Streubreiten angegeben werden, die aufgrund der (aggregierten) Risiken realistisch erscheinen. Man sieht hier, dass Risiken letztlich nichts anderes sind als die möglichen Ursachen für Abweichungen von der Planung (Erwartungswerten). Für das Rating und die Wertbestimmung interessiert dabei die so ermittelte Wahrscheinlichkeitsverteilung von Gewinn und damit Eigenkapital.

Ökonomisches Risikokapital:

VaR = Value-at-Risk

RAC = Risk Adjusted Capital
(= "Risikoumfang")

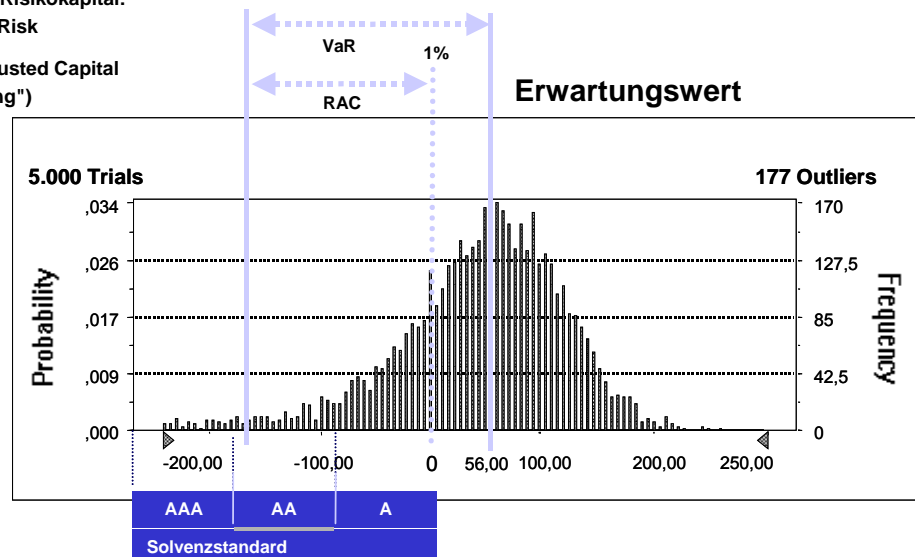
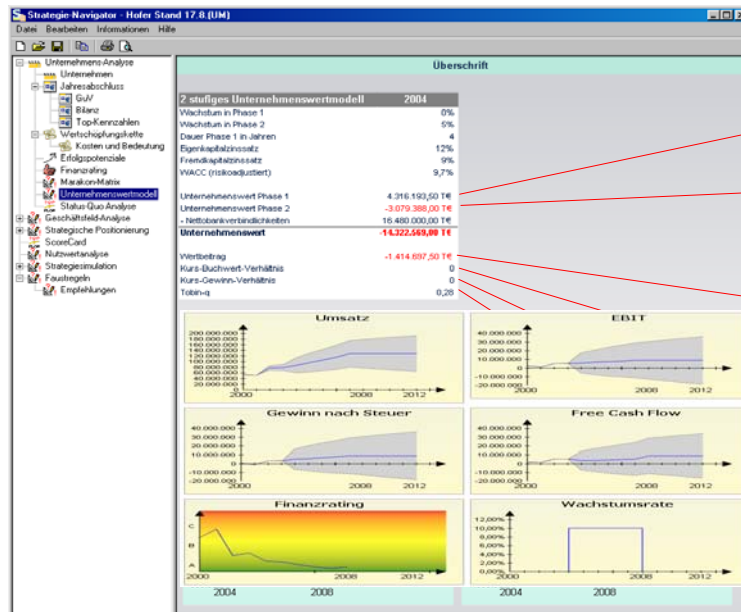


Abbildung 36: Streuung des geplanten Gewinns und Eigenkapitalbedarf

Ausgehend von der durch die Risikoaggregation ermittelten Verteilungsfunktion der Gewinne kann man auch unmittelbar auf den Eigenkapitalbedarf (Risk-Adjusted-Capital, RAC) des Unternehmens schließen, der für ein bestimmtes Rating nötig ist. Zur Vermeidung einer Überschuldung benötigt man so viel Eigenkapital, wie (bei einer definierten, vom angestrebten Rating abhängigen Restwahrscheinlichkeit) Verluste auftreten können, die das Eigenkapital verzehren. In analoger Weise lässt sich der Bedarf an Liquiditätsreserven (z.B. Kreditrahmen) unter Nutzung der Verteilungsfunktion der Zahlungsflüsse (freie Cashflows) ableiten. Möchte ein Unternehmen beispielsweise ein Rating von B+ erreichen, so impliziert dies eine Ausfallwahrscheinlichkeit von ca. 5% in einem Jahr. Aus diesem angestrebten Rating lässt sich ableiten, dass mit 95%-iger Wahrscheinlichkeit das verfügbare Eigenkapital zu Beginn des Jahres ausreichen muss.

Situationsanalyse: Unternehmenswertmodell



$$= \sum_{t=0}^T \frac{\text{freeCashflow}_t}{(WACC + 1)^t}$$

„Terminal Value“, d.h. DCF der Fortschreibungsperiode $t > T$

= CapitalEmployed*(ROCE-WACC)

= $\frac{\text{Unternehmenswert}}{\text{Eigenkapital}}$

= $\frac{\text{Unternehmenswert}}{\text{Gewinn}}$

= $\frac{\text{Unternehmenswert} + \text{Fremdkapital}}{\text{Bilanzsumme}}$

© FutureValue Group AG - 26/ 2005 |

Abbildung 37: Bewertung eines Akquisitionsziel auf dem „Strategie Navigator“

Unmittelbar ersichtlich ist, dass mit den Risikoaggregations-Ergebnissen auch eine risikogerechte Finanzierungsstruktur (ein Ziel-Verschuldungsgrad) des Unternehmens berechnet wurde. Basierend auf der Unternehmensplanung, den Risiken und dem Zielrating wird errechnet, wie viel Eigenkapital ein Unternehmen als Risikotragfähigkeit (Risikodeckungspotenzial) benötigt. Das darüber hinaus gehende Capital Employed kann dann durch Fremdkapital finanziert werden. Sofern der berechnete Eigenkapitalbedarf höher ist, als das momentan verfügbare Eigenkapital, muss bei einem potenziellen Übernahmeziel bedacht werden, dass neben den an die bisherigen Eigentümer zu zahlenden Kaufpreis weiterer Finanzbedarf für die Sicherstellung einer adäquaten Finanzierungsstruktur besteht. Weist ein Unternehmen dagegen mehr Eigenkapital auf, als zur Risikotragung erforderlich ist, wird damit das mögliche Potenzial für Ausschüttungen an die zukünftigen Eigentümer bestimmt.

Umgekehrt kann man aus dem tatsächlich verfügbaren Eigenkapital (Risikodeckungspotenzial) und dem risikobedingten Eigenkapitalbedarf unmittelbar auf die Überschuldungswahrscheinlichkeit schließen. Als Resultat der Simulation der Unternehmensplanung erhält man sowohl die PD durch Überschuldung als auch die PD durch Illiquidität für die Planjahre und damit eine Rating-Prognose. Ergänzend ist es möglich, die Konsequenzen unternehmerischer Maßnahmen auf die Unternehmensplanung und damit auch auf das Rating eines Unternehmens zu simulieren.

4.3.8 Zusammenführung verschiedener Teilratings

Bei einem Ratingmodell, das verschiedene Teilratings nutzt, ist es erforderlich, einzelne Informationen (Ratingkriterien) zu erheben und diese zu einem Gesamtrating zu verdichten,⁷⁰ wobei sich die Relevanz einzelner Kriterien auch aus den Akquisitionszielen ergibt und damit individuell festzulegen ist. Wichtig sind speziell die Kriterien, die für den Akquisiteur von Bedeutung, aber durch ihn kaum zu ändern sind (was z.B. nicht für die Eigenkapitalquote oder Ähnliches gilt).

Vielfach lässt sich belegen, dass die jeweils schlechtesten Ausprägungen bei einzelnen Ratingkriterien das Gesamtrating in besonderem Umfang bestimmen, also als „kritische Ratingkriterien“ einzustufen sind. Dies gilt insbesondere bei der Analyse der Risiken. Bei der Betrachtung der Risiken und der Berechnung der „Teilratings“ werden daher die am stärksten negativ ausgeprägten Kriterien besonders beachtet.

In dem RiKo-Rating werden die einzelnen Ratingkriterien zunächst in fünf Gruppen eingeteilt, für die jeweils ein Teilrating bestimmt wird:

- Finanzrating,
- Branchenrating,
- Erfolgspotenziale,
- Risikoanalyse und
- Unternehmenssimulation (risikoorientierte Analyse der Unternehmensplanung).

Dabei lässt sich also festhalten, dass durch das „Branchenrating“ die typische Ertrags- und Risikosituation eines Unternehmens der Branche beschrieben wird. Das „Finanzrating“ (ggf. unter Berücksichtigung der Qualität der „Bankbeziehungen“) beschreibt die vom Unternehmen heute tatsächlich erreichte Ertragssituation sowie das Risikodeckungspotenzial zur Abdeckung möglicher risikobedingter Verluste. Das Teilrating „Erfolgspotenziale“ ist stärker zukunftsgerichtet und verdeutlicht, inwieweit das Unternehmen über Kompetenzen, Wettbewerbsvorteile und interne Stärken verfügt, die langfristig die Ertragslage bestimmen. Das Teilrating „Risiken“ setzt sich schließlich mit möglichen Abweichungen von den erwarteten Zukunftsperspektiven auseinander, beispielsweise durch eine Bedrohung der Erfolgspotenziale oder kritische Ereignisse (Verlust eines Großkunden). Die Simulation auf Basis der Unternehmensplanung hat den Vorteil, dass sie im kurz- und mittelfristigen Bereich alle vier genannten Komponenten des Ratings abdeckt.

Unmittelbar erkennbar ist, dass die ersten vier Teilratings zusammen genommen alle für das Rating theoretisch maßgeblichen Ratingdeterminanten – erwartetes Ertragsniveau, Finanzierungsstruktur /Risikodeckungspotenzial, Risiken – abdecken und diese sowohl unter Betrachtung der individuellen Situation des Unternehmens als auch seines Branchenumfelds. Der Ansatz über die Unternehmenssimulation kann ergänzend zu den traditionellen Methoden genutzt, aber auch als eigenständig angesehen werden, da er alle Aspekte abdeckt.

⁷⁰ Vgl. Gleißner/Füser: 2003, S. 188-218.

Abschließend ergibt sich das Ratingurteil dann aus dem Verhältnis des Zukunftspotenzials zum Gesamtrisiko⁷¹ mittels der in der folgenden Tabelle dargestellten Vorschrift, die vor allem der Betonung der bisher wenig in Rating beachteten originären Risiken dient: Sie stellen eine neue, weitgehend orthogonale Information dar, die gerade bei negativer Ausprägung das aggregierte Gesamtrating maßgeblich bestimmt.

Rating		Zukunftspotenzial				
		1	2	3	4	5
Risiko	1	AA/A	A/BBB	BBB/BB	BB	BB/B
	2	A/BBB	BBB	BBB/BB	BB/B	B
	3	BBB/BB	BBB/BB	BB	BB/B	B
	4	BB	BB/B	BB/B	B	B/CCC
	5	BB/B	B	B	B/CCC	CCC

Abbildung 38: Bestimmung des Ratingurteils unter Berücksichtigung der individuellen Risiken

Folgende Interpretation des so ermittelten Ratings ist möglich, wobei jeder Ratingstufe eine erwartete Insolvenzwahrscheinlichkeit (näherungsweise also die PD) zugeordnet werden kann. Als Orientierungswert ist zu jeder Ratingstufe der Altman Z-Score (siehe Fußnote 72) angegeben, der ausschließlich Informationen des Jahresabschlusses nutzt.

Rating	Durchschnittlicher Z-Score	PD	Rating	Durchschnittlicher Z-Score	PD
AAA	8,15	0,00 %	BB+	5,25	1,37 %
AA+	7,60	0,01 %	BB	4,95	2,30 %
AA	7,30	0,02 %	BB-	4,75	3,61 %
AA-	7,00	0,03 %	B+	4,50	4,95 %
A+	6,85	0,06 %	B	4,15	6,65 %
A	6,65	0,10 %	B-	3,75	11,35 %
A-	6,40	0,15 %	CCC+	3,20	Über 11,35 %
BBB+	6,25	0,28 %	CCC	2,50	
BBB	5,85	0,48 %	CCC-	1,75	
BBB-	5,65	0,78 %	D	0,00	

Abbildung 39: Zusammenhang zwischen Z-Scores und Ratingklassen⁷²

⁷¹ Eine einfache Abschätzung des aggregierten Risikos ist das größte Einzelrisiko (Maximalrisiko). In softwaregestützten Ratingmodellen (wie dem „Risiko-Kompass“) wird der (aggregierte) Risikoumfang nicht einfach durch eine „Maximumfunktion“ abgeschätzt, sondern mittels Simulation der Einzelrisiken ermittelt.

⁷² Vgl. Altman/Saunders: 1998, S. 1737, Quelle PD: Schätzgleichung der FutureValue Group AG basierend auf veröffentlichten Ausfallwahrscheinlichkeiten von Standard & Poor's. Der Z-Score ist dabei ein mathematisch-statistischer Ansatz zur Prognose von Insolvenzen auf einen Zeitraum von 12-18 Monate. Das Modell, erstmals 1968 von Edward Altman eingeführt, kombiniert 5 verschiedene finanzwirtschaftliche Kennzahlen. In einer empirischen Überprüfung konnten mit dessen Hilfe über 70% der Insolvenzen für die nächsten zwei Jahre mit dieser Formel vorhergesagt werden. In den 1990 iger Jahren wurde der ursprüngliche Altman-Z-Score variiert und als sog. Z"-Modell verbreitet.

4.4 Exkurs: Vertiefende Analyse und Bewertung der Strategie

Bei einer vertiefenden Analyse der Strategie im Rahmen einer Due Dilligence werden die Grundaussagen zur langfristigen Ausrichtung und Erfolgssicherung des Unternehmens kritisch hinterfragt, die als Leitlinie für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens dienen.⁷³



Abbildung 40: Kernbereiche der Unternehmensstrategie

Betrachten wir die obige Abbildung, so müssen folgende Fragen beachtet werden:

- Was sind die bestehenden und zukünftigen Kernkompetenzen?
- Auf welche Geschäftsfelder mit welchen belegbaren Wettbewerbsvorteilen konzentrieren wir uns?
- Welche zentralen Wertschöpfungsaktivitäten bestimmen unseren zukünftigen Erfolg?
- Welche strategische Stoßrichtung befolgt unser Unternehmen?

(1) Kernkompetenzen

Was war für den Erfolg des Unternehmens in der Vergangenheit besonders wichtig? Welche kausalen Abhängigkeiten bestehen zwischen den Erfolgsfaktoren der Branche („Geschäftslogik“)? Welches sind die entscheidenden Fähigkeiten („Kernkompetenzen“), mit denen Wettbewerbsvorteile bzw. interne Stärken aufgebaut und somit der Unternehmenserfolg langfristig gesichert werden kann?

Die Formel dieser Variante lautet: $Z' = 6,56 \times (\text{Working Capital} / \text{Bilanzsumme}) + 3,26 \times (\text{Gewinnrücklage} / \text{Bilanzsumme}) + 6,72 \times (\text{EBIT} / \text{Bilanzsumme}) + 1,05 \times (\text{Eigenkapital} / \text{Fremdkapital}) + 3,25$. Aus der Analyse der externen Ratingkategorien ermittelte Altman den Zusammenhang zwischen Z-Score und Kapitalmarktrating zur Transformation von Z-Score und Rating, so dass den Z-Scores schließlich eine Ausfallwahrscheinlichkeit (PD auf ein Jahr) zugeordnet werden kann.

⁷³ Vgl. Gleißner: 2004a. (Future Value™-Ansatz)

(2) Geschäftsfelder und Wettbewerbsvorteile

(2.1.) Geschäftsfelder

In welchen Tätigkeitsfeldern – mit ausreichender Marktattraktivität und Wettbewerbsvorteilen – soll das Unternehmen in Zukunft tätig sein? Welche Leistungen sollen für welche Abnehmer (Zielgruppen/Käufer) angeboten werden? Welche Produktionsverfahren sollen bei der Erstellung der Produkte/Leistungen zum Einsatz kommen?

(2.2.) Umfeldbedingungen in den einzelnen Geschäftsfeldern

Wie sind die konjunkturelle Abhängigkeit, die Wettbewerbsstruktur und die Wachstumsaussichten der Branche? Wie sind die Wettbewerbskräfte einzuschätzen? Welche Kundenprobleme sollen gelöst werden, und welche Kaufkriterien der Kunden sind entscheidend? Welche Trends in Kundenverhalten und Technologie werden relevant?

(2.3.) Wettbewerbsvorteile

Wie kann das Unternehmen seinen Kunden den größten Nutzen bieten? Wie profiliert (differenziert) sich das Unternehmen längerfristig gegenüber den Wettbewerbern (*über Produktqualität / Design / Service / Image / Marke / Beziehung / Preis*)?

Im Kontext von „Geschäftsfeldern und Wettbewerbsvorteilen“ gilt es insbesondere das „Wertangebot“, das der Kunde erhält, und damit die zu lösenden Probleme des Kunden klar zu umschreiben. Kaplan und Norton unterscheiden drei etwas andere Erfolg versprechende Strategievarianten:⁷⁴

- **Produktführerschaft:** Produktinnovationen erschließen neue Märkte, schaffen neue Nachfrage und verdrängen traditionelle Lösungen.
- **Kundenvertrautheit:** Kundenvertraute Unternehmen kennen ihre Kunden und richten ihr Leistungsangebot präzise an deren Wünschen aus.
- **Operative Exzellenz:** Operativ exzellente Unternehmen schaffen eine optimale Kombination aus Produktqualität, Kaufeinfachheit und Preis, was in der Regel intern mit einer günstigen relativen Kostenposition und effizienten Prozessen einhergeht.

(3) Gestaltung der Wertschöpfungskette

Welche Aktivitäten der Wertschöpfungskette bauen auf den Kernkompetenzen auf und dienen dem Aufbau von Wettbewerbsvorteilen? Welche anderen Aktivitäten können an Fremdunternehmen abgegeben werden (Outsourcing, Reduzierung der Fertigungstiefe)? Wie sollten die (begrenzten) betrieblichen Ressourcen – insbesondere Kapital und qualifizierte Mitarbeiter – auf die einzelnen Schritte der Wertschöpfungskette (z. B. Entwicklung, Akquisition, Auftragsannahme, Einkauf, Fertigung, Service und Auftragsabwicklung) aufgeteilt werden („Ressourcenallokation“)? Bei welchen Akti-

⁷⁴ Vgl. Kaplan/Norton: 2001, S. 79-87.

vitäten sind Kooperationen sinnvoll? Wo muss besonders investiert werden?

Grundvoraussetzung für den Erfolg jeder Vorwärts- oder Rückwärtsintegration ist die Existenz ausreichender Synergien. Die Vorteile durch die Synergien müssen die erwarteten Integrationskosten und die ggf. langfristig höheren Kosten für eine Koordination überkompensieren. Eine Integrations-Strategie ist im Allgemeinen dann von Interesse, wenn sie zu spezifischen Gütern führt, die sonst nicht aufgebaut werden könnten.

(4) Strategische Stoßrichtung (strategische Hauptziele bzgl. Werttreiber)

Welche strategische Stoßrichtung zur Steigerung des Unternehmenswertes hat Priorität? Durch welche vom Unternehmen beeinflussbaren Faktoren („Werttreiber“) lässt sich der Unternehmenswert über Wachstum, Risikoreduzierung oder Rentabilitätssteigerung am stärksten beeinflussen?

- Wachstum: Steigerung der Gewinne/Cashflows durch eine Steigerung des Umsatzvolumens.
- Rentabilität: Steigerung der Gewinne durch bessere Nutzung des bisherigen Umsatzpotenzials sowie Optimierung des Kapitaleinsatzes.
- Risikoreduzierung: Weniger Risiko (besseres Rating) bei gleichen Gewinnen.

4.5 Übungsaufgaben zu diesem Kapitel

Aufgabe 1

Sie haben die Aufgabe für die Vorauswahl von potenziell interessanten Beteiligungen ein qualitatives Beurteilungsraster zu erarbeiten, mit Hilfe dessen eine Ersteinschätzung auf Basis veröffentlichter Daten und eines Managementgesprächs möglich ist. Geben Sie acht Beurteilungskriterien an, die im Rahmen der Vorauswahl (so weit das mit den hier verfügbaren Informationen möglich ist) eingeschätzt werden soll.

Aufgabe 2

Welche möglichen Synergien zwischen einer potenziellen Beteiligung und dem übernehmenden Konzern können für die Bewertung relevant sein?

Aufgabe 3

Welche Kerninhalte sind bei der Beschreibung einer Unternehmensstrategie zu beachten?

5 Bewertung potenzieller Beteiligungen

5.1 Grundlagen der Unternehmensbewertung⁷⁵

Durch die Detailanalyse einer potenziellen Beteiligung (Due Diligence) und der Beurteilung des „strategischen Fittings“ wurde ermittelt,

- ob die potenzielle Beteiligung den erwarteten Beitrag zur Umsetzung der eigenen Strategie bietet,
- sinnvolle Mindestanforderungen an strategische Erfolgspotenziale (die Stärken in der Detailanalyse) aufweist und
- welche besonderen Stärken, Schwächen und Risiken im Rahmen der Bewertung besonders zu berücksichtigen sind.

Auch ein aus der strategischen Perspektive gut geeignetes Akquisitionsobjekt mit ausgeprägten Stärken ist jedoch nur dann für eine Akquisition geeignet, wenn der Kaufpreis in Anbetracht der zu erwartenden Erträge und der mit diesen verbundenen Risiken gerechtfertigt ist – also eine Wertsteigerung prognostiziert wird. Basierend auf der Unternehmensplanung der potenziellen Beteiligung und den anderen Ergebnissen der Detailanalysephase ist deshalb nunmehr eine Bewertung vorzunehmen, die zur Bestimmung der Preisobergrenze im Rahmen der Preisverhandlungen dient. Bei der Unternehmensbewertung ist dabei das Unternehmen zunächst einmal „wie es steht und liegt“ zu beurteilen, also insbesondere ohne Bezugnahme auf Synergien und zusätzliche Vorteile, die durch eine mögliche Übernahme entstehen. Im zweiten Schritt sind dann Wertsteigerungspotenziale durch eine Übernahme (speziell Synergien und Risikodiversifikationseffekte) mit im Kalkül zu berechnen. Zudem ist immer zu beachten, dass die errechneten Werte „Preisobergrenzen“ darstellen und damit eine Wertsteigerung für den akquirierenden Konzern nur erreicht wird, wenn der tatsächliche Kaufpreis unterhalb dieses Werts liegt. Der tatsächliche Preis ergibt sich durch den Verhandlungsprozess und liegt in einer Spannbreite, die begrenzt wird durch:

- den Maximalpreis, den der potenzielle Käufer bereit ist zu zahlen (aufgrund seiner Wertfindung unter Berücksichtigung von Synergien) und
- den Minimalpreis, zu dem die bisherigen Eigentümer verkaufen würden (unter Berücksichtigung ihrer Opportunitätsanlagemöglichkeiten).

Der Entscheidungswert lässt sich durch vier Merkmale charakterisieren⁷⁶, nämlich:

- Er ist der Grenzwert (Konzessionsgrenze) bei einer realen Entscheidung.
- Er wird im Hinblick auf eine bestimmte vorgesehene Handlung ermittelt (Handlungsbezogenheit)
- Er ist abhängig von einem bestimmten Entscheidungsobjekt und dessen Zielsystem.

⁷⁵ Vgl. Gleißner: 2004, S. 105-106.

⁷⁶ Vgl. Matschke/Brösel: 2005, S. 113.

- Er ist nur gültig für ein konkretes Entscheidungsfeld zu einem definierten Entscheidungszeitpunkt unter Berücksichtigung der zu diesem Zeitpunkt tatsächlich realisierbaren Alternativen (Merkmale der Entscheidungsfeldbezogenheit).

Im Gegensatz zum objektiven Marktwert erscheint es dabei denkbar, dass der Entscheidungswert keine Punktgröße darstellt, sondern vom Entscheidungssubjekt nur als Intervall festgelegt werden kann.⁷⁷ Im Gegensatz zu dieser Einschätzung z.B. von Matschke und Brösel kann aber auch der Entscheidungswert als Punktgröße verstanden werden, da es letztlich immer einen Maximalwert (Grenzwert) gibt, ab dem der potenzielle Käufer nicht mehr zum Kauf bzw. der potenzielle Verkäufer nicht mehr zum Verkauf bereit ist. In einer realen Verhandlungssituation muss dieser Grenzpreis jedoch nicht zwingend bestimmt werden, da Käufer und Verkäufer nicht zwingend in eine Situation kommen, eine maximale Konzessionsbereitschaft (für sich selbst) einschätzen zu müssen. Aus Sicht der investitionstheoretischen Unternehmensbewertung ist der tatsächliche Preis, der innerhalb eines „Einigungsbereichs“ liegt, auch von (kaum finanzwirtschaftlich vorhersehbaren) Aspekten wie „Verhandlungsgeschick“ abhängig.

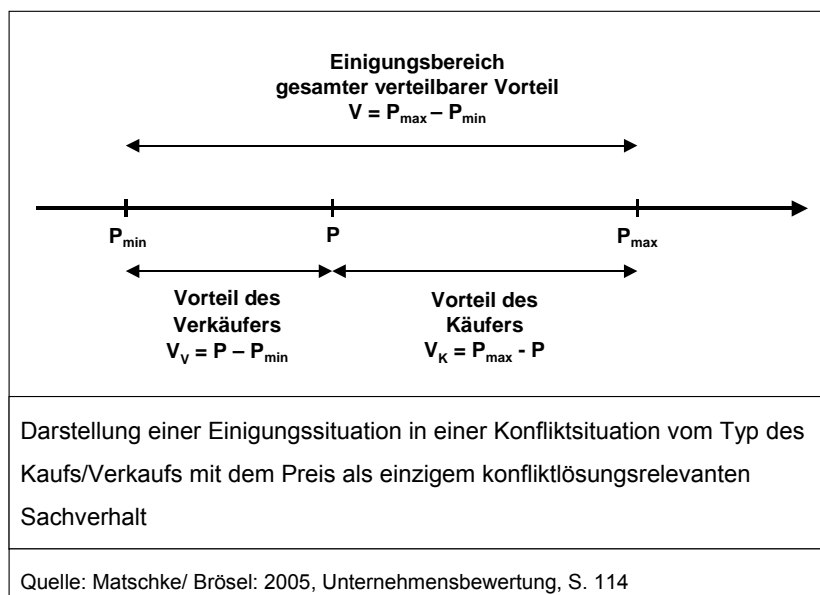


Abbildung 41: Darstellung einer Einigungssituation

Der vereinbarte Preis P liegt damit zwischen P_{\max} (der Preisobergrenze eines potenziellen Käufers) und P_{\min} (der Preisuntergrenze eines potenziellen Verkäufers). Diese Differenz kann als gemeinsam erzielbarer Wohlfahrtsgewinn im Falle einer Einigung aufgefasst werden, wobei der individuelle Vorteil von Verkäufer und Käufer nur zu Lasten des jeweils anderen erhöht werden kann.

Im Folgenden werden nunmehr die wesentlichen Verfahren der Unternehmensbewertung vorgestellt. Dabei wird insbesondere auf die Bestimmung

⁷⁷ Vgl. Matschke/Brösel: 2005, S. 113.

eines risikoadäquaten Diskontierungszinssatzes (Kalkulationszinssatzes) eingegangen, weil dies in der Praxis eines der größten Probleme darstellt.

Es sei unterstellt, dass nur der Verkäufer den tatsächlichen Preis des Unternehmens genau kennt und einem Verkauf zustimmt, wenn der Preis über diesem Wert liegt. Der Käufer schätzt den Wert (mit einer Gleichverteilung) innerhalb der Grenzen \underline{V} bis \bar{V} . Er erwartet zudem im Fall des Kaufs Synergien, die den Wert des Unternehmens um den Faktor a erhöhen ($1 \leq a < 2$). Als maximaler Gebotspreis ergibt sich damit:⁷⁸

$$P^{\max} = \min\left(\frac{a}{2-a} \underline{V}, \bar{V}\right)$$

Sofern keine Synergien existieren ($a=1$), ist das maximale Gebot damit nur die Wertuntergrenze.

Im neuen IdW S1 "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" von 2005 liest man folgende Definition des Unternehmenswerts, die die Bedeutung der Nettozuflüsse an die Unternehmenseigentümer betont:



"Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner). Zur Ermittlung dieses Barwerts wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert."

In der betrieblichen Praxis gibt es zahlreiche Anlässe, die eine Unternehmensbewertung notwendig machen. Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass es nicht den einen, richtigen Unternehmenswert gibt, sondern die Auswahl der Methodik und damit das Bewertungsergebnis in Abhängigkeit vom eigentlichen Bewertungszweck erfolgt bzw. zu sehen ist. Eine Akquisition ist ein wichtiger Spezialfall.

⁷⁸ Für eine detailliertere Erläuterung siehe Richter: 2005, S. 183-197.

Die nachfolgende Abbildung fasst die verschiedenen möglichen Bewertungsanlässe zusammen.

Unternehmens - bewertungmit Wechsel der Eigentümer/Gesellschafter	...ohne Wechsel der Eigentümer/Gesellschafter
... von Eigentümer/ Gesellschafter initiiert	<ul style="list-style-type: none"> • Kauf oder Verkauf von Unternehmen oder Unternehmensteilen • Börseneinführung (IPO) • Kapitalerhöhung • Unternehmen als Sacheinlage • Abschluss eines Gewinnabführungs - oder Beherrschungsvertrages • Eingliederung • Privatisierung • Eintritt eines Gesellschafters in eine Personengesellschaft 	<ul style="list-style-type: none"> • Ermittlung des ökonomischen Gewinns • Buchwertermittlung • Zukunftsbezogene Publizität • Wertorientierte strategische Planung • Wertorientierte Lenkung des Verhaltens von Gesellschaftern über Erfolgsbeteiligung und Abfindungsklauseln • Wertorientierte Vergütung von Managern
... ohne Eigentümer/ Gesellschafter initiiert	<ul style="list-style-type: none"> • Vermögensübertragung • Verschmelzung • Umwandlung • Erbauseinandersetzung • Ehescheidung • Enteignung, Entflechtung • Ausscheiden oder Ausschluss eines Gesellschafters aus einer Personengesellschaft 	<ul style="list-style-type: none"> • Sanierung • Kreditwürdigkeitsprüfung • Steuererklärung

Abbildung 42: Anlässe der Unternehmensbewertung⁷⁹

Der ermittelte Unternehmenswert kann je nach Bewertungsanlass unterschiedliche Zwecke erfüllen:

- **Entscheidungswert:** interner Erfolgsmaßstab bzw. wertorientierte Steuerungsgröße
- **Potenzieller Marktwert:** Wert, der möglicherweise am Markt erzielt werden kann

Der Begriff „Unternehmensbewertung“ umfasst eine Reihe von Analysen, die sich mit verschiedenen Aspekten des Unternehmens beschäftigen. Im Folgenden soll unter Unternehmensbewertung im engeren Sinn jedoch die Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals eines Unternehmens verstanden werden.

Mit der Neufassung des IdW-Standards (IdW S1) von 2005 findet eine Annäherung der hier spezifizierten Bewertungsgrundsätze an die anglo-amerikanische finanzierungstheoretische Bewertung auf Grundlage der Theorie vollkommener Kapitalmärkte statt, was einen Trend fortsetzt, den schon der "alte" S1 gegenüber dem früheren Bewertungsstandard HFA 1983 gezeigt hat. Die vom IdW genannten Bewertungsverfahren, Ertragswertverfahren oder DCF-Verfahren, werden als weitgehend gleichwertig

⁷⁹ Vgl. Schultze : 2001, S. 2ff.

dargestellt, da sie auf der gleichen konzeptionellen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren (Abschnitt 7.1 (111)) und bei gleichen Bewertungsannahmen zu gleichen Unternehmenswerten führen. Wesentlicher Unterschied der beiden Verfahren ist, die verwendete Erfolgsgröße. Diese ist beim Ertragswertverfahren der "den Unternehmenseignern zukünftig zufließende finanziellen Überschüsse, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen (Ertragsüberschussrechnung) abgeleitet werden." (Abschnitt 72.1 (112)). Beim DCF-Verfahren bestimmt sich der Unternehmenswert durch die Diskontierung von Cashflows, die als erwartete Zahlungen an die Kapitalgeber interpretiert werden (Abschnitt 73.1 (135)). Der neue IdW S1 von 2005 führt auch zu einer starken Relativierung der bisherigen Vollausschüttungshypothese (siehe Abschnitt 4.4.2.3 (46)). Bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswertes ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtliche Restriktionen (z.B. Bilanzgewinn,) zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.

Startpunkt der Bewertung eines Akquisitionsobjekts ist die Beurteilung seines objektivierten Wertes (im Sinne des IdW Bewertungsstandards S 1), also des Werts des Unternehmens „wie es steht und liegt“. Dabei ist der Wert des Unternehmens aus Sicht eines Eigentümers zu beurteilen, der keinen Einfluss auf Unternehmensentscheidungen nehmen kann und damit lediglich als Kapitalanleger interpretiert wird. Dieser Wert wird bestimmt durch das Branchenumfeld und die momentanen Erfolgspotenziale des Unternehmens. Nach der Ermittlung dieses „Basiswerts“ wird die Auswirkung der Akquisition auf den Wert des Akquisitionsobjekts beurteilt.⁸⁰ Dabei sind zu berücksichtigen (und möglichst separat auszuweisen) die möglichen Werterhöhungen durch (1) Restrukturierung und (2) Realisierung von Synergien. Die Addition von Basiswert und Wert erhöhenden Maßnahmen ergibt den Gesamtwert des Akquisitionsobjekts aus Sicht des Erwerbers, und damit die Kaufpreisobergrenze.

Zur Vermeidung einer unnötigen Komplexität der Darstellung wird dabei im Folgenden nicht mehr jeweils explizit darauf hingewiesen, dass eine Bewertung einer potenziellen Beteiligung zunächst (1) „wie es steht und liegt“ und (2) unter Berücksichtigung von Synergien und Restrukturierungen vorgenommen werden sollte.

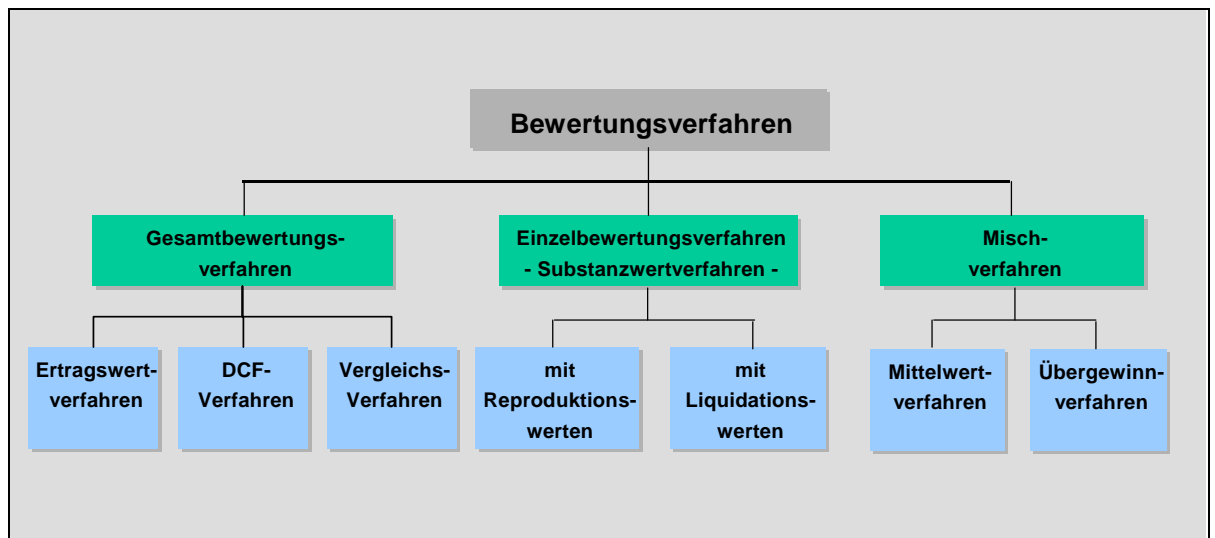
⁸⁰ Vgl. Coenenberg/Sauter, 1988, S. 693

Eine besondere Herausforderung im Rahmen des Akquisitionscontrollings stellt die Bewertung hoch innovativer Unternehmen dar.⁸¹ Diese zeigen sich meist durch ein überproportionales Wachstum in Märkten mit außergewöhnlicher Dynamik auf und sie sind ganz spezifischen Risiken ausgesetzt, die im Rahmen der Bewertung adäquat zu erfassen sind. Zu nennen sind hier insbesondere

- das technische Erfolgsrisiko, also die Möglichkeit, eine geplante Innovation nicht realisieren zu können und
- das Aufwandsrisiko als Gefahr für die geplante Innovation, mehr Kosten und Entwicklungszeiten als geplant zu benötigen.⁸²

5.2 Methoden der Unternehmensbewertung

5.2.1 Überblick



Quelle: RMCE RiskCon GmbH

Abbildung 43: : Bewertungsverfahren im Überblick⁸³

Die Bewertungspraxis und die betriebswirtschaftliche Literatur sind durch eine Vielzahl von verschiedenen Methoden zur Unternehmensbewertung gekennzeichnet. Grundsätzlich lassen sich diese je nach Bewertungskonzeption bzw. -aufgabe in drei Verfahrensgruppen unterteilen (vgl. obige Abbildung).⁸⁴

⁸¹ Vgl. Littkemann/Holtrup/Schrader: 2005, S. 40-57.

⁸² Vgl. Littkemann/Holtrup/Schrader.: 2005, S. 44-45.

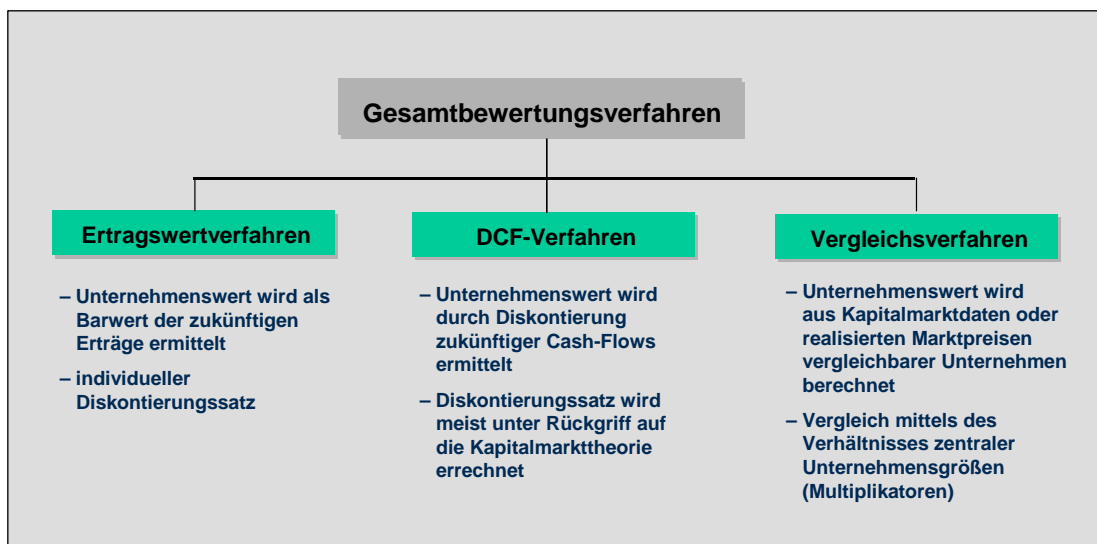
⁸³ Gleißner: 2004, S. 106.

⁸⁴ Vgl. Mandl/Rabel: 1997, S. 28 ff.

Die nachfolgenden Ausführungen haben das Ziel, die wichtigsten Unternehmensbewertungsverfahren und die wesentlichen Merkmale der einzelnen Methoden darzustellen.

5.2.2 Gesamtbewertungsverfahren

Alle Gesamtbewertungsverfahren haben gemeinsam, dass das Unternehmen als Bewertungseinheit betrachtet wird. Der Wert ergibt sich aus der zukünftig erwarteten Ertragskraft des Unternehmens. Die Gesamtbewertung erfolgt losgelöst von den einzelnen realen Vermögensbestandteilen des Unternehmens (z. B. des Sachanlagevermögens) und bezieht sich auf das Unternehmen als Gesamtkomplex. Innerhalb der Gesamtbewertungsverfahren kann zwischen drei Verfahrenstypen unterschieden werden, nämlich Ertragswertverfahren, Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) sowie Vergleichsverfahren. Die nachfolgende Grafik fasst die wesentlichen Merkmale der Gesamtbewertungsverfahren zusammen.



Quelle: RMCE RiskCon GmbH

Abbildung 44: Gesamtbewertungsverfahren im Überblick

Die Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren liefern Zukunftserfolgswerte, also Barwerte von erwarteten künftigen Erfolgen des Bewertungsgegenstandes. In der Mehrzahl der Bewertungsfälle ist von einer unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens auszugehen. In bestimmten Fällen kann es jedoch auch sinnvoll sein, eine begrenzte Lebensdauer zu unterstellen. Die Ermittlung von zukünftigen Erfolgswerten basiert methodisch auf der dynamischen Investitionsrechnung („Kapitalwertmethoden“), wonach die Liquiditätsüberschüsse für jede Periode einzeln erfasst und mit risikoabhängigen Kapitalisierungszinssätzen auf den Bewertungsstichtag diskontiert (abgezinst) werden.

Unterstellt man eine unbegrenzte Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens, entspricht der Unternehmenswert (W) dem Barwert der zukünftigen finanziellen Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen

zuzüglich des Barwerts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Daraus abgeleitet ergibt sich folgende Formel:

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t^{bV}}{(1+r)^t} + nbV$$

E_t^{bV} = erwarteter Unternehmensertrag aus dem betriebsnotwendigen Vermögen in der Periode t

nbV = nicht betriebsnotwendiges Vermögen

r = individueller, konstanter Diskontierungszinssatz (vgl. 5.3)

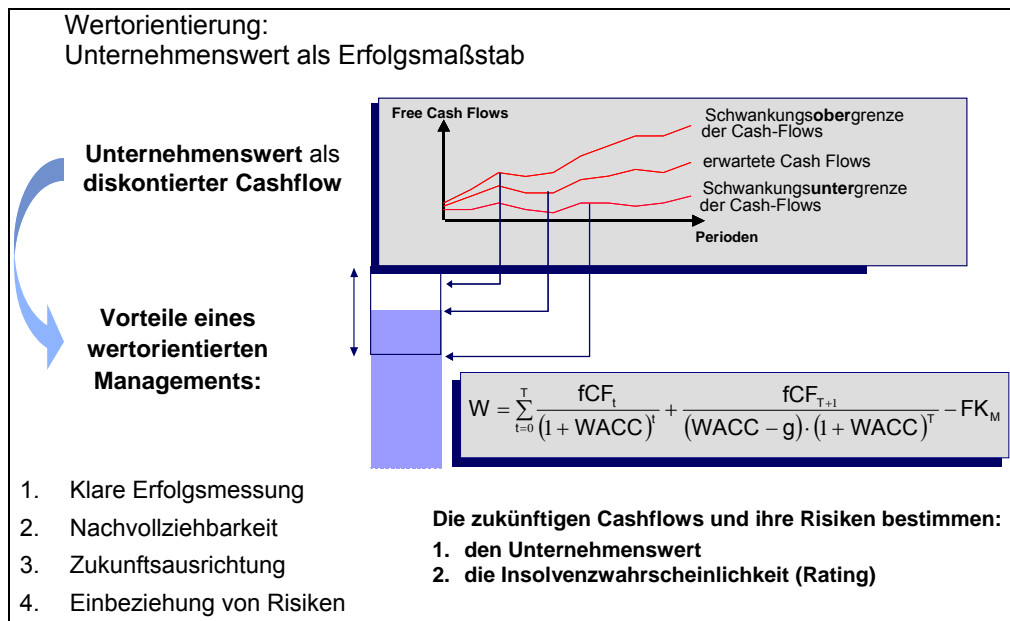
Hinsichtlich des „Unternehmensertrags“ werden dabei zwei Varianten unterschieden:

1. Beim „Entity-Ansatz“ werden die Erträge aus Sicht der Eigenkapitalgeber (Eigentümer) betrachtet, z.B. also die Gewinne (oder Dividende).
2. Beim „Equity-Ansatz“ werden die Erträge betrachtet, die Eigen- und Fremdkapitalgebern gemeinsam zufließen, also z.B. das Betriebsergebnis (EBIT= Earnings before interest and taxes). Durch die Diskontierung des zukünftig erwarteten Betriebsergebnisses ergibt sich ein „Gesamtunternehmenswert“, der die Wertanteile von Eigen- und Fremdkapitalgebern umfasst. Zur Berechnung des Unternehmenswerts (in engerem Sinne), also des Wertes des Eigenkapitals, muss von diesem Gesamtunternehmenswert noch der Wert des Fremdkapitals abgezogen werden (der meist nahe des Nominalwerts des (verzinslichen) Fremdkapitals liegt).

Wenn sich die Ertragsgröße am Erfolgsmaßstab aus Sicht der Eigentümer (Gewinn oder Dividende) orientiert, ist der relevante Diskontierungszinssatz der Eigenkapitalkostensatz. Wenn der Ertragsmaßstab das den Eigen- und Fremdkapitalgebern gemeinsam zustehende Ergebnis beschreibt (Betriebsergebnis, Free-Cashflow), erfolgt die Diskontierung mit dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz (WACC= Weighted Average Cost of Capital).

Mit Hilfe des Lücke-Theorems lässt sich zeigen, dass der Unternehmenswert auf Basis von Einzahlungs-, Ertrags- oder Entnahmeüberschüssen identisch ist, wenn bestimmte Voraussetzungen gegeben sind.⁸⁵

⁸⁵ Das Lücke-Theorem besagt, dass der Kapitalwert des Gewinns vermindert um die kalkulatorischen Zinsen auf das zu Beginn der jeweiligen Periode gebundene Kapital dem Kapitalwert des Zahlungsüberschusses entspricht. Vgl. Lücke: 1991, S. 264.

Abbildung 45: Unternehmenswert als diskontierter Cashflow⁸⁶

Im Rahmen der Gesamtbewertungsverfahren lässt sich der Unternehmenswert direkt (einstufig) berechnen, indem die um die Fremdkapitalkosten verminderten finanziellen Überschüsse diskontiert werden (z. B. Ertragswertverfahren) oder indirekt (mehrstufig), indem die finanziellen Überschüsse aus der betrieblichen Tätigkeit (vor Fremdkapitalzinsen) abgezinst und dann um den Marktwert des Fremdkapitals gemindert werden.

5.2.3 Einzelbewertungsverfahren (Substanzwertbetrachtung)

Im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren wird bei den Einzelbewertungsverfahren der Unternehmenswert (Substanzwert) aus der Summe der einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden ermittelt. Hierzu muss zunächst der individuelle Wert der einzelnen Vermögensgegenstände erfasst werden. Die ermittelten Einzelwerte werden dann zum Unternehmenswert addiert. Der Substanzwert errechnet sich grundsätzlich nach folgendem Schema, wobei je nach Bewertungsanlass die Vermögensgegenstände als Buchwerte, Liquidationswerte oder Verkehrswerte (Wiederbeschaffungspreise, Reproduktionswerte) in die Berechnung eingehen:

$$\begin{aligned} & \text{Wert der einzelnen Vermögensgegenstände} \\ & - \text{Wert der Verbindlichkeiten (inkl. Rückstellungen)} \\ \hline & = \text{Substanzwert (SW) (des Eigenkapitals)} \end{aligned}$$

Während in den Gesamtbewertungsverfahren versucht wird, die zukünftige Entwicklung des Unternehmens zu prognostizieren und in die Bewertung des Unternehmens einfließen zu lassen, erfolgt bei den Einzelbewertungs-

⁸⁶ Als konkrete Umsetzung der Bewertungsformel gemäß S.78 wird hier der fCF für den Unternehmensertrag gesetzt, der Diskontierungssatz durch den Kapitalkostensatz (WACC) operationalisiert und für den erwarteten fCF nach der Periode T ein konstantes Wachstum mit der Rate von g angenommen.

verfahren eine statische, stichtagsbezogene Betrachtung vor allem von Bilanzwerten auf Basis historischer Anschaffungs- und Herstellungskosten. Allerdings werden auch Prognosen vorgenommen, wenn es darum geht, zukünftig (in der Regel kurzfristig) realisierbare Preise für einzelne Vermögensgegenstände abzuschätzen.

5.2.4 Mischverfahren/ Mittelwertverfahren

Bei den Mischverfahren wird der Unternehmenswert mittels einer Kombination aus Einzel- und Gesamtbewertungsverfahren ermittelt (z.B. beim so genannten Stuttgarter-Verfahren). Der Einsatz von Mischverfahren ist zum einen auf die erheblichen Abweichungen zwischen den Ergebnissen der Einzel- und Gesamtwertbetrachtung zurückzuführen und zum anderen auf ein Misstrauen gegenüber der isolierten Anwendung beider Verfahren.

Im Rahmen des Mittelwertverfahrens lässt sich der Unternehmenswert (W) beispielsweise als arithmetisches Mittel aus dem Substanzwert und dem Ertragswert berechnen:

$$W = \frac{SW + EW}{2}$$

SW = Substanzwert ((Teil-)Reproduktionswert)

EW = Ertragswert (in der Regel auf Basis von Periodenerfolgen)

5.2.5 Mischverfahren/Übergewinnverfahren/und Residualgewinnverfahren

Beim Übergewinnverfahren wird der Unternehmenswert aus der Summe von Substanzwert (siehe Einzelbewertungsverfahren) und Barwert der „Übergewinne“ ermittelt:

Substanzwert ((Teil-)Reproduktionswert)
 + Barwert der Übergewinne
 = **Unternehmenswert**

Der „Übergewinn“ wird definiert als der Teil des zukünftigen Periodenerfolgs, der über den „Normalertrag“ hinaus durch das Unternehmen erwirtschaftet werden kann, wobei dieser Normalertrag einer „angemessenen“ Verzinsung des Substanzwertes (SW) entspricht. Der Übergewinn ($\ddot{U}G_t$) wird nach folgender Formel ermittelt:

$$\ddot{U}G_t = E_t - E_{\text{norm}} = E_t - r \times SW$$

E_t = erwarteter Periodenerfolg in der Periode t

E_{norm} = konstanter Normalertrag

r = individueller Kalkulationszinssatz (angemessene Verzinsung)

Zwei der bekanntesten Ansätze der Übergewinnverfahren sind das EVA-Konzept von Stern/Stewart und das CVA-Modell (bzw. das CFRol-Modell) nach Boston Consulting Group.

5.2.6 Heuristische Verfahren (VC-Methode, Multiplikatoren)

Kurz dargestellt werden in diesem Abschnitt nunmehr noch heuristische Verfahren, wie speziell die Multiplikatorenmethode (eine theoretisch gut fundierte Variante der Multiplikatorenmethode auf Grundlage sog. risiko-neutraler Bewertung präsentiert Richter, 2005).

Bei Vergleichsverfahren⁸⁷ wird der Unternehmenswert aus Kapitalmarktdaten (z. B. Börsenkursen) oder realisierten Marktpreisen „vergleichbarer“ Unternehmen gewonnen. Mit den Vergleichsverfahren wird ein potenzieller Marktpreis ermittelt, der auf einem angenommenen Markt wahrscheinlich zu erzielen wäre. Derartige Verfahren werden deshalb auch als marktorientierte Bewertungsverfahren bezeichnet.

Während in Deutschland diese Verfahren vergleichsweise wenig eingesetzt werden, sind sie in den USA weit verbreitet und werden dort unter dem Begriff „market approach“ zusammengefasst. Die hohe Bedeutung und Anwendungshäufigkeit der Vergleichsverfahren in den USA ist insbesondere auf die große Anzahl der dort stattfindenden Unternehmenstransaktionen und die Fülle des für die Bewertung zugänglichen Datenmaterials zurückzuführen.

Beim Comparative Company Approach (CCA) orientiert sich die Ermittlung des Unternehmenswertes an konkreten, tatsächlich realisierten Marktpreisen bzw. Transaktionspreisen für vergleichbare Unternehmen. Ausgehend vom Marktpreis des herangezogenen Vergleichsunternehmens wird dann der mögliche Marktpreis für das zu bewertende Unternehmen abgeschätzt. Diese Abschätzung des Unternehmenswertes erfolgt durch die Ermittlung eines Multiplikators, der sich aus dem Marktpreis des Vergleichsunternehmens und bestimmten „geeigneten Vergleichsgrößen“ dieses Unternehmens (z. B. Umsatz, EBITDA, EBIT, Gewinn, Cashflow) ergibt. Dieser Faktor wird dann mit der Vergleichsgröße des zu bewertenden Unternehmens multipliziert. Wird vereinfachend nur ein Vergleichsunternehmen herangezogen, folgt die Bewertung nach nachstehendem Schema:

$$MP_B = MP_V * \frac{V_B}{V_V} = V_B * m$$

MP_B = potenzieller Marktpreis des zu bewertenden Unternehmens

MP_V = Markt- bzw. Transaktionspreis des Vergleichsunternehmens

V_B = Vergleichsgröße des zu bewertenden Unternehmens (z. B. EBIT-DA)

⁸⁷ Vgl. Gleißner: 2004, S. 325-327.

V_V = Vergleichsgröße des Vergleichsunternehmens (z. B. EBITDA)

m = Multiplikator, also MP_B / V_V

Bei den verschiedenen Verfahren des CCA werden die Multiplikatoren unmittelbar aus bekannten Börsenkursen oder anderen am Markt realisierten Kaufpreisen vergleichbarer Unternehmen verwendet. Im Gegensatz dazu werden beim Multiplikatorverfahren so genannte „market multiples“ herangezogen. Dies sind branchenabhängige Multiplikatoren, mit deren Hilfe die Abschätzung des Unternehmenswertes vorgenommen wird. Dabei wird der Unternehmenswert als (potenzieller Marktpreis) durch Multiplikation einer bestimmten Kenngröße des zu bewertenden Unternehmens mit einem – von der gewählten Bezugsgröße abhängigen – branchenspezifischen Faktor ermittelt. Gebräuchlich sind hierbei insbesondere Gewinn-, Cashflow- und Umsatzmultiplikatoren.

Empirische Untersuchungen von LBOs (Leveraged Buy Out) zeigen, dass als Unternehmensgesamt看 durchschnittlich (Median) der 7fache EBITDA gezahlt wird (siehe Weinberger, 2005: mit einer Untersuchung zu Bewertungsmultiplikatoren europäischer LBOs im Zeitraum 2000–2003)⁸⁸. Die Finanzinvestoren finanzieren den Gesamtunternehmenswert durchschnittlich mit 63 % Fremdkapital, entsprechend dem 4,6-fachen EBITDA.

In folgender Abbildung sind beispielhaft verschiedene EBIT- und Umsatzmultiplikatoren branchenbezogen zu entnehmen:

Branche	Aggregation Smallcap*				Aggregation Mid- and Largecap			
	EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple		EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple	
	von	bis	von	bis	von	bis	von	bis
1 Beratende Dienstleistungen	5,4	7,00	0,50	1,2	6	10,4	0,75	1,93
2 Software	5,8	9	0,83	1,55	6,2	9,2	1,13	1,77
3 Telekommunikation	5,8	8	0,65	1,10	6	8,9	0,7	1,35
4 Medien	5,8	8	0,50	1,05	5,7	9,1	0,47	1,27
5 Handel/ E-Commerce	4,3	8	0,43	0,90	5	7,7	0,53	0,93
6 Transport und Logistik	4,3	7	0,38	0,70	7,3	9,7	0,5	1,08
7 Elektrotechnik/Elektronik	5,7	8,2	0,48	0,90	6,3	9,9	0,57	1,17
8 Fahrzeugbau und -zubehör	5,8	8	0,48	0,73	5,5	8,6	0,48	0,75
9 Maschinen- Anlagenbau	4,7	6	0,38	0,68	4,8	8,6	0,4	0,78
10 Chemie	5,5	8	0,45	0,95	5,7	9,9	0,58	1,15
11 Pharma	6,4	8	0,60	1,45	7,9	11,9	0,83	2,33
12 Textil und Bekleidung	3,3	5	0,33	0,75	4,7	7	0,33	0,73
13 Nahrungs- und Genussmittel	5	7	0,53	0,83	6,2	9,7	0,54	0,93
14 Gas, Strom, Wasser	5,3	8	0,70	1,30	7,5	10,1	0,93	1,98
15 Umwelttechnologie, Entsorgung und Recycling	4,4	6	0,50	0,95	5,1	8	0,73	1,23
16 Bau und Handwerk	2,8	5	0,29	0,48	3,2	9,3	0,44	1,15

*Smallcap: Unternehmen bis 50 Millionen EURO Jahresumsatz; Mid- and Largecap darüber

Quelle: Finanz, Das Finance- Magazin, März 2006 (Stand Februar 2006), S. 82.

Abbildung 46: EBIT- und Umsatzmultiplikatoren

Die bekannten empirischen Studien deuten darauf hin, dass nicht börsennotierte Unternehmen einen Bewertungsabschlag von etwa 20 % bis 30 % gegenüber börsennotierten Gesellschaften aufweisen.⁸⁹

⁸⁸ Entsprechend beträgt das Verhältnis von Gesamtunternehmenswert zur Differenz aus EBITDA und Investitionen in Sachanlagen ca. 10.

⁸⁹ Vgl. Koeplin/Sarin/Sharpiro: 2000, S. 94-101.

Der mittels eines Vergleichsverfahrens errechnete Unternehmenswert ist als möglicher realisierbarer Marktpreis zu interpretieren, der bei tatsächlicher Veräußerung des bewerteten Unternehmens auf einem bestimmten Markt erzielt werden kann. Die Vergleichsverfahren sind damit von ihrer Intention her nicht darauf ausgerichtet, den „Marktwert“ des Unternehmens (Marktwert des Eigenkapitals) zu bestimmen, wie es bei den Ertragswertverfahren bzw. DCF-Verfahren angestrebt wird. Die Verwendung von Vergleichsverfahren ist problematisch, wenn im Falle einer „Spekulationsblase“ – wie in Deutschland Ende der 90er Jahre – die Unternehmen überbewertet sind und diese Marktpreise dann zur Unternehmensbewertung herangezogen werden. Ein zusätzliches erhebliches Problem bei der Anwendung von Multiplikatorenverfahren ist die Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen, also die Definition der so genannten „Peer-Group“. Um einen sinnvollen Vergleichsmaßstab zu erhalten, ist es erforderlich, die Geschäftsstrategie, den Verschuldungsgrad, die Unternehmensgröße, den Diversifikationsgrad, das Risiko, die Marktposition und die Marktattraktivität sowie die Qualität des Managements zu berücksichtigen.⁹⁰ Zu beachten ist außerdem, dass der verwendete Multiplikator grundsätzlich durch die Erwartungen hinsichtlich Umsatzwachstum, Rentabilitätsentwicklung und Kapitalkostensätzen (Risiken) beeinflusst wird.⁹¹

Gerade bei VC-Unternehmen wird häufig die sog. „VC-Bewertungsmethode“ eingesetzt. Bei diesem Ansatz wird der Wert einer Beteiligung zum Zeitpunkt eines möglichen „Exits“ prognostiziert, wobei hier häufig auch wiederum nur sehr einfache heuristische Bewertungsverfahren zum Einsatz kommen (insbes. die o.g. Multiplikatorverfahren). Dieser Wert wird anschließend unter Zugrundelegung eines Diskontierungszinssatzes auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst. Die entsprechenden Verfahren sind jedoch bestenfalls als sehr einfache „Daumenregeln“ geeignet. Sowohl die Bewertung zum Zeitpunkt des Exits als auch die Bestimmung der Diskontierungszinsen sind meist wenig fundiert. Insbesondere die Diskontierungszinssätze, die häufig mit 30 % angesetzt werden, sind methodisch wenig überzeugend. Derart hohe Diskontierungszinssätze können keinesfalls als „erwartete Renditen“ interpretiert werden und sind eine mehr oder weniger willkürliche Vermischung von erwarteter Rendite, Ausfallwahrscheinlichkeit und Kostenkomponenten. Besonders wenig überzeugend ist es, wenn Kapitalbeteiligungsgesellschaften hier sogar einheitliche Zinssätze verwenden, also die individuellen Risiken eines Bewertungsobjektes gar nicht berücksichtigen.

⁹⁰ Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann: 2002, S. 197-203.

⁹¹ Für die Kontrolle über ein Unternehmen (in der Regel beim Aktienanteil von über 50%) wird zudem meist eine Prämie auf den Unternehmenswert gezahlt, die im Mittel etwa bei 40% liegen dürfte, vgl. Nowak: 2000.

5.3 Unternehmenswert und der Werttreiber „Kapitalkostensatz“⁹²: Grundmodell

Mit den Resultaten der qualitativen Beurteilung des Unternehmens, also der Unternehmensanalyse, kann ein grundsätzliches Stärken- und Schwächen-Profil eines Akquisitionskandidaten erreicht werden. Die Informationen sind ausreichend, um zu beurteilen, ob ein Unternehmen grundsätzlich geeignet ist, um einen Beitrag zur Geschäftsfeldstrategie des Unternehmens zu leisten (s. Kapitel 2) und über ausreichende Erfolgspotenziale verfügt, bei den gegebenen Marktbedingungen auch nachhaltig erfolgreich am Markt zu agieren. Die Stärke eines Unternehmens alleine ist jedoch offensichtlich für die Entscheidung im Hinblick auf eine Akquisition nicht ausreichend. Grundsätzlich zu beurteilen ist, ob der Kaufpreis im Hinblick auf die zukünftig erwartende Wertentwicklung angemessen erscheint. Entsprechend ist eine quantitative Unternehmensbewertung erforderlich, die als Bewertung der unsicheren zukünftigen Zahlungsströme aus dem Unternehmen (gegebenenfalls unter Berücksichtigung von Synergien) aufgefasst werden kann. Aufgabe der Unternehmensbewertung ist es damit, einen Entscheidungswert für den Akquisitionsprozess abzuleiten, der als Preisobergrenze verstanden werden kann. In Anlehnung an die oben kurz erwähnten DCF-Methoden wird nur hierfür ein konkretes Verfahren vorgestellt.

Für die Bewertung eines Unternehmens ist die (unsichere) zukünftig erwartete Ertragslage maßgeblich. Grundsätzlich wird also für die Berechnung des Unternehmenswerts (W) eine Prognose aller zukünftigen freien Cashflows und eine Quantifizierung der Risiken benötigt, um damit den Kapitalkostensatz (also die risikoabhängigen Mindestrenditeanforderungen) bestimmen zu können. Mit diesem Kapitalkostensatz (WACC) werden die erwarteten zukünftigen freien Cashflows (fCF) risikoadäquat abgezinst, um deren Gegenwartswert (Kapitalwert) zu berechnen⁹³. Der freie Cashflow (fCF) ist dabei definiert als EBIT (Betriebsergebnis, also Gewinn vor Steuern und Zinsen) nach unternehmensbezogenen Steuern zuzüglich nichtzahlungswirksamer Aufwendungen (insbesondere Abschreibungen und Veränderungen bei langfristigen Rückstellungen) minus sämtliche Investitionen in (betriebsnotwendige) Sachanlagen und Working Capital. Beim freien Cashflow wird also berücksichtigt, dass ein gewisser Teil der Gewinne für Investitionen im Unternehmen verbleiben muss, um die Erträge langfristig zu sichern oder zu steigern. Die dafür notwendigerweise verwendeten Finanzmittel stehen den Kapitalgebern nicht zur Verfügung.

⁹² Vgl. Gleißner: 2005c, S.28-37.

⁹³ Vgl. z.B. Küting/Lorson: 1997, S.4-13; Rappaport: 1999; Copeland/Koller: 1990; Gleißner: 2001, S. 63-100.

Die grundlegende Definition des Unternehmenswerts (Ertragswert; Discounted Cashflow) auf Basis der freien Cashflows (Zahlungsströme) lautet damit wie folgt:

$$W = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{fCF_t}{(1 + WACC)^t} - \text{verz Fremdkapital}$$

$$W \approx \sum_{t=0}^{\infty} \frac{EBIT_t(1 - s)}{(1 + WACC)^t} - \text{verz Fremdkapital}$$

Die Kapitalkosten ergeben sich als gewichteter Mittelwert der Fremdkapitalkosten k_{FK} und der Eigenkapitalkosten k_{EK} , wobei die steuerlichen Vorteile des Fremdkapitals (s) erfasst werden müssen. Üblicherweise wird in der Literatur empfohlen, bei der Berechnung des Kapitalkostensatzes (WACC) die Gewichtung von Eigen- und Fremdkapital zu Marktpreisen vorzunehmen, was zu dem – aber zumindest iterativ lösbaren – „Zirkularitätsproblem“ führen kann. Die Formel stellt sich wie folgt dar:

$$WACC = k_{EK} \times \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{FK} \times \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Gesamtkapital}} \times (1 - s)$$

Die Eigenkapitalkosten werden dabei meist mittels des Capital-Asset-Pricing-Modells (CAPM) berechnet (vgl. Abschnitt 5.4.4):

$$k_{EK} = r_o + (r_m - r_o) \cdot \beta$$

wobei r_o der risikolose Zinssatz, r_m die erwartete Marktrendite für risikobehaftetes Eigenkapital und β das Maß für das relative systematische (also unternehmensübergreifende) Risiko eines Unternehmens darstellt.

Der steuerliche Vorteil der abzuschätzenden, zukünftigen Fremdkapitalzinsen wird erst durch eine entsprechende Verminderung des Diskontierungssatzes in Form des gewogenen Kapitalkostensatzes (WACC) berücksichtigt. Die prognostizierten Zahlungen (freien Cashflows) beschreiben somit den Finanzmittelüberschuss, der zur Ausschüttung an die Eigen- und Fremdkapitalgeber zur Verfügung steht und mit dem gewogenen Kapitalkostensatz abgezinst wird. In der Praxis und der Theorie haben sich verschiedene Ansätze zur Ermittlung der Kapitalkostensätze ergeben (siehe Abschnitt 5.4)

IT-Unterstützung: Simulation und Bewertung der Strategie

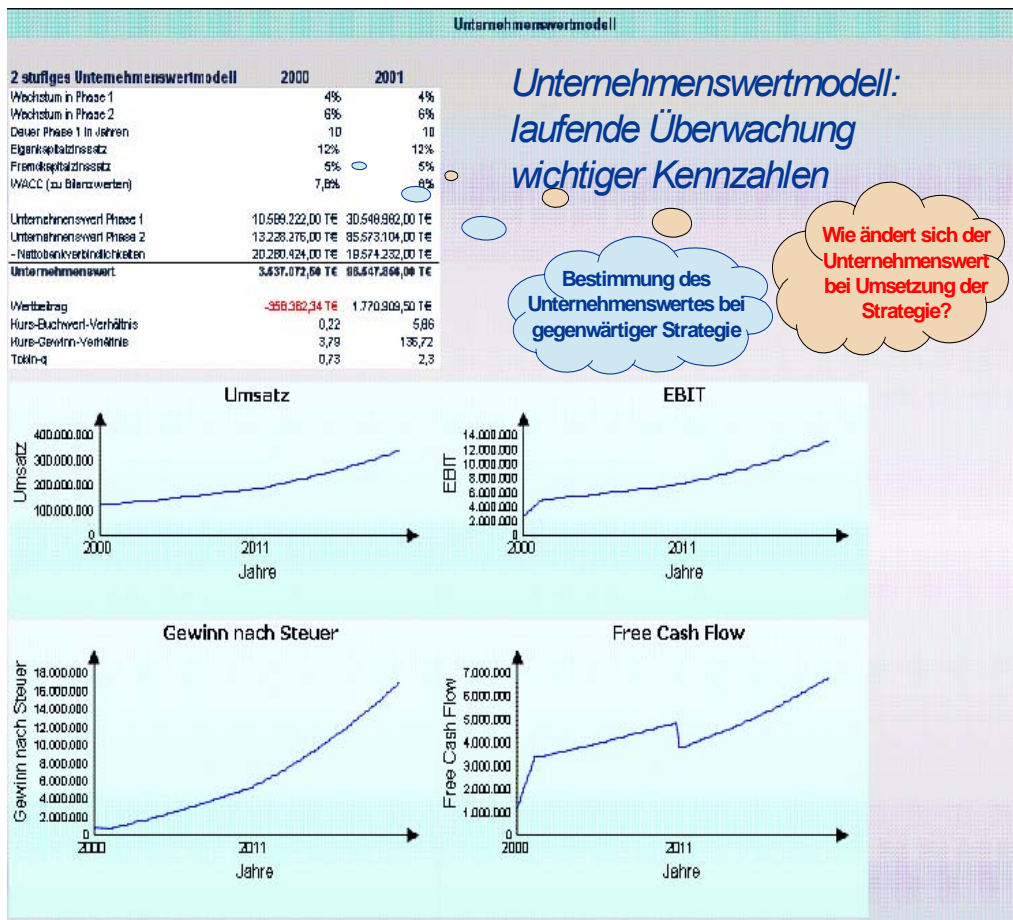


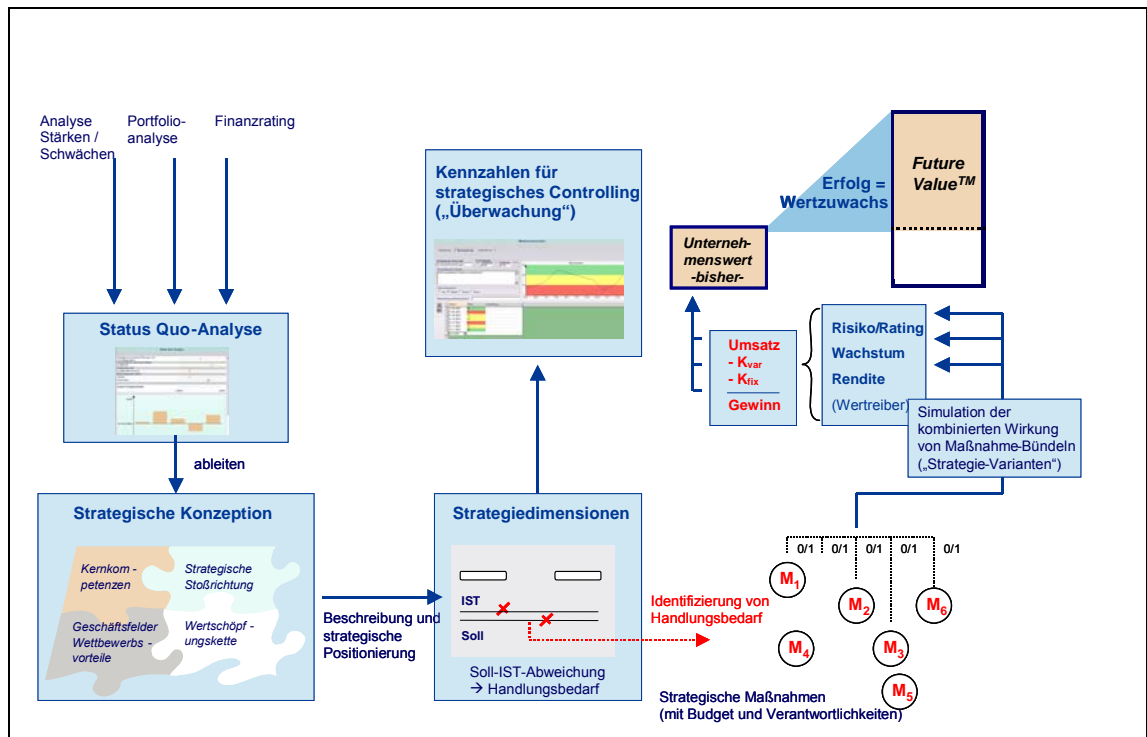
Abbildung 47.: Ertragsprognose und Bewertung einer Beteiligung⁹⁴

Im abgebildeten Beispiel wird nach einer Detailplanungs-Phase mit Fortschreibungsregeln (für zwei getrennte Folgephasen) gerechnet, auf deren Grundlage die zukünftige Entwicklung von Erfolgskenngrößen (wie Gewinn, EBIT oder Free-Cashflow) prognostiziert werden kann. Aus diesen Prognosereihen wird dann unmittelbar der Ertragswert einer Beteiligung abgeleitet, der mit dem erforderlichen Investment (insbesondere Kaufpreis) verglichen werden kann.

Diese den Unternehmenswert bestimmenden (erwarteten) Zahlungen, also die Free-Cashflows (FCF) werden auf Grundlage der Unternehmensplanung abgeleitet, wobei die originäre Planung des Akquisitionsziels nach einer kritischen Diskussion der Ergebnisse der Unternehmensanalyse (Due Diligence) häufig noch modifiziert wird (siehe hierzu Abschnitt 4.3.4).

⁹⁴ Quelle: Software, Strategie Navigator (Future Value Group AG)

Weil die zukünftig erwarteten Free-Cashflows unsicher sind, ist gerade die Erfassung und quantitative Bewertung dieser Unsicherheit (des Risikos) besonders wesentlich. Bekanntlich wird der Risikoumfang im Diskontierungszinssatz (näherungsweise: Kapitalkostensatz) erfasst. Eine höhere Planungsunsicherheit führt ceteres paribus zu einem höheren Diskontierungszinssatz (bewertungsrelevantes Risiko). Aufgrund der besonderen Bedeutung der Kapitalkostensätze für die Wertberechnung wird im folgenden Abschnitt dieses Themenfeld noch näher betrachtet. Dabei werden verschiedene Verfahren zur Bestimmung der Kapitalkostensätze noch etwas näher erläutert, nicht nur der schon in diesem Kapitel erwähnte – und in der Praxis noch immer besonders wichtige – Capital Asset Pricing-Ansatz (CAPM). Ergänzend wird dabei insbesondere der Risikodeckungsansatz vorgestellt, der – ohne die Verwendung von Kapitalmarktinformatio-nen über das Akquisitionsziel – eine unmittelbare Ableitung eines Diskontierungszinssatzes (Werttreiber) aus der Planung und der Planungsunsicherheit ermöglicht.



Quelle: FutureValue Group AG

Abbildung 48: Bewertung strategischer Optionen einer Beteiligung

5.4 Methodische Ansätze zur Herleitung der Kapitalkostensätze

5.4.1 Grundlagen

Bezüglich der Bestimmung des Diskontierungszinssatzes (Kapitalisierungszinssatz) wird beim Ertragswertverfahren gemäß IdW S1 explizit unterschieden zwischen der Ermittlung "objektivierter Unternehmenswerte" und der Ermittlung "subjektiver Entscheidungswerte". Für den "objektivierten Unternehmenswert" sollen entsprechend dem DCF-Verfahren die Diskontierungszinssätze mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbindungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) abgeleitet werden.⁹⁵ Auf die Probleme in der Akquisitionsbewertung wird später im Abschnitt 5.5 eingegangen.

Grundsätzlich gibt es zwei verschiedene konzeptionelle Ansätze, um Risiken in der Bewertung (von Investitionen, Unternehmen, Finanzanlagen) zu berücksichtigen. Beim „individualistischen Ansatz“ wird explizit auf den jeweiligen Investor (Bewertungssubjekt) Bezug genommen. Dem Subjektivitätsprinzip der Unternehmensbewertung folgend wird der Wert hier als "subjektiver Entscheidungswert" interpretiert, der individuelle Charakteristika und Handlungsmöglichkeiten sowie den Informationsstand berücksichtigt und im Hinblick auf die Unterstützung der Entscheidungsfindung (z.B. bezüglich Investition) berechnet wird⁹⁶.

Den zweiten Weg stellt der „marktorientierte Ansatz“ dar, der ohne Bezugnahme auf die individuelle Risikoneigung und Restriktionen der Bewertungssubjekte (Investoren, Entscheider) risikoäquivalente erwartete Renditen (Kapitalkosten) aus Marktdaten ableitet, was ein Vergleich der zu bewertenden Zahlungsreihe mit vergleichbar riskanten Zahlungsreihen impliziert. Dementsprechend werden also die erwarteten Zahlungen mit der erwarteten Rendite vergleichbarer Zahlungsreihen, die aus dem Kapitalmarkt abgeleitet werden, diskontiert. Für den „marktorientierten Ansatz“ benötigt man:⁹⁷

⁹⁵ Erwähnenswert ist, dass der IdW bei dem "objektivierten Unternehmenswert" gemäß Ertragswertmethode formuliert: "aus dem am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen können mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) Risikoprämien abgeleitet werden." (Also eine "kann-Aussage") Die Formulierung bei der DCF-Methode (7.3.2.5 (146)) lautet dagegen: "zur Bestimmung der Kapitalkosten im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte empfiehlt es sich auf das Tax-CAPM zurückzugreifen.") Zur Ermittlung subjektivierter Unternehmenswerte im Rahmen der Ertragswertmethode führt der IdW S1 aus (Abschnitt 7.2.4.2 (134)): "Bei der Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte richtet sich der Kapitalisierungszinssatz nach den individuellen Verhältnissen des jeweiligen Investors. Als Kapitalisierungszinssatz kommt dabei z.B. die individuelle Renditeerwartung des Investors bei einer Alternativinvestition, der Zinssatz zur Ablösung vorgesehener Kredite oder ein Zinssatz, der sich einer subjektiven Einschätzung der Komponenten (Basiszinssatz, Risikozuschlag) ableitet, in Betracht. Auch in diesem Fall ist das Erfordernis der Laufzeitäquivalenz zu beachten und ggf. ein Wachstumszuschlag zu berücksichtigen."

⁹⁶ Vgl. die investitionstheoretische Unternehmensbewertung in Hering, T., 1999, siehe auch Mandl/Rabel: 1997.

⁹⁷ Vgl. Drukarczyk: 2003, S. 142.

- ein Risikomaß, dessen Relevanz für die Bewertung riskanter Projekte am Markt belegbar ist,
- ein Messverfahren, um das Risiko der zu bewertenden Zahlungsreihen (auch wenn sie nicht am Markt gehandelt werden) zu quantifizieren und
- eine Zuordnungsregel, die den Zusammenhang von erwarteter Rendite und Risikomaß beschreibt und nachweisbar für die Bewertung einer Anlage am Markt bedeutsam ist („Risikoprämie“).

Im Hinblick auf eine betriebswirtschaftliche Entscheidungsunterstützung, eine wertorientierte Unternehmensführung und speziell das Akquisitionscontrolling ist offensichtlich eine Bestimmung von Entscheidungswerten sinnvoll, die die individuellen Rahmenbedingungen des betrachteten Entscheiders (des akquirierenden Unternehmens) berücksichtigen. In der Praxis dominiert jedoch der "marktorientierte Ansatz", weil er wesentlich weniger (situationsabhängige) Informationen benötigt und (scheinbar) objektiver ist. Beim marktorientierten Ansatz wird meist ein vollkommener Kapitalmarkt unterstellt, der eine Berücksichtigung der individuellen Rahmenbedingungen eines bestimmten Entscheiders weitgehend überflüssig macht.

Für die Ermittlung der Kapitalkostensätze (also der erforderlichen, risikoabhängigen Mindestanforderung an die erwartete Rendite), kommen vor allem fünf methodische Ansätze in Frage:

- inhaberorientierte subjektive Ansätze (5.4.2),
- Benchmarking-Ansätze (5.4.3),
- kapitalmarktorientierte Ansätze (5.4.4),
- finanzstrukturelle Ansätze (5.4.4),
- analytische Ansätze (5.4.5)
- risikodeckungsorientierte Ansätze (5.4.6).

Diese werden nachfolgend dargestellt. Gerade die Bestimmung der Kapitalkostensätze stellt eines der größten methodischen Problemfelder in wertorientierten Managementansätzen dar.

Anzumerken ist vorab, dass bei einigen der im Folgenden genannten Verfahren zur Bestimmung von Kapitalkosten (als (bedingte) erwartete Renditen) zunächst die Eigenkapitalkosten errechnet werden. Diese können dabei als Diskontierungszinssätze für die den Eigentümern zustehenden Erlöse (Gewinn, Dividende) genutzt werden. Durch die Gewichtung mit den Fremdkapitalkosten können alternativ zunächst auch Gesamtkapitalkosten (WACC) berechnet werden, die dann zur Diskontierung der Free Cashflows oder von EBIT (als Erlösgrößen für Eigentümer und Gläubiger) genutzt werden (mit GK für Gesamtkapital).

$$WACC = \frac{EK}{GK} \times k_{EK} + \frac{FK}{GK} \times k_{FK}$$

Der Weg über die Bestimmung der Eigenkapitalkosten ist insbesondere für die kapitalmarktorientierten Ansätze (speziell das CAPM, siehe 5.4.4) üblich. Der Schwerpunkt der Risikodeckungsansätze (5.4.6) zielt auf eine Bestimmung der Gesamtkapitalkosten (WACC). Einige andere Verfahren (z.B.

aus 5.4.2 und 5.4.3) können sowohl auf die Eigenkapitalkosten als auch direkt auf die Gesamtkapitalkosten angewendet werden.

5.4.2 Inhaberorientierte subjektive Ansätze

Bei dem *inhaberorientierten, subjektiven Ansatz* legt der Inhaber eine subjektive Anforderung an die Eigenkapitalrendite fest, die bei der Bestimmung der Gesamtkapitalkosten (WACC) hinzugezogen wird. Dieser Ansatz ist zwar weit verbreitet, aber nicht theoretisch fundiert.

5.4.3 Benchmarking-Ansätze

Bei den Benchmarking-Ansätzen orientiert man sich bei der Festlegung der Eigenkapitalrendite (oder auch der Gesamtkapitalrendite) an Vergleichswerten von Unternehmen, die hinsichtlich Branchenzugehörigkeit, Tätigkeitsprofil und anderen Charakteristika in etwa dem Bewertungsobjekt entsprechen. Dabei ist es sowohl möglich, sich an der mittleren Eigenkapitalrendite als auch an der Spitzengruppe der vergleichbaren Unternehmen (best practice) zu orientieren.

5.4.4 Kapitalmarktorientierte Ansätze

Auf die zur Zeit dominierenden kapitalmarktorientierten Ansätze⁹⁸, wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) oder die Arbitrage Pricing Theory (APT), soll im Folgenden näher eingegangen werden, weil sie sowohl in der Praxis als auch in der ökonomischen Theorie eine hohe Bedeutung haben (vgl. IdW S1).

(1) Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Die Eigenkapitalgeber, die Kapital in Unternehmen investieren, erwarten eine bestimmte Verzinsung ihres Investments. Wäre die Investition risikolos, würden die Eigenkapitalgeber mindestens den risikofreien Zins als Rendite verlangen. Ist dagegen die Investition risikobehaftet, fordern sie eine Risikoprämie, die dem eingegangenen Risiko entspricht.

Im Capital Asset Pricing Model setzt sich die Renditeerwartung der Investoren (z. B. Eigenkapitalgeber) für eine bestimmte Kapitalanlage aus einer am Markt erzielbaren risikolosen Rendite und einer Risikoprämie für das „systematische“ Risiko der Unternehmung zusammen. Grundsätzlich wird zwischen dem systematischen und dem unsystematischen Risiko unterschieden, wobei das unsystematische Risiko unternehmensspezifisch ist und sich aus Investorensicht durch Diversifikation ausschalten lässt. Deshalb wird hierfür am Kapitalmarkt keine Risikoprämie gezahlt bzw. vom Investor erwartet. Im Gegensatz dazu ergibt sich das systematische Risiko durch allgemeine Marktschwankungen, sodass der Investor eine Risikoprämie – also eine höhere erwartete Rendite – verlangt.

⁹⁸ Vgl. Schierenbeck/Lister: 2002 und Perridon/Steiner: 2002.

Der Beta-Faktor (β) drückt das „systematische Risiko“ aus, also die Wirkungen allgemeiner, nicht unternehmensspezifischer Einflüsse auf den Wert eines Vermögensgegenstands – wie eine Aktie (z. B. die Konjunktur- und Zinsentwicklung). Es ist ein Risikomaß, das das Ausmaß der Sensitivität der Rendite in Bezug auf die Renditeänderung eines als repräsentativ anzusehenden Marktindex bzw. in Relation zur Branche oder zum Marktsegment verdeutlicht.

Die von den Investoren geforderte Rendite ($r_{EK} = k_{EK}$) lässt sich dann wie folgt berechnen:

$$r_{EK}^e = r_0 + (r_m - r_0) \cdot \beta$$

Die von den Unternehmen durchgeführten Investitionen müssen neben der Verzinsung des Fremdkapitals (Fremdkapitalkosten) genau diese Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber erfüllen, so dass diese die Eigenkapitalkosten des Unternehmens darstellt. Die Renditeforderung im CAPM bezieht sich dabei auf das investierte Kapital zu Marktpreisen, sodass sich die zu leistende Verzinsung des Unternehmens auf das Eigenkapital zu Marktwerten und nicht auf das Eigenkapital zu Buchwerten bezieht.

(2) Arbitrage Pricing Theory (APT)

Die Arbitrage Pricing Theory (APT)⁹⁹, eine seltener genutzte Alternative zum CAPM, basiert auf der Idee, dass das systematische Risiko nicht nur auf eine, sondern auf mehrere Ursachen zurückgeführt werden kann, wobei diese im Rahmen der APT nicht explizit genannt werden. Denkbar sind verschiedene makroökonomische Faktoren (z. B. Veränderung des Volkseinkommens oder der Inflationsrate). Die Rendite dieses Portfolios ($r_{EK,i}$) lässt sich in folgende Komponenten zerlegen:

$$r_{EK,i} = r_0 + (r_{m_1} - r_0) \cdot \beta_1 + (r_{m_2} - r_0) \cdot \beta_2 + \dots + (r_{m_n} - r_0) \cdot \beta_n$$

$r_{EK,i}$ = Erwartungswert der Rendite des Wertpapiers i

r_0 = faktorunabhängigen Renditebestandteil, der der risikolosen Verzinsung entspricht (Rendite für „risikolose“ Kapitalanlagen)

r_{m_n} = Erwartungswert der mit dem Risikofaktor n verbundenen Marktrendite

β_n = Sensitivität des Wertpapiers i gegenüber Veränderungen des Risikofaktors n

Während im CAPM der unternehmensspezifische Beta-Faktor mit der Marktisikoprämie multipliziert wird, werden in der APT die jeweiligen Faktor-Betas mit Faktorrisikoprämien vervielfacht. Zu den Vorteilen der APT gegenüber dem CAPM gehört, dass die zugrunde gelegten Annahmen we-

⁹⁹ Vgl. Ross: 2003.

niger restriktiv sind und auf die Konstruktion eines Marktportfolios verzichtet wird. Die Nachteile der APT liegen in der Unkenntnis darüber, welches die richtigen Risikofaktoren sind und der höheren Komplexität.

Gerade in der amerikanischen Bewertungspraxis hat sich in der Zwischenzeit auf Grundlage von empirischen Untersuchungen das sog. „Drei-Faktoren-Modell“ von Fama und French (1992, 1993) als wichtigstes Modell (und quasi als Nachfolger des CAPM) etabliert, das als spezifische Variante der Arbitrage Pricing Theorie (APT) interpretiert werden kann. Schon seit langem haben empirische Untersuchungen festgestellt, dass der Beta-Faktor des CAPM keinen wesentlichen Beitrag zur Erklärung der erwarteten Rendite leistet, während zwei andere Faktoren erheblichen Erklärungsbeitrag bieten. Die so empirisch ermittelten „Risikofaktoren“ des Drei-Faktoren-Modells sind die Unternehmensgröße (Logarithmus des Börsenwerts) und das Buchwert-Kurs-Verhältnis. Eine Erweiterung um einen vierten Faktor (das sog. Momentum) führt zum „Vier-Faktoren-Modell“.¹⁰⁰

5.4.5 Analytische Ansätze

Bei den Analytischen Ansätzen werden die Kapitalkostensätze (unmittelbar meist die Beta-Faktoren für das CAPM) aus buchhalterischen oder fundamentalen Informationen abgeleitet.¹⁰¹ Beispielhaft ist das Modell von Steiner/Bauer¹⁰². Gemeinsam ist derartigen Ansätzen (wie „Earning-Beta“, „Accounting-Beta“ und „Fundamental-Beta“) i. d. R., dass lediglich systematische Risiken berücksichtigt werden, weil von ausreichend vollkommenen Kapitalmärkten ausgegangen wird. Um die Ableitung der Kapitalkostensätze analytisch handhaben zu können, beschränken sich die Analyseansätze meist auf die Betrachtung genau eines (systematischen) Risikos. (z.B. die Kovarianz zwischen Umsatz und Wachstum der Volkswirtschaft). Bei den „Analyseansätzen“ (oder Analytischen Ansätzen) zur Bestimmung der Kapitalkostensätze lassen sich ebenfalls mehrere Varianten unterscheiden:¹⁰³

Statistische Verfahren, die den Beta-Faktor (als meist unterstelltes zentrales Risikomaß) in Abhängigkeit von drei Arten von Kennzahlen beschreiben, nämlich

- eine einzelne Gewinngröße (earning-beta)
- mehrere verbundene Kennzahlen des Rechnungswesens (accounting-beta)
- Rechnungswesen-Kennzahlen und weitere Branchen-Informationen (z.B. Volatilität der Nachfrage) (Fundamental-Beta).

Eine Übersicht zur empirischen Untersuchung hinsichtlich der Eignung von Modellen zur Bestimmung von BETA-Faktoren auf Basis fundamentaler

¹⁰⁰ Vgl. Carhart: 1997, S. 57-82.

¹⁰¹ Vgl. Pfister: 2003, S. 133 und S. 219.

¹⁰² Vgl. Steiner/Bauer: 1992, S. 347-368.

¹⁰³ Zur fundamentalen Prognose von Beta-Werten und daraus abgeleiteten Eigenkapitalkosten siehe Zimmermann: 1997, S. 259-334.

Einflussfaktoren findet man bei Hachmeister.¹⁰⁴ Er gibt wesentliche Untersuchungen zum Einfluss von finanziellen und operativen Leverage-Effekten, der Ausschüttungspolitik, des Wachstums, der Unternehmensgröße sowie des Diversifizierungsgrads und der Marktmacht von Unternehmen auf dem BETA-Faktor wieder. Er kommt insgesamt zu dem Schluss, dass gemäß der vorliegenden empirischen Untersuchung die genannten Fundamentalfaktoren nicht geeignet sind, einen wesentlichen Beitrag für die Quantifizierung von Kapitalkosten zu leisten.

5.4.6 Finanzstrukturelle Ansätze

Einen interessanten, aber in der Praxis bisher wenig verbreiteten Vorschlag für die Ermittlung von Eigenkapitalkosten bilden finanzstrukturelle Ansätze, die auch ergänzend zu den später beschriebenen risikodeckungsorientierten Ansätzen (vgl. 5.3.5) von Bedeutung sind. Grundidee dieser finanzstrukturellen Ansätze ist die Forderung, dass die erforderliche Eigenkapitalrendite (mithin die Eigenkapitalkosten) mindestens so hoch sein muss, dass bei der geplanten Unternehmensentwicklung bestimmte Kapitalstrukturnormen eingehalten werden können¹⁰⁵. Die Eigenkapitalrendite muss also beispielsweise ausreichend sein, um auch dauerhaft die insbesondere auch für das Unternehmens-Rating maßgeblichen Finanzkennzahlen – Eigenkapitalquote, dynamischer Verschuldungsgrad oder Zinsdeckungsquote – auf einem „akzeptablen“ Niveau zu stabilisieren. Möchte ein Unternehmen beispielsweise die augenblickliche Eigenkapitalquote konstant halten, muss offensichtlich die Eigenkapitalrendite (nach Steuern) mindestens so hoch sein wie das Bilanzsummen-Wachstum. Wenn man von einem konstanten Kapitalumschlag ausgeht, wächst zudem die Bilanzsumme entsprechend der Umsatz-Wachstumsrate¹⁰⁶. Es zeigt sich, dass der Eigenkapitalbedarf (Eigenkapitalrendite) mit zunehmender Umsatzwachstumsrate, niedrigerem Kapitalumschlag und niedrigerem angestrebten Verschuldungsgrad zunimmt.

5.4.7 Risikodeckungsorientierte Ansätze

Bei den risikodeckungsorientierten Ansätzen werden die erforderlichen Kapitalkostensätze mit Hilfe von Risikoaggregationsverfahren unmittelbar aus den Risiken der Unternehmensplanung abgeleitet, denen das Unternehmen ausgesetzt ist.¹⁰⁷ Der Vorteil dieses Ansatzes gegenüber anderen Varianten ist darin zu sehen, dass tatsächlich das individuelle Risikoprofil eines Unternehmens für die Bestimmung der Kapitalkosten herangezogen wird. Aus den aggregierten Risiken (siehe Abschnitt 4.3.7) ergibt sich der Eigenkapitalbedarf (EK^{Bedarf} als Risikomaß) zur Abdeckung von möglichen Verlusten, der bei der Berechnung der Gesamtkapitalkosten (WACC) genutzt wird.

¹⁰⁴ Hachmeister: 2000, S. 206-228.

¹⁰⁵ Vgl. Schierenbeck/Lister: 2002, S. 122-169.

¹⁰⁶ Möchte man komplett auf zusätzliches Fremdkapital verzichten, ist es sogar erforderlich, dass die Gesamtkapitalrendite (nach Steuern) der Umsatzwachstumsrate entspricht.

¹⁰⁷ Vgl. Gleißner: 2002. und Gleißner: 2005.

$$WACC = \frac{EK^{Bedarf}}{GK} \times k_{EK} + \frac{(GK - EK^{Bedarf})}{GK} \times k_{FK} (1 - s)$$

k_{EK} = Eigenkapitalkostensatz (in Abhängigkeit der bei der Berechnung von EK^{Bedarf} zugrundegelegten Insolvenzwahrscheinlichkeit und der Rendite-Volatilität)

k_{FK} = Fremdkapitalkostensatz

GK = Gesamtkapital

EK^{Bedarf} = Eigenkapitalbedarf (Risikokapital)

s = Steuervorteil der Fremdfinanzierung

Viele Risiken erfordern viel teures Eigenkapital, was höhere Kapitalkosten impliziert. Es wird nicht der Umweg über den Kapitalmarkt gegangen, der allein schon deshalb zweifelhaft ist, weil wenig plausibel ist, wieso die Kapitalmarktteilnehmer die Risikosituation eines Unternehmens besser beurteilen können sollten als die Unternehmensführung selbst.

Der notwendige Eigenkapitalkostensatz k_{EK} ist dabei von der Ausfallwahrscheinlichkeit p , die die Fremdkapitalgeber noch akzeptieren, abhängig. Eine einfache Abschätzung der zu erwartenden Eigenkapitalrendite in Abhängigkeit von p erhält man, indem man berechnet, welche Rendite das alternative Investment in ein Aktienportfolio (Marktportfolio) hätte, wenn dieses aufgrund eines Einsatzes von Fremdkapital die gleiche Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen würde. Der Anteil des Eigenkapitals kann in Abhängigkeit der erwarteten Rendite des Marktportfolios (r_m^e), der Standardabweichung dieser Rendite (σ_m) und der akzeptierten Ausfallwahrscheinlichkeit aus dem unteren Quantil der erwarteten Rendite des Marktportfolios (zur gegebenen Wahrscheinlichkeit q_p) ermittelt werden:

$$a = -(r_m^e + q_p * \sigma_m)$$

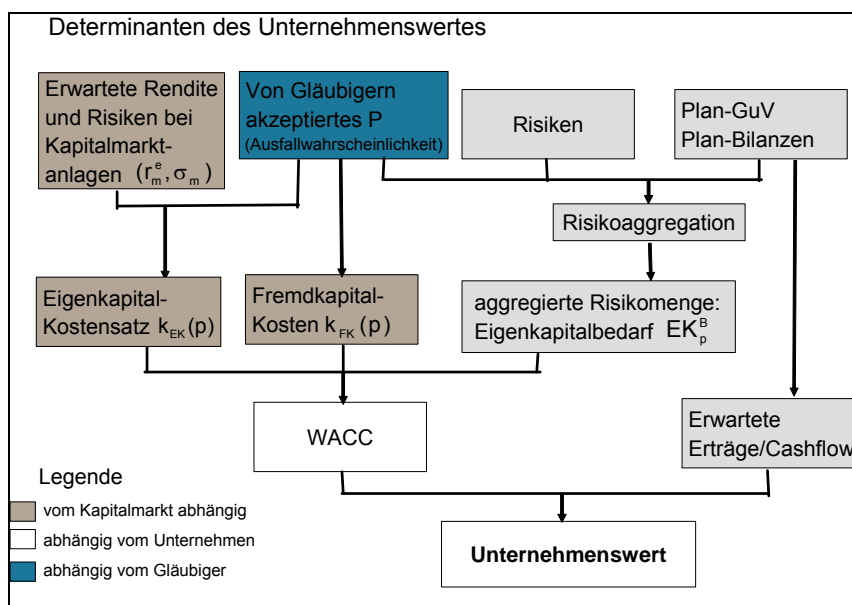
Dabei drückt a den Eigenkapitalanteil am Portfolio (RAC in Prozent des Investments), der bei einer Normalverteilung der Rendite nötig ist, so dass die Ausfallwahrscheinlichkeit p erreicht wird. Damit erhält man folgende ratingabhängige Eigenkapitalkosten:

$$r_{EK,p}^e = \frac{\text{Erwartete Portfoliorendite} - \text{Fremdkapitalzinsaufwand}}{\text{Anteil des Eigenkapitals am Portfolio}} = \frac{r_m^e - (1 - a) * k_{FK}(p)}{a}$$

$$\text{also } r_{EK,p}^e = \frac{r_m^e * (1 - k_{FK,p}) - (1 + q_p * \sigma_m) * k_{FK,p}}{-(q_p * \sigma_m + r_m^e)}$$

Dabei ist $r_{EK,p}^e$ die erwartete Eigenkapitalrendite zum Konfidenzniveau p und q_p der Wert der invertierten Verteilungsfunktion der Standardnormalverteilung zum Konfidenzniveau p . Zudem gibt $r_{FK}(p) = 5\%$ (etwa also k_{FK}) die Rendite des Fremdkapitals bei akzeptierter Ausfallwahrscheinlichkeit p an. Für $p = 1\%$ (d.h. $q_p = 2,326$), $r_m^e = 8\%$ und $\sigma_m = 20\%$ ergibt sich eine Eigenkapitalrendite von $k_{EK} = 12,8\%$.

Das mit dem „Risikodeckungsansatz“ ein Verfahren existiert, das ohne Kapitalmarktdaten über das Unternehmen – also basierend auf der Unternehmensplanung – Kapitalkosten (Diskontierungszinsen) und damit Unternehmenswerte berechnen kann, ist es für die Bewertung potenzieller Beteiligungen im Rahmen des Akquisitionscontrollings besonders interessant. Das Verfahren wird daher im Folgenden näher betrachtet.



Quelle: FutureValue Group AG

Abbildung 49: Determinanten des Unternehmenswertes

5.5 Risikodeckungsansatz und Simulation: Bewertung für unvollkommene Kapitalmärkte¹⁰⁸

Die Entscheidung für Wert steigernde Investments erfordert leistungsfähige Verfahren zur Bewertung der unsicheren Zahlungen (Erträge) einer potenziellen Beteiligung – und hierbei insbesondere die adäquate Berücksichtigung der Risiken, also der Planungsunsicherheiten. Da natürlich die zukünftigen Erträge einer potenziellen Beteiligung unsicher sind, sollten gerade erfolgreiche Private Equity-Gesellschaften in der Lage sein, den Umfang dieser Prognoseunsicherheit in der Berechnung von Preisobergrenzen für ein Engagement zu berücksichtigen.

¹⁰⁸ Gleißner: 2005c, S. 12-13.

In der Praxis zeigen sich hier jedoch noch erhebliche Verbesserungspotenziale. Die Unsicherheit der Planungen der potenziellen Beteiligung fließen bisher nicht stringent in den Unternehmenswert ein. Stattdessen dominieren entweder simple „Faustregeln“ oder es werden Verfahren angewendet, die auf Grundlage der Theorie vollkommener Kapitalmärkte entwickelt wurden. Besonders unbefriedigend ist, wenn trotz der offensichtlich erheblichen Unterschiede der Risiken potenzieller Beteiligungen ein einheitlicher Diskontierungszinssatz verwendet wird.

Allerdings auch die scheinbar „moderne“ Verwendung von Kapitalmarktmodellen, wie dem Capital Asset Pricing-Modell (CAPM), zur Ableitung von Diskontierungszinssätzen, ist - selbst bei börsennotierten Gesellschaften - wenig überzeugend. Der Kapitalkostensatz (Diskontierungszins) als erwartete Rendite der Eigentümer ergibt sich hier aus der Risikoprämie (von Aktien gegenüber risikolosen Anleihen) und dem Risikoumfang – z. B. Beta-Faktor als Risikomaß im CAPM – und wird aus historischen Schwankungen der Aktienrenditen (Kovarianz) abgeleitet.

Tatsächlich ist dieses Verfahren jedoch nur unter der Annahme „vollkommener Kapitalmärkte“ sinnvoll, wenn sich alle Informationen korrekt in den Kursen widerspiegeln und unternehmensspezifische Risiken durch Diversifikation keine Relevanz für den Unternehmenswert haben. Die Realität spricht jedoch gegen vollkommene Kapitalmärkte. Gründe für diese Unvollkommenheiten sind Transaktionskosten, Konkurskosten, Informationsdefizite der Aktionäre, schlecht diversifizierte Portfolios sowie psychologisch bedingte Bewertungsfehler der Investoren am Aktienmarkt. So führt ein hoher Vermögensanteil in einem einzelnen Unternehmen zu einer Bedeutung unternehmensspezifischer Risiken, die im Betafaktor des CAPM nicht erfasst werden – wohl aber im Rating!

Standardmodelle der traditionellen Unternehmensbewertungstheorie, wie das CAPM, werden schon seit langem selbst von den Vertretern der Theorie effizienter Märkte als unbrauchbar eingeschätzt, was z.B. die empirischen Untersuchungen und Veröffentlichungen der Professoren Fama und French zeigen.¹⁰⁹

Der Kapitalmarkt bietet wegen solcher Unvollkommenheit keine zuverlässigen Informationen über den zukünftigen Risikoumfang eines Unternehmens und damit den Wert bestimmenden Kapitalkostensatz (Diskontierungszins). Woher sollen etwa Informationen über nicht veröffentlichte geplante Änderungen der Risikosituation auch kommen (z.B. neue Geschäftsfelder oder neue Risikotransferstrategien)?

Selbst für die Höhe der (Markt-)Risikoprämien sind historische Kapitalmarktdaten nur sehr eingeschränkt aussagefähig. Mit volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten erscheinen langfristige Risikoprämien von lediglich 3 bis 4% bzw. Eigenkapitalkosten (zukünftig erwartete Renditen) von ca. 8% ökonomisch plausibler als die deutlich darüber liegenden historischen Rendi-

¹⁰⁹ Vgl. Fama/French: 1992, S. 427-465.

ten von Aktien. Realwirtschaftlich fundierte Eigenkapitalkosten lassen sich als Summe von Dividendenrendite, realem Wirtschaftswachstum und erwarteter Inflationsrate abschätzen.

Die bisher dargestellten Erläuterungen haben sich auf grundsätzliche Bedenken hinsichtlich der Anwendung von Bewertungsmodellen auf Grundlage der Hypothese vollkommener Kapitalmärkte, wie das CAPM, bezogen. Es gibt darüber hinausgehende Gründe, dass derartige Modelle ganz besonders bei Unternehmensakquisitionen besonders schlecht geeignet sind, was die Anwendungsmöglichkeiten noch kritischer beurteilen lässt. Gerade bei nicht börsennotierten Unternehmen sind nämlich die Annahmen des CAPM keinesfalls erfüllt und zudem liegen die erforderlichen Daten (historische Aktienrenditen) für die Abschätzung der BETA-Faktoren nicht vor. Trautwein (1989) nennt insbesondere drei Gründe, warum das CAPM als Grundlage der Bewertung von Akquisition ungeeignet ist:

1. Jede Übernahme, die auf die Nutzung von Synergien oder die Restrukturierung der neuen Beteiligung abzielt, ändert die Menge der Investitionsprojekte am Kapitalmarkt und hat damit Einfluss auf das Marktgleichgewicht – im CAPM als Gleichgewichtsmodell ist dieses nicht abbildbar.
2. Zudem ist die Annahme homogener Erwartungen des CAPM gerade bei Akquisitionen nicht aufrecht zu erhalten. In der Regel haben Käufer und Verkäufer eines Unternehmens unterschiedliche Zukunftserwartungen, weil sonst eine Transaktion überhaupt nicht zustande kommen würde. Auch die Handlungsoptionen unter Restriktionen (Verschuldungsmöglichkeiten) von Käufern und Verkäufern unterscheiden sich, was ebenfalls im CAPM und ähnlichen Bewertungsmodellen nicht abgebildet werden kann.
3. In der Welt vollkommener Kapitalmärkte des CAPM können Restrukturierungsaktivitäten sowohl von den bisherigen als auch von den zukünftigen Eigentümern durchgeführt werden, so dass Restrukturierungswertsteuerungspotenziale als Argument für eine Akquisition nicht existieren können. Gerade bei Akquisitionen spielen jedoch nicht öffentlich verfügbare (private) Informationen meist eine entscheidende Rolle. Auch Akquisitionen zur Risikodiversifikation, die mit einer Reduzierung des Gesamtrisikoumfangs durch einen Ausgleichseffekt bei den unsystematischen (unternehmensspezifischen) Risiken einhergeht, ist im CAPM nicht abbildbar. In dieser Modellwelt gilt Wertadditivität, weil alle Investoren bereits perfekt diversifizierte Portfolios aufweisen. Damit gibt es keine bewertungsrelevanten unsystematischen Risiken. Zu beachten ist jedoch, dass unsystematische Risiken bei der Ableitung von Erwartungsschätzern für die bewertungsrelevanten Zahlungen bedeutsam sein können.

Die Bewerter verfügen über einen Informationsvorsprung durch die Due Diligence („Insiderinformationen“) gegenüber dem Kapitalmarkt, der konsequent – und planungskonsistent – bei der Bewertung genutzt werden sollte. Konkret bedeutet dies, dass Kapitalkostensätze und der Wert einer poten-

ziellen Beteiligungsinvestition auf Grundlage interner Informationen (z.B. über den aggregierten Gesamtrisikoumfang) abgeleitet werden müssen. Dies ist zwingend nötig, wenn überhaupt keine Kapitalmarktdaten vorliegen – also bei nicht-börsennotierten Unternehmen.

Eine Schlüsselstellung bekommen hier die Risikoinformationen, die Ursachen und Umfang von Planabweichungen zeigen. Aufbauend auf den identifizierten und bewerteten Risiken wird hier der Gesamtrisikoumfang mittels Aggregation bestimmt (vgl. zur Methodik Gleißner, 2004). Dabei werden die Risiken in die der Bewertung zugrundeliegenden Unternehmensplanung integriert, und es wird durch Simulation eine repräsentative Stichprobe risikobedingter möglicher Zukunftsszenarien des Unternehmens berechnet. Aus den risikobedingt möglichen Verlusten kann unmittelbar auf den Eigenkapitalbedarf als Risikomaß geschlossen werden. Ein zunehmender risikobedingter Bedarf an teurem Eigenkapital führt zu einem steigenden Kapitalkostensatz (WACC) und dadurch zu sinkendem Unternehmenswert und schlechterem Rating.

Wie oben dargestellt, ist es möglich auf Grundlage der vorhandenen und in der Bewertung berücksichtigten Erfolgsplanung (und der dort implizit erfassten Risiken) auf den „Eigenkapitalbedarf“ (Risikokapital) als Risikomaß zu schließen. Aus diesem lässt sich wiederum ein angemessener Diskontierungszinssatz ableiten. Mit dem dargestellten Verfahren wird damit endlich ein einfaches betriebswirtschaftliches Prinzip in die Bewertungspraxis umgesetzt: Hohe Unsicherheit (Risiko) über die Zukunftsentwicklung einer potenziellen Beteiligung führt zu einem hohen Bedarf an teurem Eigenkapital und damit zu einem sinkenden Unternehmenswert. Für eine derartige risikogerechte Bewertung sind alle erforderlichen Methoden und die IT-Hilfsmittel heute schon verfügbar (wie der FutureValue™ Strategie-Navigator).

5.6 Berechnung des Unternehmenswertes und Werttreibermodell¹¹⁰

5.6.1 Grundlagen und notwendige Herausforderungen

Nach den bisherigen grundlegenden Überlegungen zu Unternehmenswertmodellen wird im Folgenden ein Ansatz vorgestellt, der sich oft in der Praxis bewährt hat, aber für den natürlich kein Anspruch auf universelle Anwendbarkeit erhoben werden kann.

5.6.2 Von der Planung zur Bewertung: Ablaufbeispiel

Als Grundlage der Bewertung dienen die Planungen der potenziellen Beteiligung. Eine Planung bildet die Entwicklung des Unternehmens in Status quo (W1s, ohne die Beteiligung des Akquisitors) und eine mit der Beteiligung der des Akquisitors und deren Auswirkungen auf das Wertsteigerungspotenzial (W1WSP) ab. Diese Planungen werden vom Unternehmen

¹¹⁰ In Anlehnung an Gleißner: 2001c.

angefordert und beinhalten sowohl eine Detailplanung für die folgenden z.B. 5 Jahre (Phase 0) als auch die Einschätzung der Entwicklung danach, aufgeteilt in zwei weitere Phasen.

Nach dem Erhalt der Basisplanungen W1s und W1, WSP untersucht der Analyst aus dem M&A-Expertenteam in der Due Diligence die explizit oder implizit vorhandenen Planannahmen der wichtigsten Faktoren und überprüft diese. Ausgehend von der Basisplanung und eigenen Einschätzung der Planvariablen erarbeitet er einen Bewertungsplan (interne Planung) für beide Szenarien. W3s für Status quo und W3, WSP für den Fall der Beteiligung. Diese Bewertungspläne müssen die Überzeugung der Analysten über die tatsächliche Entwicklung abbilden und dienen als interne Bewertungsgrundlage des Unternehmens. Die internen Bewertungspläne sind strikt vertraulich zu behandeln und dürfen nicht nach außen gelangen - besonders nicht zum Vertreter des potenziellen Akquisitionsziels, weil sonst die Verhandlungsposition geschwächt wird.

In einem weiteren Schritt wird eine Konsensplanung, d.h. ein Konsens über die Entwicklung des Unternehmens zwischen der potenziellen Beteiligung und dem Analysten der Akquisition für beide Szenarien erarbeitet (W2s ohne Beteiligung und W2WSP mit Beteiligung). Die Konsensplanung mit Wertsteigerungspotenzial (W2WSP) bestimmt den Unternehmenswert, der für den Kaufpreis zugrunde gelegt wird. Die erwartete Rendite des Akquisitors ist abhängig vom Unterschied zwischen dem Unternehmenswert gemäß Bewertungsplan und dem Unternehmenswert gemäß Konsensplanung.

	Status Quo	Mit strategischem WSP und Beteiligung
Basisplanung (erstellt von der potenziellen Beteiligung)	W1s	W1, WSP
Konsensplanung (offizielle Planung)	W2s	W2, WSP
Bewertungsplan (strikt interne Planung)	W3s	W3, WSP

Abbildung 50: Planungsvarianten

5.6.3 Prognose der freien Cashflows

Im Allgemeinen lassen sich bei einer Unternehmensbewertung beliebige Prognosemodelle der zukünftigen freien Cashflows heranziehen, sofern sie ausreichend fundiert werden können. Für den Praxisgebrauch haben sich folgende einfache Prognoseverfahren bewährt:

Wächst ein Unternehmen mit der Umsatzwachstumsrate w , kann man davon ausgehen, dass (zumindest langfristig) auch der Kapitalbedarf (CE) mit dieser Rate wachsen wird, was unmittelbar (Netto-)Investitionen in Höhe

von $CE^w * w$ ergibt. Die freien Cashflows lassen sich dann wie folgt berechnen:

$$fCF_0 = EBIT_0(1-s) - CE^w * w.$$

s = durchschnittlicher (Ertrag-)Steuersatz
 CE^w = Capital Employed zu Wiederbeschaffungspreisen
 w = Umsatz-Wachstumsrate

Für eine beliebige Periode t ergibt sich durch das Wachstum mit der Wachstumsrate w somit der folgende freie Cashflow, wobei hier (vereinfachend) angenommen wird, dass die EBIT-Marge konstant bleibt.

$$fCF_t = (1+w)^t * (EBIT_0(1-s) - CE^w * w).$$

Um auf einen „normalisierten“ Gewinn ($EBIT^n$) zu gelangen, werden ausgehend vom weitgehend bewertungsunabhängigen EBITDA „normalisierte Abschreibungen“ abgezogen. Diese errechnen sich, indem man das Capital Employed zu Wiederschaffungspreisen (CE^w) durch dessen durchschnittliche betriebliche Nutzungsdauer (N) teilt.

$$\begin{aligned} fCF_t &= (1+w)^t * (EBIT^n * (1-s) - CE^w * w) \\ &= (1+w)^t * \left(\left(EBITDA - \frac{CE^w}{N} \right) * (1-s) - CE^w * w \right) \end{aligned}$$

Das Heranziehen der freien Cashflows im Rahmen des Bruttoverfahrens hat den Vorteil, dass der Unternehmenswert unabhängig von der Finanzierungsstruktur errechnet werden kann und somit eine ansonsten notwendige periodenspezifische Prognose von Änderungen im Fremdkapitalbestand nicht erforderlich wird. Damit die angestrebte Finanzierungsneutralität der fCF erreicht werden kann, werden die Unternehmenssteuern ohne Berücksichtigung der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen errechnet und der Cashflow entsprechend vermindert.

5.6.4 Herleitung risikogerechter Kapitalkostensätze

Allgemein wird abhängig von der spezifischen Datengrundlage des Unternehmens entweder – vereinfachend – durch die Verwendung eines Indikatorensystems oder mit Hilfe eines Risikoaggregationsverfahrens der Kapitalkostensatz bestimmt.

Für die Berechnung des risikogerechten Kapitalkostensatzes kann man auch auf diesen risikoabhängigen Eigenkapitalbedarf zurückgreifen. Die Bestimmung des Eigenkapitalbedarfs (Risikokapital, Risk Adjusted Capital) ist möglich mit Hilfe einer Risikosimulation (Monte Carlo-Simulation). Bei diesem Verfahren werden eine große repräsentative Anzahl möglicher risi-

kobedingter Zukunftsszenarien des Unternehmens analysiert, um damit berechnen zu können, in welchem Umfang Verluste eintreten können¹¹¹.

Mit der sogenannten „Risikoaggregation“ kann man unmittelbar auf den risikobedingten Eigenkapitalbedarf (Risk-Adjusted-Capital, RAC) des Unternehmens schließen. Zur Vermeidung einer Überschuldung benötigt man so viel Eigenkapital, wie (mit einer definierten Restwahrscheinlichkeit) Verluste auftreten können, die das Eigenkapital verzehren.

Ausgehend von der durch die Risikoaggregation ermittelten Verteilungsfunktion der Gewinne kann man unmittelbar auf den Eigenkapitalbedarf (RAC) des Unternehmens schließen. Zur Vermeidung einer Überschuldung wird nämlich wie erwähnt zumindest soviel Eigenkapital benötigt, wie auch Verluste auftreten können, die dieses aufzehren.

Allerdings ist auch ohne Risikosimulation mit Hilfe der „traditionellen“ Szenariobetrachtung schon eine Abschätzung des Risikomaßes „Eigenkapitalbedarf“ möglich. Zur Verdeutlichung der Zusammenhänge zwischen Eigenkapitalbedarf, Kostenstruktur und Absatzmarktrisiko wird in folgendem einfachen Modell mit Hilfe der Fundamentalgleichung der Eigenkapitalbedarf eines Unternehmens hergeleitet. Da hier nur ein Risiko betrachtet wird, kann auf die aufwendigere Monte-Carlo-Simulation zur Risikoaggregation verzichtet werden.¹¹²

Die den Eigenkapitalbedarf bestimmende Gewinnschwankung (ΔG) lässt sich definitorisch als Differenz der Änderungen des Umsatzes (ΔU) und der Änderungen der Kosten (ΔK) ausdrücken. Unter der Bedingung, dass die fixen Kosten konstant und risikolos sind, berechnet sich im einfachsten Fall die Kostenschwankung ΔK in Abhängigkeit einer Umsatzschwankung (ΔU) und des Anteils variabler Kosten am Umsatz ($k_{\text{var}}=K_{\text{var}}/\text{Umsatz}$) wie folgt¹¹³:

$$\Delta K = \Delta U \cdot \frac{K_{\text{var}}}{U}$$

und $\Delta G = \Delta U - \Delta K$

Damit ergibt sich unmittelbar der Eigenkapitalbedarf (EK^{Bedarf}) einer Planperiode für den einfachsten Fall (erwarteter Gewinn = 0)¹¹⁴ aus den möglichen Verlusten (ΔG) bei einem maximal realistisch erscheinendem Umsatzrückgang (ΔU)

¹¹¹ Siehe Gleißner/Romeike: 2005.

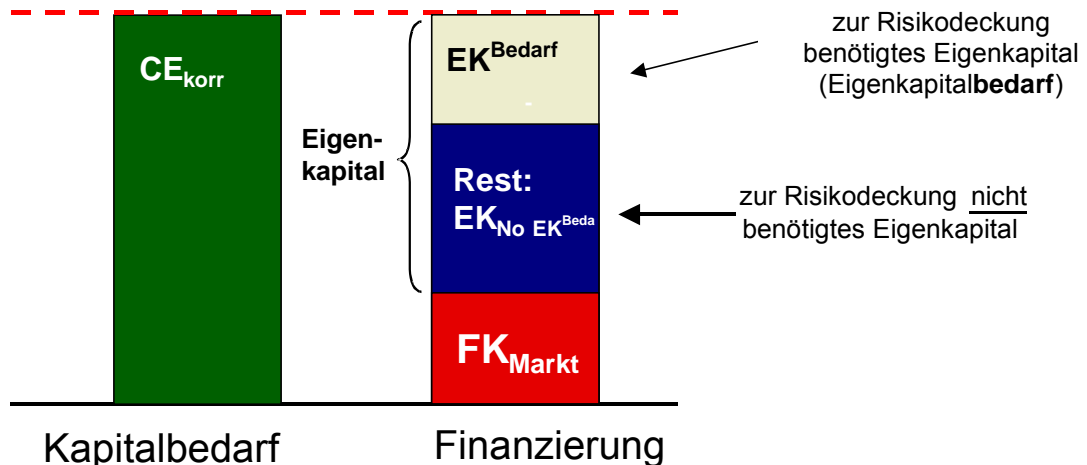
¹¹² Gleißner: 2004, S. 210 ff.

¹¹³ Bei dieser einfachen Rechnung werden nur Absatzmenschwankungen als Risiko betrachtet. Zu beachten ist, dass Absatzpreisschwankungen schwerwiegendere Auswirkungen auf den Gewinn (und damit den Eigenkapitalbedarf) haben, weil bei Absatzmenschwankungen immer zugleich mit der Umsatzschwankung eine gegenläufige Kostenschwankung auftritt.

¹¹⁴ Bei einem erwarteten Gewinn von $G(U) > 0$ ist dieser vom Eigenkapital abzuziehen.

$$EK \geq \Delta G = \Delta U \cdot \left(1 - \frac{K_{\text{var}}}{U}\right) = EK^{\text{Bedarf}}$$

Wie man erkennt, ist es selbst mit einfachen Rechnungen – zumindest bei Betrachtung nur eines wichtigen Risikos – durchaus möglich, den Bedarf eines Unternehmens an Eigenkapital abzuschätzen, um diesen mit dem tatsächlich verfügbaren Eigenkapital zu vergleichen.



Quelle: FutureValue Group AG

Abbildung 51: Kapitalbedarf und Finanzierung

Bei dieser Betrachtung im „Risikodeckungsansatz“ wird das einem Unternehmen insgesamt zur Verfügung stehende Eigenkapital gedanklich getrennt in einen risikotragenden Teil (RAC) und einen Teil, der zur Abdeckung risikobedingter Verluste (mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit) eigentlich nicht erforderlich ist, und somit keinen (kalkulatorischen) Kostenaufschlag gegenüber einer Fremdkapitalfinanzierung (mit identischer Ausfallwahrscheinlichkeit) rechtfertigt (siehe S. 84).

Die Einzelrisiken bestimmen unter Berücksichtigung von Interdependenzen den aggregierten Gesamtrisikoumfang und damit über den Eigenkapitalbedarf den Kapitalkostensatz (WACC), der wiederum bei der Bestimmung des Unternehmenswertes benötigt wird. Je höher die Risiken des Unternehmens sind, desto mehr teures Eigenkapital wird als Risikodeckungspotenzial benötigt.

5.6.5 Einfacher Ansatz zur Berechnung des Unternehmenswertes

Zur Ermittlung eines Unternehmenswertes eignen sich je nach Zielsetzung des Unternehmens unterschiedliche methodische Ansätze, die sich durch ihre Komplexität unterscheiden. So ergibt sich bei freien Cashflows, die ewig mit konstanter Rate w wachsen, speziell (bei konstantem Kapitalkostensatz) folgender Unternehmenswert:

$$W = \frac{fCF}{WACC - w} - FK_M$$

Vernachlässigt man Abweichungen des Marktwertes des Fremdkapitals (FK_M) von dessen Nominalwert (FK) und steuerliche Aspekte, kann man den Unternehmenswert auch in Abhängigkeit der Eigenkapitalkosten k_{EK} berechnen, ohne dass man zunächst den Kapitalkostensatz (WACC) berechnen muss:

$$W \approx \frac{fCF - k_{FK} * FK}{k_{EK} - w}$$

Beträgt die Wachstumsrate $w = 0$, vereinfacht sich die Formel (1) zur bekannten Formel für den statischen Ertragswert, weil hier der freie Cashflow genau $EBIT(1-s)$ entspricht:

$$W_{w=0} = \text{statischer Ertragswert} = \frac{EBIT(1-s)}{WACC} - FK_M^{115}$$

Ein Problem einfacher Ertragswertmethoden bei der Unternehmensbewertung ist darin zu sehen, dass diese große Schwierigkeiten im Umgang mit Unternehmenswachstum haben. Daher sieht man häufig Modelle, die grundsätzlich Wachstum nicht einkalkulieren, was vielen Strategien nicht gerecht wird. Wenn man dagegen Unternehmenswachstums berücksichtigt, tritt das Problem auf, dass Wachstumsraten, die größer sind als der Kapitalkostensatz langfristig in der Realität nicht möglich sind.¹¹⁶

Bisher wurden im Rahmen des Moduls lediglich Spezialfälle unterschiedlicher Wachstumsprämissen zugrunde gelegt, nämlich der einer Wachstumsrate w , die dauerhaft konstant und kleiner als der Kapitalkostensatz ist. Unterstellt man jedoch beispielsweise zwei unterschiedliche Wachstumsphasen, dann sollte ein zweistufiger Ansatz zur Berechnung des Unternehmenswertes herangezogen werden.

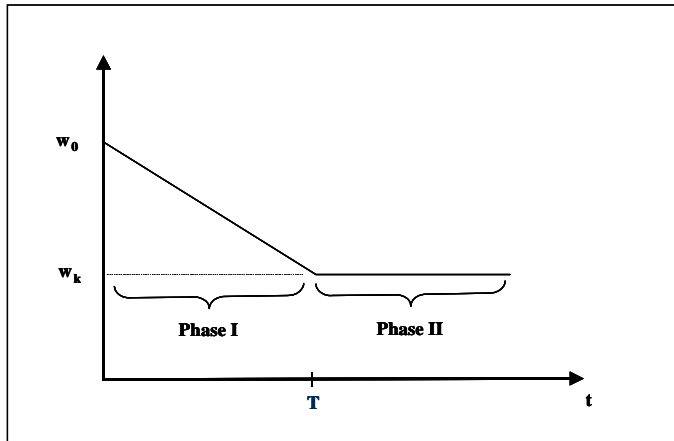
¹¹⁵ Auch diese Berechnung des W kann man vereinfacht in Abhängigkeit der k_{EK} ausdrücken:

$$W_{w=0} = \text{statischer Ertragswert} \approx \frac{(EBIT - k_{FK} * FK) * (1-s)}{k_{EK}}$$

¹¹⁶ In obiger Formel würde der Nenner ($WACC - w$) und damit der Unternehmenswert negativ werden. Immer wenn die Wachstumsrate w sich dem Kapitalkostensatz $WACC$ nähert, geht der Unternehmenswert gegen unendlich.

5.6.6 Zweistufiger Ansatz zur Berechnung des Unternehmenswertes¹¹⁷

Der hier im Weiteren vorgestellte Ansatz geht zweistufig vor. In einer ersten Phase wird eine Wachstumsrate zugelassen, die deutlich über dem Kapitalkostensatz (WACC) liegen kann. In der zweiten Phase des Unternehmenswachstums wird dann unterstellt, dass sich das Wachstum auf ein volkswirtschaftlich übliches Wachstumsniveau normalisiert.



Quelle: RMCE RiskCon GmbH

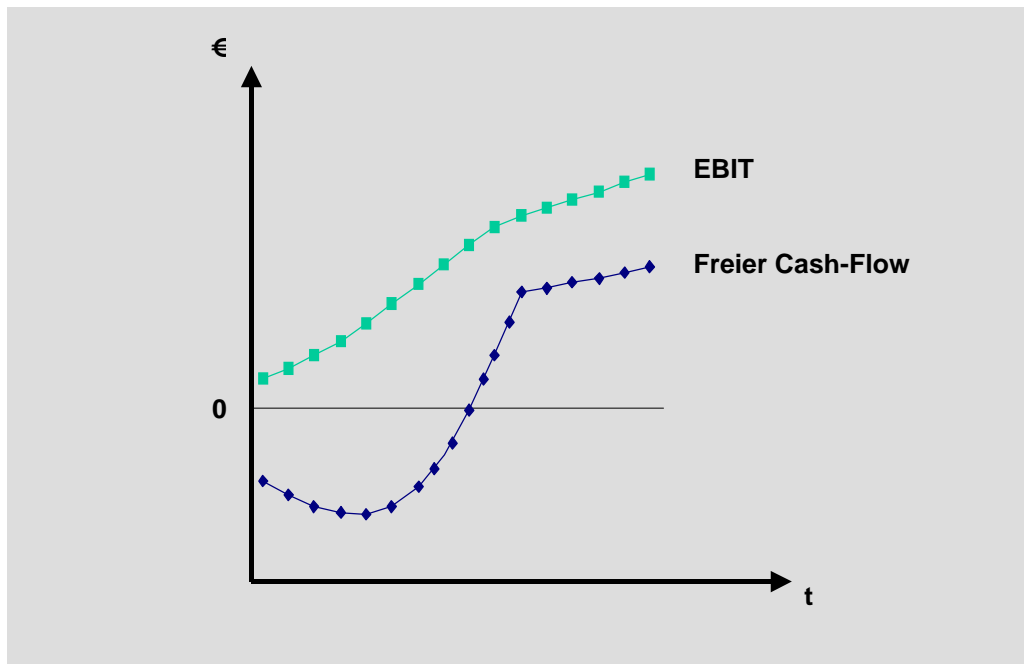
Abbildung 52: Das 2-Phasen-Wachstumsmodell

Um diesen Wachstumsprozess zu beschreiben, sind somit drei Parameter notwendig:

- die Anfangswachstumsrate des Unternehmensumsatzes (w_0),
- die langfristige volkswirtschaftliche Wachstumsrate (w_k),
- die Dauer des überdurchschnittlichen Wachstums (T).

Bei einer solchen zeitlichen Entwicklung der Wachstumsrate ergibt sich beispielsweise die in der folgenden Grafik dargestellte Entwicklung von E-BIT und fCF.

¹¹⁷ In enger Anlehnung an Gleißner: 2001c, S. 63-100.



Man erkennt, dass wegen der wachstumsbedingten Investitionen der fCF zunächst negativ ist und erst mit einer rückläufigen Wachstumsrate wieder positiv wird. Der EBIT ist dagegen ständig positiv und steigend. Die Grafik verdeutlicht damit, dass gerade bei Wachstumsunternehmen eine Bewertung alleine mittels des EBIT oftmals nicht ausreichend ist.

Das Modell unterstellt, dass die anfängliche Wachstumsrate des Unternehmens (w_0) im Zeitraum T (=10) kontinuierlich (linear) auf die volkswirtschaftliche Wachstumsrate (w_k) absinkt. Vereinfachend wird im Folgenden noch angenommen (was jedoch nicht zwingend erforderlich ist), dass das Unternehmen während der gesamten Phase T mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate wächst, die sich als Mittelwert von w_0 und w_k berechnet (w). Für die Betrachtung des Wachstumsprozesses ist zusätzlich maßgeblich, wie lange dieser Prozess anhält, welchen Wert also T annimmt.

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass ein überdurchschnittliches Wachstum solange realistisch ist, wie die Wachstumsvoraussetzungen der betrachteten Branche (**Marktattraktivität**) überdurchschnittlich und/oder die **Wettbewerbsvorteile** des Unternehmens überdurchschnittlich sind. Für die Prognose von Werten von T ist damit die Nachhaltigkeit der Wettbewerbsvorteile eine entscheidende Determinante.

Damit ergibt sich der Unternehmenswert als der Wert der freien Cashflows in der Wachstumsphase ($t=0$ bis T) und der nachfolgenden Periode mit konstantem, volkswirtschaftlichen Wachstum (w_k):

$$W = \underbrace{\sum_{t=0}^T \frac{fCF_t}{(1+WACC)^t}}_{\text{Phase I}} + \underbrace{\frac{fCF_{T+1}}{(WACC - w_k)(1+WACC)^T}}_{\text{Phase II}} - FK_M$$

Der so errechnete Unternehmenswert ist die Basis der Bewertung von Strategiealternativen. Er ist – bei gegebenem Umsatz in der Startperiode – abhängig von folgenden (abgeleiteten) Werttreibern, deren Veränderungen durch die strategischen Handlungsalternativen abzuschätzen ist:

- EBITDA-Marge (EBITM),
- Kapitalumschlag (KU),
- Kapitalnutzungsdauer (N),
- (risikoabhängiger) Kapitalkostensatz (WACC),
- Steuersatz (s),
- Umsatzwachstumsrate (w),
- Wachstumdauer (T).

5.6.7 Werttreibermodell für das Akquisitionscontrolling

Im Akquisitionscontrolling wird oft zunächst ein einheitliches Bewertungsverfahren für die potenzielle Beteiligungen festgelegt, bei der der Unternehmenswert (W) in Abhängigkeit von einzelnen Werttreibern wie z.B. Umsatz (U), Kapitalumschlag (KU), Eigenkapitalquote (EKQ), nachhaltig erwartete EBIT-Marge (EBITM), Kapitalkostensatz (WACC), erwartete Umsatzwachstumsrate (w) oder Wachstumdauer bis Gleichgewicht (T) beschrieben wird. Solche einfachen, auf Werttreibern basierenden Bewertungsmodelle sind oft Spezialfälle der Discounted-Cashflow-Verfahren, die den Unternehmenswert als Summe der risikoadäquaten diskontierten zukünftig erwarteten Cashflows oder – näherungsweise – Erträge (EBIT) beschreiben.

Ein mögliches einfaches, aus diesem Ansatz ableitbares Unternehmensbewertungsmodell, das die relevanten Werttreiber zeigt, könnte damit wie folgt aussehen.^{118, 119}

$$W \approx U * \left(\frac{(1+w)}{(1+WACC)} \right)^T * \left(\frac{EBITM^e(1-s)}{WACC} + \frac{EKQ-1}{KU} \right)$$

Das Wachstum ist hier nicht mehr in der ewigen Rente enthalten; bei einem kleinen T kann es somit zu einer ungenauen Abbildung kommen.

¹¹⁸ Diese Berechnung basiert auf dem Termin Value-Ansatz. Die Jahre vor Periode T werden hier vernachlässigt.

¹¹⁹ In diesem Modell wird von einem Wachstum der Erträge von 0 (w=0) für alle Risiken > T ausgegangen. Vgl. Gleißner: 2004, S.124f.

Aus dieser Definition des Unternehmenswertes lassen sich unmittelbar vier maßgebliche Hebel („Werttreiber“) zur Steigerung des Unternehmenswertes ableiten, wobei die beiden ersten zusammen die Gewinn- bzw. Cash-flow-Entwicklung beschreiben:

- Umsatzwachstum (z. B. Marktdurchdringung, Diversifikation etc.)
- Steigerung der Umsatzrentabilität (z.B. durch Kostensenkung)
- Effizientere Kapitalnutzung (z.B. Abbau von Vorräten)
- Reduzierung des Risikos (Senkung der Kapitalkostensätze z.B. durch Versicherungen).

Aus den Werttreibern lassen sich unmittelbar Risikofaktoren ableiten und mittels derer Sensitivitätsanalysen durchführen. Jeder risikobehaftete Werttreiber ist nämlich unmittelbar als Risikofaktor zu interpretieren. In einem zweiten Schritt kann es sinnvoll sein, diese (primären) Risikofaktoren (z.B. mögliche Umsatzenschwankungen) wiederum auf ihre Ursachen (sekundäre) Risikofaktoren zurückzuführen. Beispielsweise lässt sich die Umsatzenschwankung eines Unternehmens (teilweise) durch Schwankungen der volkswirtschaftlichen Nachfrage erklären, was die Verbindung zu einem volkswirtschaftlichen (und damit systematischen) Risikofaktor ermöglicht. Die Risikofaktoren und die Werttreiber (Ertragsfaktoren) werden somit konsistent aus den Bewertungsmodellen für den Unternehmenswert der Beteiligungen abgeleitet.

Werttreiber bei einem LBO

Werttreiber		Beispiel (EUR Mio.)			
		Bei Kauf	Keine operative Verbesserung/ keine Arbitrage	Operative Verbesserung/ keine Arbitrage	Operative Verbesserung und Arbitrage
Entschuldung	EITDA purchase multiple	7,0x			
	EBITDA bei Kauf	100			
	Enterprise Value bei Kauf	700			
	Debt bei Kauf (5x EBITDA)	500			
	Equity Value bei Kauf	200			
Operative Verbesserung	EBITDA exit multiple		7,0x	7,0x	8,0x
	EBITDA bei Exit		100	128	128
	Enterprise Value bei Exit		700	896	1.024
	Debt bei Exit (-75/Jahr)		125	125	125
	Equity Value bei Exit		575	771	899
Multiple Verbesserung Arbitrage	IRR (Exit nach 5 Jahren)		23,5%	31%	35,1%

Quelle: Business Circle Konferenzen und Seminare CFO-06, KPMG, Referent: Kranebitter, G., S. 217.

Abbildung 53: Werttreiber bei einem LBO (Leveraged Buy Out) Bewertung der Wertsteigerungspotenziale

5.7 Bewertung der Wertsteigerungspotenziale

Für die Bewertung eines zu akquirierenden Unternehmens und die Diskussion der Preisfindung im Rahmen des Verhandlungsprozesses ist die Kenntnis der oben erwähnten „Werttreiber“ von zentraler Bedeutung. Dabei sind zunächst die primären (finanzwirtschaftlichen) Werttreiber, die im Bewertungsmodell berücksichtigt werden, zu betrachten – also z.B. Umsatzwachstumsrate, Wachstumsdauer, EBIT-Marge, Kapitalkostensatz (siehe Abschnitt 5.4). Im zweiten Schritt sind dann sekundäre Werttreiber branchen- und unternehmensspezifisch abzuleiten, die die primären (im Sinne eines Ursachen-Wirkungs-Zusammenhangs, wie in einer Balanced Scorecard) beschreiben. Diese Werttreiber können beispielsweise sein: Kundentreue, Weiterempfehlungsrate, Time-to-Market neuer Produkte, Arbeitsproduktivität etc.

Zur Beurteilung der Möglichkeiten der Wertsteigerung infolge einer Akquisition kann beispielsweise die sog. Valcor-Matrix eingesetzt werden, die den Werttreibern (Wertgeneratoren) Nutzungspotenziale gegenüberstellt:

Nutzen- potenziale Wert- generatoren	Markt	Valcor-Matrix		Logistik/ Information	Übernahme/ Restrukturierung
		Beschaffung	Menschen		
Umsatzwachstum	<ul style="list-style-type: none"> •Neue Produkte •Mix-Verbesserung •Shops in the Shop •Neue Arbeitsnormen 	<ul style="list-style-type: none"> •Rückwärtsintegration 	<ul style="list-style-type: none"> •Incentives •Ausbildungszentrum •Neuer Verkäufertyp 	<ul style="list-style-type: none"> •Kundenbindung, Service •Neue Zahlungssysteme 	<ul style="list-style-type: none"> •Auslandsakquisitionen
Cash Flow Marge	<ul style="list-style-type: none"> •Preipolitik •Absatzförderung •Sortimentsmix 	<ul style="list-style-type: none"> •Rückwärtsintegration •Einkaufs-Marketing 	<ul style="list-style-type: none"> •Flexible Arbeitsformen •Öffnungszeiten •Schulung 	<ul style="list-style-type: none"> •Gemeinkostenwertanalyse •Automatisierung 	<ul style="list-style-type: none"> •Abbau Overhead •Synergien
Investitionen •Umlaufvermögen •Anlagevermögen	<ul style="list-style-type: none"> •Flächenanalyse •Sell and lease back 	<ul style="list-style-type: none"> •Investition/ Desinvestition Produktionsanlagen 	<ul style="list-style-type: none"> •Aufbau Managementkapazität (strategische Reserven) 	<ul style="list-style-type: none"> •Lager, Kreditoren, Debitorenmanagement 	<ul style="list-style-type: none"> •Verkauf nicht betrieblich notwendiger Teile
Kapitalkosten	<ul style="list-style-type: none"> •Leverage 	<ul style="list-style-type: none"> •Ausnutzen Bonitätspotential 	<ul style="list-style-type: none"> •Finanzspezialisten 	<ul style="list-style-type: none"> •Cash-Management 	<ul style="list-style-type: none"> •Leverage
Ertragssteuerrate	<ul style="list-style-type: none"> •Trennung •Grosso/ Detail 	<ul style="list-style-type: none"> •Zentrale Einkaufsgesellschaft 	<ul style="list-style-type: none"> •Steuerberater 	<ul style="list-style-type: none"> •Optimale Datenstrukturen 	<ul style="list-style-type: none"> •Goodwillbehandlung

Quelle: Weber, B.: Akquisitionen auf Grundlage des Shareholder Value
Abb. Valcor-Matrix der Wertsteigerungsmöglichkeiten, in: BFuP 3/9, S. 226.

Abbildung 54: Valcor-Matrix der Wertsteigerungsmöglichkeiten

Speziell zur Bewertung und späteren erfolgreichen Realisierung von Synergien nach Akquisitionen bietet sich ein Vorgehen gemäß der folgenden vier Schritte an:¹²⁰

(1) Systematisierung von Synergien:

Grundsätzlich lassen sich die Synergien hinsichtlich alternativer Kriterien systematisieren, wobei die folgende Abbildung eine mögliche Strukturierung zeigt.

Ursache der Entstehung	Art der Erfassung	Zeitpunkt der Realisierung
Strategische Synergien	Ertragssynergien	<i>Kurzfristige Synergien</i>
Prozessbezogene Synergien	Kostensynergien	<i>Mittelfristige Synergien</i>
Finanzwirtschaftliche Synergien	Restrukturierungsaufwand Dissynergien	<i>Langfristige Synergien</i>

Quelle: Behrmann/Leisner: 2004, S. 189.

Abbildung 55: Systematisierung von Synergien

In Anlehnung an Ansoff¹²¹ wird häufig unterschieden nach

- Ertragsstärken bei Verkaufssynergien,
- kostensenkende Produktionssynergien,
- kapitalschonende Investitionssynergien sowie
- Managementsynergien.

(2) Identifikation von Synergien:

Basierend auf dem Synergiesystematisierungsschema (gemäß 1) kann mit folgenden Orientierungsfragen eine Identifikation von Synergien erreicht werden¹²²:

- „In welchen Bereichen/Abteilungen entstehen die Synergien (Ort)?
- Warum entstehen sie (Ursache)?
- Welche Planungsperioden betreffen sie (Dauer/Nachhaltigkeit)?
- Wie sicher sind sie zu realisieren (Eintrittswahrscheinlichkeit)?
- Welcher Voraussetzungen bedarf es zur Realisierung der Synergien (Eintrittsvoraussetzungen)?“

(3) Quantifizierung der Ergebniswirkungen der Synergien:

Für die Bewertung eines Unternehmens im Allgemeinen, und dem Wert eines Akquisitionsobjekts im Besonderen, sind letztlich nur die generierten

¹²⁰ Vgl. Behrmann/Leisner: 2004, S. 188–195.

¹²¹ Vgl. Ansoff: 1966, S. 100 ff.

¹²² Vgl. Beermann/Leisner: 2004, S. 190.

(unsicheren) Zahlungsströme (unter Berücksichtigung der Synergien) maßgeblich. Entsprechend ist eine Bewertung der Konsequenzen von Risiken im Hinblick auf die Zahlungsströme erforderlich, wobei in der Regel Synergien mit erheblichen Unsicherheiten verbunden sind, was bei der Risikoquantifizierung (siehe Abschnitt 4.3.6) zu berücksichtigen ist.

(4) Realisierung der Synergien:

Nach erfolgreichem Abschluss einer Akquisition müssen die in der Bewertung zugrunde gelegten Synergien auch realisiert werden. Dies geschieht üblicherweise durch Integrationsprojekte in den einzelnen identifizierten Synergiefeldern. Aufgrund der Komplexität bietet sich hier meist die Initiierung von Projekten an, die durch ein permanentes Erfolgs- und Maßnahmencontrolling überwacht werden.

Ein einfaches Fallbeispiel:¹²³

Die hier dargestellte Methodik soll nunmehr anhand eines einfachen Beispiels beschrieben werden. Bewertet werden soll die Otto Muster GmbH. Bei einer Bilanzsumme (entsprechend hier zu Marktwerten der einzelnen Aktiva berechneten Capital Employed) von 50 Mio. Euro (und 10 Mio. verzinsliches Fremdkapital) erwartet das Unternehmen einen Umsatz von 100 Mio. Euro. Die variablen Kosten (Materialkosten) belaufen sich auf 50% des Umsatzes. Zudem sind Fixkosten in Höhe von 40 Mio. Euro prognostiziert, so dass sich ein Plan-Betriebsergebnis in Höhe von 10 Mio. (vor Steuern) ergibt. Die Zahlen sind in folgender cursorischer GuV-Bilanz noch einmal zusammengefasst.

Umsatz ^{Plan}	100
Material (k_{var})	50
Fixkosten	40
EBIT	10

Die Unternehmensleitung erwartet, dass das so beschriebene Planjahr 2007 repräsentativ für die gesamte Zukunft ist. Mit Hilfe einer Risikoanalyse wird nunmehr ein „Worst Case-Szenario“ berechnet, das aus Sicht der Unternehmensleitung mit 99%iger Sicherheit nicht mehr unterschritten wird. Die Unternehmensleitung berücksichtigt dabei (vereinfachend) nur einen Risikofaktor, nämlich die Möglichkeit einer (negativen) Abweichung vom geplanten Umsatz und unterstellt, dass andere Risiken (die die Kosten beeinflussen) vernachlässigbar sind. Als „bewertungsrelevantes Worst Case-Szenario“ betrachtet die Unternehmensleitung dabei einen möglichen Umsatzrückgang um 40%, so dass sich in diesem Szenario folgende Erfolgsrechnung ergibt.

¹²³ Vgl. Eayrs/Gleißner: 2006 (wird noch veröffentlicht).

	Plan	Worst Case
Umsatz	100	60
Material	50	30
Fixkosten	40	40
EBIT	10	-10

Man sieht unmittelbar, dass in diesem Worst Case-Szenario ein Verlust von 10 Mio. Euro eintreten würde. Entsprechend ergibt sich ein „Eigenkapitalbedarf“ zur Abdeckung dieser Verluste in Höhe von 10 Mio. Euro, wenn das Unternehmen bei angenommener Vollausschüttung der Gewinne Eigenkapital nur für ein Planjahr vorhalten möchte.¹²⁴

Zur Bewertung eines Unternehmens gemäß der Bewertungsformel wird der WACC zur Diskontierung benötigt. Um diesen zu berechnen, müssen zuerst die Eigenkapitalkosten des Unternehmens bestimmt werden. Die Eigenkapitalkosten werden als erwartete Renditen einer Alternativanlage berechnet, wobei die Alternativanlage dieselbe Ausfallwahrscheinlichkeit wie das Unternehmen hat. Zusammen mit dem gerade ermittelten Eigenkapitalbedarf ergibt sich somit der Diskontierungszins (WACC) und als nächster Schritt der Unternehmenswert nach der Bewertungsformel. Diese Vorgehensweise wird im Folgenden näher erläutert.

Vereinfachend nimmt man an, dass die Fremdkapitalzinsen (r_{FK}) den Fremdkapitalkosten $k_{FK} = 4\%$ entsprechen. Für eine Ausfallwahrscheinlichkeit von $p = 1\%$ (d.h. das Quantil der Standardnormalverteilung q_p ist gleich 2,326), einer Standardabweichung des Marktportfolios von $\sigma_m = 20\%$ und einer Marktrendite von $r_m^e = 8\%$ erhält man eine erwartete Eigenkapitalrendite von¹²⁵

$$k_{EK} = r_{EK,p}^e = \frac{r_m^e - (1-a) * r_{FK}}{a} = \frac{r_m^e * (1 - r_{FK}) + r_{FK} * (q_p * \sigma_m - 1)}{(q_p * \sigma_m - r_m^e)}$$

$$\text{mit } a = -(r_m^e - q_p * \sigma_m).$$

Dabei drückt a den Eigenkapitalanteil am Portfolio (RAC in Prozent des Investments), der bei einer Normalverteilung der Rendite nötig ist, so dass die Ausfallwahrscheinlichkeit p erreicht wird.

¹²⁴ Der Zinsaufwand von ca. 0,5 Mio (nur 5%) Euro wird hier vereinfachend vernachlässigt. Im allgemeineren Fall einer längerfristigen Betrachtung ergibt sich ein Eigenkapitalbedarf für t Jahre (bei einem vorsichtig unterstelltem Plangewinn von 0 und konstantem Risiko) in Höhe von $EK_{5\text{ Jahre}}^b = \sqrt{t} \times (RAC_{99\%} + EBIT) = \sqrt{5} \times (10 + 10) = 45 \text{ Mio. €}$.

¹²⁵ Siehe Gleißner: 2006.

Für das Beispiel ergibt sich somit eine erwartete Eigenkapitalrendite in Höhe von

$$k_{EK} = r_{EK,p}^e = \frac{0,08 * (1 - 0,04) + 0,04 * (2,326 * 0,2 - 1)}{(2,326 * 0,2 - 0,08)} = 0,144$$

Mit Hilfe dieser Planwerte kann man nun folgenden Kapitalkostensatz (Diskontierungszinssatz) berechnen (Steuern werden vernachlässigt).

$$WACC = 14,4 \% * \frac{10}{50} + 4 \% * \frac{50 - 10}{50} = 6,1 \%$$

Der risikogerechte Kapitalkostensatz beträgt damit 6,1%. Basierend auf dem Plan-EBIT von 10 Mio. Euro und dem Diskontierungszinssatz von 6,1% errechnet sich nun unmittelbar der Unternehmenswert vereinfacht wie folgt:

$$W = \frac{10}{0,061} - 10 = 154$$

Man erkennt, dass hier relativ einfach basierend auf den tatsächlich wahrgenommenen Risiken eine Unternehmensbewertung möglich ist. Auch der Wertbeitrag Risiko senkender Maßnahmen, mit ihrer Wirkung auf die Kapitalkosten lässt sich leicht – durch einen Szenariovergleich – bestimmen.

Insgesamt bietet die hier dargestellte Vorgehensweise einer „risikogerechten Bewertung“ eine schnelle Möglichkeit, Unternehmenswerte zu bestimmen und den Risikoumfang (basierend auf überlegenen unternehmensinternen Informationen) dabei adäquat zu berücksichtigen.

5.8 Übungsaufgaben zu diesem Kapitel

Aufgabe 1

Welche Annahmen bei vollkommenen Kapitalmärkten sind in der Realität nicht erfüllt? Welche Konsequenzen ergeben sich daraus hier für die Unternehmensbewertung?

Aufgabe 2

Die Value AG weist beim Umsatz von 5 Mrd. Euro eine Bilanzsumme von 2,5 Mrd. Euro und Eigenkapital in Höhe von 500 Mio € auf. Das EBIT beträgt 250 Mio. (auf eine Unterscheidung zwischen Bilanzsumme und Capital Employed (CE) kann vereinfachend verzichtet werden). Das verzinsliche Fremdkapital (Bankverbindlichkeiten) beträgt 1 Mrd. Euro und wird mit durchschnittlich 4 % verzinst. Ein risikofreier Zins in Höhe $r_0 = 4\%$ und Eigenkapitalkosten von $k_{EK} = 8\%$ sind zu berücksichtigen. Der Anteil der variablen Kosten am Umsatz beläuft sich auf 50 % und das wichtigste Einzelrisiko ist ein möglicher konjunkturbedingter Umsatzrückgang. Über dieses Risiko ist bekannt, dass dadurch innerhalb eines Jahres ausgelöste Umsatzrückgänge mit 99%iger Sicherheit 24% der Umsatzmenge nicht überschreiten werden.

a) Schätzen Sie den Eigenkapitalbedarf des Unternehmens (für ein Jahr zum Konfidenzniveau 1%) ab. Gehen Sie dabei vereinfachend davon aus, dass nur das Risiko „konjunkturelle Nachfrageschwankungen“ zu berücksichtigen ist. Bestimmen Sie mit Hilfe des „Risikodeckungsansatzes der Bewertung“ und mit Hilfe des Eigenkapitalbedarfs als Risikomaß einen angemessenen Gesamtkapitalkostensatz (WACC).

b) Welchen Wert hat das Unternehmen, wenn man von zukünftig erwarteten konstanten Erträgen ausgehen kann?

Aufgabe 3

Betrachten wir weiterhin das oben genannte Unternehmen. Bisher wurde die Eigenkapitalrendite vorgegeben, die nun berechnet werden soll. Dazu werden folgende Kapitalmarktdaten verwendet: Standardabweichung 20%, die Aktien-Marktrendite (r_m) = 20 %, Erwartungswert von $r_m^e = 8\%$ und risikoloser Zins (r_0) = 4 %. Berechnen Sie die Eigenkapitalkosten des Unternehmens bei einem Konfidenzniveau von 99%, d.h. für eine von den Fremdkapitalgebern akzeptierte Ausfallwahrscheinlichkeit von 1% (Rating etwa B').

6 Ausblick: Vom Akquisitionscontrolling zur wertorientierten strategischen Steuerung¹²⁶

Nach dem Vergleich des erwarteten Ertragswerts einer potenziellen neuen Beteiligung mit dem dafür erforderlichen Investment bietet sich eine solche Bewertung natürlich auch für bereits bestehende Beteiligungen an. Insbesondere besteht hierbei die Möglichkeit, strategische Handlungsalternativen hinsichtlich ihres Wertbeitrags zu vergleichen, was die Qualität der Abstimmung zwischen der Unternehmensführung einer Beteiligung und den Verantwortlichen des strategischen Investors erheblich fördert.¹²⁷

Für die kontinuierliche Überwachung der einzelnen akquirierten Beteiligungen (und speziell auch für die Interpretation von Planabweichungen) ist es hier von besonderer Wichtigkeit, dass jedem strategischen Ziel (jeder Kennzahl) diejenigen Risiken zugeordnet werden können, die dort Planabweichungen verursachen könnten (vgl. folgende Abbildung). Mit Hilfe eines derartigen Ansatzes ist die Integration des (strategischen) Risikomanagements im Kontext einer beteiligungsspezifischen Balanced Scorecard gewährleistet. Mögliche Ursachen für Planabweichungen werden explizit erfasst, was zu einer Frühaufklärungsfähigkeit der Scorecard führt und zudem eingetretene Planabweichungen auch im Nachhinein besser interpretieren lässt. Speziell wird es durch eine derartige, um Risiken erweiterte Balanced Scorecard (der „Future Value™ Scorecard“, vgl. Gleißner, 2004) unmittelbar möglich, Planabweichungen zu unterscheiden, die von der Unternehmensführung einer Beteiligung zu verantworten sind, und solche, die durch „exogene Störungen“ (z. B. Rohstoffpreisanstieg) ausgelöst wurden.

Nach dem Abschluss der eigentlichen Akquisitionsphase kommt es zu einem nahtlosen Übergang von Akquisitionscontrolling in das Beteiligungscontrolling. Dabei ist es natürlich sinnvoll, die im Akquisitionsprozess (speziell im Bereich der Due Diligence) erfassten Informationen auch im Beteiligungscontrolling weiter zu verarbeiten. Vor allem sollten Prozesse des Beteiligungscontrollings sich mit denjenigen strategisch relevanten Werttreibern (Kennzahlen) und Erfolgspotenzialen befassen, die

- für die strategischen Ziele der Akquisition besonders maßgeblich waren und
- als Werttreiber die Preisfindung besonders deutlich bestimmt haben.

Mit Hilfe einer Balanced Scorecard kann der Stand der Umsetzung der gewählten Unternehmensstrategie transparent (und über alle Beteiligungen in einer gleichen Form) übersichtlich dargestellt werden. Folgende Abbildung zeigt beispielhaft eine Bewertung der aktuellen und geplanten strategischen Positionierung einer Beteiligung anhand eines einheitlichen Bewertungsschemas, der „Strategiedimensionen“ (vgl. Gleißner, 2004). Alle Strategien von Beteiligungen werden dabei hinsichtlich 14 klar operationalisier-

¹²⁶ Vgl. Gleißner, W.: 2005d, S. 420.

¹²⁷ Vgl. zur Bewertung strategischer Handlungsalternativen am Fallbeispiel, Gleißner: 2004b.

ten Kriterien beschrieben, was Vergleiche und Abweichungsanalysen möglich macht. Beispielsweise werden Strategien bewertet in den Dimensionen

- Kostenorientierung vs. Qualitätsorientierung,
- Wachstum vs. Konsolidierung und
- Innovation vs. Imitation.

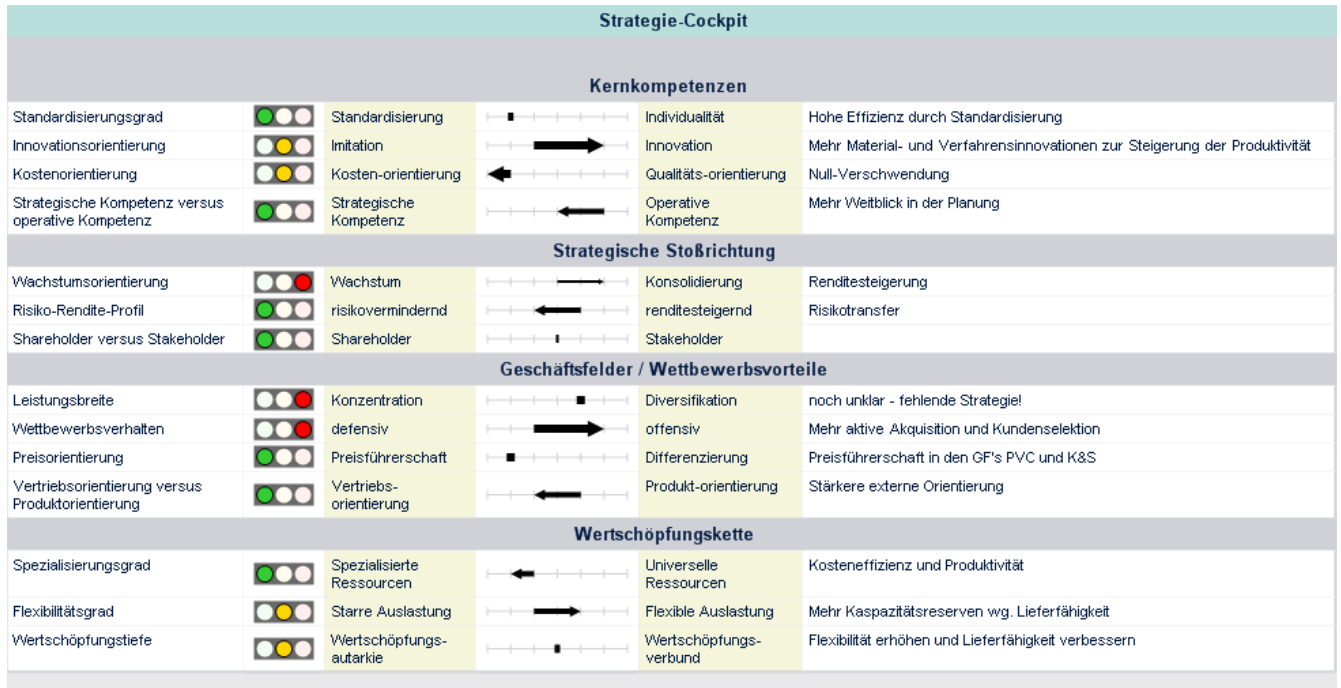


Abbildung 56: Strategie-Cockpit und Scorecard-Übersicht am Beispiel der Software „Strategie-Navigator“ Future Value Group AG



7 Zusammenfassung

Unternehmen, die regelmäßig Akquisitionen vornehmen, benötigen ein strukturiertes Instrumentarium und klare Prozesse für dieses Themenfeld. Grundlage der M&A-Politik ist dabei die Gesamtunternehmensstrategie und hier speziell die Geschäftsfeldstrategie, in deren Rahmen festgelegt wird, welche SGE durch Übernahme neu zum Unternehmen hinzugefügt oder gestärkt werden sollen. Eine potenzielle neue Beteiligung hat dabei immer einen positiven Beitrag zum Gesamtunternehmenswert zu leisten, was bei einem strategischen Investor die Berücksichtigung der Konsequenzen einer neuen Tochtergesellschaft für die Umsetzung der eigenen Strategie und die Synergien mit bestehenden Geschäftseinheiten erfordert. Der Akquisitions-Prozess muss dabei (nach einer Vorauswahl potenziell interessanter Beteiligungen) insbesondere Instrumente für eine qualitative Beurteilung von Unternehmen (Unternehmensanalyse, Stärken-/Schwächen-Profil) sowie eine quantitative Unternehmensbewertung umfassen. Die quantitative Unternehmensbewertung hat die Aufgabe, Entscheidungswerte – d.h. Obergrenzen für den Kaufpreis – zu ermitteln. Wegen der Unvollkommenheit der Kapitalmärkte und dem häufigen Fehlen von Kapitalmarktinformationen sind für die Unternehmensbewertung auch Verfahren zu berücksichtigen, die ohne Kapitalmarktinformationen über ein Unternehmen auskommen und beispielsweise die für die Bewertung maßgeblichen Diskontierungszinssätze (Mindestrenditeanforderungen) aus dem im Rahmen der Unternehmensanalyse ermittelten Risikoprofil des Unternehmens ableiten. Ein zentraler Erfolgsfaktor des gesamten Beteiligungscontrollings ist darin zu sehen, dass schon bei der Akquisition die richtigen Engagements eingegangen werden. Grundlegende Fehler bei den M&A-Entscheidungen können später auch durch ein noch so leistungsfähiges Beteiligungscontrolling und Beteiligungsmanagement nicht mehr ausgeglichen werden.

8 Anhang: Finanzkennzahlen und Finanzrating¹²⁸

Die Jahresabschlussanalyse ist ein Instrument, um die „finanzielle Stärke und Stabilität“ eines Unternehmens z.B. im Rating abschätzen zu können. Grundsätzlich schafft die Jahresabschlussanalyse im Hinblick auf ihre wertorientierte Ausrichtung die Voraussetzungen, eine Aussage darüber zu treffen, wie rentabel ein Unternehmen unter Berücksichtigung des eingesetzten Kapitals wirtschaftet und welche Risiken es dabei eingeht.

Die dabei verwendeten Kennzahlen und ihre Definitionen werden in den nachfolgenden Absätzen erläutert. Damit eine betriebswirtschaftlich sinnvolle und von steuerlichen Einflüssen bereinigte Betrachtung möglich ist, werden in der Regel die Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz aus dem ursprünglichen Jahresabschluss entsprechend korrigiert.

(1) Ertragskraft

Das Verhältnis von Gewinnen zu eingesetztem Kapital bezeichnet man als Rentabilität. Die Rentabilitätsanalyse untersucht, ob das Unternehmen in der Vergangenheit eine Rendite erwirtschaftet hat, die unter Berücksichtigung des unternehmerischen Risikos und der Rendite von alternativen Kapitalanlagen (z. B. Anleihen) eine Investition in dieses Unternehmen als ökonomisch sinnvoll erscheinen lässt. Zu diesen Kennzahlen gehören die Eigen- und Gesamtkapitalrendite.

Gesamtkapitalrentabilität

Die Gesamtkapitalrentabilität wird definiert als die Summe aus Gewinn und Zinsaufwand, bezogen auf das durchschnittliche investierte Kapital (Gesamtkapital, Bilanzsumme). Sie spiegelt wider, mit welcher Effizienz das im Unternehmen durchschnittlich eingesetzte Gesamtkapital, unabhängig von seiner Finanzierung, arbeitet.

$$\text{Gesamtkapitalrentabilität} = \frac{\text{Jahresüberschuss} + \text{Zinsaufwand}}{\text{durchschnittliches Gesamtkapital}}$$

Return On Capital-Employed (ROCE)

Der Return on Capital Employed (ROCE) bezeichnet eine international verbreitete Variante des Return on Investment (ROI), bei der das EBIT als betriebliches Ergebnis eines Unternehmens auf das betriebsnotwendige Kapital, den buchmäßigen Kapitaleinsatz, bezogen wird (Capital-Employed).

¹²⁸ Kennzahlen in Anlehnung an Fuser/Gleißner: 2005.

$$ROCE = \frac{EBIT}{Capital\ Employed} = \frac{betriebliches\ Ergebnis}{betriebsnotwendiges\ Kapital}$$

Der ROCE birgt sowohl auf der Gewinn- als auch auf der Kapitalseite Probleme, die Bereinigungen erfordern können. Zum einen wird das EBIT durch Abschreibungspolitik und andere bilanzpolitischen Maßnahmen verändert, so dass häufig nicht die tatsächliche Situation eines Unternehmens abgebildet wird. Das betriebsnotwendige Vermögen andererseits wird durch die Nutzung von Nettobuchwerten oft unterschätzt.

Eigenkapitalrendite

Die Eigenkapitalrendite (nach Steuern) drückt die Rentabilität des eingesetzten Kapitals der Eigentümer aus und sollte mindestens 7 % betragen, weil vergleichbare Kapitalanlagen (deutsche Aktien) eine mindestens ebenso hohe Verzinsung erwirtschaften. Sie ist wegen ihrer Abhängigkeit von der Kapitalstruktur (Leverage-Effekt) allerdings weniger geeignet zur Unternehmensbeurteilung als die Gesamtkapitalrendite.

$$Eigenkapitalrentabilität = \frac{Ergebnis\ der\ gewöhnlichen\ Geschäftstätigkeit\ (nach\ Steuern)}{durchschnittliches\ Eigenkapital\ der\ Periode}$$

Von besonderer Bedeutung ist es, Ursachen für Veränderungen der Rentabilität eines Unternehmens zu ermitteln, um nötigenfalls Ansatzpunkte für innerbetriebliche Verbesserungen zu erhalten.

Cashflow-Marge (Cashflow-Rate)

Die Cashflow-Marge gibt an, welcher Anteil der durch die Umsätze zufließenden Finanzmittel im Unternehmen verbleibt.

$$\text{Cashflow - Marge} = \frac{\text{operativer Cashflow}}{\text{Umsatz}}$$

Über die Umsätze fließen dem Unternehmen Finanzmittel zu. Über die Cashflow-Marge wird der Anteil berechnet, der im Unternehmen verbleibt und zur Schuldentilgung, Investitionsfinanzierung und Dividendenzahlung zur Verfügung steht. Im Gegensatz zur **Umsatzrentabilität** (die im Folgenden noch erläutert wird) wird hier der Finanzfluss betrachtet, der durch bilanzpolitische Maßnahmen weniger beeinflussbar ist, als es die Gewinne sind. Die Cashflow-Marge wird deshalb oft als aussagekräftiger angesehen (so eher im Finanzzusammenhang zu diskutieren). Die Cashflow-Marge ist damit ein Maß für die finanzielle Beweglichkeit eines Unternehmens und drückt aus, bei welchem Rückgang der Verkaufspreise Liquiditätsengpässe auftreten (wenn von Investitionen, Tilgungen und neuen Darlehen abgesehen wird). Wie die anderen Kennzahlen auch, ist die Cashflow-Marge stark branchenabhängig. Anstelle des Cashflows wird inzwischen häufig auch

der so genannte Brutto-Cashflow, also der Gewinn vor Steuern und Zinsaufwand (EBITDA) verwendet; man spricht dann von der EBITDA-Marge.

(2) Kennzahlen zur Finanzkraft und Risikotragfähigkeit

Die Stabilitätsanalyse untersucht das Insolvenzrisiko des Unternehmens, beurteilt also insgesamt das Unternehmensrisiko. Das Insolvenzrisiko eines Unternehmens hängt – neben dem Risiko der Zahlungsunfähigkeit – entscheidend von der Eigenkapitalausstattung ab, weil das Eigenkapital das gesamte Unternehmensrisiko trägt. Alle Verluste eines Unternehmens belasten das Eigenkapitalkonto. Sobald dieses aufgezehrt ist, muss ein Unternehmen (zumindest eine Kapitalgesellschaft) Insolvenz anmelden.

Man muss hier jedoch klar unterscheiden, dass weder Eigenkapitalquote noch dynamischer Verschuldungsgrad unmittelbar als Maße des Unternehmensrisikos aufzufassen sind, sondern lediglich als Indikatoren für das Unternehmensrisiko verstanden werden dürfen. Risikomaß bei dieser jahresabschlussorientierten Betrachtung ist – obwohl oft nicht explizit angegeben – die erwartete Insolvenzwahrscheinlichkeit des Unternehmens. Die Eigenkapitalquote ist beispielsweise als Indikator zu interpretieren, weil tendenziell (*ceteris paribus*) mit einer höheren Eigenkapitalquote eine niedrigere Insolvenzwahrscheinlichkeit einhergeht.

Eigenkapitalquote

Die Eigenkapitalquote, als Verhältnis von Eigenkapital zu Gesamtkapital, ist ein wichtiges Maß für die Sicherheit und Kreditwürdigkeit eines Unternehmens. Gefordert wird oft eine Eigenkapitalquote von mindestens 20 % oder 30 %, zu der die stillen Reserven kalkulatorisch ergänzend hinzukommen, da sie als zusätzliches Risikodeckungspotenzial interpretiert werden können, aber von Kreditinstituten meist nicht in der Kennzahlenanalyse erforscht bzw. berücksichtigt werden. Eine Angemessenheit des Eigenkapitals ist jedoch nur durch einen Vergleich mit dem dazugehörigen Risikoumfang präzise zu beurteilen. Die Eigenkapitalquote zeigt zudem an, in welchem Umfang sich der Unternehmer selbst an der Finanzierung und am Risiko seines Unternehmens beteiligt.

Eine hohe Eigenkapitalquote gewährleistet dem Unternehmen eine hohe Dispositionsfreiheit und eine relative Unabhängigkeit von Fremdkapitalgebern, da ein geringer laufender Kapitaldienst anfällt.

$$\text{Eigenkapitalquote} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Bilanzsumme}}$$

Im Rahmen eines Ratings spielt die Eigenkapitalquote eines Unternehmens eine wichtige Rolle. Sie gilt somit auch als Maß für die Sicherheit und Kreditwürdigkeit eines Unternehmens.

Eigenkapitaldeckung

Diese Kennzahl setzt das vorhandene Eigenkapital zu dem unter Risikogesichtspunkten ermittelten Eigenkapitalbedarf ins Verhältnis und sagt aus, ob

das vorhandene Eigenkapital zur Deckung von Risiken ausreicht.

$$\text{Eigenkapitaldeckung} = \frac{EK_{Ist}}{EK_{Bedarf}}$$

Für das Unternehmen ist es natürlich positiv, wenn der Eigenkapitalbedarf und somit die Eigenkapitaldeckung Null ist. Dies bedeutet, dass eventuell eintretende Schäden durch die erwarteten Gewinne getragen werden können.

Eigenkapitalreichweite

Die Eigenkapitalreichweite drückt aus, wie viele Jahre das Unternehmen ohne Überschuldung überstehen könnte, wenn der Umsatz auf Null sinken und die fixen Kosten konstant bleiben würden. Die Eigenkapitalreichweite sollte – als grober Orientierungswert – mehr als vier Monate betragen.

$$\text{Eigenkapitalreichweite} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{fixe Kosten}} \times 12 \text{ Monate}$$

Dynamischer Verschuldungsgrad

Die Angemessenheit der Verschuldung wird – wie empirische Untersuchungen zum Konkursrisiko gezeigt haben – insbesondere durch den dynamischen Verschuldungsgrad aufgezeigt, weil er weniger als die Eigenkapitalquote durch bilanzielle Maßnahmen (Bilanzpolitik) beeinflussbar ist. Der dynamische Verschuldungsgrad gibt an, wie viele Jahre die (letztjährigen operativen) Cashflows des Unternehmens benötigen würden, um die Effektivverschuldung (verzinsliches Fremdkapital – liquide Mittel) zu tilgen, sofern keine Investitionen oder Ausschüttungen vorgenommen werden. Anzustreben ist ein Wert unter fünf Jahren, um ein akzeptables Rating zu erhalten.

$$\text{dynamischer Verschuldungsgrad} = \frac{\text{verzinsliches FK} - \text{liquide Mittel}}{\text{op. Cashflow}}$$

Kapitalrückflussquote

Die Kapitalrückflussquote, eine Verwandte des CFROI, ergibt sich als Quotient von EBITDA (Cashflow vor Steuern + Zinsaufwand) zu Bilanzsumme:

$$\text{Kapitalrückflussquote} = \frac{\text{Cashflow} + \text{Zinsaufwand}}{\text{Bilanzsumme}} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Bilanzsumme}}$$

Der reziproke Wert der Kapitalrückflussquote (eine Art Amortisationsdauer) gibt an, in wie vielen Jahren – bei Verzicht auf Investitionen – das im Unternehmen insgesamt gebundene Kapital bei gleich bleibenden Cashflows in Form von liquiden Mitteln zurückfließen würde. Damit stellt die Kapitalrückflussquote bzw. die Amortisationsdauer einen Risikoindikator dar, der über die Flexibilität des Unternehmens informiert. Je kürzer diese Amortisationszeit, desto unkritischer sind Unsicherheiten über die erwartete zukünftige Entwicklung des Unternehmens in seinem Umfeld. Bei einer hohen Kapitalrückflussquote kann ein Unternehmen besser auf Umfeldveränderungen reagieren, da sein Kapital nicht zu langfristig gebunden ist. Je länger das Kapital gebunden ist, desto stärker ist es tendenziell den mit zunehmendem Prognosezeitraum steigenden Risiken ausgesetzt.

Will man lediglich die primäre betriebliche Aktivität des Unternehmens betrachten, bietet sich als Variante der Kapitalrückflussquote der Quotient von EBITDA zu Capital Employed an. Diese Kennzahl wird oft als CFROCE (Cashflow-Return-on-Capital Employed) bezeichnet.

Die Kapitalrückflussquote bzw. die Amortisationsdauer lässt sich – wie oben – statisch (ohne Abzinsung) oder – präziser – dynamisch (mit der Kapitalwertmethode) berechnen.

Bei der Interpretation von Finanzkennzahlen gilt es ergänzend, das Verhältnis der sonstigen Erträge zum sonstigen Aufwand zu analysieren. Steigt nämlich z.B. das Verhältnis sonstiger Erträge zum sonstigen Aufwand deutlich an, kann dies beispielsweise ein Hinweis auf die Auflösung stiller Reserven und damit ein Indiz für eine ergriffene Maßnahme zur „Bilanzkosmetik“ sein.

Während die bisher betrachteten Kennzahlen besonders für die Beurteilung des Überschuldungs- bzw. Konkursrisikos eingesetzt werden, dienen die folgenden drei Kennzahlen der Beurteilung der Nachhaltigkeit der Gewinnerzielung.

Umsatzrentabilität

Die Umsatzerlöse stellen die Haupteinnahmequelle des Unternehmens dar. Die Umsatzrentabilität (nach Steuern) drückt aus, welcher Anteil des Umsatzes (oder der Gesamtleistung) im Unternehmen als Gewinn verbleibt. Sie kann als Kennzahl für Preisänderungsrisiken interpretiert werden, weil eine Umsatzrendite von z. B. 5 % besagt, dass das Unternehmen einen Rückgang seiner Verkaufspreise von 5 % verkraften kann, ohne in die Verlustzone zu gelangen. Sie wird nach folgender Formel berechnet:

$$\text{Umsatzrentabilität} = \frac{\text{Jahresüberschuss}}{\text{Umsatz}}$$

Eine Verbesserung der Umsatzrendite ist insbesondere durch eine Erhöhung der Verkaufspreise oder durch eine Kostenreduzierung möglich. Bei

Unternehmen, die mehrere Produkte anbieten, kann die Umsatzrendite des Unternehmens durch die Konzentration auf Tätigkeitsfelder mit höheren Umsatzrenditen gesteigert werden. Dazu ist eine genaue Untersuchung der Rentabilität der Geschäftsfelder oder (z. B. bei Bauunternehmen) der Projekttypen notwendig.

Eine Alternative zur Umsatzrentabilität ist die EBIT-Marge.

EBIT-Marge

Sie wird auch Operative Marge, Betriebsmarge oder Operative Gewinnspanne genannt und gibt die prozentuelle Umsatzrendite ohne Berücksichtigung des Finanzergebnisses an, indem der EBIT (Earnings before Interest and Taxes (EBIT)) ins Verhältnis zum Umsatz gesetzt wird. Als relative Kennzahl ist die EBIT-Marge gut geeignet, die EBIT-Ertragskraft verschiedener Unternehmen unabhängig von deren Finanzierungen miteinander zu vergleichen.

$$EBIT - Marge = \frac{EBIT}{Umsatz}$$

Neben der Umsatzrendite ist der Sicherheitsgrad ein weiterer Indikator für die Nachhaltigkeit der Erträge.

Sicherheitsgrad

Der Sicherheitsgrad drückt aus, wie viel Prozent das Unternehmen mehr umgesetzt hat, als zur Erreichung der Gewinnschwelle notwendig gewesen wäre. Er berechnet sich folgendermaßen, wobei k_{var} der Anteil der variablen Kosten am Umsatz darstellt. Der Sicherheitsgrad ist deshalb ein „kritischer Wert“ für Risiken, die bedingt werden durch Verkaufsmengenrückgänge.

$$Sicherheitsgrad = \frac{Umsatz \cdot (1 - k_{\text{var}})}{\text{fixe Kosten}} \cdot 100\%$$

(3) Kennzahlen zur Liquidität

Als Liquidität bezeichnet man die Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens, d. h. die Fähigkeit, seinen Zahlungsverpflichtungen termingerecht nachkommen zu können. Deshalb sollten immer ausreichend kurzfristig verfügbare Aktiva (Vermögensgegenstände) zum Ausgleich kurzfristiger Verbindlichkeiten vorhanden sein. Neben der bereits erläuterten Cashflow-Marge dienen insbesondere die folgenden Kennzahlen zur Beurteilung der Liquiditätssituation.

Quick-Ratio

Kennzahl für einen schnellen Überblick über die Liquidität eines Unternehmens. Sie stellt die kurzfristig verfügbaren Aktiva eines Unternehmens den kurzfristigen Verbindlichkeiten (mit einer Restlaufzeit (RLZ) unter 1 Jahr) gegenüber und zeigt so auf, inwieweit das Unternehmen die kurzfristigen Verbindlichkeiten ausgleichen kann. Langfristige Aktiva sollten zudem langfristig finanziert sein, um Refinanzierungs- und Zinsänderungsrisiken auszuschließen.

$$\text{Quick - Ratio} = \frac{\text{liquide Mittel} + \text{kurzfristige Forderungen}}{\text{kurzfristiges Fremdkapital}_{RLZ < 1 \text{ Jahr}}}$$

Der Quick-Ratio sollte zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit größer als 100% sein. Ein Quick-Ratio über 100 % besagt nämlich, dass mehr kurzfristig verfügbare Aktiva zur Verfügung stehen als kurzfristig fällige Verbindlichkeiten vorhanden sind.

Liquiditätsreservequote

Die Liquiditätsreservequote beschreibt den Liquiditätsspielraum des Unternehmens unter Berücksichtigung des zur Verfügung stehenden Kreditrahmens über den Leistungserstellungsprozess und die damit verbundenen Zahlungsabflüsse und -zuflüsse hinaus und lässt sich wie folgt berechnen:

$$\text{Liquiditätsreservequote} = \frac{\text{liquide Mittel} + \text{Wertpapiere Umlaufvermögen} + \text{freie Kreditlinie}}{\text{Umsatz}}$$

Die Höhe des Kreditrahmens ist dabei abhängig von der Fähigkeit des Unternehmens, werthaltige Sicherheiten (z. B. Grundstücke) zu bieten. Verfügt das Unternehmen nicht über geeignete Sicherheiten, dann wird dies zu einem niedrigeren Kreditrahmen führen und sich negativ auf die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens auswirken.

Anzumerken ist, dass Liquiditätskennzahlen nur die Liquiditätslage zu einem bestimmten Zeitpunkt beschreiben. Aufgrund dieses statischen Charakters sind sie nur von begrenzter Aussagekraft, weil zukünftige Liquiditätsengpässe kaum prognostizierbar sind. Für eine wirksame Liquiditätsüberwachung sind deshalb neben diesen Kennzahlen Zahlungspläne unabdingbar.

Verbindlichkeitenrückflussquote

Die Kennzahl drückt aus, wie viel freie Mittel (free Cashflow = Cashflow + Zinsaufwand - Steuern - Investitionsausgaben) unter Berücksichtigung von Investitionen zur Tilgung von Verbindlichkeiten zur Verfügung stehen.

$$\text{Verbindlichkeitenrückflussquote} = \frac{\text{free Cashflow}}{\text{Verbindlichkeiten}}$$

Anlagendeckungsgrade 1, 2, 3

Zur Vermeidung von Refinanzierungsrisiken sind langfristige Aktiva (MIT Bindung im Unternehmen von mehr als einem Jahr) langfristig zu finanzieren. Die „Goldene Bilanzregel“ fordert, dass das Anlagevermögen durch langfristig verfügbares Kapital zu finanzieren ist, weil das Anlagevermögen selbst auch langfristig im Unternehmen verbleibt. Anlagevermögen auch durch kurzfristiges Fremdkapital zu finanzieren ist riskant, weil beispielsweise Kontokorrentkredite prinzipiell jederzeit von den Banken gekündigt werden können.

Der in der „Goldenen Bilanzregel“ ausgedrückte Grundsatz der Fristen-Gleichheit von Aktiva und Passiva wird durch den Anlagendeckungsgrad 2 operationalisiert. Die „Goldene Bilanzregel“ wird eingehalten, wenn der Anlagendeckungsgrad 2 über 100 % liegt.

$$\text{Anlagendeckungsgrad}_2 = \frac{\text{Eigenkapital} + \text{langfristiges Fremdkapital}}{\text{Anlagevermögen}}$$

Eine besonders sichere Deckung des Anlagevermögens ist erreicht, wenn es vollständig durch Eigenkapital finanziert ist, also auch der Anlagendeckungsgrad 1 über 100 % liegt.

$$\text{Anlagendeckungsgrad}_1 = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Anlagevermögen}}$$

Im Anlagendeckungsgrad 1 wird das Eigenkapital, welches dem Betrieb am längsten zur Verfügung steht, in Beziehung zum Anlagevermögen gesetzt. Der Anlagendeckungsgrad 1 ist zum einen von der Anlagen-Intensität und ganz besonders von der Branche abhängig. Der Anlagendeckungsgrad 2 stellt das dem Unternehmen langfristig zur Verfügung stehende Kapital (Eigenkapital und langfristiges Fremdkapital einschließlich langfristiger Rückstellungen) dem Anlagevermögen gegenüber. Er sollte aufgrund der Langfristigkeit des Anlagevermögens mindestens 100 % betragen.

Beim Anlagendeckungsgrad 3 wird das lang- und mittelfristige Kapital eines Unternehmens (Eigenkapital sowie lang- und mittelfristiges Fremdkapital) in Beziehung zu dem Anlagevermögen sowie Teilen des Umlaufvermögens (mittel- und langfristige Forderungen (mlFord.), z.T. auch Vorräte) gesetzt. Diese Kennzahl sollte ebenfalls über 100 % betragen.

$$\text{Anlagendeckungsgrad}_3 = \frac{\text{Eigenkapital} + \text{lang- und mittelfristiges Fremdkapital}}{\text{Anlagevermögen} + \text{mlFord.} + \text{Vorräte}}$$

4) Kennzahlen zur Kapitalbindung

Kapitalumschlag

Der Kapitalumschlag beurteilt den Kapitaleinsatz, den Warenumschlag bzw. die Lagerhaltungs-Politik eines Unternehmens. Der Kapitalumschlag eines Jahres berechnet sich aus der Division der Umsatzerlöse durch das eingesetzte Gesamtkapital (Bilanzsumme). Angezeigt wird so, wie lange Kapital im Unternehmen gebunden ist.

$$\text{Kapitalumschlag} = \frac{\text{Umsatzerlöse}}{\text{Gesamtkapital}}$$

Ein niedriger Kapitalumschlag bedeutet häufig eine schlechte Rentabilität, da das Kapital zu lange im Unternehmen verbleibt. Erhöhen lässt sich der Kapitalumschlag, indem das im Umlaufvermögen oder Anlagevermögen gebundene Kapital abgebaut wird oder indem der Umsatz bspw. durch eine bessere Auslastung im Fertigungsbereich gesteigert wird.

Der Kapitalumschlag ist stark branchenabhängig und ermöglicht somit nur Vergleiche innerhalb einer Branche.

Zinsdeckungsquote

Die Zinsdeckungsquote als weitere wichtige Rating-Kennzahl sagt etwas darüber aus, ob die dem Unternehmen zufließenden Finanzmittel ausreichen, um die Zahlungsverpflichtungen (Zinszahlungen) gegenüber den Fremdkapitalgebern zu erfüllen.

$$\text{Zinsdeckungsquote} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Zinsaufwand}}$$

Zinsaufwendungen sind die Vergütungen für die Überlassung von Fremdkapital (z. B. für Bankkredite, Schuldscheindarlehen, Hypotheken sowie Diskontaufwendungen für Wechsel. Zu den zinsähnlichen Aufwendungen rechnet man Kreditprovisionen, Bereitstellungsgebühren, Avalprovisionen sowie das Disagio bzw. die Abschreibungen auf ein aktiviertes Disagio.

Die Zinsdeckungsquote misst die Fähigkeit eines Unternehmens, den Zinsaufwand für Verbindlichkeiten zu zahlen. Sie wird durch Division des Betriebsergebnisses (EBIT) durch den Zinsaufwand berechnet. Eine niedrige Zinsdeckung kann einen zu hohen Fremdkapitalanteil anzeigen. Je höher die Deckung, desto größer die Sicherheit.

In Abgrenzung zur Kapitaldienstdeckungsquote, die auch Tilgungszahlungen berücksichtigt, wird bei der Zinsdeckungsquote lediglich beurteilt, ob die zu leistenden Zinszahlungen erbracht werden können.

9 Musterlösungen zu den Übungsaufgaben

Kapitel 2

Lösung 1

Eine Charakterisierung von Akquisitionen ist z.B. unter Bezugnahme auf die strategische Zielsetzung möglich. Hierbei wird insbesondere zwischen horizontalen, vertikalen und konglomeraten Zusammenschlüssen unterschieden. Bei einer horizontal ausgerichteten Akquisition wird im Rahmen der Akquisition ein Unternehmen der gleichen Branche mit (gleicher Produktionsstufe) übernommen. Horizontale Zusammenschlüsse dienen üblicherweise einer Erhöhung der Marktmacht (z.B. bessere Einkaufskonditionen) oder der Realisierung von Synergien. Bei einer vertikalen Akquisition wird ein Unternehmen einer anderen Produktionsstufe der gleichen Branche übernommen. Zu unterscheiden ist hierbei zwischen Vorwärtsintegration (d.h. den Kauf eines Kunden) und der Rückwärtsintegration (d.h. den Kauf eines Lieferanten). Strategische Ziele einer vertikal ausgerichteten Akquisition sind beispielsweise die Sicherung strategisch wichtiger Bezugsgüter (Rückwärtsintegration), ein stärkerer Einfluss auf die Endkundenmärkte (Vorwärtsintegration) sowie die Realisierung und Absicherung von Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten über die Wertschöpfungsstufen hinweg. Laterale Akquisitionen erfolgen primär aus Risikodiversifikationsgründen oder weil aufgrund der Strategie (z.B. einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft) unabhängig vom Geschäftsfokus des Akquisitionsobjekts „lediglich“ durch Restrukturierung oder besonders günstigem Einkauf ein Wertzuwachs erreicht werden soll.

Lösung 2

Sämtliche Überlegungen zur grundlegenden Regelung des Tätigkeitsfeldes eines Unternehmens und der Verteilung des Kapitals werden als Portfoliostrategie bezeichnet. Es ist notwendig und überhaupt festzulegen in welchem Bereich (z.B. bestehende SGE) notwendig und sinnvoll sind.

Eine Portfoliostrategie benötigen sämtliche Unternehmen, die unterschiedliche SGE aufweisen, die selbst wiederum jeweils eigenständige Strategien verfolgen.

Lösung 3

Folgende Schritte sind auf dem Weg zur Portfoliostrategie von Bedeutung:

1. Definition und Operationalisierung der Bewertungs-Dimensionen

Für die Anwendung der Instrumente zur Optimierung des Portfolios ist es erforderlich, die Begriffe „Marktattraktivität“, „Wettbewerbsposition“, „Risiko (Kapitalkosten)“, „Rentabilität“, „Wachstum“ und „Marktanteil“ klar zu definieren und ggf. durch geeignete Indikatoren zu beschreiben.

2. Abgrenzung strategischer Geschäftseinheiten oder der Geschäftsfelder (GFs)

Zunächst gilt es genau festzulegen, welche strategischen Geschäftseinheiten das Unternehmen im Portfolio hat und welche ggf. zukünftig aufzubauen sind. Hierbei ist insbesondere für jede Einheit zu prüfen, ob dieses tatsächlich eine eigenständige Strategie hat (d. h. zum Beispiel eigene Kernkompetenzen und eine eigene Wertschöpfungskette), also separiert von den anderen SGE analysiert werden sollte.

Für eine Segmentierung potenzieller strategischer Geschäftseinheiten kann man sich an Abgrenzungskriterien (Produkte, Kundennutzen, Zielgruppe, Technologien, Wertschöpfungskette und Region) orientieren.

Es bietet sich auch an Produkt-Markt-Kombinationen zu bestimmen und diese zu strategischen Geschäftseinheiten zusammenzufassen. Dabei werden die o.g. Abgrenzungskriterien als Basis genutzt.

Wichtig ist hierbei eine klare Abgrenzbarkeit der SGE voneinander, die das Ziel verfolgt, jeder SGE eigene Verantwortungen (über den Geschäftserfolg und Entwicklung/ Umsetzung eigener Strategien) zu übertragen.

3. Markt-Portfolio

Mit Hilfe des Markt-Portfolios wird ein erster „Grobfilter“ durchgeführt, d. h. es werden SGE herausgefiltert, die aufgrund ihrer unbefriedigenden Marktposition oder der unattraktiven Branchen keinesfalls weiter verfolgt werden sollen.

4. Synergien erfassen

Bezüglich der Ursachen von Synergien unterscheidet Ansoff (1966) zwischen Gründungs- und Betriebssynergien. Gründungssynergien kommen einem Unternehmen beim Eintritt in eine neue Branche zugute, weil vorhandene Organisationen, Kompetenzen, Kunden oder Vertriebsorganisationen des Akquisitionsobjekts genutzt werden können. Im Gegensatz zu den Gründungssynergien stehen die Betriebssynergien im übernehmenden Konzern dem laufenden Geschäftsbetrieb zur Verfügung. Hier sind insbesondere Vorteile aufgrund von Größendegressionseffekten (Economies of Scale) sowie Verbundvorteile (Economies of Scope) zu nennen.

Alternativ lassen sich güter- und finanzwirtschaftliche Synergien unterscheiden. Zu den güterwirtschaftlichen Synergien lassen sich Zusammenlegungen von Aktivitäten und Transfer von Know-how zuordnen. Zu den finanzwirtschaftlichen Synergien zählen Risikoreduktion, steuerliche Synergien und Reduktion der Kapitalbeschaffungskosten.

5. Abschätzung des Eigenkapitalbedarfs und des Capital Employed

Mit Hilfe einer ersten Überschlagsrechnung gilt es aufzuzeigen, wie sich unter Berücksichtigung der Selbstfinanzierungsmöglichkeiten und der Wachstumseffekte Eigenkapital und Finanzierungsbedarf (Gesamtkapitalbedarf) entwickeln werden.

6. Quantitative Bewertung

Gestützt auf der Analyse der Jahresabschlussdaten und der Werttreiberanalyse werden die einzelnen Geschäftseinheiten nunmehr mittels z.B. Markon-Matrix bewertet. Hierbei wird insbesondere aufgezeigt, welche der Geschäftseinheiten eine ausreichende Rendite erzielen, sodass weitere Investitionen sinnvoll sind und welche Liquiditätsflüsse zu erwarten sind.

7. Erarbeitung strategischer Handlungsalternativen

Unter Auswertung sämtlicher vorliegender Informationen wird ein Vorschlag für die optimale Gestaltung des Portfolios des Unternehmens unter Berücksichtigung von Ertrags-, Risiko- und Wachstums-Aspekten abgeleitet.

Wenn sich im Rahmen der Geschäftsstrategie-Diskussion Erkenntnisse ergeben, die zu einer grundlegend anderen Einschätzung des Rendite-Risikoprofils einer Geschäftseinheit führen, kann es erforderlich werden, die Portfolio-Entscheidungen nochmals zu überdenken.

Für die Beurteilung einer potenziellen neuen Beteiligung ist diese damit zusammenfassend gemäß den hier dargestellten Überlegungen zu bewerten. Als Grundvoraussetzung für ein Engagement bei einem solchen Unternehmen ist eine akzeptable Positionierung im Rahmen der gesamten Geschäftsfeldstrategie anzusehen. Diese Grundsatzentscheidung wird im Rahmen des Akquisitionsmanagements zu treffen sein, bevor überhaupt eine quantitative Bewertung (also die Ableitung eines Entscheidungswerts als Preisobergrenze) erfolgt.

Lösung 4

Für eine (Finanzinvestor) Kapitalbeteiligungsgesellschaft ist die Zielsetzung einer Akquisition im Wesentlichen als Wertsteigerung der übernommenen Beteiligung zu beschreiben. Synergien mit anderen Beteiligungen können hierbei in der Regel vernachlässigt werden, wobei jedoch zumindest Risikodiversifikationseffekte im Gesamtportfolio berücksichtigt werden sollten. Für einen strategischen Investor, also einen Konzern, der die Übernahme eines anderen Unternehmens plant, ist die Situation dagegen komplexer. Auch hier wird in der Regel das oberste Unternehmensziel die Steigerung des eigenen Unternehmenswerts sein. Um die Konsequenzen der Übernahme einer Beteiligung für den Wert eines Konzerns zu bestimmen, müssen jedoch explizit die Folgen des übernommenen Unternehmens für die Gesamtstrategie, die Erfolgspotenziale und die Synergien mit bestehenden Geschäftseinheiten berücksichtigt werden. Eine alleinige separierende Be-

trachtung und Bewertung des Zahlungsstroms des zu übernehmenden Akquisitionskandidaten ist damit unzureichend. Im Rahmen der qualitativen Beurteilung einer Beteiligung sind dabei Synergien und der Beitrag insbesondere zur Geschäftsfeldstrategie zu berücksichtigen. Für die quantitative Bewertung kommen grundsätzlich zwei Wege in Frage, nämlich der Vergleich des Wertes des übernehmenden Konzerns für die Szenarien (1) Status quo und (2) Status quo mit dem akquirierten Unternehmen oder die Abschätzung der Synergien und strategiebedingten Vorteile des Gesamtunternehmens durch eine Zahlungsreihe, die bei der Wertfindung der Beteiligung ergänzend berücksichtigt wird.

Lösung 5

Die Diversifikation führt zu einer Reduzierung des Gesamtunternehmensrisikos, weil die Abhängigkeit von einzelnen Märkten und Produkten vermieden wird. Bei Existenz von Konkursrisikokosten kann eine derartige Risikoreduzierung nicht durch die Kombination unterschiedlicher Aktien in einem Portfolio durch einen Investor selbst nachgebildet werden. Auch bei nicht börsennotierten Gesellschaften ist eine (Risiko reduzierende) Diversifikation auf Unternehmensebene die einzige Möglichkeit, eine Risikoreduzierung zu erreichen. Eine derartige Risikoreduzierung durch Diversifikation wirkt sich auch günstig auf das Rating eines Unternehmens aus. Grundsätzlich gilt also, dass diversifizierte Unternehmen Wert schaffen, wenn sie über größere Fähigkeiten zu Wert steigernden Allokationen der finanziellen Ressourcen verfügen. Auch die Möglichkeit eines diversifizierten Unternehmens (beispielsweise einer Holding), finanzielle Reserven zu mobilisieren oder gezielt Finanzmittel auf die Unternehmensbereiche zu lenken, die ein besonderes Wertsteigerungspotenzial aufweisen, kann hierbei von Bedeutung sein. Durch ein gezieltes Portfolio-Management (einschließlich einer gezielten Akquisition neuer Geschäftsfelder sowie den Verkauf unattraktiver Beteiligungen) bestehen weitere Möglichkeiten, Wertsteigerungspotenziale in diversifizierten Unternehmen (und speziell Holding-Gesellschaften) zu eröffnen. Trägt die Diversifikation eines Unternehmens zur Risikoreduzierung bei, so kommen dem diversifizierten Unternehmen alle Vorteile des Risikomanagements wie beispielsweise die höhere Attraktivität für Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten oder die günstigeren Finanzierungsbedingungen zugute. Oft wird auch der Nutzung von Synergien in diversifizierten Unternehmen eine herausragende Bedeutung zugeschrieben.

Kapitel 3

Lösung 1

Nach Abschluss der strategischen Überlegungen und der Erstellung eines Projektplans wird eine Liste potenzieller Kaufobjekte (zu übernehmende Unternehmen) zusammengestellt. Mit öffentlich zugänglichen Informationen werden anschließend potenzielle Kaufobjekte ausgewählt, deren Eigentümer (oder Management) gezielt angesprochen werden. Nun folgt die Kontaktierung potenzieller Verkäufer, um festzustellen, welche grundsätzlich dem Verkauf eines Unternehmens (oder Unternehmensteils) aufgeschlossen gegenüber stehen. Mit diesen ist anschließend über einen Verkauf zu verhandeln, und insbesondere eine Due Dilligence vorzunehmen.

Gründe für den Abbruch des Akquisitionsprozesses in dieser Phase können u. a. sein:

- Die potenziellen Kaufobjekte stehen nicht zum Verkauf zur Verfügung.
- Das Management ist nicht bereit, mit dem übernehmenden Unternehmen zu verhandeln.

Durch eine Due Dilligence erhalten potenzielle Käufer im Anschluss die Möglichkeit, ihre Annahmen hinsichtlich des Akquisitionsobjektes durch nicht öffentliche Daten, Besichtigungen und Gespräche mit Management und Mitarbeitern zu überprüfen. Ziel ist es, damit bestehende Informationsasymmetrien abzubauen und die Grundlage für die Bewertung (auch für den potenziellen Käufer) zu schaffen und so eine Konsensfindung bezüglich des Preises zu erreichen.

Gründe für den Abbruch des Akquisitionsprozesses in dieser Phase können sein:

- Informationsasymmetrien können aufgrund der geringen Kooperationsbereitschaft des Managements nicht abgebaut werden.
- Nach Abbau der Informationsasymmetrien ist die Attraktivität des Kaufobjektes nicht mehr gegeben.

Nach der Due Dilligence kann der potenzielle Käufer (Akquisitionssubjekt) ein überarbeitetes Angebot vorlegen, das üblicherweise neben einem Kaufpreis bereits weitere Informationen zur möglichen rechtlichen Abwicklung des Kaufs enthält. Dies basiert auf einer Bewertung des Unternehmens einschließlich erzielbarer Synergien mit einer geeigneten Bewertungsmethode, die speziell auch die Risiken adäquat erfasst.

Auf Grundlage der Angebote und Vertragsentwürfe finden anschließend die Verkaufsverhandlungen statt, bei denen ein potenzieller Verkäufer (natürlich analog auch ein potenzieller Käufer) durchaus mehrere derartige Gespräche parallel führen kann. Im Rahmen dieser Verhandlungen werden insbesondere der Kaufpreis, (wirtschaftliche) Eckpunkte eines Kaufvertrags und der Umfang von Garantien, Gewährleistungen und den entsprechenden Haftungsbegrenzungen geregelt.

Grund für den Abbruch des Akquisitionsprozesses in dieser Phase können sein:

- Es konnte keine Einigung bezüglich der vertraglichen Regelungen gefunden werden

Die erfolgreichen Vertragsverhandlungen werden schließlich abgeschlossen durch die rechtsverbindliche Unterschrift (Signing).

Aufgrund möglicher aufschiebender Bedingungen wird ein Vertrag nicht unmittelbar mit der Unterschrift rechtskräftig, so dass zwischen Signing und Closing der Transaktion zu unterscheiden ist. Derartige aufschiebende Bedingungen können beispielsweise auf die Notwendigkeit des Einholens behördlicher Genehmigungen (z.B. Kartellbehörden) zurück zu führen sein. Ein Grund für den Abbruch des Akquisitionsprozesses in dieser Phase kann sein, dass die notwendige behördliche Genehmigung nicht erteilt wird.

Lösung 2

Ein Konsens bezüglich aller Planannahmen zwischen Verkäufer und Käufer ist nicht zwingend erforderlich, um Einigkeit hinsichtlich des Kaufpreises zu erzielen. Denn aufgrund asymmetrischer Informationen kann ein variabler Kaufpreis vereinbart werden, der an die Erreichung gewisser Planannahmen gekoppelt ist. Zunächst wird nur ein Teil des Kaufpreises fällig, je nach Erreichen gewisser Zielvorgaben werden weitere Auszahlungen eingeleitet, so kann auch ohne einen Konsens bezüglich der Planannahmen eine Akquisition zustande kommen. Außerdem ist der Fall möglich, dass der Käufer ein positiveres Bild hat (u.a. wegen der Synergien). Auch, dass einer der Vertragspartner zu optimistisch ist, ist möglich.

Kapitel 4

Lösung 1

Beurteilungskriterien	Einschätzung des Ergebnisses für das Unternehmen (1 positiv, 5 negativ)				
	1	2	3	4	5
Jahresabschlussanalyse (Finanzrisiko)					
Aktuelle Nachrichten zum Unternehmen					
Ergebnis der Branchenanalyse					
Existieren Synergien zum eigenen Unternehmen?					
Beurteilung der Produkte und des technischen Know-hows					
Marktposition und Zugang zu Vertriebskanälen					
Geeignete Größen (z.B. gemessen am Umsatz)					
Plausible Unternehmensstrategie					

Lösung 2

Bei der Bewertung von möglichen Beteiligungen können folgende Synergien von Bedeutung sein:

- Zusammenlegungen von Abteilungen
- Steuerliche Vergünstigungen
- Dadurch Reduktion der Kapitalbeschaffungskosten

Lösung 3

Die Beschreibung einer Unternehmensstrategie hat folgende Kernpunkte:

- Welcher strategischen Stoßrichtung folgt das Unternehmen?
- Was sind die bestehenden und zukünftigen Kernkompetenzen?
- Auf welche Geschäftsfelder mit welchen belegbaren Wettbewerbsvorteilen konzentriert sich das Unternehmen?
- Welche zentralen Wertschöpfungsaktivitäten bestimmen den zukünftigen Erfolg?

Näheres hierzu kann unter Abschnitt 4.4 nachgelesen werden.

Kapitel 5

Lösung 1

Generelle Gründe für Unvollkommenheiten sind Transaktionskosten, Konkurskosten, Informationsdefizite der Aktionäre, schlecht diversifizierte Portfolios sowie psychologisch bedingte Bewertungsfehler der Investoren am Aktienmarkt.

Wenn ein Investor ein nicht perfekt diversifiziertes Portfolio aufweist, was in der Realität der Regelfall ist, sind im Rahmen der Bewertung auch unsystematische Risiken zu berücksichtigen. Dies entspricht dem Subjektivitätsprinzip der Unternehmensbewertung. Auch Konkurskosten sind explizit in der Bewertung zu berücksichtigen, insbesondere wenn ein schlechteres Rating vorliegt und damit die Konkurswahrscheinlichkeit vergleichsweise hoch ist. Konkurskosten führen zu einem sinkenden Unternehmenswert und haben – entgegen den Aussagen des bekannten Modigliani-Miller-Theorems – zur Folge, dass der Verschuldungsgrad für den Unternehmenswert nicht mehr irrelevant ist. Von besonderer Bedeutung für die praktische Unternehmensbewertung sind die bestehenden Informationsasymmetrien. Gerade im Bereich des Akquisitionscontrollings und der Bewertung potenzieller Übernahmeziele ist (insbesondere durch das Due Diligence) davon auszugehen, dass der Bewerter einen Informationsvorsprung gegenüber dem (anonymen) Kapitalmarkt aufweist. Dieser Informationsvorsprung ist im Rahmen der Bewertung konsequent zu erfassen. Dies gilt auch für die Risiken, die planungskonsistent im Rahmen der Bewertung zu berücksichtigen sind. Die bewertungsrelevanten Risiken, die den Kapitalkostensatz (WACC) beeinflussen, werden damit aus den überlegenen Informationen des Bewertenden abgeleitet (und nicht vom Kapitalmarkt übernommen, wie dies beim CAPM passiert).

Lösung 2

a) Ausgangslage der Berechnungen ist das EBIT: Umsatz – variable Kosten – Fixkosten (ohne Zinsaufwand) = EBIT. Daraus werden im ersten Schritt die vom Risiko unabhängigen Fixkosten berechnet.

$$\begin{aligned} \text{Fixkosten (ohne Zinsaufwand)} &= \text{Umsatz} - \text{var. Kosten} - \text{EBIT} \\ &= 5 \text{ Mrd.} - (5 \text{ Mrd.} * 50\%) - 250 \text{ Mio.} \\ &= 2.250 \text{ Mio.} \end{aligned}$$

Im nächsten Schritt wird der Eigenkapitalbedarf des Risikos „konjunkturelle Nachfrageschwankungen“ berechnet. Vom sich dann ergebenden Umsatz werden die fixen und variablen Kosten abgezogen. Der Umsatz wird mit 99%iger Sicherheit nicht mehr als 24% tiefer liegen, was mindestens 3.8 Mrd. entspricht (5 Mrd. * 76%).

$$\begin{aligned} \text{EBIT}^{\text{Worst Case}} &= \text{Umsatz} - \text{Fixkosten} - \text{var. Kosten (i.H.v. 50\% des Umsatzes)} \\ 3,8 \text{ Mrd.} - 2.250 \text{ Mio.} - (3,8 \text{ Mrd.} * 50\%) &= -350 \text{ Mio.} \end{aligned}$$

Beim Jahresverlust müssen die Zinsen mit berücksichtigt werden. Sie betragen 4% der Bankverbindlichkeiten von 1 Mrd. (40 Mio.) und werden vereinfachend als konstant angenommen.

$$\begin{aligned} \text{Jahresüberschuss/-verlust} &= \text{EBIT} - \text{Zinsaufwand} \\ -350 \text{ Mio.} - 40 \text{ Mio.} &= -390 \text{ Mio.} \end{aligned}$$

Der Eigenkapitalbedarf beträgt für das Szenario konjunkturelle Nachfrageschwankungen 390 Mio. für ein Planjahr. Soll der Eigenkapitalbedarf gleich für mehrere Jahre abgedeckt werden, liegt er höher.

Die Eigenkapitalkosten betragen 8%. Zur Berechnung des Kapitalkostensatzes (WACC) in Abhängigkeit des Eigenkapitalbedarfs als Risikomaß wird die folgende Formel herangezogen (Steuern vernachlässigen):

$$\text{WACC}^{\text{mod}} = k_{\text{EK}} * \frac{\text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{\text{FK}} * \frac{\text{Gesamtkapital} - \text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}}$$

$$\text{WACC}^{\text{mod}} = 0,08 * \frac{390}{2500} + 0,04 * \frac{2500 - 390}{2500} = 0,0462$$

Der WACC beträgt 4,62%.

b) Statischer Ertragswert

$$\begin{aligned} W_{w=0} &= \text{statischer Ertragswert} = \frac{\text{erwarteter EBIT}}{\text{WACC}} - \text{FK}_M \\ &= \frac{250}{0,04624} - 1000 = 4407 \text{ Mio.} \end{aligned}$$

Lösung 3

$$k_{EK} = \frac{r_m^e * (1 - r_{FK}) + r_{FK} * (q_p * \sigma_m - 1)}{(q_p * \sigma_m - r_m^e)}$$

$$k_{EK} = r_{EK,p}^e = \frac{0,08 * (1 - 0,04) + 0,04 * (2,326 * 0,2 - 1)}{(2,326 * 0,2 - 0,08)} = 0,10$$

Die Eigenkapitalrendite beträgt somit 10%.



10 Literaturverzeichnis

Basisliteratur

Achleitner A. / Wecker R. / Wirtz B.: Akteure und Phasen des M&A-Managements, in: WISU, Heft 11, 2004, S. 1381-1509.

Gleißner W.: Future Value™, 12 Module für eine wertorientierte strategische Unternehmensführung, Wiesbaden 2004a.

Gleißner W.: Kapitalkosten: der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, in: FINANZ BETRIEB 4/2005, S. 217-229.

Gleißner W.: Betriebswirtschaftliche Instrumente für Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Beteiligungscontrolling, in: Controlling, Heft 7, 2005c, S. 411-422.

Richter F.: Mergers and Acquisitions, Verlag Vahlen, 2005.

Vertiefende Literatur

Achleitner A. / Bassen A. / Jais S. / Nietzer P.: Controlling von Buyout-Transaktionen durch Private-Equity-Gesellschaften, in: Controlling & Management, Sonderheft 1, 2004, S. 37.

Achleitner A. / Wirtz B. / Wecker R.: M&A-Management, in: WISU, Heft 4, 2004, S. 476-486.

Altman E. / Saunders A.: Credit Risk Measurement: Developments over the last 20 years, in: Journal of Banking and Finance 21, 1998, S. 1721-1742.

Amit R. / Wernerfeldt B.: Why do Firms Reduce Business Risk?, in: Academy of Management Journal, Vol. 33, No. 3, 1990, S. 520-533.

Ansoff I. H.: Management-Strategie, München, Verlag Moderne Industrie, 1966.

Balzer H., u.a.: (Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., Eine empirische Untersuchung zur Veräußerung von Konzernteilen an Private-Equity-Investoren, in: ZfBf, März 2006, S. 235–264.

Beermann E. / Leissner J.: Bewertung von Synergiepotenzialen bei strategischen Akquisitionen – ein Fallbeispiel, in: Unternehmensbewertung & Management Arbeitshilfen, Heft 5, 2004, S. 188-195.

Berens W. / Hoffian A. / Strauch J.: Planung und Durchführung der Due Diligence, in: Berens W. /Brauner H.U. /Strauch J. (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Schäffer Pöschel Verlag, S. 119-171, 2005.

Blum U. / Gleißner W.: Trends und Frühaufklärung: das fundierte Orakel, in: Entrepreneurship und Unternehmertum, Gabler Verlag 2001, S. 163-186.

Blum U. / Gleißner W. / Leibbrand F.: Charakteristika gefährdeter Unternehmen – Erkenntnisse aus dem Sachsen-Rating Projekt, in: Kredit & Rating Praxis, Heft, 5, 2004.

Blum, U. / Gleißner, W./ Leibbrand, F.: Richtig gewichtet– Erkenntnisse aus dem Sachsen-Rating-Projekt, in: RISKNEWS, Nr. 01/2005, S. 29–33.

Blum U. / Gleißner W. / Leibbrand F.: Stochastische Unternehmensmodelle als Kern innovativer Ratingsysteme, in: IWH- Diskussionspapiere, November 2006.

Böcking H.-J. / Nowak K.: Marktorientierte Unternehmensbewertung, in: FinanzBetrieb, Heft 8, 1999, S. 169-176.

Brauner H.U. / Grillo U.: Strategic Due Diligence, in: Berens W. /Brauner H.U. /Strauch J. (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Schäffer Pöschel Verlag, S. 349-370, 2005.

Bousek H. / Ehringer G.: Wertsteigerung durch Private Equity, in: Stadler, W. (Hrsg.), Venture Capital und Private Equity, Dt. Wirtschaftsdienst, 2001.

Carhart M.: On persistence in mutual fund performance, in: The journal of finance, Heft 52, 1997, S. 57-82.

Coase R.: The Nature of the Firm, in: Economia 4, 1937.

Coenenberg A. / Sautter M.: Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen, in: DBW, Vol. 48, Nr. 6,1988 , S. 691-710.

Copeland T. E. / Koller T. / Murrin J.: Unternehmenswert, Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Campus Verlag, 1993.

Drukarczyk J.: Unternehmensbewertung, 4., überarbeitete und erweiterte Aufl., Vahlen Verlag München 2003.

Eayrs W. E. / Ernst D. / Prexl S.: A corporate finance tool for business practice, Schäffer Pöschel Verlag, 2006.

Eayrs W. E. / Gleißner W.: Risikogerechte Bewertung von Unternehmen: Ein Fallbeispiel, 2006.

Eisenführ F. / Weber, M.: Rationales Entscheiden, 4. Auflage, Springer Verlag Heidelberg, 2003.

Fama E. / French K.R., The Cross-Section of Expected Security Returns, in: Journal of Finance, Vol. 47 (1992), No. 2, S.427–465.

Franke G. / Hax H.: Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 4. Auflage, Springer Verlag Berlin, 1999.

Froot K. / Scharfstein D. / Stein, J.: A Framework for Risk Management, in: Harvard Business Review, Nov.-Dez. 1994, S. 91-102.

Funk J.: Wie schaffen diversifizierte Unternehmen Wert?, in: ZfBF 51, 1999.

Füser K.: Intelligentes Scoring und Rating, Wiesbaden, 2001.

Füser K. / Weber M.: Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), Schaeffer-Poeschel Verlag, 2005.

Füser K. / Gleißner W.: Rating Lexikon, dtv, München, 2005.

Gleißner W.: Identifikation, Messung und Aggregation von Risiken, in: Gleißner, Werner / Meier, Günter (Hrsg.), Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel, Gabler Verlag, 2001a.

Gleißner W.: Wertorientierte Unternehmenssteuerung in: Gleißner, Werner/Meier, Günter (Hrsg.), Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel, Gabler Verlag, 2001b.

Gleißner W.: Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, in FINANZ BETRIEB 7-8, 2002, S. 417-427.

Gleißner W.: Rating-Prognose am Beispiel einer Investitionsentscheidung, in: Rating aktuell 6, 2003, S. 24-27.

Gleißner W.: Bewertung alternativer Strategien und ihre Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Ein Fallbeispiel, UM 07, 2004b, S. 274-278.

Gleißner W.: Immer auf Kurs- Wertorientierte Unternehmensführung: Risikomanagement, Strategie und Controlling verbinden, Heft 4/2005a, S. 27-37.

Gleißner W.: Insiderwissen nutzen: Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmensführung ohne Kapitalmarktdaten und CAPM, in: Finance-Sonderbeilage, April 2005b, S. 12-13.

Gleißner W.: Bewertung, Risiko und Risikomaße: Eine nutzen- und entscheidungstheoretische Einordnung, erscheint in Kürze in: Risk, Fraud & Governance, 2006.

Gleißner W. / Füser K.: Leitfaden Rating, 2. Auflage, Verlag Vahlen, 2003.

Gleißner W. / Leibbrand F.: Indikatives Rating und Unternehmensplanung als Grundlage für eine Ratingstrategie, in: Achleitner/ Everling, Handbuch Ratingpraxis, Wiesbaden 2004a.

Gleißner W. / Lienhard H. / Rinne M.: IT-gestütztes Risikomanagement und Rating für den Mittelstand. Der Risiko-Kompass™, in: Gleißner W.: Risikomanagement im Unternehmen, Lose Blattsammlung 2001/2006.

Gleißner W. / Romeike F.: Risikomanagement - Umsetzung, Werkzeuge, Risikobewertung, Haufe Verlag, 2005.

Gleißner W. / Sautter D.: Risikoorientierte Analyse von Geschäftsplänen, in: Gleißner W./Meier G. (Hrsg.), Wertorientiertes Risiko-Management für Industrie und Handel, 2001.

Gorny C.: Unternehmensbewertung in Verhandlungsprozessen, Dt. Universitätsverlag, 2002.

Günther T.: Unternehmenswertorientiertes Controlling, 1997.

Hachmeister D.: Der Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmenswertsteigerung, 4. Auflage, Peter Lang Verlag, München, 2000.

Hartmann-Wendels T. / Lieberoth-Leden A. /Mählmann T. / Zunder L.: Entwicklung eines Ratingsystems für mittelständische Unternehmen und dessen Einsatz in der Praxis, in: Zfbf, Sonderheft 52, 2005.

Hebeler C.: Performance Measurement bei Beteiligungen – Ansätze des Accounting und Praxis in den USA, in: Littkemann J. / Zündorf H., Beteiligungscontrolling: Ein Handbuch für die Unternehmens- und Beratungspraxis, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Herne/Berlin, S. 211-237, 2004.

Helbling C.: Due-Diligence-Review, in: (Hrsg.) Peemöller V. (2005), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, S. 159-167, 2005.

Haugen R.: The inefficient Stock Market. What pays off and why?, 2002.

Hering T.: Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung, Wiesbaden, 1999.

Kaplan R. S. / Norton D. P.: Balanced Scorecard, Schäffer Poeschel Verlag, 1997.

Kaplan R. S. / Norton D. P.: Die strategiefokussierte Organisation: Führen mit der Balanced Score-card, Stuttgart, 2001.

Kaserer C. / Diller C.: Cashflows und Performance von europäischen Private Equity-Fonds, in: FINANZ BETRIEB 5/2004, S. 400–407.

Klein K. / Jonas M.: Due Diligence und Unternehmensbewertung, in: Berens W. /Brauner H.U. /Strauch J.: Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Schäffer Pöschel Verlag, S. 173-195, 2005.

Koeplin J. / Sarin A. / Sharpiro A.C.: The private company discount, in: Journal of applied corporate finance, Volume 12 No. 4, 2000, S. 94-101.

Krüger W.: Die Erklärung von Unternehmenserfolg: Theoretischer Ansatz und empirische Ergebnisse, in: DBW 1988, S. 27-43.

Küting K. / Lorson P.: Messung der Profitabilität strategischer Geschäftsfelder, in: Controlling 1/1997, S. 4-13.

Littkemann J. / Holtrup M. / Schrader C.: Besonderheiten der Bewertung hochinnovativer Unternehmen im Rahmen des Akquisitionscontrollings, in: ZfCM, 2005 , Sonderheft 3, S. 40-57.

Lücke W.: Investitionslexikon, Verlag Vahlen, 1991.

Madrian J. / Auerbach J.: Zum Risikokalkül in der Unternehmensbewertung, in: Littkemann J. / Zündorf H., Beteiligungscontrolling: Ein Handbuch

für die Unternehmens- und Beratungspraxis, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Herne / Berlin, S. 381-414, 2004.

Madrian J. / Schulte K.: M&A –Valuation im Akquisitionsprozess, in: Littkemann J. / Zündorf H., Beteiligungscontrolling: Ein Handbuch für die Unternehmens- und Beratungspraxis, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Herne/Berlin, S. 307-336, 2004.

Mandl G. / Rabel K.: Unternehmensbewertung, Überreuter, 1997.

Morck R. / Yeung B.: Wann Synergien das Wachstum fördern, in Financial Times Deutschland, 2001, Mastering: Strategie; Das gesammelte Wissen der weltweit führenden Business-Schools, Kösel Kempten, 2001.

Müller-Stevens G.; Lechner C.: Strategisches Management: wie strategische Initiativen zum Wandel führen, Stuttgart, 2001.

Nelles M. / Klusemann M.: Erfolgsfaktoren und Entwicklungstendenzen im deutschen Private Equity-Markt, in: FINANZ BETRIEB 5/2004, S. 354–360, 2004.

Nippel P.: Zirkularitätsproblem in der Unternehmensbewertung, in: BfuP 3/99, S. 333 – 347, 1999.

Peemöller V. / Meister, J./ Beckmann C.: Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung, in: FINANZ BETRIEB 4 (2002), S. 197-209.

Perridon L. / Steiner M.: Finanzwirtschaft der Unternehmung, 11. Auflage, München 2002.

Pfennig M.: Shareholder Value durch unternehmensweites Risikomanagement, in: Johanning, L., Rudolph, B., Handbuch Risikomanagement, S. 1295-1332, 2000.

Pfister C.: Divisionale Kapitalkosten, Paul Haupt Verlag, Bern, 2003.

Rappaport: Shareholder Value, Schäffer Poeschel Verlag, 1999.

Reissner S.: Synergiemanagement & Akquisitionserfolg, Verlag Theo Gabler, Wiesbaden, 1992.

Richard J.: Bluff oder Geheimtipp? in: Finance, 3, 2006, S. 28–30.

Romens U.: Strategie, Struktur, and Economic Performance, Boston, 1994.

Shiller R. J.: Irrational Exuberance, Princeton, NJ: Princeton UP, 2000.

Schierenbeck H. / Lister M.: Value Controlling, Grundlagen Wertorientierter Unternehmensführung, 2. Auflage, Oldenbourg, 2002.

Shleifer A.: Clarendon Lectures: Inefficient Markets, Oxford University Press, 2000.

Schmittmann J.: Dritthaftung des Wirtschaftsprüfers, in: Unternehmensbewertung & Management, Heft 4, S. 149-152, 2003.

Schultze W.: Methoden der Unternehmensbewertung, IDW-Verlag, Düsseldorf, 2001.

Spremann K.: Valuation, R. Oldenbourg Verlag, 2004.

Steiner M. / Bauer C.: Die fundamentale Analyse und Prognose des Marktrisikos deutscher Aktien, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, S. 347/368, 1992.

Stern Steward & Co. , Stern, J. M., Shiely, J. S., Ross, I.: Wertorientierte Unternehmensführung mit Economic Value Added (EVA), Econ Verlag, München, 2001.

Stoecker F.: Besonderheiten der Verkäufer-Due Dilligence bei M&A-Transaktionen, in: Finanz Betrieb, Heft 10, S. 674-681, 2004.

Trautwein F.: Zur Bewertung von Unternehmensakquisition, in: DBW, 49. Jg., Heft 4, S. 538, 1989.

Unzeitig E. / Kulhavy H.: Due Dilligence im Überblick: Strategische Unternehmensführung im Beteiligungscontrolling, in: Littkemann J. /Zündorf H., Beteiligungscontrolling: Ein Handbuch für die Unternehmens- und Beratungspraxis, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Herne/Berlin, S. 337-356, 2004.

Weber B.: Beurteilung von Akquisitionen auf der Grundlage des Shareholder Value, in: BfuP, 43. Jg., Heft 3, S. 221-232, 1991.

Weber M. / Krahen J.P. / Vossman F.: Risikomessung im Kreditgeschäft: eine empirische Analyse bankinterner Rating-Verfahren, in: ZFBF, Sonderheft 41, 1999.

Zimmermann P.: Schätzung und Prognose von Betawerten, Uhlenbruch Verlag., 1997.

Beteiligungscontrolling

Lektion 2

Dr. Werner Gleißner

Akquisitionscontrolling

Hinweis des Herausgebers

© Herausgeber dieses Lehrgangs ist die Management Circle Verlag GmbH. Wir weisen darauf hin, dass das Urheberrecht an allen Texten, Grafiken und anderen Inhalten beim Herausgeber und dessen Autoren liegt. Jede Form der Vervielfältigung bedarf der vorherigen schriftlichen Erlaubnis. Auch Lehrgangsteilnehmern oder Dritten ist nicht gestattet, den Lehrgang, einzelne Lektionen oder Teile davon zu vervielfältigen.

2. Auflage (2007)