Wirtschaftsstudium online

Spezial

Merger & Akquisition

©2002 Jens Koopmann

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis 2
Tätigkeitsfelder im Investment Banking 3
Merger & Akquisition (M&A) 3
Motive für M&A Transaktionen 3
Ablauf einer M&A-Transaktion 3
Planungsphase 4
Auswahl eines Zielunternehmens 4
Vertragsverhandlungen 4
Due Dilligence 5
Der Kaufvertrag 6
Goodwill 6
Vertragsabschluß und Vollzug 6
Verfahren bei M&A-Transaktionen 7
Steuerliche Zielsetzungen bei Unternehmenskäufen 7
Unternehmenskooperationen 8
Formen und Definitionen 8
Phasen der Kooperation 8
Unternehmensbewertung 8
Was ist Unternehmenswert? 9
Bewertungsgrößen 9
Unternehmensplanung 10
Bewertungsmethoden 11
Ertragswertmethode 11
DCF-Methode 11
Multiples 12
Alternativkosten anderer Transaktionen 12
Realoptionen 13
Probleme / Konfliktfelder bei der Wertermittlung 13
Finanzierung von Unternehmenskäufen 13
Eigenkapital 13
Fremdkapital 13

Alle Informationen dieses Skriptes wurden vom Autor sorgfältig zusammengestellt. Eine Garantie für die Richtigkeit oder den Fortbestand von hier erwähnten Regelungen kann nicht gegeben werden. Das Skript ersetzt keine Beratung noch sind hier getroffene Aussagen verbindlich. Ein Nachdruck oder eine elektronische Vervielfältigung jeglicher Art ist ohne ausdrückliche Zustimmung des Autors untersagt.

Tätigkeitsfelder im Investment Banking

1. Merger and Akquisition (M&A)
   ➔Kauf, Verkauf und Fusion von Unternehmen
2. Corporate Finance
   ➔Restrukturierung der Kapitalseite von Unternehmen
3. Corporate Restructuring
   ➔Restrukturierung der Beteiligungsstruktur von Unternehmen
4. Structured Finance
   ➔Forderungsverbriefung und Projektfinanzierung
5. Capital Markets
   ➔Emissionsgeschäft
6. Asset Management
   ➔Vermögensverwaltung / -anlage
7. Sales & Trading
   ➔Handel mit Finanzprodukten auf eigene und fremde Rechnung
8. Principal Investment
   ➔Bankenbeteiligungen

Merger & Akquisition (M&A)

- Unternehmenszusammenschlüsse und Unternehmenskauf
- **Kauf / Akquisition**
- Erwerb von Unternehmensteilen, durch die ein hinreichender Einfluß auf das Zielunternehmen erreicht wird
- Beide Unternehmen behalten jedoch Ihre rechtliche Selbständigkeit
- In der Regel wird jedoch der Vorstand ausgetauscht, bzw. das Zielunternehmen muß sich dem Käuferunternehmen unterordnen
- **Fusion**
- Das gekaufte Unternehmen verliert seine rechtliche Selbständigkeit
- Beide Partner der Transaktion sind in der Regel gleichberechtigt
- **Konglomerat**
- Beide Unternehmen geben Ihre rechtliche Selbständigkeit auf und gründen eine neue gemeinsame Gesellschaft
- **Geschäfte im Rahmen von M&A:**
- Unternehmenskäufe und –verkäufe
- Fusionen
- Allianzen, Joint Ventures
- Start-ups
- IPO
- Restrukturierung / Umwandlung
- Management buy out / buy in (MBO / MBI)
- Unternehmensnachfolge

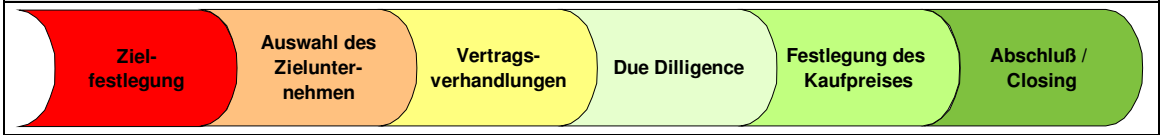
Motive für M&A Transaktionen

Käufermotive	Verkäufermotive
Globalisierung Synergieeffekte / Steigerung des Unternehmenswertes und des Gewinnes Marktanteile / Verdrängung von Mitbewerbern ➔Marktmacht Diversifikation	Ausstieg des Management Kein Nachfolger vorhanden Keine Expansionsmöglichkeiten mehr

Ablauf einer M&A-Transaktion

➔Vorraussetzungen: Verkäufer und Käufer sind sich einig, dass eine Transaktion durchgeführt werden soll

Phasen einer M&A-Transaktion



Planungsphase

- **Definierung des Zieles** / Zweckes der Übernahme
- **Mögliche Ziele**:
- Erwerb bestimmter Vermögensgegenstände / Lizenzen / Know-How
- Markteintritt
- Risikoreduzierung
- Diversifizierung
- Kapazitätsausweitung, neue Vertriebswege, Leistungserhöhung
- Stilllegung des Betriebes zur Wettbewerbsentlastung
- Steuervorteile
- Sowohl Käufer als auch Verkäufer sollten sich der Ziele der Transaktion bewußt werden
- Zusammenstellung eines **Projektteams** (Mitarbeiter, externe Berater, Banken, Anwälte,...)

Tätigkeiten im Rahmen der Planung
• Festlegung der Ziele, Visionen und Entscheidungskriterien
• Suche und Analyse des Zielunternehmens
• Prüfung steuerlicher und finanzieller Gestaltungsmöglichkeiten
• Festlegung der Transaktionsstrategie
• Managementstrukturen
• Festlegung eines ersten Programms für Mitarbeiter des Zielunternehmen

Auswahl eines Zielunternehmens

- **Horizontale Akquisition** = beide Unternehmen im gleichen Markt
- **Vertikale Akquisition** = beide Unternehmen entlang der Wertschöpfungskette
- **Konglomerate Akquisition** = beide Unternehmen in verschiedenen Märkten

Vertragsverhandlungen

- Im Rahmen der Verhandlungen muß der Verkäufer dem Käufer viele **interne Informationen** zur Verfügung stellen
- Dies bedeutet ein Risiko, da der Käufer im Falle einer gescheiterten Transaktion diese Informationen gegen das Unternehmen verwenden kann
- Daher werden Verträge geschlossen, in denen sich der Käufer zur **vertraulichen Behandlung** der ihm bereitgestellten Unterlagen verpflichtet und Erkenntnisse nicht gegen den Verkäufer zu verwenden
- Gewonne Standpunkte / Ergebnisse werden in **Verhandlungsprotokollen (Memorandum of Understanding)** festgehalten ➔durch die Protokolle entsteht noch keine rechtliche Bindung zur Abwicklung der Transaktion
- Nächster Schritt ist die Verfassung eines **Letter of Intent (LOI, Absichtserklärung)** ➔noch keine rechtliche Bindung, jedoch sind Sorgfaltspflichten zu beachten, da hier bereits der rechtliche Tatbestand des cic (culpa in contrahendo) besteht
- Weiterhin kann eine **Option** geschlossen werden. Diese räumt dem Käufer für eine bestimmte Zeit ein Kaufrecht zu einem bestimmten Preis ein (call Option) bzw. dem Verkäufer ein entsprechendes Verkaufsrecht (put Option). Beide Optionen zusammen bezeichnet man als „straddle Option) ➔kommt aufgrund der rechtlichen Bindung selten vor
- Noch konkreter als LOI und Option ist ein **Vorvertrag** (=Verpflichtung zum Abschluß eines Hauptvertrages)
- Wird gemacht, wenn bestimmte Punkte noch unklar sind und daher der entgültige Vertrag noch nicht geschlossen werden kann
- Risiko für beide Parteien liegt in den noch nicht fixierbaren Punkten

- In der Praxis kommen daher Vorverträge selten vor

Due Dilligence

- Entspricht einer umfassenden **Unternehmensprüfung**, die mit gebührender und angemessener Sorgfalt durchführt sein sollte ➔Stärken / Schwächen / Risiken und Chancen sollen aufgedeckt werden ➔**Ziel:** Reduzierung von Fehlentscheidungen
- Durchführung meist auf Basis einer Checkliste ➔Ergebnis ist dann der Due Dilligence Report

Inhalte einer Due Dilligence			
Rechtlich	**Wirtschaftlich**	**Steuerlich**	**Vermögen**
HR-Auszug Satzungen, Verträge Kapitalstruktur Stimmrechte Gesellschafter Grundbücher Weitere Verträge (Kredite, Leasing, Personal) Rechte Dritter Beteiligungen	Organisation Prospekte Bilanzen Ergebnisrechnungen Segmentberichte Altersvorsorge Branche Gutachten	Ergebnisabführung Außenprüfungen Steuerbilanzen EK-Gliederung Verlustvorträge Steuerrisiken Steuerbescheide	Ertragserwartungen Substanzwert Immaterielles Vermögen Vorräte Forderungen Rückstellungen

- Strukturiertes Informationssammelverfahren
- Es gibt keine direkten rechtlichen Vorschriften

Ziele und Aufgaben der Due Dilligence
• Aufdeckung von Risiken und Schwachstellen, um den Kaufvertrag dementsprechend anpassen zu können • Kaufpreisfindung • Momentaufnahme des Unternehmens darstellen • Rechtfertigung des Käufers ggü. seinen Anteilseignern, dass er sich umfassend über die Risiken der Transaktion informiert hat

- Dem Verkäufer werden dazu entsprechende Daten in einem Datenraum (**Data Room**) zur Verfügung gestellt
- Für die Behandlung dieser Daten werden „Data Room Procedures“ festgelegt (Ansprechpartner, Berechtigte, Zeiten, Umfang der Einsicht)
- Sollte die Prüfung aus Zeitgründen vor dem Kauf nicht durchgeführt werden können, kann im Kaufvertrag ein zeitliches Rücktrittrecht, eine nachträgliche Prüfung oder eine Kaufpreisminderung vereinbart werden
- Die Due Dilligence wird mit mehreren Schwerpunkten von jeweils entsprechenden Experten durchgeführt (Finanzen, Steuern, Recht, Technik, Umwelt, Markt)

Financial Due Dilligence
• **Basis ist das Rechnungswesen** des Zielunternehmens • Anforderung der Unterlagen durch Abarbeitung von Checklisten • Analyse der **Erfolgsquellen** und Prognose deren Entwicklung • Die **Planung** erstreckt sich i.d.R. 3-5 Jahre sowohl in die Vergangenheit als auch in die Zukunft. Nach Ablauf von 5 Jahren wird ein gleichbleibender Gewinn unterstellt • Ermittlung von **Bilanzkennzahlen** (Jahresüberschuß, Materialquote,...) und graphische Verdeutlichung um Trends abzuleiten • Wichtig ist dabei die Hinterfragung der Entstehung der Ergebnisse, und die **Plausibilisierung** sowie die Aufdeckung von Sondereinflüssen • Ergebnisse müssen dann um solche **Sondereffekte** bereinigt werden • Analyse der Kostenträgerrechnung um die Erfolgsträger zu ermitteln • Einblick in aktuelle Zahlen, um die Werte mit den letzten Bilanzwerten abzugleichen • Ggf. muß die Überprüfung auch auf **Beteiligungen** und **Tochtergesellschaften** ausgeweitet werden, sofern deren Erträge für den Erhalt des Unternehmens maßgeblich

sind • Dem auf Erträgen basierenden Unternehmenswert muß dann noch der Wert des **nicht genutzten Betriebsvermögens** hinzuaddiert werden, um den realen Wert zu erhalten

Der Kaufvertrag

- Wird nach Abschluß der vorherigen Schritte aufgesetzt
- Wird in der Regel vom Käufer und seinen Beratern aufgesetzt

Inhalte des Kaufvertrages
• Vertragsgegenstand • Kaufpreis • Altverbindlichkeitenregelung • Haftungsregelung • Wettbewerbsvereinbarungen • Kartellrecht • Formales und internationale Erfordernisse • Verfügungsbeschränkungen / Zustimmungs- / Genehmigungsbedingungen

- **Vertragsgegenstand**
- **Asset-Deal** ➔Tausch von Vermögensgegenständen ➔Bezeichnung der Gegenstände erforderlich
- **Share Deal** ➔Verkauf / Kauf von Anteilen am Zielunternehmen ➔keine Bezeichnung einzelner Gegenstände nötig
- **Übertragung von Rechten** ➔Spezifizierung nötig
- Klauseln zur Sicherung des Werterhaltes auch nach der Übertragung
- Abgrenzung von Risiken und sich daraus ergebenden Verantwortlichkeiten / Pflichten
- **Kaufpreis**
- Festlegung aufgrund der Vorstellungen beider Parteien, Marktwert, Unternehmenswert, Berechnungsmodellen
- Richtet sich auch nach den Erkenntnissen aus der Due Dilligence
- Problem ist die Berücksichtigung von Zukunftsentwicklungen

Kaufpreis einer Unternehmung	
Akquisitionszuschlag (Premium)	*Goodwill*
+ Geschäftswert (Marken, Kunden,...)	
+ Wert des Unternehmens	
=Kaufpreis	

Vertragsabschluß und Vollzug

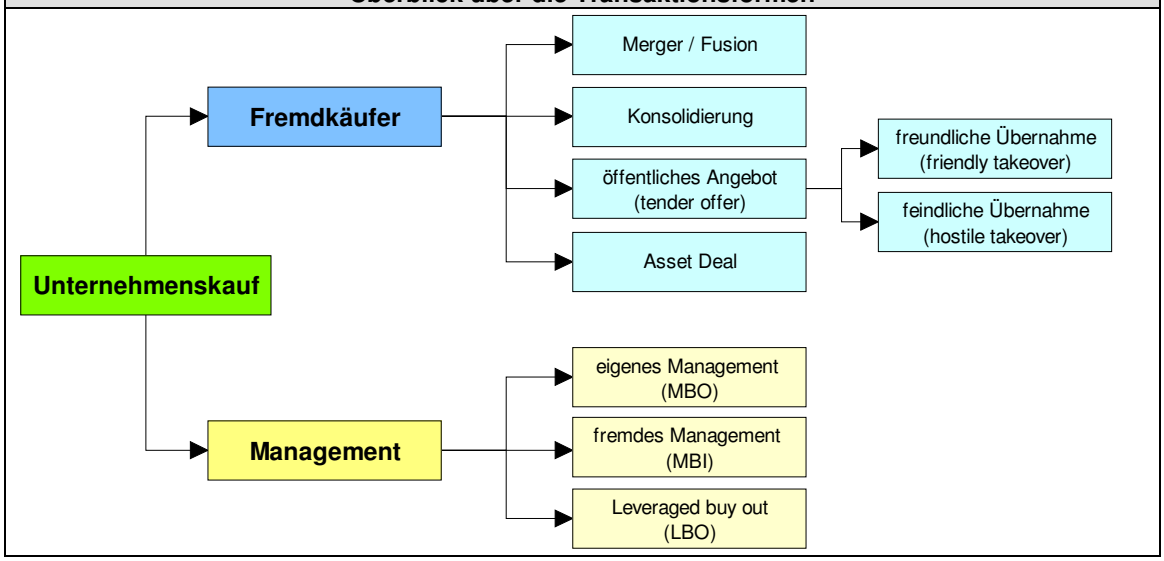
- Sobald alle Vertragspunkte geklärt sind, kann der Vertrag unterzeichnet werden
- Danach folgt die Abwicklung der Transaktion (**Closing**)
- Beim Closing geht die Leitung des Zielunternehmens an das neue Unternehmen über

Tätigkeiten im Rahmen des Closing
• Besitzwechsel • Eigentumsübergabe • Sicherheiten- / Bürgschaftenübertragung • Bilanzfeststellung / Prüfungen • Kaufpreiszahlung • Herstellung der Rechts- und Steuersicherheit • ...

- Weiterhin ist das Zielunternehmen auch kulturell, organisatorisch, administrativ und operativ zu Integrieren
- Im Anschluß sollte eine Erfolgskontrolle erfolgen

Verfahren bei M&A-Transaktionen

Überblick über die Transaktionsformen



- weitere Begriffe:
- **Spin-off** ➔Ausgliederung eines Unternehmensbereiches in eine selbständige Arbeit
- **Split-off** ➔Auflösung des kompletten Unternehmens in Einzelbereiche
- Beim Verkauf an einen Interessenten kann es neben einem Partner auf mehrere potentielle Partner gegen, die dann im Rahmen eines **Bietungsverfahrens (Controlled Auction)** den entgültigen Partner wählen

Phasen des Bietungsverfahrens

- 1. Interne Planung
- 2. Kontaktaufnahme mit potentiellen Käufern (**Initial Marketing Approach**)
- 3. Abgabe erster, vorläufiger Gebote, Due Dilligence, Data Room
- 4. Weitere Bietungsrunde und Selektion der verbleibenden potentiellen Partner ➔für diese ist dann noch eine umfassendere Prüfung des Unternehmens mgl.
- 5. Vertragsverhandlungen, Abschluß, Closing

Steuerliche Zielsetzungen bei Unternehmenskäufen

- Der Kaufpreis sollte zu mglst. großen Teilen abschreibungsfähig (Goodwill) sein, so dass dieser die Steuerlast mindert und die dadurch verfügbaren Cash-Flows zur Kapitalbedienung bereit stehen
- Asset-Deal ➔Abschreibungsmöglichkeiten sind gegeben
- Share-Deal ➔bei positiven Kursverlauf keine steuermindernden Abschreibungen mgl.
- Bei Personengesellschaften wird der den Anteilswert übersteigende Kaufpreis ebenfalls abschreibungsfähig, da er anteilsmäßig den Assets gutgeschrieben wird und von da abgeschrieben werden kann
- Durch die Abschreibungen verringern sich jedoch auch die Ausschüttungen und somit der Unternehmenswert im Ertragswertverfahren. Beim DCF-Verfahren steigt er hingegen tendenzielle, da der Cash-Flow steigt bedingt durch geringere Gewerbesteuer (zu den Verfahren siehe Abschnitt „Unternehmensbewertung“)
- Weiterhin ist es möglich, im Rahmen eines Share-Deals erworbene Kapitalgesellschaften in eine Personengesellschaft umzuwandeln und somit Abschreibungspotential zu generieren

Unternehmenskooperationen

Formen und Definitionen

Formen der Kooperation
• Kartelle • Konsortien • Joint Ventures • Strategische Allianzen • Strategische Netzwerke

	Joint Venture	Strategische Allianz
Definition	Gemeinsame Übernahme von Aufgaben durch mehrer Unternehmen in einer eigenen Rechtspersönlichkeit, die im Besitz der beteiligten Unternehmen ist	Vernetzung von rechtliche unabhängigen Unternehmen zur Nutzung der jeweiligen Kompetenzen, die meist auf bestimmte Bereiche begrenzt ist.
Motive	Lerneffekte Risikoreduzierung Steuerersparnis	Technologiezugang Zeitersparnis Kostenreduzierung Markteintritt Know-How

Phasen der Kooperation

Phase	Inhalt
Strategische Analyse	• Ermittlung der eigenen Stärken und Schwächen • Analyse der Kooperationspotentials • Ermittlung des Wertsteigerungspotentials durch die Kooperation
Partnersuche	• Passender Partner bzgl. Unternehmenskultur, Organisation, Know-How • Wettbewerbsrechtliche Vorschriften • Synergiepotentiale aufdecken
Konfiguration	• Festlegung des Kooperationsfeldes • Bindungsintensität • Vertragliche Regelungen (Gewinn, Haftung, Auflösung, Interna)
Management	• Steuerung, Koordination • Konfliktmanagement • Anpassungsprozesse

Unternehmensbewertung

- **Gründe** für die Notwendigkeit von Unternehmensbewertungen:
- Analyse des Shareholder-Value
- Messung von Potentialen
- Zugang zu Kapitalmärkten
- Investoren-Informationsbedürfnis
- Wichtig ist dabei, dass die **Zielgruppe** den Unternehmenswert und die damit verbundene Zukunftsperspektive als glaubhaft ansieht
- **Problemfelder**:
- Zukünftige Erträge
- Nicht bilanzierte Werte (Kundenstamm, Marken)
- Stille Reserven
- Zielrenditen
- da ein Unternehmenskauf immer das Ziel hat, mit dem Unternehmen in der **Zukunft** Gewinne zu erwirtschaften, müssen die zukünftigen Gewinne auch bei der Bewertung des Unternehmens berücksichtigt werden

- Wichtigsten Verfahren hierbei ist das **Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren)** sowie das **Ertragswertverfahren**

Was ist Unternehmenswert?

- Unternehmenswert ist der **Wert des Unternehmens für die Gesellschafter** / Eigentümer
- Unternehmenswert für den Käufer ist die Restgröße nach Befriedigung aller sonstigen Interessengruppen (Kapitalgeber, Banken, Lieferanten, Kunden)
- Unternehmenswert wird erst dadurch geschaffen, dass das Unternehmen eine höhere **Eigenkapitalrendite** erzielt als die Renditeforderung der EK-Geber verlangt
- Der Unternehmenswert steigt somit mit sinkender **Renditeerwartung** / sinkendem Diskontzins
  ➔diese ist vom Risiko der Unternehmung abhängig
- Kann das Unternehmen seine Gewinne steigern, ohne dabei auch das Risiko und somit die Renditeerwartungen zu steigern, steigt c.p. auch der Unternehmenswert

Bewertungsgrößen

- **Substanzwert**
- Substanzwert = Bilanz-EK + Stille Reserven
  ➔Problem: Eigenkapital kann durch Verluste in der Zukunft vernichtet werden
- Substanzwert stellt keinen Optimalwert da, da der Käufer Teile des Substanzwertes so nicht übernehmen wird bzw. zahlreiche Veränderungen plant
- Substanzwert ist nur ein Teil des Unternehmenswertes, da er werden Kundenstamm, sonstige immaterielle Wert, noch die Gewinnsituation berücksichtigt

Unternehmenswert
Unternehmenswert / Ertragswert = Substanzwert + Geschäftswert

➔d.h. im Idealfall ist der Wert der DCF-Methode mit der Summe aus Substanzwert und Geschäftswert identisch, so dass letztere nicht ermittelt werden müssen

- **Liquidationswert**
- Wert des Unternehmens zu Verkaufspreisen (Substanzwert = Einkaufspreise)
- Wird als weitere Größe verwendet, wenn der DCF-Wert unter dem Liquidationswert liegt
- Da der Käufer hier nur den DCF-Wert bieten wird, ist die Liquidation für den Verkäufer günstiger
- **Kapitalwert**
- Berücksichtigt die zukünftigen Gewinne des Unternehmens
- Da die Gewinne / Verluste erst in der Zukunft eintreten, müssen diese auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst (diskontiert) werden
- Dies erfolgt durch Ermittlung des Kapitalwertes

Der Kapitalwert

$$Kapitalwert = \sum_{i=1}^{t} \frac{(Einnahmenüberschuß\ in\ i)}{(1+\frac{Diskontzins}{100})^{i}}$$

bzw. bei gleichbleibendem Jahresüberschuß:

$$Kapitalwert = \frac{Einnahmenüberschuß}{\frac{Diskontzins}{100}}$$

➔Als Diskontzins wird in der Regel der Zinssatz für eine alternative Anlage betrachtet

- Meßgröße für den Einnahmenüberschuß:
- Ertragswertverfahren: Dividende / Ausschüttung
- DCF-Methode: Cash-Flow
- Dividende / Ausschüttung / Jahresüberschuß
  - Kann auch tatsächlich ausgeschüttet werden

- Cash Flow
  - Zeigt die Finanzierungskraft des Unternehmens
  - Kann jedoch nicht immer ausgeschüttet werden

Unternehmensplanung

- Erstellung von **Plan-GuV-Rechnungen**
- Erstellung erfolgt auch auf Basis der in der Due-Dilligence ermittelten Vergangenheitsdaten
- Basis ist auch eine Zielvorstellung von den zukünftigen Tätigkeitsbereichen und der Ausrichtung des Unternehmens
- Meist eine **Detailbetrachtung** über 3 Jahre und dann eine etwas grobere Planung für 5 weitere Jahre und dann einem **Liquidationswert** bzw. einer ewigen Rente

Kapitalwert unter Einbindung der Unternehmensplanung
$Kapitalwert = Kapitalwert(1.-3.Jahr) + Kapitalwert(4.-8.Jahr) + \mathrm{Re}nte / Liquidationswert$ $KW = \sum_{t=1}^{3} \frac{Überschuß\ in\ t}{(1+i)^t} + \sum_{t=4}^{8} \frac{Überschuß\ in\ t}{(1+i)^t} + \frac{Überschuß\ in\ t=8}{i*(1+i)^8}$

Faktoren bei der Ermittlung der Überschüsse
• Berücksichtigung von Forderungsabbau, Verbindlichkeitenentwicklung, Ausschüttung eventueller Rücklagen, Abschreibungen, Abschreibungsquote, Einflüsse dieser Werte auf das Ergebnis
• Wichtig ist auch die Beachtung von **Kapazitätsgrenzen** des Unternehmens ➔bei Vollauslastung muß bei einer Kapazitätserweiterung auch eine Erhöhung der **Fixkosten** (neue Maschinen, Personal, Gebäude) eingeplant werden
• Die Umsatzentwicklung wird für einzelne Produkte und Regionen dargestellt / prognostiziert ➔Marktabsatzstudien, Branchenauswertungen
• Einbindung der Produkt-Pipeline in die Planung; Auftragsbestände und deren Entwicklung geben Hinweise auf Absätze in der Zukunft
• Einplanung von Austauschinvestitionen
• Der Übergang von der Ertrags- zur Finanzplanung wird durch die Einbindung von Liefer- und Zahlungszielen, Tilgungs- und Zinsverbindlichkeiten geführt
• Als Ergebnis erhält man Jahresüberschüsse / freie Cash-Flows

- Da die Unternehmensplanung auf Prognosen beruht, ist es sinnvoll, verschiedene **Szenarien** für das Eintreffen von Prognosen zu entwickeln
- Meist entwickelt man ein schlechtes Szenario (**worst case**) und ein Szenario unter Optimalbedingungen (**best case**) ➔diese ergeben 2 verschiedene Unternehmenswerte
- Der Unternehmenswert kann nun als Summe der Erwartungwerte der Szenarien dargestellt werden
- Theoretisch ist es auch denkbar für jedes Jahr einzeln die Erwartungswerte zu ermitteln. Dieses wäre zudem realistischer, als am Ende 2 Szenarios zu bilden
- Die Szenarien unterstellen, dass der Käufer Chancen und Risiken gleich bewertet

Unternehmenswert bei Szenarien
$Wert = Wert_{Bestcase} * P_{Bestcase} + Wert_{Worstcase} * P_{Worstcase}$ $P = Wahrscheinlichkeit\ \ für\ das\ E\mathrm{int}reffen\ eines\ Szenarios$

➔Wichtig: Die Summe aller P ergibt 1

Bewertungsmethoden

Ertragswertmethode

Formel der Ertragswertmethode
$$Unternehmenswert = \sum_{t=1}^{n} \frac{Ausschüttung(D_t)\ in\ t}{(1+i)^t}$$ i ist dabei die Zielrendite / Rendite einer Alternativanlage

- **Ausschüttung (D):**
- Die Ausschüttung D ist nach persönlichen Steuern zu sehen (Netto-Dividende)
- D enthält alle Zahlungen an Gesellschafter durch Entnahme oder Ausschüttung ➔rechtsformbedingte Ausschüttungsbeschränkungen werden berücksichtigt
- Die Höhe der Ausschüttung unterliegt den Erwartungen des Käufers, die u.a. auch durch geplante Umstrukturierungen geprägt sind
- Anhand der Finanzierungsplanung muß zudem berücksichtigt werden, wieviel Ausschüttung die Firma überhaupt finanzieren kann ➔nur dieser Wert kann dann auch als D angesetzt werden
- Auch die Zielrendite ist subjektiv, da sie von der Risikoeinstellung / -einschätzung des Käufers abhängt
- **Zielrendite (i):**
- Opportunitätskostenprinzip
- Das gekaufte Unternehmen muß mindestens die Rendite der zweitbesten verfügbaren Anlage mit gleichem Risikoprofil erreichen
- Je höher das Risiko des Investments ist, desto höher wird die Zielrendite sein (Risikozuschlag)
- Bei Unternehmen empfehlen sich als Vergleichsrenditen börsennotierte AG's und deren Renditen
- Das Renditeziel kann jedoch auch fiktiv vorgegeben werden, um eine Mindestrendite zu sichern
- **Steuern**
- Da der Unternehmer seinen Vorteil nur aus dem Nachsteueranteil zieht, müssen Steuern berücksichtigt werden
- Unternehmenssteuern müssen berücksichtigt werden und persönliche Steuern
- Auch bei der Rendite ist darauf zu achten, dass es sich um eine Nachsteuerrendite handelt
- Der Ertragswert ist gleichzeitig auch der **Grenzpreis** für den Unternehmer, d.h. der Preis, bis zu dem sich der Unternehmenskauf lohnt ➔sonst ist die Alternativanlage besser ➔Ermittelter Ertragswert wird daher in Verhandlungen nicht öffentlich bekanntgegeben, da es das Ziel des Käufers ist, weniger als den Grenzpreis zu zahlen

DCF-Methode

Unternehmenswert nach der DCF-Methode
$$Wert = Wert\ der\ zukünftigen\ CF's - Wert\ der\ zukünftigen\ Zins-/Tilgungszahlungen$$ $$Wert = \sum_{t=1}^{n} \frac{freier\ CF\ in\ t}{(1+k)^t} - \sum_{t=1}^{n} \frac{Zins + Tilgung\ in\ t}{(1+i)^t}$$ k=durchschnittliche Kapitalkosten; i=FK-Kosten $$k = i*(1-Steuersatz)*\frac{FK}{GK} + Eigenkapitalkosten*\frac{EK}{GK}$$ ➔als FK und EK sind Marktwerte zu nehmen

➔Eigenkapitalkosten = geforderte EK-Rendite der Gesellschafter
➔Problem der Marktwert des EK läßt sich eigentlich nur über den Unternehmenswert bestimmen
➔Lösung iterative Berechnung

Iterative Berechnung des EK-Marktwertes:
$1.\ k_{start} = i * (1 - Steuersatz) * \frac{FK - Buchwert}{GK - Buchwert} + Eigenkapitalkosten * \frac{EK - Buchwert}{GK - Buchwert}$
$2.\ GK_1 = \frac{gleichbleibender\ freier\ CF}{k_{start}};\ EK_1 = GK_1 - FK$
$3.\ k_2 = i * (1 - Steuersatz) * \frac{FK}{GK_1} + Eigenkapitalkosten * \frac{EK_1}{GK_1}$
$GK_2 = \frac{gleichbleibender\ freier\ CF}{k_2};\ EK_2 = GK_2 - FK$
$4.\ Wiederholung\ von\ 3.\ bis\ EK\ konstant.\ EK_2, GK_2\ werden\ dabei\ jeweils\ als\ EK_1\ und\ GK_1\ eingesetzt$

- Alternativ kann der DCF-Wert auch direkt nach dem **Flow to Equity-Verfahren** ermittelt werden

DCF-Wert nach dem Flow to Equity – Verfahren
$Wert = \sum_{t=1}^{n} \frac{freier\ CF - Zins\ \&\ Tilgung\ in\ t}{(1 + Eigenkapitalkosten)^t}$

- Unterschied zum Ertragswertverfahren liegt in der Diskontierung der freien Cash Flows (CF's) und nicht nur der Ausschüttungen
- Der Diskontierungssatz ergibt sich in diesem Zusammenhang nicht subjektiv, sondern aus der Marktrendite
- Es werden nur die Unternehmenssteuern betrachtet, da die Gesellschafterstruktur meist zu vielfältig ist und somit eine ganzheitliche Betrachtung nicht darstellbar ist
- Der Marktzins / die EK-Rendite kann als Anhaltspunkt mit dem **CAPM** berechnet werden nach folgender Formel:

$$\boxed{\begin{array}{l} Rendite = risikoloser\ Zins + \beta * (Marktrendite - risikoloserZins) \\ Marktrendite = z.B.\ DAX - Rendite \\ Risikoloser\ Zins = z.B.\ Staatsanleihen \\ \beta = Korrelation\ des\ Unternehmens\ mit\ dem\ Markt \end{array}}$$

  ➔Problem: realitätsfremde Annahmen und vergangenheitsbezogene Daten
- Freier Cash-Flow = Cash-Flow abzgl. Zinsen und notwendiger Investitionen
- Ausschüttungsbeschränkungen bleiben unbeachtet

Multiples

- Bei diesem Verfahren benutzt man bestimmte Vervielfältiger, mit denen man Unternehmenskennzahlen verknüpft und somit Richtwerte für den Kaufpreis eines Unternehmens erhält
- Z.B. der Kaupreis eines E-Commerce-Unternehmens liegt zwischen dem 0,7-fachen und dem 1,2-fachen des Umsatz ➔d.h. ein Unternehmen mit einem Umsatz von 100 Mio. EUR sollte zw. 70- und 120 Mio. EUR kosten
- Die Multiples variieren zwischen den Branchen und Märkten
- Problem: die Multiples müssen ständig angepaßt werden und deren Anwendung ist insofern zweifelhaft, da selbst innerhalb der Branche die Unternehmen nicht so homogen sind, dass die Anwendung eines Multiples auf alle Unternehmen gerechtfertigt ist
- Sinnvoll sind sie als Ergänzung. Dabei sollten jedoch immer mehrere Multiples betrachtet werden, z.B. Umsatz, Gewinn, Marktkapitalisierung, Cash-Flow

Alternativkosten anderer Transaktionen

- Der Kaufpreis richtet sich hier nach dem Preis ähnlicher Transaktionen

- Methode ist insofern problematisch, als es nur wenig vergleichbare Transaktionen in den meisten Fällen gibt und die dabei erzielten Preise nicht konstant im zeitlichen Ablauf sind
- Diese Methode ist daher wenig sinnvoll

Realoptionen

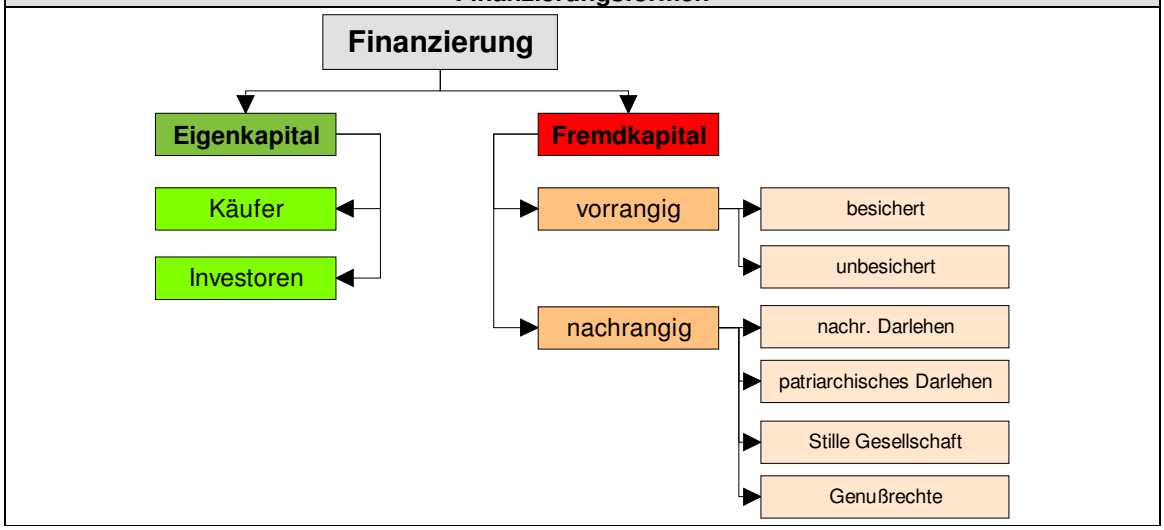
- ...

Probleme / Konfliktfelder bei der Wertermittlung

- Verschiedene Bewertungsmethoden führen u.U. auch zu unterschiedlichen Ergebnissen
- Die Bewertungsmethoden erlauben subjektive Einflüsse, die am Ende zu großen Differenzen führen können (z.B. durch anderen Zinssatz)
- Bepreisung von Haftungsregelungen, gegebenen Garantien
- Kapitalwertmodelle spiegeln in den seltensten Fällen auch die Flexibilität, d.h. die Möglichkeit auf Veränderungen zu reagieren, wieder

Finanzierung von Unternehmenskäufen

Finanzierungsformen



Eigenkapital

- Oft wird zum Kauf eine extra Gesellschaft gegründet, die dann mit den notwendigen EK ausgestattet wird ➔Grund: Steuerersparnisse
- Eigenkapital verursacht keine Fixkosten in Form von Zins und Tilgung
- Genügend Eigenkapital ist meist auch Voraussetzung für die Aufnahme von Fremdkapital
- **Käufer** verfügen jedoch nur selten über genug Eigenkapital und eine Kapitalerhöhung auf dem Kapitalmarkt ist nur AG's vorbehalten
- Weiteres Eigenkapital kann durch **Investoren** gewonnen werden. Ziel dieser Investoren ist der spätere Verkauf (Exit) der Beteiligung mit entsprechendem Gewinn. Die Renditeerwartung liegt bei 20-40%p.a. Die Investitionshorizont ist dabei begrenzt.

➔Zum Thema Venture Capital: siehe entsprechendes Skripte auf http://www.bankstudent.de

Fremdkapital

- Ist meist der **größte Teil des Finanzierungsbetrages** (70-85%)
- Unterscheidung der Fremdkapitalmittel erfolgt nach:
- Zinshöhe und Zinszahlung
- Tilgungszahlung (en Block oder Annuitäten bzw. Raten)
- Vorrangiges FK oder nachrangiges
- Besicherung

- Vorrangig sind in der Regel die normalen Bankdarlehen
- Besicherung kann durch Anteile oder Beleihung der Aktiva erfolgen
- Unbesicherte Darlehen werden meist an Bedingungen (convenants) geknüpft (Negativerklärung, max. Verschuldungsgrad, Liquidität, Zinsdeckung)
- **Nachrangkapital** (Mezzaninkapital)
- Verzinsung ca. 3,5-7% über Interbankensatz
- Nachrangige Bedienung im Insolvenzfall
- Gewinnunabhängige Verzinsung
- Sellers note, d.h. der Verkäufer des Unternehmens gibt einen Teil des Kaufpreises als Kredit weiter
- Genußrechte = Fremdkapital mit Festzins + gewinnabhängiger Verzinsung