

Anhang

Ein konkretes Bewertungsbeispiel

Im folgenden Beispiel kommen die in diesem Buch gemachten Aussagen zur Anwendung, wobei auf die inhaltsgleiche Darstellung eines konkreten Bewertungsfalles aus Diskretionsgründen verzichtet wurde.

Die Bewertung der Outdoors Verlagsgesellschaft

Outdoors als eigenständiges Unternehmen

Geschichte und Wettbewerbssituation

Die Outdoors Verlagsgesellschaft mbH (Outdoors) wurde in den sechziger Jahren von Alfons Berger gegründet, nachdem dieser zuvor eine erfolgreiche Laufbahn als Werbeberater hinter sich gebracht hatte.

Das Verlagsprogramm von Outdoors bilden die unter dem gleichen Namen erscheinenden Zeitschriften, die sich allesamt mit dem Leben in der freien Natur beschäftigen.

Outdoors hat ein Stammkapital von 1,7 Mio. Euro, das zu 80 % Herrn Berger gehört, wobei die restlichen 20 % zu gleichen Teilen von zwei passiven Gesellschaftern gehalten werden. Im letzten Geschäftsjahr wurden die kräftigen Ausschüttungen der vorangegangenen vier Jahre in Anbetracht eines Gewinnrückgangs bei gleichzeitig gestiegenem internen Liquiditätsbedarf gekürzt.

In seiner vorhergehenden Karriere hatte Berger beachtlichen Erfolg mit Direct-Mail-Werbung und machte sich diese Erfahrungen auch bei Outdoors zunutze. Im Rahmen der Erstellung von Branchenmailing-Listen und der Sammlung von Verbraucherrecherchedaten stellte er einen unzureichend versorgten Lesermarkt fest, der vorwiegend aus in ländlichen

Gemeinden lebenden Menschen mit einem der Natur zugewandtem Lebensstil bestand. Beginnend mit einer einzigen Publikation, die Rezepte für Hausmannkost und das Leben auf dem Bauernhof behandelte, konnte er in der Folge die Aktivitäten auf insgesamt sechs monatlich erscheinende Magazine ausweiten. Die Jahresabonnements waren mit € 25 für jedes der Magazine preiswert. Werbeeinnahmen spielten kaum eine Rolle.

Berger, selbst ein Arbeitstier, beschäftigte anfänglich nur eine kleines Team von Autoren, Fotografen und Produktionspersonal. Als die Anzahl der Magazine und damit auch das Geschäft zunahm, erweiterte er den Kreis der Mitarbeiter im Produktions- und Finanzbereich. Dennoch blieb das Unternehmen in all diesen betrieblichen Funktionen stark von Bergers Person abhängig. Produktion inklusive Design und Layout aller Publikationen war ähnlich, so dass die Kosten niedrig gehalten werden konnten. Bekanntheit erlangten die Publikationen vor allem durch die hohe Qualität der Fotos über das bilderbuchartige Voralpenland. Das konsistente Layout mit den hochwertigen Fotos sowie die schlicht und einfach gehaltenen schriftlichen Beiträge führten zur Entstehung eines bekannten Markennamens. Jede Publikation führte das einprägsame Logo eines Scheunendaches mit Kuppel und Wetterhahn.

Während das Unternehmen expandierte, war die Werbepolitik ein ständiges Thema im engeren Führungskreis. Die Kunden lobten die Einfachheit der Magazine und die Abwesenheit von Werbung. Andererseits limitierte das Fehlen von Werbung die Umsatzexpansion und engte die Diversifizierungsmöglichkeiten ein. Werbeberater und andere Promotionexperten zeigten wenig Interesse an der Schaltung von Werbung in den Outdoors-Magazinen, da das Unternehmen der Leserzielgruppe keine alternativen Formate wie Fernsehen, Radio, CDs oder Online zur Verfügung stellte.

In der Produktion bestanden gleichermaßen Herausforderungen. Das konsistente Produktionslayout hielt zwar die Kosten niedrig, aber das Wachstum und der damit einhergehende steigende Bedarf an Kreativität stieß bald an die Grenzen der Produktionskapazitäten. Durch Investitionen in die aktuellste Technologie und eine Verdoppelung der Produktionskapazität könnten die Kosten je Produktionseinheit ohne Qualitätseinbußen erheblich gesenkt werden und die neue Technologie würde

auch die höhere Anforderungen an das Layout stellende Werbung ermöglichen. Aber mangelndes Kapital verhinderte diese Verbesserungen.

Das Unternehmenswachstum wurde ganz überwiegend mit Bankkrediten finanziert. Die Gewinneinbehalte hielten sich wegen der ständigen Ausschüttungen an die Gesellschafter in engen Grenzen. Die Minderheitsgesellschafter wollten auf ihre jährlichen Geldzuflüsse angesichts des bei der Unternehmensneugründung bestandenen erheblichen Risikos nicht verzichten und auch Berger benötigte Geld, um Schulden aus einer zurückliegenden Fehlinvestition abzutragen. Berger bezahlte sich, vor allem auch zur Deckung der Altschulden, ein Jahresgehalt inklusive Nebenbezüge von nicht weniger als insgesamt 1 Million Euro, während Vergütungen in vergleichbaren Unternehmen bei 250.000 Euro lagen. Darüber hinaus bezahlte Berger seinem Onkel, Gustav Bauer, als den für Marketing zuständigen Prokuristen jährlich 100.000 Euro, obwohl dieser selten zur Arbeit erschien und außerdem den Ansprüchen kaum gerecht wurde.

Verschiedene Gründe führten in den letzten zwei Jahren dazu, dass Berger immer wieder über den Verkauf des Unternehmens nachdachte. Sein Arzt attestierte ihm Herzprobleme und riet ihm, „ruhiger zu treten“. Außerdem erkannte er, dass seine Energien und auch die Begeisterung für die täglichen Herausforderungen abnahmen. Dazu kam, dass Outdoors zunehmenden Wettbewerb von größeren Medienfirmen verspürte. Diese erfreuten sich massiver finanzieller Ressourcen sowie Marketingkapazitäten und verfügten über beachtliche Kreativität in ihren eigenen Reihen. Auch ihre Preispolitik bereitete der alleinstehenden Firma Outdoors erhebliche Probleme. Die konkurrierenden Medienfirmen sind über den Magazindruck hinaus im Buchdruck, Fernsehen, Radio und Internet vertreten. Bisher konnte Berger diese Herausforderungen durch sein überlegenes Markt-Know-how, seine Produktqualität und Kundentreue parieren. Die im Verlagswesen zu beobachtende Innovation und Konsolidierung brachten Berger jedoch zur Erkenntnis, dass größere Verlagshäuser sich sein branchenspezifisches Know-how innerhalb weniger Jahre zu Eigen machen und seine besten Ideen duplizieren könnten. Er erkannte auch, dass der Aufbau und Ausbau von Outdoors weit mehr Spaß mach-

ten als heute das Management und die vielfältigen Verwaltungsaufgaben eines vom Konkurrenzumfeld bedrohten Unternehmens.

Potentielle Käufer

Berger wurde von einem Finanzinvestor angesprochen, der generell an der Übernahme von Unternehmen mit Wachstumspotential interessiert ist. In den ersten Gesprächen stellte er jedoch fest, dass der Finanzinvestor das Unternehmen sehr gewinn- und wertorientiert betrachtete, es in relativ kurzer Zeit stark expandieren und dann entweder an die Börse bringen oder an ein größeres Verlagshaus verkaufen wollte. Dies störte ihn ebenso wie die Tatsache, dass der Finanzinvestor keinerlei Branchenerfahrung hatte.

Auch ein M&A-Intermediär wurde im Auftrag einer kaufinteressierten privaten Verlagsgruppe vorstellig, die mit über zehn Publikationen für die Reisebranche große Erfolge verzeichnete. Im Bestreben, in neue Märkte zu gehen, wollte man sich entweder an Outdoors oder an Verlagen im Technologiebereich beteiligen. Obwohl die Verhandlungen nicht das Stadium eines Kaufpreisangebots erreichten, wurde klar, dass der Kaufinteressent mit eigenen Gesellschaftsanteilen bezahlen und darüber hinaus die Kaufpreiszahlung über einen Zeitraum von mehreren Jahren zu strecken beabsichtigte. Auch diese Möglichkeit überzeugte Berger wenig, zumal er nicht zuletzt durch seine Eigentümerstellung bei Outdoors wusste, dass eine Minderheitsbeteiligung an einem Privatunternehmen wie dem Kaufinteressenten nur mit großen Anstrengungen wieder veräußerbar war. Letztendlich brach er die Gespräche ab.

Schließlich kontaktierte eine börsennotierte und breit diversifizierte Mediengruppe namens Magnamedia AG (Magnamedia) Herrn Berger. Nach Marktkapitalisierung rangierte Magnamedia an der Börse im Mid-Cap-Bereich und war dementsprechend als mittelgroße Aktiengesellschaft anzusehen. Man hatte wie Berger erkannt, dass der ländliche Markt und hier insbesondere ältere Konsumenten nicht ausreichend versorgt waren und hatte verschiedene Medienleistungen für diese Zielgruppe entwickelt. Man sah Outdoors als hochinteressante Gelegenheit, um dieses Marktsegment schneller penetrieren zu können.

Trotz Anerkennung der Leistungen und Marktposition von Outdoors sah Magnamedia in Outdoors einen selbstzufriedenen unbeweglichen Dinosaurier, der es versäumte, seine Beziehungen zu den loyalen Kunden mit den Mitteln der Informationstechnologie auszubauen. Gerade deshalb sah man in Outdoors eine Goldmine, allerdings nicht so sehr wegen der angebotenen Produkte als wegen der nicht genutzten Informationen über die Kundschaft. Magnamedia plante den Einsatz einer neuen CRM (Customer Relationship Management)-Software, um Kundeninformationen besser erfassen sowie analysieren zu können und so festzustellen, welche weiteren Produkte und Dienstleistungen die Kunden brauchen könnten und vor allem dafür auch zu zahlen bereit wären. Magnamedia konnte als breit diversifizierter Medienanbieter diese zusätzlichen Produkte und Dienstleistungen darstellen.

Es war auch davon auszugehen, dass Magnamedia die Erträge von Outdoors verbessern konnte, ohne Bergers Bezüge zu reduzieren. Man sah hier ein Einsparungspotential von rd. 1 Million Euro für jedes der vier folgenden Jahre, insbesondere durch eine Kombination sowie Integration der operativen Geschäfte beider Unternehmen und Einführung der erwähnten Verbesserungen. Dies würde voraussichtlich achtzehn Monate dauern, obwohl das Ziel auf zwölf Monate ab Erwerbsdatum fixiert wurde.

Nachdem Magnamedia den Kontakt zu Berger zunächst über ihre Abteilung Geschäftsentwicklung (Business Development) aufgenommen hatte, übertrug das Management die weiteren Verhandlungen einem M&A-Intermediär. Um seinerseits die Verhandlungen wirkungsvoll zu gestalten, stellt Berger ein erfahrenes Team bestehend aus einem Steuer-, Rechts- und Bewertungsexperten zusammen. Dabei ging es darum, den fairen Marktwert von Outdoors als unabhängigem Unternehmen und den strategischen Maximalwert von Outdoors für Magnamedia unter Berücksichtigung der Synergien zu ermitteln sowie eine Strategie für den möglichst erfolgreichen Abschluss der Verhandlungen festzulegen. Das Team entwickelte die Informationen, wie sie in den Tabellen 1 bis 6 abgebildet sind und errechnete den fairen Marktwert von Outdoors als unabhängigem Unternehmen in den Tabellen 7 bis 18. Zusätzlich wurde der Investitionswert für Magnamedia einschließlich der Synergien in den Tabellen 7 bis 18 aufgezeigt.

Allgemeine wirtschaftliche Verhältnisse

Während der Verkaufsverhandlungen stattfanden befand sich die Wirtschaft am Ende einer länger währenden Wachstumsphase und die ökonomischen Indikatoren wiesen auf einen deutlichen Einbruch für die Folgezeit hin. In der Verlagsbranche erwarteten die Analysten einen Rückgang der Werbeausgaben der Unternehmen und entsprechende Auswirkungen vor allem für kleine und mittlere Zeitschriftenverleger. Die Zinsen waren relativ hoch mit geringer Bereitschaft der Bundesbank, das Zinsniveau zu ermäßigen.

Die Wirtschaft verzeichnete im vergangenen Jahr ein Wachstum von 3% und für das laufende Jahr wurde mit etwa 2% gerechnet. Das Umfeld war gekennzeichnet von niedriger Inflation, einem moderatem Budgetdefizit des Bundes und stabilen Aktienkursen. Das Vertrauen der Konsumenten hielt sich in engen Grenzen, aber es waren Besserungstendenzen im Ausland zu erkennen. Wenn Auslandsmärkte stärker werden, steigen die Importpreise sowohl für Rohstoffe als auch für Fertigprodukte.

Die Arbeitslosenrate fiel im letzten Jahr unter die vorhergesagte Quote von 8%. Die kurz- und langfristigen Zinssätze lagen auf dem Niveau von 3 und 6%.

Alles in allem war die Konsumnachfrage rückläufig, während Inflation und Zinsen leicht nach unten tendierten.

Branchenkonjunktur

Nach einem guten abgelaufenen Jahr erwarteten die Verleger rückläufige Nachfrage und Gewinne. Obwohl lediglich etwa 5% der Werbeausgaben auf Magazine entfallen, gehörte dieses Printmediensegment zu den hinsichtlich Werbevolumen am stärksten wachsenden. Ein Grund dafür war der steigende Trend in Richtung Markenverbreiterung durch Vergabe von Namenslizenzen an Produktionsunternehmen.

Die Angebotsvielfalt an Magazinen hatte in den letzten Jahren stark zugenommen, obwohl die Umsätze an den Kiosken zurückgegangen sind. Dieses Zusatzangebot in Verbindung mit der zahlenmäßigen Abnahme von

Einzelhandelsgeschäften und Kiosken hat den Wettbewerbsdruck auf Magazinverleger erhöht.

Während die Magazinsätze von Großverlagen dominiert werden, wird andererseits die Mehrzahl der Magazine von kleineren unabhängigen Verlagshäusern publiziert.

Wettbewerbsdruck auf unabhängige Verlagshäuser kommt auch von steigenden Papierpreisen sowie Portokosten. Ebenso wirkte sich der Mangel an Skaleneffekten in Produktion sowie Technologie und die geringe Anziehungskraft als Werbemedium negativ aus.

Wachstum

Berger erwartet, dass Outdoors als unabhängig weiter betriebenes Unternehmen in Zukunft jährlich um nominell (inklusive Inflation) 4% wachsen wird. Dies deckt sich mit dem für die Branche insgesamt vorausgesagten Wachstum, ist aber im Vergleich zum 15%igen Wachstum von Outdoors in den vergangenen fünf Jahren bescheiden.

Berechnung des fairen Marktwerts von Outdoors als unabhängigem Unternehmen

Die Tabellen 1 bis 6 zeigen Outdoors' historische Entwicklung und die durchschnittlichen Verhältniszahlen der Branche. Die Bereinigungen des Verhältnisses von Outdoors' Nettogewinn zu investiertem Kapital werden in den folgenden Ausführungen dargestellt.

Tabelle 7 zeigt die Bereinigungen in Outdoors' Gewinn- und Verlustrechnung, um zum bereinigten Vorsteuergewinn im Verhältnis zum investierten Kapital zu kommen.

Tabelle 1. Outdoors Verlagsgesellschaft mbH: Gewinn- und Verlustrechnungen der letzten 5 Jahre (in T€)

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Nettoumsatzerlöse	42.900	49.300	56.700	65.200	75.200
Umsatzaufwendungen	24.400	28.000	32.100	37.800	44.700
Bruttogewinn	18.500	21.300	24.600	27.400	30.500
Betriebsaufwendungen	11.600	13.800	16.200	18.900	22.200
Nettobetriebsgewinn	6.900	7.500	8.400	8.500	8.300
Sonstige Erträge (netto)	250	200	200	200	200
Gewinn aus Grundstücks- verkauf	0	0	0	1.500	0
EBITDA	7.150	7.700	8.600	10.200	8.500
Abschreibungen	900	1.100	1.400	1.400	1.600
EBIT	6.250	6.600	7.200	8.800	6.900
Zinsaufwendungen (netto)	2.000	2.100	2.100	2.100	2.300
Vorsteuergewinn	4.250	4.500	5.100	6.700	4.600
Steuern	1.500	1.600	1.800	2.350	1.600
Nettogewinn	2.750	2.900	3.300	4.350	3.000
Gewinnrücklagen am Jahresanfang	1.650	3.900	6.200	8.500	11.200
abzgl. Ausschüttungen	500	600	1.000	1.650	900
Gewinnrücklagen am Jahresende	3.900	6.200	8.500	11.200	13.300

Tabelle 2. Outdoors Verlagsgesellschaft mbH: Gewinn- und Verlustrechnungen der letzten 5 Jahre (in %)

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Nettoumsatzerlöse	100	100	100	100	100
Umsatzaufwendungen	57	57	57	58	59
Bruttogewinn	43	43	43	42	41
Betriebsaufwendungen	27	28	29	29	30
Nettobetriebsgewinn	16	15	15	13	11
Sonstige Erträge (netto)	1	0	0	0	0
Gewinn aus Grundstücks- verkauf	0	0	0	2	0
EBITDA	17	16	15	16	11
Abschreibungen	2	2	2	2	2
EBIT	15	13	13	13	9
Zinsaufwendungen (netto)	5	4	4	3	3
Nettovorsteuergewinn	10	9	9	10	6
Steuern	3	3	3	4	2
Nettogewinn	6	6	6	7	4

Tabelle 3. Outdoors Verlagsgesellschaft mbH: Bilanzen der letzten 5 Jahre (in T€)

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Umlaufvermögen	17.850	19.000	21.450	23.050	25.600
Liquide Mittel	2.250	2.500	2.850	2.100	1.650
Forderungen	12.400	13.100	13.900	14.950	16.300
Vorräte	3.200	3.400	4.700	6.000	7.650
Anlagevermögen (netto)	10.600	13.150	13.750	14.600	16.600
Sonstige Vermögensgegenstände	1.500	1.400	1.400	1.700	1.400
Gesamte Aktiva	29.950	33.500	36.600	39.350	43.600
Kurzfristige Verbindlichkeiten	15.900	15.450	16.350	16.900	17.900
Lieferantenverbindlichkeiten	7.800	7.500	8.150	8.500	9.100
Sonstige Verbindlichkeiten	3.600	3.200	3.400	3.200	3.200
Kurzfristanteil langfristige Verbindlichkeiten	4.500	4.750	4.800	5.200	5.600
Langfristige Verbindlichkeiten	8.450	10.200	10.050	9.550	10.700
Gesamte Verbindlichkeiten	24.350	25.650	26.400	26.450	28.600
Gesamtes Eigenkapital	5.600	7.900	10.200	12.900	15.000
Eigenkapital	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700
Gewinnrücklagen	3.900	6.200	8.500	11.200	13.300
Gesamte Passiva	29.950	33.550	36.600	39.350	43.600

Tabelle 4. Outdoors Verlagsgesellschaft mbH: Bilanzen der letzten 5 Jahre (in %)

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Umlaufvermögen	60	57	59	59	59
Liquide Mittel	8	7	8	5	4
Forderungen	41	39	38	38	37
Vorräte	11	10	13	15	18
Anlagevermögen (netto)	35	39	38	37	38
Sonstige Vermögensgegenstände	5	4	4	4	3
Gesamte Aktiva	100	100	100	100	100
Kurzfristige Verbindlichkeiten	53	46	45	43	41
Lieferantenverbindlichkeiten	26	22	22	22	21
Sonstige Verbindlichkeiten	12	10	9	8	7
Kurzfristanteil langfristige Verbindlichkeiten	15	14	13	13	13
Langfristige Verbindlichkeiten	28	30	27	24	25
Gesamte Verbindlichkeiten	81	76	72	67	66
Gesamtes Eigenkapital	19	24	28	33	34
Eigenkapital	6	5	5	4	4
Gewinnrücklagen	13	18	23	28	31
Gesamte Passiva	100	100	100	100	100

Tabelle 5. Outdoors Verlagsgesellschaft mbH: Cashflow Rechnungen der letzten 5 Jahre (in T€)

	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
<i>Operative Cashflows</i>				
Nettogewinn	2.900	3.300	4.350	3.000
Abschreibungen	1.100	1.400	1.400	1.600
Ertrag aus Grundstücks- verkauf	0	0	(1.500)	0
(Erhöhung) Verminderung der Forderungen	(700)	(800)	(1.050)	(1.350)
(Erhöhung) Verminderung der Vorräte	(200)	(1.300)	(1.300)	(1.650)
Erhöhung (Verminderung) der Lieferanten- verbindlichkeiten	(300)	650	350	600
Erhöhung (Verminderung) der PRA	(400)	200	(200)	0
Operative Cashflows netto	2.400	3.450	2.050	2.200
<i>Cashflows aus Investitionstätigkeit</i>				
Kauf von Anlagevermögen	(3.650)	(2.000)	(2.550)	(3.600)
Verkauf von Anlagevermögen	0	0	1.800	0
(Erhöhung) Verminderung der sonstigen Vermögens- gegenstände	100	0	(300)	300
Netto-Cashflows aus Investitionstätigkeit	(3.550)	(2.000)	(1.050)	(3.300)
<i>Cashflows aus Finanzierungstätigkeit</i>				
Dividenden	(600)	(1.000)	(1.650)	(900)
Erhöhung (Verminderung) der langfristigen Verbindlichkeiten	2.000	(100)	(100)	1.550
Netto-Cashflows aus Finanzierungstätigkeit	1.400	(1.100)	(1.750)	650
Erhöhung (Verminderung) des Netto-Cashflow	250	350	(750)	(450)
Stand Jahresanfang	2.250	2.500	2.850	2.100
Stand Jahresende	2.500	2.850	2.100	1.650

Tabelle 6. Outdoors Verlagsgesellschaft mbH: Vergleich von Verhältniszahlen

	Branchen- norm*	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Umlaufvermögen/Kurzfristige Verbindlichkeiten	1,3	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4
UV abzgl. Vorräte/Kurzfristige Verbindlichkeiten	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Umsatz/Forderungen	6,4	3,5	3,8	4,1	4,4	4,6
Umsatzaufwendungen/Vorräte	10,9	7,6	8,2	6,8	6,3	5,8
Umsatzaufwendungen/Lieferverbindlichkeiten	8,0	3,1	3,7	3,9	4,4	4,9
Gesamte Verbindlichkeiten/Gesamte Passiva	0,42	0,81	0,76	0,72	0,67	0,66
EBIT/Zinsaufwendungen	3,9	3,1	3,1	3,4	3,7	3,0
Vorsteuergewinn/Gesamte Aktiva	0,12	0,14	0,13	0,14	0,16	0,11
Vorsteuergewinn/Gesamtes Eigenkapital	0,64	0,76	0,57	0,50	0,50	0,31
Umsatz/Nettoanlagevermögen	11,2	4,5	4,9	5,3	5,6	6,0
Umsatz/Gesamte Aktiva	2,1	1,4	1,5	1,5	1,7	1,7
Umsatz/Working Capital	17,5	22,0	13,9	11,1	10,6	9,8

* Die Branchennorm basiert auf den letztjährigen Durchschnittswerten der fünf börsennotierten Vergleichsgesellschaften.

Tabelle 7. Outdoors Verlagsgesellschaft mbH: Bereinigter Nettogewinn aus investiertem Kapital (in T€)

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Vorsteuergewinn aus investiertem Kapital (EBIT) ^a	6.250	6.600	7.200	8.800	6.900
Bereinigungen ^b	600	750	800	-750	750
Übervergütung geschäftsführende Gesellschafter	600	750	800	750	750
Erlös aus Grundstücksverkauf	0	0	0	-1.500	0
Bereinigter Vorsteuergewinn aus investiertem Kapital (bereinigter EBIT) ^c	6.850	7.350	8.000	8.050	7.650
Bereinigter Vorsteuergewinn aus investiertem Kapital					8.000
Einkommensteuern ^d					3.200
Bereinigter Nettogewinn aus investiertem Kapital					4.800

a Investiertes Kapital ist Gewinn vor Zinsen, also der Ertrag der Fremd- und Eigenkapitalgeber.

b Siehe Textteil.

c Dieser Betrag wird als repräsentativ für Outdoors langfristige Ertragsentwicklung am Ende des fünften Jahres gehalten.

d Der Steuersatz wurde beim Wirtschaftsprüfer abgefragt.

Bergers Vergütung

Bergers Vergütungspaket liegt über den in der Branche üblichen Sätzen. Die Personalfachleute von Outdoors stellten fest, dass die einem externen Geschäftsführer bezahlte Vergütung zu folgenden Einsparungen geführt hätte:

<i>Jahr</i>	<i>Einsparungen</i>
1	€ 600.000
2	€ 750.000
3	€ 800.000
4	€ 750.000
5	€ 750.000

Bauers Vergütung

Bauers Position wird für den Erfolg von Outdoors benötigt, seine Vergütung ist dem eines qualifizierten Marketingprokuristen angemessen. Daher war keine Bereinigung erforderlich.

Marktrecherche

In drei der letzten fünf Jahre hat Outdoors zwischen € 200.000 und € 500.000 für Marktrecherchen ausgegeben, um den Kundenstamm besser zu verstehen. Während man hier die Meinung vertreten kann, dass dies eine einmalige Aufwendung ist, die zur Normalisierung dem Gewinn zuzurechnen ist, wurde unterstellt, dass diese Kosten das für die Kunden attraktive Angebot erst ermöglicht und insofern als notwendig für den langfristigen Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens zu betrachten sind.

Gewinn aus Grundstücksverkauf

Die Gesellschaft verkaufte im vierten Jahr ein Grundstück für € 1,8 Mio., was einen Gewinn von € 1,5 Mio. generierte. Zumal dieser Vorgang untypisch für die normale Gewinnentwicklung ist, wird der Gewinn um diesen Betrag nach unten bereinigt.

Sonstige Vermögensgegenstände

Diese umfassen an das Grundstück anschließendes Brachland und eine Feriendomizil in der Schweiz, das von Berger ausschließlich privat genutzt wird. Da mit diesen Vermögenswerten weder Umsätze noch Aufwendungen

verbunden sind, werden auch keine Bereinigungen vorgenommen. Der Marktwert dieser Positionen kann dem Wert der operativen Gesellschaft zugerechnet werden, um zum gesamten Eigenkapitalwert für Outdoors zu gelangen.

Risiko- und Werttreiber

Die Faktoren, die die auf Outdoors' fairen Marktwert anwendbaren Diskont- und Kapitalisierungssätze beeinflussen, werden in den folgenden Kapiteln beschrieben. Die Entwicklung dieser Sätze wird in den Tabellen 8 und 9 dargestellt.

Wirtschaftliche Verhältnisse

Es wird erwartet, dass die für die folgenden zwölf Monate angesichts der stagnierenden Wirtschaft vorhergesagten niedrigeren Werbeaufwendungen der Industrie alle Magazinverlage treffen wird.

Branchen- und Wettbewerbsüberlegungen

Die Branchenumsätze werden von Konzernen dominiert, da diese engere Beziehungen zu den werbenden Unternehmen unterhalten und über ein stärker ausgeprägtes Distributionssystem verfügen. Die Unabhängigen sind mit höheren operativen Aufwendungen wie Papier- und Portokosten konfrontiert und sind technologisch schwächer. Zahllose Magazine werden alljährlich auf den Markt gebracht, wobei mehr als die Hälfte innerhalb von zwölf Monaten aufgeben müssen. 95% der Überlebenden ereilt in einem Zeitraum von weiteren fünf Jahren das gleiche Schicksal.

Finanzielle Verhältnisse und Zugang zu Kapital

Die Gesellschaft hat beachtliche Schulden und es mangelt an Kapital für technologische Verbesserungen.

Management

Berger, der bald das typische Rückzugsalter erreicht, ist der einzige im Unternehmen mit Führungsqualitäten. Es fehlt an Marketingkompetenz, überhaupt ist die Leitungsebene dünn ausgeprägt.

Tabelle 8. Sätze anwendbar auf Nettogewinn aus Eigenkapital

	Komponente	Erhöhung	Satz
	Langfristiger Zinssatz ^a		6,00 %
+	Eigenkapitalrisikoprämie ^b		7,50 %
=	Durchschnittliche Marktrendite für Aktien von Großunternehmen		13,50 %
+	Risikoprämie für Größe ^c		5,50 %
=	Durchschnittliche Marktrendite risikoadjustiert für Größe		19,00 %
Unternehmensspezifische Risikoprämie			
+	Branchenrisiko (es gibt größere, stärkere Wettbewerber)	3,00 %	
+	Finanzielles Risiko (hohe Verschuldung)	2,00 %	
+	Managementrisiko (dünnbesetztes Management und kein Nachfolgeplan)	2,00 %	
+	Kundenbasis (hohe Kundentreue)	-1,00 %	6,00 %
=	Netto-Cashflow-Rendite des Eigenkapitals ^d		25,00 %
+	Umwandlung in Nettogewinnrendite des Eigenkapitals		3,00 %
=	Nettogewinnrendite des Eigenkapitals		28,00 %
-	Langfristig erzielbare Wachstumsrate ^f		-4,00 %
=	Kapitalisierungssatz für Nettogewinn aus Eigenkapital		24,00 %

a Zwanzigjährige Bundesobligation.

b Die Eigenkapitalrisikoprämie wird angewandt, um das zusätzliche Risiko zu berücksichtigen, das mit einer Investition in Aktien von börsennotierten Großunternehmen verbunden ist im Vergleich zu einer zwanzigjährigen Bundesobligation.

Tabelle 8 (Fortsetzung)

- c Die Risikoprämie für Größe wird angewandt, um das Risiko einer börsennotierten geringerer Größe zu berücksichtigen.
- d Dies ist ein Renditesatz oder Diskontsatz, direkt anwendbar auf den Netto-Cashflow als Ertrag für die Investoren, nach Körperschaftsteuer.
- e Die Umwandlung von einem direkt auf den Cashflow anwendbaren Satz zu einem Nettogewinnsatz wird gemacht, indem man die geeignete Verhältniszahl des Nettogewinns zum Netto-Cashflow auf Proforma-Basis anwendet.
- f Diese ergibt sich aus dem Buchtext.

Tabelle 9. Durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten und Kapitalisierungssatz anwendbar auf Nettogewinn aus investiertem Kapital

<i>Anwendbare Sätze:</i>			
Renditesatz anwendbar auf Nettogewinn (Tabelle 8) ^a			28,00 %
Kosten des Fremdkapitals			10,00 %
Steuersatz			40,00 %
<i>Kapitalstruktur (Marktwerte)^b:</i>			
Fremdkapital			45,60 %
Eigenkapital			54,40 %
Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten und Umwandlung zum Kapitalisierungssatz			
<i>Komponente</i>	<i>Nettosatz</i>	<i>Verhältniszahl</i>	<i>WACC-Beitrag</i>
Fremdkapital	6,00 %	0,456	2,74 %
Eigenkapital	28,00 %	0,544	15,23 %
<i>WACC Rendite für Nettogewinn aus investiertem Kapital</i>			17,97 %
abzgl. Langfristig erzielbare Wachstumsrate ^d			-4,00 %
<i>Kapitalisierungssatz für Nettogewinn aus investiertem Kapital^e</i>			13,97 %

Tabelle 9 (Fortsetzung)

- a Der Renditesatz anwendbar auf Nettogewinn aus Tabelle 8 ist der Eigenkapitalkontsatz von 28 %. Die Berechnung des Eigenkapitalkapitalisierungssatzes von 24 % wird in Tabelle 8 gezeigt, wird aber bei dieser Berechnung nicht verwendet. Der Kapitalisierungssatz für durchschnittlich gewichtete Kapitalkosten wird in Tabelle 9 errechnet.
- b Der Mix aus Schulden und Eigenkapital wird auf Marktwertbasis angegeben.
- c Der Geldleihsatz von 10 % wird auf 6 % Geldkosten reduziert, da sich die Nettokreditkosten wegen der steuerlichen Absetzbarkeit entsprechend ermäßigen.
- d Siehe Buchtext.
- e Der WACC Kapitalisierungssatz ist anwendbar auf den dem investiertem Kapital zur Verfügung stehendem Nettogewinn, d. h. Gewinnrendite für Eigen- und Fremdkapital. Der Betrag wäre gleich dem Nettogewinn für das Eigenkapital, wenn Outdoors schuldenfrei wäre. Outdoors aktuelle zins-tragenden Verbindlichkeiten werden dann vom Wert des investierten Kapital abgezogen, um zur Eigenkapitalrendite zu kommen.

Kenntnis der Kundenbedürfnisse

Outdoors' Marktrecherchen haben zu profunden Informationen über die Geschmäcker und das Ausgabeverhalten eines unterversorgten Segments der deutschsprachigen Bevölkerung geführt. Während größere Verlage das Kaufpotential dieser Kundengruppe zu erkennen beginnen, mangelt es Outdoors sowohl an finanziellen Ressourcen wie auch Marketingexpertise um dieses unternehmenseigene Wissen umzusetzen.

Kundenbasis

Outdoors besitzt eine sehr treue Kundenbasis, die sich von der hochqualitativen Fotografie, dem Hausmacher-Image und den niedrigen Subskriptionspreisen angezogen fühlen.

Einperiodige Kapitalisierungsrechnung des fairen Marktwertes auf „Stand-alone-Basis“ (Unternehmen ist unabhängig):

Bei Anwendung des normalisierten Nettoertrages aus investiertem Kapital von € 4.992.000, berechnet in Tabelle 10, und der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten gemäß Tabelle 9, wird ein fairer Marktwert von 100 % des Eigenkapitals von Outdoors als unabhängiges Unternehmen auf Kontrollbasis in Höhe von € 19.434.000 errechnet, wobei das investierte Kapital insgesamt € 35.734.000 beträgt. Diese Berechnung verwendet die Einperiodenkapitalisierung, da die Renditen von Outdoors über den

fünfjährigen Zeitraum hinreichend stabil waren, um zu einer zuverlässigen Schätzung der Leistungsfähigkeit der Gesellschaft im Wege einer einperiodigen Rendite zu kommen. Die Verwendung dieser Methode wird auch abgestützt durch die Auswahl einer langfristigen Wachstumsrate von 4%, die für Outdoors unter Berücksichtigung der allgemeinwirtschaftlichen, branchenmäßigen und gesellschaftsspezifischen Verhältnisse angemessen erscheint.

Das Modell des investierten Kapitals, das üblicherweise in Bewertungen beim Kauf und Verkauf von Unternehmen zum Einsatz kommt, wird dergestalt eingesetzt, dass die Gewichtungen des Fremd- und Eigenkapitals zu Marktwerten und nicht zu Buchwerten erfolgen. Der Nettogewinn und nicht der Netto-Cashflow wird als Renditegröße gewählt, obwohl der Netto-Cashflow im Allgemeinen bevorzugt wird. Die Renditen wurden von Netto-Cashflow zu Nettogewinn adjustiert, um Verzerrungen durch das Nichtzusammenpassen von Sätzen und Renditen zu vermeiden.

Tabelle 10. Einperiodige Kapitalisierungsmethode auf Basis der Umwandlung von investiertem Kapital zu Eigenkapital

	Wert in T€
Bereinigter historischer Nettogewinn aus investiertem Kapital (Tabelle 7)	4.800
Langfristiges Wachstum des historischen Nettogewinns (4%)	× 1,04
Bereinigter prognostizierter Nettogewinn aus investiertem Kapital	4.992
Durchschnittlich gewichtete Kapitalkosten für investiertes Kapital (Tabelle 9)	13,97%
Wertindikation des investierten Kapitals	35.734
Abzgl. Zinstragende Verbindlichkeiten	16.300
Fairer Marktwert des Eigenkapitals auf „Stand-alone-Basis“	19.434

Der Wert des investierten Kapitals in Höhe von € 35.733.715 aus Tabelle 10 wird geteilt durch den bereinigten Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT) und den Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) für das fünfte Jahr, um zu den EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren in Tabelle 11 zu gelangen.

Berechnung des fairen Marktwertes auf „Stand-alone-Basis“ mit Hilfe von börsennotierten Vergleichsunternehmen:

Durch Verwendung von drei normalisierten Renditen des investierten Kapitals für das fünfte Jahr und operative Multiplikatoren entwickelte die Berechnungsmethode mit Hilfe von börsennotierten Vergleichsunternehmen den fairen Marktwert von 100% des investierten Kapitals und Eigenkapitals von Outdoors als unabhängiges Unternehmen. Die Berechnungsmethode mit Hilfe von börsennotierten Vergleichsunternehmen wird benutzt, weil die Recherche eine ausreichende Anzahl von Outdoors hinreichend ähnlichen öffentlich gehandelten Unternehmen in der Druck- und Verlagsbranche identifizieren konnte, um einen Wert auf der Basis von Preisen für alternative Anlagen an den öffentlichen Märkten zu ermitteln.

Tabelle 11. Fairer Marktwert als unabhängiges Unternehmen: Vielfaches des bereinigten EBIT/EBITDA (in T€)

	Jahr 5	EBIT Multiplikator	EBITDA Multiplikator
Bereinigtes EBIT für Jahr 5	7.650	4,67	
Bereinigtes EBITDA für Jahr 5	9.250		3,86

Die Berechnungsmethode mit Hilfe von börsennotierten Vergleichsunternehmen verwendet das Modell des investierten Kapitals, bei dem die Fremd- und Eigenkapitalerträge durch die Größen EBIT, EBITDA und Umsätze repräsentiert werden. Diese Erträge werden mit dem Marktwert des investierten Kapitals (MVIC = Market Value Of Invested Capital) verglichen und nicht dem Eigenkapitalwert der Aktie bzw. des Anteils, da

sich die Erträge sowohl auf Fremd- als auch Eigenkapital beziehen. Auf der Grundlage der Recherchen der börsennotierten Vergleichsunternehmen – wo man die Leistungskraft/Performance sowie die strategischen Stärken und Schwächen zusammen mit den Branchenverhältnissen und -trends in Betrachtung zieht – wurden diese mit Outdoors unter betrieblichen Leistungskriterien verglichen. Die folgenden Verhältniszahlen wurden für jedes der börsennotierten Vergleichsunternehmen berechnet, einschließlich des Durchschnitts und des Mittelwerts für jede Verhältniszahl:

MVIC zu EBIT

MVIC zu EBITDA

MVIC zu Umsatz

Zu Beginn der Suche nach börsennotierten Vergleichsunternehmen wurden die folgenden Kriterien ausgewählt:

Branche:	Druck und Verlag
Größe:	Jahresumsätze zwischen € 7,5 Mio. und E 750 Mio. (innerhalb eines Faktors von $10 \times$ der Größe von Outdoors)
Zeit:	Transaktionen zum Bewertungszeitpunkt
Art:	Minderheitstransaktionen
Status:	Profitable Gesellschaften, die solvent sind, ein vernünftiges Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital aufweisen und frei sowie aktiv gehandelt werden
Wachstum:	Gesellschaften, dessen jüngere historische und prognostizierte Wachstumsraten gut vergleichbar sind
Sitz:	Deutschland

Die nachstehenden börsennotierten Vergleichsunternehmen wurden ausgewählt:

Name	Letztes Geschäftsjahr	Umsatz des letzten Geschäftsjahrs
A	31.12. Jahr 5	144.496.402
B	30.9. Jahr 5	66.851.000
C	30.6. Jahr 5	597.165.000
D	31.3. Jahr 5	361.822.000
E	31.12. Jahr 5	662.501.000

Es folgt eine kurze Beschreibung der einzelnen Gesellschaften:

- A Eine diversifizierte Mediengesellschaft, die sich mit jungen Technologiebranchen beschäftigende Nischenmagazine publiziert. Die Gesellschaft bietet auch Recherchedienstleistungen an.
- B Betreibt drei Tochtergesellschaften, die Special Interest Magazine auf den Gebieten Motorrad, Lastwagen und Tätowierung publizieren.
- C Publiziert 21 branchenspezifische Journale und Nachrichtenblätter, die sie über Kooperationen mit Branchenverbänden vertreibt.
- D Produziert, publiziert und vertreibt religiöse Schriften, Online-Dienstleistungen sowie Bücher und vermarktet eine aus religiösen Geschenken und Drucksachen bestehende Produktlinie.
- E Vermarktet Erholungszentren und Timeshare-Objekte wie auch drei Verbrauchermagazine, die sich mit Reisen und der Freizeitbranche beschäftigen.

Die Informationen über die fünf börsennotierten Unternehmen wurden aus öffentlich zugänglichen Quellen zusammengetragen und beinhalteten Geschäftsberichte, Analysten- und Börsenmagazinberichte. Die betrieblichen Leistungen, die finanziellen Verhältnisse und die Cashflows jeder der Gesellschaften wurden analysiert. Ihre Wettbewerbsvor- und -nachteile wurden in Anbetracht der Branchenbedingungen und allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse in Betracht gezogen. Von diesen Daten wurde die Information über die betrieblichen Leistungen der Gesellschaften in Tabelle 12 zusammengestellt.

Aus den Daten in Tabelle 12 wurden die operativen Multiplikatoren errechnet, die den Marktwert des investierten Kapitals, des EBIT, des EBITDA und des Umsatzes pro Aktie vergleichen und in Tabelle 13 zusammen mit den sich daraus ergebenden Durchschnitts- und Mittelwertmultiplikatoren der betrieblichen Kriterien dargestellt. Diese Multiplikatoren geben den Investorenkonsens hinsichtlich des Wertes der fünf Gesellschaften wieder und stellen eine Grundlage für die Auswahl der für Outdoors adäquaten Multiplikatoren auf der Basis dieser alternativen Investitionsmöglichkeiten dar.

Tabelle 12. Operative Leistung pro Aktie (in €)

	MVIC/Share	EBIT/Share	EBITDA/Share	Revenue/Share
A	19,85	1,12	1,32	15,27
B	5,32	1,62	2,83	17,73
C	61,05	9,63	11,70	88,48
D	13,69	1,58	1,93	11,80
E	28,03	4,92	5,73	63,70

Tabelle 13. Operative Multiplikatoren pro Aktie (in €)

	MVIC/EBIT	MVIC/EBITDA	MVIC/Revenue
A	17,66	15,07	1,30
B	3,29	1,88	0,30
C	6,34	5,22	0,69
D	8,67	7,10	1,16
E	5,70	4,89	0,44
Mittel	8,33	6,83	0,78
Durchschnitt	6,34	5,22	0,69

Outdoors' strategische Position und betriebliche Leistung werden denen der Vergleichsgesellschaften gegenübergestellt und dabei die an anderer Stelle beschriebenen verschiedenen Risikofaktoren berücksichtigt einschließlich der beschränkten Managementkapazität, der hohen Verschuldung, der starken Kundenbindung und der größeren sowie stärkeren Wettbewerber. Die Gegenüberstellung von Outdoors und der Vergleichsgesellschaften erfolgt in Tabelle 14.

Tabelle 14. Vergleich von Outdoors mit Vergleichsunternehmen

	Diskussion	Vergleich
Liquidität	Outdoors' Liquiditätskennziffern sind leicht über dem Industriedurchschnitt laut Tabelle 6. Outdoors Liquidität nahm ab während seine kurzfristigen Verbindlichkeiten im letzten Jahr gestiegen sind.	Leicht schwächer
Management der Aktiva	Outdoors' Gesamtaktiva, Forderungen, Vorräte und Sachanlagen liegen bezogen auf dem Umsatz auf einem deutlich höheren Niveau in Relation zu den Vergleichsunternehmen. Dies reflektiert eine spürbare Ineffizienz im Einsatz der Aktiva und reduziert stark den Cashflow für die Kapitalgeber.	Viel schwächer
Leverage	Outdoors' Verschuldung, obwohl stetig rückläufig in den letzten 5 Jahren in % der Gesamtaktiva, ist höher als bei 4 der Vergleichsgesellschaften.	Schwächer
Profitabilität	Outdoors' höhere Gewinnmargen kompensieren das schwächere Management der Aktiva etwas, so dass letztlich mit den anderen Unternehmen vergleichbare Gewinne generiert werden.	Durchschnittlich
Wachstum	Outdoors' jährliche Wachstumsrate in den letzten 5 Jahren ist geringer als bei 3 der Vergleichsunternehmen, aber sein geplantes langfristiges Wachstum ist ähnlich.	Durchschnittlich

Auf der Grundlage dieser Gegenüberstellung von Outdoors und der Vergleichsgesellschaften wurden die in Tabelle 15 gezeigten Multiplikatoren als für Outdoors unter Leistungs- und Risikokriterien im Vergleich zu den anderen Gesellschaften geeignet ausgewählt.

Tabelle 15. Berechnung des Wertes des investierten Kapitals durch Vergleich mit börsennotierten Gesellschaften

Verfahren	Normalisierte Betriebsergebnisse für Jahr 5	×	Wertmultiplikator	=	Geschätzter Wert des investierten Kapitals
MVIC / EBIT	7.650	×	5,00	=	38.250
MVIC / EBITDA	9.250	×	4,00	=	37.000
MVIC / Umsatz	75.200	×	0,50	=	37.600

Tabelle 16. Berechnung des Eigenkapitalwertes durch Vergleich mit börsennotierten Gesellschaften

Verfahren	Geschätzter Wert des investierten Kapitals	–	Marktwert der langfristigen Verbindlichkeiten	=	Geschätzter Eigenkapitalwert
MVIC / EBIT	38.250	–	16.300	=	21.950
MVIC / EBITDA	37.000	–	16.300	=	20.700
MVIC / Umsatz	37.600	–	16.300	=	21.300

Eigenkapitalwertschätzung der Vergleichsunternehmensmethode

Der Marktwert der langfristigen Schulden des Unternehmens wird in Tabelle 16 vom vorher ermittelten Wert des investierten Kapitals abgezogen um zu einem Eigenkapitalwert zu kommen, der – für den Marktwertansatz – auf € 21 Mio. gerundet wird.

Merger-and-Acquisition-Methode zur Berechnung des fairen Marktwerts auf „Stand-alone-Basis“

Auf der Suche nach Marktdaten wurde eine strategische Transaktion identifiziert, die für Vergleichszwecke in Betracht gezogen werden konnte. In dieser Transaktion, die sich im ersten Quartal des fünften Jahres ereignete, kaufte der X-Verlag den Y-Verlag, der eine Kette von 6 Lokalzeitungen mit elektronischen Dienstleistungen im Südwesten Deutschlands war. Der Y-Verlag war am Neuen Markt notiert und in dieser Transaktion bezahlte der X-Verlag ein Aufgeld von 72% über dem Börsenkurs des Y-Verlags vor der Akquisition. Die Transaktion, für die der X-Verlag eigene Aktien bezahlte, repräsentierte den neunfachen Faktor des prognostizierten EBITDA des der Y-Verlags. Über die letzten zehn Jahre hatte der X-Verlag mehrere solcher Akquisitionen von lokalen und regionalen Zeitungsketten getätigt, was Teil des langfristigen Konsolidierungstrends in der Zeitungsbranche war. Die weitere Analyse der Transaktion und anderer vom X-Verlag getätigter Investitionen führte zu der Erkenntnis, dass der bezahlte Preis und die daraus resultierenden Multiplikatoren für den X-Verlag einmalige Synergien reflektierte und deshalb keine zuverlässige Basis zur Wertermittlung von Outdoors war. Im Allgemeinen ist eine einzige Transaktion für Vergleichszwecke auch nicht ausreichend.

Methode des bereinigten Buchwerts

Um den fairen Marktwert von Outdoors als unabhängigem Unternehmen aus Sicht der Vermögensgegenstände der Gesellschaft ermitteln, könnte die Methode des bereinigten Buchwerts angewandt werden. Diese Methode, die von der Annahme der Wertrealisierung durch den Verkauf der materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände der Gesellschaft ausgeht, berücksichtigt üblicherweise nicht die allgemeinen immateriellen Vermögenswerte, die durch den Kundenstamm, den Ruf und andere

Goodwill-Faktoren begründet sind. Obwohl der allgemeine Goodwill durch die sog. Übergewinnmethode ermittelt werden kann, wird diese üblicherweise beim Kauf und Verkauf etwas größerer Unternehmen nicht eingesetzt. Dies ist eine Methode, die nur bei sehr kleinen Unternehmen wie etwa Freiberuflerpraxen sinnvoll ist.

Zusammenfassung und Schlussbemerkung zum fairen Marktwert auf „Stand-alone-Basis“

Die Resultate der Bewertungsvorgänge zur Berechnung von Outdoors' fairen Marktwert des Eigenkapitals werden in der Tabelle 17 zusammengefasst. Der faire Marktwert des Eigenkapitals wird mit € 20,1 Mio. beziffert, einschließlich der nichtbetriebsnotwendigen Vermögensgegenstände.

Berechnung des Investitionswertes

Die Berechnung des Investitionswertes verwendet die mehrperiodige Diskontierungsmethode und berücksichtigt die Synergien aus der Transaktion.

Risiko- und Werttreiber

Bei der Entwicklung des Diskontsatzes für das Eigenkapital und der durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten (WACC) im Falle von Outdoors müssen Bereinigungen der vormals in den Tabellen 8 und 9 ermittelten Sätze in Tabelle 18 gemacht werden. Da Magnamedia eine öffentlich gehandelte Mid-Cap-Gesellschaft ist, ist die Größenbereinigung für Magnamedia wesentlich geringer als für Outdoors. Außerdem können die meisten für Outdoors spezifischen Risikofaktoren eliminiert werden, wenn das Unternehmen als Abteilung von Magnamedia betrieben wird. Bei der Entwicklung des unternehmensspezifischen Risikoaufgeldes für Magnamedia wird das zusätzliche durch die Präsenz von gegenüber Outdoors deutlich größeren Wettbewerbern bedingte Risiko durch Magnamedias Größe und Marktstärke kompensiert. Weil jedoch Magnamedia keine nennenswerte Erfahrung im Markt von Outdoors besitzt, ist ein 1%iges Risikoaufgeld für den Einstieg in einem wenig bekanntes Marktterrain zu berücksichtigen. Magnamedias Finanzkraft eliminiert die Finanz- und Managementrisiken, die bei Outdoors als unabhängiges Geschäft bestehen.

Tabelle 17. Überprüfung der „standalone“-Wertindikationen und Anwendung der Abschläge/Aufgelder entsprechend der endgültige Meinung zum Unternehmenswert (in T€)

Bewertungsmethode	Zu bewertender Anteil	Wert	Basis	Anpassungen für Unterschiede nach Grad		Angepasst		Gewichteter Komponentenwert	
				Kontrolle	Vermarktbarkeit	Wert	Basis		
Kapitalisierung des Nettogewinns zu investiertem Kapital	100%	19.434	als ob frei gehandelt	0%	7%*	18.074	Kontrolle	60%	10.844
Vergleichbares Börsenunternehmen	100%	21.000	als ob frei gehandelt	0%	7%	19.530	Kontrolle	40%	7.812
<i>Fairer Marktwert eines 100% Anteils auf Kontroll- und Vermarktbarkeitsbasis</i>									
Plus nicht betriebsnotwendiges Vermögen									
<i>Fairer Marktwert eines 100% Anteils auf Kontroll- und Vermarktbarkeitsbasis</i>									
Geteilt durch die Anzahl der Anteile									
Fairer Marktwert je Anteil auf Kontroll- und Vermarktbarkeitsbasis									
								18.656	
								1.400	
								20.056	
								1.000	
								20,06	

* Der Abschlag für den Mangel an Vermarktbarkeit wird auf 7% geschätzt, was den Transaktionskosten für den Verkauf der Gesellschaft entspricht

Tabelle 18. Renditen anwendbar auf Netto-Cashflow aus Eigenkapital (zum Bewertungsstichtag)

	Komponente	Erhöhung	Satz
	Langfristiger Zinssatz ^a		6,00%
+	Eigenkapitalrisikoprämie ^b		7,50%
=	Durchschnittliche Marktrendite für Aktien von Großunternehmen		13,50%
+	Risikoprämie für Größe ^c		1,00%
=	Durchschnittliche Marktrendite angepasst auf Größe eines Mid-Cap-Unternehmens		14,50%
Unternehmensspezifische Risikoprämienanpassungen ^d			
+	Branchenrisiko	1,00%	
+	Finanzielles Risiko	0,00%	
+	Managementrisiko	0,00%	
+	Kundenbasis (Vertriebspotential)	-1,00%	0,00%
=	Netto-Cashflow-Rendite des Eigenkapitals ^e		14,50%

a Zwanzigjährige Bundesobligation.

b Die Eigenkapitalrisikoprämie wird angewandt, um das zusätzliche Risiko zu berücksichtigen, das mit einer Investition in Aktien von börsennotierten Großunternehmen verbunden ist im Vergleich zu einer zwanzigjährigen Bundesobligation.

c Die praktische Erfahrung zeigt, dass Outdoors' Größe eine Größenprämie von 1% rechtfertigt.

d Magnamedias Mangel an Erfahrung in diesem Markt steigert sein gesamtes Risikoprofil. Teil der Synergie aus dem Zusammenschluss ist, dass die folgenden Risikotreiber entweder gemindert oder eliminiert werden: Schmale Managementschicht und Outdoors' hohe Verschuldung. Omni kommt zum Schluss, dass das aus der wenig bedienten Kundenbasis resultierende Vertriebspotential das Risiko verringert.

e Dies ist ein Renditesatz oder Diskontsatz direkt anwendbar auf den Netto-Cashflow basierend auf der Rendite für Investoren vor Körperschaftsteuern ihrer Gesellschaften.

Obwohl Zweifel angebracht sind, ob Outdoors' ausgeprägte Kundentreue als Abteilung von Magnamedia beibehalten werden kann, fühlt sich Magnamedia vom sehr hohen unausgenutzten Kundenpotential angezogen. Während es Outdoors an der Erfahrung und den erforderlichen Ressourcen zur Nutzung des Vertriebspotentials mangelt, sieht dies Magnamedia als eindeutigen Synergievorteil, der das Risiko der Akquisition reduziert.

Der Eigenkapitaldiskontsatz von 14,5% aus Tabelle 18 wird mit Magnamedias Fremdkapitalkosten von 9% kombiniert auf der Basis von Magnamedias Marktwert des Fremd- und Eigenkapitals laut Tabelle 19 mit dem Ergebnis eines WACC-Diskontsatzes von 12,23% und eines WACC-Kapitalisierungssatzes von 8,23%.

Es sollte von einem Vergleich von Magnamedias WACC-Diskont von 12,23% in Tabelle 19 vs. Outdoors' von 17,97% aus Tabelle 9 klar werden, dass Outdoors' Betrieb wesentlich sicherer ist, wenn er in die Größe und Tiefe von Magnamedia eingebunden ist als wenn er unabhängig bleibt. Daher ist der erste zum Anstieg des Investitionswertes von Outdoors für Magnamedia gegenüber dem Stand-alone-Wert beitragende Faktor die Verringerung des Risikos.

Normalisierung, Synergien und Bereinigungsaspekte

Tabelle 20 zeigt die Normalisierungsanpassungen und die Berechnung des Netto-Cashflow aus investiertem Kapital prognostiziert für Magnamedias Akquisition von Outdoors.

Bergers Vergütung

Bergers über dem Markt liegende Vergütung von jährlich € 750.000 wird auf die gleiche Weise bereinigt wie in der Bewertung der Gesellschaft auf Stand-alone-Basis. Magnamedia befand, dass Outdoors' Management so dünn ist, dass eine marktmäßige Vergütung für einen Geschäftsführungsvorsitzenden erforderlich ist. Magnamedia war auch der Auffassung, dass Berger möglicherweise an Bord behalten werden sollte, um von seinen Spezialkenntnissen Gebrauch zu machen und sich von ihm beim Übergang assistieren zu lassen. Bei der Strukturierung dieser Transaktion bestand eine Option darin, Berger die über dem Markt liegende Vergütung

Tabelle 19. Durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten und Kapitalisierungssatz für Nettogewinn aus investiertem Kapital

<i>Anwendbare Sätze</i>			
Renditesatz anwendbar auf Nettogewinn (Tabelle 8) ^a	14,50 %		
Kosten des Fremdkapitals	9,00 %		
Steuersatz	40,00 %		
Kapitalstruktur (auf Basis von Magnamedias Marktwert) ^b :			
Fremdkapital	25,00 %		
Eigenkapital	75,00 %		
Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten und Umwandlung zum Kapitalisierungssatz			
<i>Komponente</i>	Nettosatz	Verhältniszahl ^c	WACC-Beitrag
Fremdkapitalrendite	5,40 %	0,25	1,35 %
Eigenkapitalrendite	14,50 %	0,75	10,88 %
WACC Rendite für Nettogewinn zu investiertem Kapital	12,23 %		
abzgl. Langfristig erzielbare Wachstumsrate ^d	-4,00 %		
Kapitalisierungssatz für Nettogewinn zu investiertem Kapital	8,23 %		

a Der Renditesatz anwendbar auf den prognostizierten Cashflow ist entnommen aus Tabelle 8.

b Magnamedias Mix aus Schulden und Eigenkapital wird von dessen Marktwerten von Schulden und Eigenkapital abgeleitet.

c Siehe oben.

d Siehe Buchtext.

e Der durchschnittlich gewichtete Kapitalisierungssatz ist anwendbar auf Netto-Cashflow zu investiertem Kapital, d. h. Netto-Cashflow einschließlich der Fremd- und Eigenkapitalrenditen.

zu bezahlen, wobei die Zahlungen für den Käufer eine von der Steuer abzugsfähige Aufwendung ist und der Kaufpreis um diese Zahlungen reduziert werden kann.

Bauers Vergütung

Keine Bereinigung für Bauers Kompensation wurde für erforderlich gehalten. Man ging zwar davon aus, dass er nach der Transaktion nicht mehr bei der Gesellschaft bleiben würde, dass aber einem geeigneten Ersatz eine entsprechendes Gehalt bezahlt werden müsse.

Marktrecherchen

Marktrecherchen sind von kritischer Bedeutung für Magnamedia, insbesondere weil man glaubt, dass man damit das ungenutzte Vertriebspotential in diesem Markt besser nutzen kann. Deshalb wird hier keine Bereinigung vorgenommen.

Die betrieblichen Vermögensgegenstände

Für diese Werte ist ebenfalls keine Bereinigung erforderlich, da Magnamedia sie nicht miterwerben möchte. Deshalb werden sie nicht als Kaufwerte gesehen, werden aber dennoch bei der Berechnung des gesamten Wertes des investierten Kapitals dazu addiert.

Beiratsvergütungen

Outdoors hat diesbezügliche Aufwendungen von jährlich € 40.000, die aber nach dem Kauf der Gesellschaft eliminiert werden.

Abfindungen

Magnamedia rechnet damit, dass € 800.000 an Abfindungen in beiden der folgenden zwei Jahre für entlassene Mitarbeiter anfallen werden.

Transaktionskosten

Magnamedia schätzt, dass Akquisitionskosten für Anwalt, Steuerberater und M&A-Intermediär in Höhe von € 1.800.000 aufzubringen sein werden.

Umsatzsteigerungen

Indem man von Magnamedias ausgezeichnete Customer Relationship Management Software, dem breiten Distributionssystem und der überlegenen Fähigkeit zum Generieren von Werbeeinnahmen Gebrauch macht, wird Outdoors' Umsatzwachstum im sechsten Jahr über der vor der Akquisition prognostizierten jährlichen Steigerung von 4% Vorsteuergewinn aus investiertem Kapital – dargestellt in der ersten Zeile der Tabelle 20 – diesen Gewinn um € 1 Mio. für die Jahre 7 bis 9 und € 400.000 pro Jahr für die Zeit danach erhöhen. Danach sollte Outdoors' Wachstum etwa dem jährlichen Branchenwachstum von jährlich 4% entsprechen.

Größenvorteile bei den Bezugsaufwendungen

Sobald die Investitionen im sechsten Jahr implementiert sind, werden die Bezugsaufwendungen sinken wie in der Tabelle 20 prognostiziert.

Einsparungen bei den Betriebsaufwendungen

Magnamedia wird sein breites Distributionssystem dazu nutzen, Outdoors' Betriebsaufwendungen im sechsten Jahr um € 200.000 zu kürzen, in den Jahren 7 bis 9 um € 400.000 und danach um € 100.000.

Abschreibungen

Die Abschreibungen werden den historischen Trends folgen mit Steigerungen entsprechend den Investitionen in den der Akquisition folgenden Jahre.

Investitionen

Magnamedia setzt die aktuellste Verlagstechnologie ein und besitzt überschüssige Kapazitäten, die teilweise für Outdoors' anfängliche Bedürfnisse eingesetzt werden. Da Berger fordert, dass die Produktion am Unternehmensstandort verbleibt, werden in den Jahren 6 und 7 substantielle Investitionen erforderlich sein, um Outdoors' Betrieb auf neuzeitliche Standards zu bringen. Danach werden sich die Investitionen entsprechend den Umsätzen entwickeln.

Working Capital

Es wird erwartet, dass das Working Capital wie in Tabelle 20 prognostiziert steigen wird, was in Einklang mit Magnamedias gegenwärtiger Leistung steht. Magnamedia erwartet keine nennenswerten Cashflows aus überhöhten Forderungen und Warenbeständen bei Outdoors. Langfristig wird das Working Capital entsprechend der antizipierten langfristigen Wachstumsrate zunehmen.

Mehrperiodige Diskontierung bei der Berechnung des Investitionswertes für Magnamedia

Unter Verwendung des prognostizierten Netto-Cashflow aus investiertem Kapital, das die Synergien und Cashflow-Bereinigungen reflektiert, errechnet sich der Investitionswert von 100% des investierten Kapitals und Eigenkapitals von Outdoors mit 50.110.000 bzw. 33.810.000, wie in Tabelle 20 dargestellt.

Tabelle 20. Maximaler Investitionswert von Outdoors investiertem Kapital (in T€)

	Jahr 6	Jahr 7	Jahr 8	Jahr 9	Endjahr
Normalisierter Vorsteuergewinn aus investiertem Kapital, um jährlich 4 % steigend entsprechend der Prognose auf Stand-alone-Basis	7.956	8.274	8.605	8.949	9.307
Synergien					
Bergers Übervergütung	750	750	750	750	750
Beiratsvergütungen	40	40	40	40	40
Abfindungen	-800	-800	0	0	0
Transaktionskosten	-1.800	0	0	0	0
Umsatzsteigerungen	0	1.000	1.000	1.000	400
Größenvorteile Bezugsaufwendungen	0	300	500	700	300

Tabelle 20 (Fortsetzung)

Einsparungen Betriebsaufwendungen	200	400	400	400	100
Gesamte Synergiebereinigungen	-1.610	1.690	2.690	3.190	1.590
Bereinigter Vorsteuergewinn aus investiertem Kapital	6.346	9.964	11.295	11.839	10.987
Steuern (40 %)	-2.538	-3.986	-4.518	-4.736	-4.359
Bereinigter Nettogewinn aus investiertem Kapital	3.808	5.978	6.777	7.103	6.538
Bereinigungen von Cashflow aus investiertem Kapital					
Abschreibungen	1.800	2.400	2.000	2.000	2.000
Investitionen	-6.500	-4.500	-4.000	-4.000	-2.400
Veränderungen WC	-100	-500	-550	-600	-650
Netto-Cashflow aus investiertem Kapital	-992	3.378	4.227	4.503	5.488
Kapitalisierungssatz anwendbar auf Endwert (Diskontsatz 12,23 % abzüglich langfristig haltbarer Wachstumsrate von 4 %)					÷8,23 %
Kapitalisierter Wert des Netto-Cashflows aus investiertem Kapitals im Endjahr					66.683
12,23 % Diskontierungsfaktor	0,9439	0,8411	0,7494	0,6678	0,6303
Gegenwartswert der prognostizierten Jahre und kapitalisierter Endwert	-936	2.841	3.168	3.007	42.030
Investitionswert des investierten Kapitals (aggregierte Gegenwartswerte)					50.110
Abzüglich: Marktwert der zinstragenden Verbindlichkeiten					-16.300
Investitionswert des Eigenkapitals					33.810
Abzüglich: Outdoors Eigenkapitalwert vor der Übernahme (Tabelle 17)					-18.656
Implizierte Wertsteigerung von Outdoors Eigenkapitalwert vor der Übernahme (maximaler Investitionswert)					15.154

Bewertungen am M&A-Markt für kleine und mittlere Unternehmen in den USA

Stallworth M. Larson

Einführung

Der Markt für kleine und mittlere (mittelgroße) Unternehmen in den USA kann nach der Art von Käufern von Unternehmen oder Dienstleistern für Mergers & Acquisitions Transaktionen beschrieben werden.

Sehr Kleine Unternehmen werden meistens an örtliche Käufer verkauft. Die Größe dieser Unternehmen beläuft sich in der Regel auf einen Wert von \$250.000,- bis \$2 Millionen. Diese sehr kleinen Unternehmen werden häufig auch als „Tante-Emma“-Läden bezeichnet und befinden sich vorwiegend im Eigentum einer einzigen Person. Sobald ein Eigentümer sein Unternehmen verkaufen möchte, steht ihm meistens ein Business Broker zur Seite, der normalerweise weder besonders qualifiziert noch sonderlich bewandert im Hinblick auf das Unternehmen und die Finanzwelt ist. Das Marketing- und Verkaufsverfahren eines Business Brokers ähnelt häufig dem eines Maklers für Wohnimmobilien.

Große Unternehmen werden in der Regel an andere große Unternehmen verkauft, die theoretisch irgendwo auf der Welt ihren Hauptfirmensitz haben können. Meistens werden jedoch große amerikanische Unternehmen an andere große Unternehmen in den USA verkauft. Große Unternehmen gehören in den USA vorwiegend anderen großen, die an der Börse zugelassen sind. Diese großen Verkäufer werden praktisch immer durch eine etablierte Investmentbank vertreten. Aufgrund der hohen Kostenstrukturen dieser Investmentbanken sowie ihrer allgemeinen Opportunitätskosten können sich diese es nicht leisten, Projekte zu übernehmen,

deren Transaktionswert unter \$100 Millionen liegt, es sei denn, sie übernehmen ein Projekt aus Gefälligkeit für einen großen Kunden. Unter diesen Umständen ist es für die Investmentbank nicht rentabel, einen ihrer besten Mitarbeiter für ein Projekt mit geringer Größe abzustellen, so dass dieses dann normalerweise von einem weniger qualifizierten Mitarbeiter übernommen wird. Bei sehr großen Transaktionen ist es üblich, dass auch das kaufende Unternehmen durch seine eigene Investmentbank vertreten wird.

Der M&A-Markt für mittelgroße Unternehmen besteht aus Betrieben, die sowohl für Käufer aus allen Staaten der USA als auch immer häufiger für Käufer aus der ganzen Welt interessant sein können. Diese Unternehmen haben im Allgemeinen einen Umsatz und/oder Wert von \$2 Millionen bis \$200 Millionen. Weit häufiger bewegen sich die Eckdaten aber eher zwischen \$10 Millionen und \$100 Millionen. In dieser Kategorie finden sich auch kleine Unternehmen wieder, deren Umsatz und/oder Wert unter \$2 Millionen liegt. Diese kleinen Unternehmen gelten als potentielle Zukäufe für die großen Unternehmen. Die mittelgroßen Unternehmen sind im Allgemeinen Gesellschaften mit geschlossenem Gesellschafterkreis. Dies bedeutet, dass diese Unternehmen lediglich einen oder einige private Gesellschafter haben und deshalb zum größten Teil nicht öffentlich gehandelt werden. 90% aller Unternehmen in den USA sind Gesellschaften mit geschlossenem Gesellschafterkreis, was heißt, dass in über 20 Millionen mittelgroßen Unternehmen der amerikanischen Wirtschaft zwei Drittel aller Steuerzahler beschäftigt sind, die nahezu 40% des Bruttosozialproduktes der USA erwirtschaften und mehr als die Hälfte der technischen Innovationen des Landes erbringen.

Mittelgroße Unternehmen werden im Allgemeinen von M&A-Intermediären repräsentiert, die meistens, aber nicht notwendigerweise, in der Nähe ihrer Kunden ansässig sind. Diese Intermediäre können sowohl Partner kleinerer Unternehmen sein als auch Einzelunternehmer. In den USA unterliegt das Qualifikationsniveau der Intermediäre erheblichen Schwankungen. Die genannten Faktoren sowie die persönliche Beziehung zwischen dem Intermediär und dem Kunden spielen in diesem Zusammenhang eine beträchtliche Rolle und beeinflussen die Entscheidung, wer letztendlich ein mittelgroßes Unternehmen auf dem M&A-Markt vertreten darf.

Mittelgroße Unternehmen, das heißt, Gesellschaften mit geschlossenem Gesellschafterkreis, unterscheiden sich in vielerlei Hinsicht sowohl von größeren als auch von börsennotierten Unternehmen. Diese Unterschiede wirken sich auf ihre Bewertung aus. Das bedeutet im Allgemeinen, dass mittelgroße Unternehmen nicht über die nötige Tiefe des Managements verfügen, um dem Unternehmen eine echte Nachhaltigkeit zu geben. Sie verfügen lediglich über eine kleine Produktpalette, weil sie ansonsten ein zu großes wirtschaftliches Risiko eingehen würden. Zudem konzentriert sich der Absatz lediglich auf einen oder einige wenige geografisch nahe liegende Märkte, so dass diese Unternehmen völlig dem Risiko der lokalen wirtschaftlichen Probleme ausgesetzt sind. Mittelgroße Unternehmen haben außerdem häufig eine hohe Kundenkonzentration, wodurch sie, falls ein Kunde eine alternative Lieferquelle finden sollte, zudem das erhöhte Risiko eines großen Absatzverlustes tragen oder sogar in Konkurs gehen müssen. Ein anderes potentiell Problem in diesem Zusammenhang wird in den USA „Sears-Syndrom“ genannt. Der Name leitet sich von dem großen amerikanischen Unternehmen Sears, Roebuck and Company ab. Das „Sears-Syndrom“ beschreibt eine Situation, in der ein Hauptkunde ein mittelgroßes Unternehmens so vereinnahmt hat, dass dieses derart von seinem Hauptkunden abhängig ist, dass es seinen gesamten Einfluss und seine Verhandlungsmacht in Bezug auf Preise und sonstige Bedingungen verloren hat.

Mittelgroßen Unternehmen fehlt auch oft eine Diversifikation im Hinblick auf ihre Investitionen. Das heißt, dass sie zu viel oder alles auf eine Karte gesetzt haben, ohne sich durch gut sortierte Portefeuille-Investitionen gegen die Risiken abgesichert zu haben, die in jedem Produkt, jedem Unternehmen und jeder Branche stecken. Ein weiteres Problem, mit dem sich mittelgroße Unternehmen konfrontiert sehen, liegt darin, dass es ihre älter werdenden Besitzer aufgrund ihrer Trägheit oder ihrer Kapitalschwäche versäumen, regelmäßig notwendige Verbesserungen im Unternehmen, den Maschinen und dem Equipment vorzunehmen, um konkurrenzfähig und profitabel zu bleiben. Damit ist auch verbunden, dass Besitzer mittelgroßer Unternehmen nahezu keinen Zugang zu neuem Eigenkapital haben, mit denen sie ihr Geschäft erweitern oder vergrößern könnten, um so ihre Konkurrenzfähigkeit zu erhalten oder Vorteile gegenüber der Konkurrenz zu schaffen.

Kurz gesagt, die Risiken in einem mittelgroßen Unternehmen sind erheblich höher als die eines großen, börsennotierten Unternehmens und darüber hinaus meistens höher als die Risiken eines kleinen etablierten Unternehmens. Alle diese zusätzlichen Risiken nehmen einen dramatischen Einfluss auf die Bewertung eines mittelgroßen Unternehmens, wenn es mit einem großen oder speziell mit einem börsennotierten Unternehmen verglichen wird. Bei einem Vergleich mit kleinen Unternehmen besitzen mittelgroße Unternehmen bessere Wachstumschancen, die ihre Bewertung in diesem Fall positiv beeinflussen.

Mittelgroße, kleine und große Unternehmen gibt es in den USA in unterschiedlichen Rechtsformen. Das sind reguläre C-Corporations, S-Corporations, Partnerships, Limited Liability Companies (LLCs), Limited Partnerships, Proprietorships, Holding/Investment Companies und Joint Ventures. Die Rechtsform einer Organisation kann deren Wert beeinflussen, ist jedoch kein typisches Bewertungskriterium.

Unternehmensbewertung in den USA

Einfach ausgedrückt, ist die Bewertung in den Vereinigten Staaten ein Werkzeug zum Interessensausgleich von Parteien mit konträren Interessen oder ein Mittel zur Formulierung einer Position, die die Argumente einer Gegenpartei mit unterschiedlichen Zielen und Vorgehensweisen entkräftet. Beispiele des Ersteren umfasst Fragen, die im Zusammenhang mit dem M&A-Markt stehen. Beispiele zum Letzteren schließen Dispute mit der Finanzbehörde (Internal Revenue Service) um Nachlass- oder Schenkungssteuern ein, ebenso wie die gesetzlich vorgeschriebene Bewertung bei Aktienerwerbsplänen der Arbeitnehmer (Employee Stock Ownership Programs – ESOPs) oder das Bedürfnis des Managements und/oder des Board of Directors, sich bei Geschäften auf dem M&A-Markt vor der möglichen Konkurrenz und möglichen Klagen durch verstimnte Gesellschafter in Bezug auf die Angemessenheit eines Transaktionswertes zu schützen. Im letzten Fall wird ein Fairness-Gutachten erstellt. Im Folgenden werden Sie sehen, dass ein Fairness-Gutachten nicht immer in allen Punkten einer Bewertung entspricht.

Die Definition einer Unternehmensbewertung der American Society of Appraisers lautet: „Das Verfahren, das zu einer Meinung zum Unternehmenswert oder einer Wertbestimmung für ein Unternehmen oder einen Unternehmensanteil führt“ . Diese Definition impliziert die derzeitige Praxis, dass sich die Bewertung auf ein bestehendes und in Betrieb befindliches Unternehmen bezieht und nicht auf den Liquidationswert eines Unternehmens. Die beiden amerikanischen Begriffe „Business Appraisal“ und „Business Valuation“ werden in diesem Zusammenhang oft alternierend verwendet. Genau genommen ist die Bewertung das Ergebnis des Bewertungsverfahrens. Der Bewerter sollte unabhängig sein und sowohl die Elemente des Unternehmens hervorheben können, die den Wert des Unternehmens steigern, als auch die Elemente, die den Wert mindern.

In den USA ist die Unternehmensbewertung ein Prozess mit vielen Facetten, bei dem zuerst eine innerbetriebliche Analyse sowie eine Risiko- beurteilung anhand der Geschichte, der Geschäftstrends und -vorgänge, der Unternehmensprodukte und -dienstleistungen sowie der allgemeinen Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken vorgenommen wird. Darauf folgt eine externe Analyse und Risikobeurteilung, durch die der aktuelle Zustand der allgemeinen Konjunktur und der Branche des jeweiligen Geschäftsfelds besonders in Zusammenhang mit Wettbewerbs- und Regulierungsbedingungen beurteilt wird. Danach werden die Bilanzen der vergangenen Jahre analysiert und Bereinigungen um außergewöhnliche und betriebsfremde Erträge und Aufwendungen vorgenommen sowie Positionen wie beispielsweise der Unternehmerlohn an die Marktverhältnisse angeglichen. Desgleichen werden in diesem Prozess Bilanzpositionen an den Marktwert angepasst, falls dies notwendig erscheint. Anschließend entscheidet der Bewerter, welcher Bewertungsansatz unter den verschiedenen weiter unten beschriebenen Ansätzen der geeignete ist und gelangt nach reiflicher Überlegung zu einem endgültigen Wert, unter Berücksichtigung angemessener Abzüge für Anteile in Fremdbesitz und fehlende Vermarktbarkeit oder unter Berücksichtigung von Aufschlägen, wie später noch erläutert werden wird. Im letzten Schritt kommt es zur Anwendung eines so genannten „Sanity Tests“ (Check). Hier wird überprüft, ob das Ergebnis beziehungsweise das Gutachten logisch und vernünftig ist.

In einer Bewertung finden die folgenden, typischen Faktoren Beachtung:

1. Wie oft konnte das Unternehmen in jüngster Zeit seine Preise erhöhen und wie sieht es mit der Möglichkeit zu Preiserhöhungen in der Zukunft aus?
2. Wie ist es um Nachhaltigkeit der Kundenbeziehungen bestellt und hat der einzelne Kunde seinen Umsatzanteil erhöht oder nicht?
3. Hat das Unternehmen feste Vereinbarungen mit seinen Kunden und/oder Zulieferern (falls dies zutrifft, ist festzustellen, um welche Art Vereinbarung es sich handelt und welche Punkte welche Partei begünstigen oder ob es weitere spezielle Leistungen für besondere Kunden gibt)?
4. Kann das Unternehmen regelmäßig neue Kunden akquirieren oder verliert es Kunden?
5. Welchen Mehrwert generieren die Produkte?
6. Welche Unterscheidungsmerkmale gegenüber der Konkurrenz sind hervorzuheben?
7. Wie vergleichen sich Produktpreise und -qualitäten mit der Konkurrenz?
8. Wie und in welchem Ausmaß stellen sich die Zugangsbeschränkungen für potentielle neue Konkurrenten dar?
9. Gewährt das Unternehmen Produktgarantien oder unterliegt es Produkthaftungen und
10. Wie sind die internen und externen Kräfte beschaffen, die auf das Geschäft einwirken und was lassen diese internen und externen Kräfte im Hinblick auf die Risiken und zukünftigen Risiken sowie Chancen für das Unternehmen erkennen? Neben diesen kritischen Punkten wird sich der Bewerter auch die möglichen Potentiale ansehen, um zum Bewertungsergebnis zu gelangen.

Gründe für die Bewertung mittelgroßer Unternehmen in den USA

Der Bedarf einer Bewertung eines mittelgroßen Unternehmens in den USA ergibt sich nur gelegentlich. Da Anteile mittlerer Unternehmen in den USA nicht öffentlich gehandelt werden (was ihren Marktwert jeden Tag dokumentieren würde), erfordert die Bestimmung des Wertes eines mittleren Unternehmens ein Gutachten und die Verständigung der Interessenparteien auf einen ausgehandelten Wert. Für die Eigentümer und Manager mittlerer Unternehmen ist eine tägliche Bewertung ihres Unternehmens nicht notwendig. In der Tat werden große, öffentlich gehandelte Unternehmen ständig im Hinblick darauf kritisiert, dass ihre Manager sich zu sehr mit den Schwankungen der aktuellen Aktienkurse des Unternehmens beschäftigen anstatt ihr Geschäft im Hinblick auf langfristiges Wachstum und eine entsprechende Maximierung des Stock Holder Value auszurichten.

Es gibt drei Kategorien von Anlässen für Unternehmensbewertungen in den USA. In der ersten Kategorie geht es darum, die Bedingungen und Forderungen der Behörden wie etwa der Finanzbehörde für die Festsetzung der Nachlass- und Schenkungssteuer zu erfüllen. In der zweiten Kategorie geht es um die verschiedenen Bedürfnisse der Unternehmenseigentümer im Zusammenhang mit internen Fragen wie beispielsweise bei der Umsetzung eines „Buy-Sell-Agreements“. In der dritten Kategorie geht es um den Verkauf eines Unternehmens oder von Unternehmensanteilen. Dies kann eine Bewertung für eine Entscheidung sein, ob ein Unternehmen heute auf dem freien Markt verkauft werden soll oder nicht, oder ob es sich bei einem aktuellen Angebot um einen fairen Preis handelt. Die Bewertung im Hinblick auf einen Verkauf unterscheidet sich von einer Bewertung, die bei der Finanzbehörde oder einem Gericht eingereicht wird. Im ersten Fall handelt es sich um ein Verhandlungswerkzeug, während es sich im zweiten Fall eher um die Darlegung einer Position handelt, die von einem qualifizierten Schätzer mit einer geeigneten Methode gerechtfertigt werden muss.

Ein Fairness-Gutachten, mit dem eine Investmentbank den Preis bei einer Fusion oder einer Übernahme gegen eine Gebühr prüft, kann als eine weitere Variante der oben erwähnten dritten Kategorie angesehen werden. Bei diesem Fairness-Gutachten wird davon ausgegangen, dass sowohl der

Preis als auch die einzelnen Bedingungen ausgehandelt worden sind, aber es noch nicht zu einem Abschluss gekommen ist. Ein Fairness-Gutachten unterstützt das Management und die Führungsspitze eines Unternehmens bei der Entscheidungsfindung hinsichtlich einer bestimmten Transaktion und stattet sie mit einem Werkzeug aus, sich gegen ungerechtfertigte Ansprüche von verstimmtten Aktionären und anderen Interessenparteien zu schützen.

Obwohl es keine verbindlichen Regeln gibt, wann ein Fairness-Gutachten erstellt werden sollte, sind sie in einer ganzen Reihe von Situationen wünschenswert. Ein derartiges Gutachten kommt am häufigsten bei einer Fusion oder beim Verkauf eines Unternehmens zur Anwendung. Bei diesen Transaktionen wird das Fairness-Gutachten als unentbehrlicher Beweis für die nötige Sorgfalt des Verkäufers angesehen. Für die meisten Transaktionen gibt es Alternativen oder man kann sich Alternativen vorstellen. Bestimmte Gruppen unter den Aktionären gehen bestimmt davon aus, dass eine oder mehrere dieser Alternativen der geplanten Transaktion vorzuziehen sind. In einer derartigen Situation kann ein Fairness-Gutachten dafür sorgen, dass Missverständnisse vermieden werden, die während einer kritischen Phase zu Unstimmigkeiten der Aktionäre untereinander führen können. Fairness-Gutachten können auch dafür Sorge tragen, dass keine Meinungsverschiedenheiten in Situationen aufkommen, in denen die Vermutung besteht, dass Insider des Unternehmens sich selbst auf Kosten der Minderheitsaktionäre bereichern könnten. Sollte sich ein Unternehmen in letzter Zeit finanziell schlecht entwickelt haben, kann sich durch ein Fairness-Gutachten herausstellen, dass es besser ist, das Unternehmen erst zu einem späteren Zeitpunkt – etwa nach einer Trendwende – zu verkaufen, als es heute zu einem niedrigen Wert abzugeben.

Die Rolle der Bewertung beim Kauf und Verkauf von Unternehmen

In den USA hat der M&A-Markt die Funktion und den Zweck, Verkäufern und Käufern eine Plattform zur Verfügung zu stellen, auf der ihnen die Möglichkeit geboten wird, Anteile an in Privatbesitz befindlichen Unternehmen auszutauschen. Im Gegensatz zum etablierten Börsenhandel erscheint der Käufer- und Verkäufermarkt für mittelgroße Unternehmen in

den USA unorganisiert und ineffizient. Es gibt keine verbindlichen Richtlinien für den M&A-Markt im Hinblick darauf, was ein spezielles Unternehmen wert ist. Es wird versucht, diese Informationslücke mit Bewertungen im Einzelfall zu schließen. Ein Unternehmer gibt beispielsweise eine Bewertung in Auftrag, um feststellen zu können, ob der Verkaufspreis, den er auf dem freien Markt erzielen könnte, ausreicht, um zu einer Verkaufsentscheidung zu gelangen oder es ratsam ist, den Verkauf aufzuschieben. Im Gegensatz dazu setzt eine Käuferentscheidung eine Investitionsanalyse voraus, die dem Käufer sein oberstes Preislimit anzeigt. Die Höhe dieses Wertes muss so bestimmt sein, dass der Käufer eine Mindestrendite aus der Übernahme erzielen kann, die aufgrund der Prognosen zum künftigen Unternehmenswachstum und des Risikoprofils zu erwarten ist. In den meisten M&A-Transaktionen werden jedoch keine Bewertungen gemacht.

Wie an anderer Stelle erwähnt, impliziert der Begriff des fairen Marktwerts eine Verkaufs-/Kauf-Transaktion mit Barmitteln. In diesem Zusammenhang sollte darauf hingewiesen werden, dass im mittleren M&A-Markt die meisten Käufer eher nur eine Anzahlung leisten können (und dann ein übernommenes Unternehmen so erfolgreich zu führen versuchen, dass sie die Übernahmeschulden bedienen können), als dass sie in der Lage wären, einen Barscheck über die Gesamtsumme auszustellen. Bei den meisten mittleren M&A-Transaktionen wird diese Übernahmeschuld im Wesentlichen, wenn nicht sogar ausschließlich durch den Verkäufer ermöglicht und ist unter dem Begriff Verkäuferfinanzierung bekannt. Die Bereitschaft eines Verkäufers zu einer Verkäuferfinanzierung erhöht die Nachfrage nach seinem Unternehmen, wodurch er im Allgemeinen einen höheren Preis erzielen und das Unternehmen innerhalb einer kürzeren Zeit verkaufen kann. Ein anderer wichtiger Faktor in diesem Zusammenhang besteht im unterschiedlichen Risiko/Ertrag-Verhältnis einer Barzahlung gegenüber einer Verkäuferfinanzierung. Eine Barzahlung bedeutet für den Verkäufer das geringste Risiko, da er sofort den gesamten Geldbetrag erhält. Im Gegensatz dazu stellt die Barzahlung des Preises für den Käufer das höchste Risiko dar. Dadurch verliert er nämlich einen nicht unerheblichen Grad an Einfluss auf den Verkäufer, falls es nach dem Verkauf zu Streitigkeiten im Hinblick auf Zusicherungen und Gewährleistungen kommt. Diese Fakten beeinflussen die Werte unabhängig von irgendeinem in diesem Zusammenhang erstellten Wertgutachten. Mit anderen Worten bedeutet dies, dass in einer mittelgroßen M&A-Situation der Unternehmenswert wesentlich

von der Effektivität der Vermarktung des zu verkaufenden Unternehmens an möglichst den gesamten Käufermarkt und vom Verhandlungsgeschick der Parteien abhängt.

Unterschiedliche Ansätze einer Bewertung

In den USA werden die anerkannten Bewertungsansätze in drei Kategorien unterteilt. Bewertungsspezialisten vertreten die Ansicht, dass eine bestimmte Bewertungstechnik, die für ein bestimmtes Unternehmen zu einer bestimmten Zeit angemessen ist, für dieses Unternehmen zu einem anderen Zeitpunkt oder überhaupt für ein anderes Unternehmen zu irgendeiner Zeit nicht mehr anwendbar ist. Die erste Kategorie der Bewertungsansätze ist bekannt als der Substanzwertansatz. Dieser umfasst wiederum drei verschiedene untergeordnete Ansätze, die als Buchwert, bereinigter Buchwert und Liquidationswert bekannt sind. In der zweiten Kategorie geht es um den Marktwertansatz. Dieser Ansatz benutzt Vergleichskennzahlen ähnlicher Unternehmen wie die Relation von Preis zu Gewinn, Vorsteuergewinn, Cashflow und Buchwert. Die dritte Kategorie wird als Ertragswertansatz bezeichnet und schließt die Methoden der Gewinnkapitalisierung, des Übergewinns und der Diskontierung zukünftiger Gewinne oder Cashflows ein.

Zu diesen Ansätzen muss Folgendes angemerkt werden. Ein Substanzwertansatz ist im Grunde keine Bewertung nach der Going-Concern-Prämisse, da dieser Ansatz die Unternehmensprognosen für die Zukunft nicht berücksichtigt. Eigentlich handelt es sich hierbei um eine Bewertung im Hinblick auf eine freiwillige Liquidation. Der Buchwert eines Unternehmens hat ebenfalls nur wenig oder gar nichts mit einem angemessenen Wert zu tun, besonders dann nicht, wenn es sich um ein mittleres Unternehmen handelt, bei dem nicht streng an allgemein gültigen Bilanzierungsvorschriften festgehalten wird.

Bei den marktbasieren Ansätzen, die aufgrund von Vergleichszahlen zustande kommen, fehlt diese Vergleichbarkeit auf dem Markt für mittlere Unternehmen. Es gestaltet sich als sehr schwierig, wenn nicht sogar unmöglich, ähnliche Unternehmen zu finden, die in jüngster Zeit verkauft wurden. Falls sich ein Unternehmen findet, ist der Transaktionspreis oft

geheim, und falls er bekannt ist, ist der echte wirtschaftliche Verkaufspreis wahrscheinlich eine Kombination aus Bargeldern, Dienstleistungsverträgen und Vertragsabreden, die nicht verglichen werden können. Weiterhin spielen andere Faktoren eine Rolle, aufgrund derer es schwierig ist, den Wert einer derartigen Transaktion zu bestimmen und mit anderen zu vergleichen. Trotzdem gibt es in den USA verschiedene Veröffentlichungen zu Verkaufsabschlüssen mittlerer Unternehmen, die vorgeben, wichtige, wenn nicht sogar notwendige Informationen unter Berücksichtigung der marktbasierenden Ansätze für die Bewertung eines Unternehmens zu geben. Die Zuverlässigkeit dieser Veröffentlichungen ist eher fragwürdig und ihre Verbindung zu aktuellen Marktkonditionen nicht immer nachvollziehbar. Darüber hinaus lassen diese veröffentlichten Daten ziemlich sicher eine gewisse Einheitlichkeit vermissen, da sie von vielen unterschiedlichen Einzelpersonen aus nicht nachgewiesenen Quellen zusammengetragen werden, von denen die meisten als M&A-Intermediären bei den Verkäufen tätig waren. Obwohl diese Intermediäre der Meinung sind, dass sie ihre Daten korrekt weitergegeben haben, trifft dies nicht in jedem Fall zu.

Die Übergewinnmethode, die als eine Methode des Ertragswertansatzes zitiert wird, wurde 1920 vom Finanzministerium der USA verabschiedet, um die während der Prohibition entstandenen Verluste der Brauer und Destillateure berechnen zu können. Sie wurde 1968 von der Bundessteuerbehörde weiter sanktioniert. Trotzdem ist sie weder mit der ökonomischen Realität noch mit der Marktrealität in Verbindung zu bringen. Mit dieser Methode wird versucht, ein Unternehmen aufgrund der Vermögenswerte zu bewerten, die für den Betrieb des Unternehmens notwendig sind, sowie aufgrund einer angemessenen Prämie, wenn das Unternehmen besonders profitabel ist.

Die am häufigsten verwendete Methode zur Bestimmung des Marktwertes einer Gesellschaft mit geschlossenem Gesellschafterkreis erfolgt im Rahmen des Ertragswertansatzes. Damit wird der Zeitwert aller zukünftigen Gewinne geschätzt, die aus dem Besitz eines Unternehmens resultieren. Dieser Ansatz gilt als der theoretisch akkurateste, da durch ihn die zu erwartenden zukünftigen Gewinne ermittelt werden, an denen sich dann der Eigentümer des Unternehmens erfreuen kann. Dazu gehören sowohl die Unternehmenserträge in bar als auch alle anderen Erträge sowie der angenommene Restwert des Unternehmens zu einem bestimmten Zeitpunkt in

der Zukunft. Der aktuelle Wert der zu erwartenden zukünftigen Gewinne und der Restwert werden daraufhin mittels eines angemessenen Diskontsatzes berechnet und zusammengezählt. Am häufigsten wird der Cashflow als Ertragsgröße benutzt. Diese Methode wird Discounted-Cashflow- oder DCF-Methode genannt.

Es gibt drei maßgebliche Variable bei der Bewertung mit der DCF-Methode. Es sind dies die Volumina der Cashflows, die künftig generiert werden, die Terminierung des Eingangs dieser Cashflows und die Höhe des mit der Realisation der Cashflows zusammenhängenden Risikos. Alternativ heißt es, dass in allen DCF-Analysen drei Größen berücksichtigt werden – die aktuellen Cashflows, die zu erwartende Wachstumsrate sowie der Diskontsatz, der zur Diskontierung auf den Gegenwartswert benötigt wird. Wie bereits weiter oben erwähnt, synthetisiert die DCF-Analyse diese Variablen durch die Berechnung des aktuellen Gesamtwerts der zukünftigen Cashflows und des Restwerts.

Der DCF-Ansatz erfordert eine Vielzahl signifikanter Voraussetzungen. Für die ersten beiden Variablen sind Personen erforderlich, die entscheiden, auswählen oder Prognosen dazu abgeben, welche Cashflows durch das Unternehmen in einer vorher bestimmten, künftigen Zeitspanne generiert werden. Anschließend bestimmen diese Personen dann einen Restwert, der in der Analyse verwendet wird. Dann muss ein Diskontsatz ausgewählt werden, mit dem der aktuelle Wert der geplanten künftigen Cashflows sowie des Endwerts errechnet werden.

Der für die Analyse ausgewählte Diskontsatz ist für das Ergebnis genauso entscheidend wie die vielen Annahmen, die der Planung und der Bestimmung des Restwertes unterliegen, wenn nicht sogar entscheidender. Selbst die bereits weiter oben erwähnten Regeln der Bundessteuerbehörde bestätigen, dass die Bestimmung des richtigen Diskontsatzes zu den schwierigsten Teilen einer Bewertung gehört. Es gibt verschiedene Auffassungen zur Auswahl des Diskontsatzes. Einige Analytiker sind der Meinung, dass der Diskontsatz den eigenen Kapitalkosten des Käufers entsprechen sollte. Darunter sind etliche der Auffassung, dass der Diskontsatz den gemischten beziehungsweise gewichteten Kosten nach Steuern von Fremd- wie Eigenkapital entsprechen sollte. Wieder andere verstehen unter dem Diskontsatz lediglich die gewichteten Kosten nach Steuern des speziellen Kapitals, das

für den Kauf eingesetzt wird. Eine weitere Gruppe vertritt die Meinung, dass der Diskontsatz den Opportunitätskosten entspricht, die für den Käufer entstehen, wenn er den Kauf tätigt. Hierbei handelt es sich um die Mindestrendite, die der Käufer bei seiner nächstbesten Investitionsmöglichkeit in Anbetracht der Risikoprofils, erwarten kann. Der dritte Ansatz zur Auswahl eines Diskontsatzes besteht darin, ihn von einem risikofreien Zinssatz ausgehend, stufenweise aufzubauen. Früher war es üblich, die über einen Zeitraum von 30 Jahren laufenden amerikanischen Staatsschuldverschreibungen als entsprechendes Surrogat für einen risikofreien Zinssatz zu nutzen. Da diese Schuldverschreibungen heute nicht mehr ausgegeben werden, wird immer häufiger der Zinssatz der über einen Zeitraum von 10 Jahren laufenden amerikanischen Papieren verwendet. Zu diesem als risikofrei geltenden Zinssatz fügt der Analytiker weitere dem jeweiligen Risikofaktor entsprechende Aufschläge hinzu.

Es stellt sich zudem die Frage, welche Cashflows in der DCF-Analyse zur Anwendung kommen sollten. Idealerweise werden nur die so genannten freien Cashflows verwendet. Mit freiem Cashflow ist der Cashflow gemeint, der von einem Unternehmen nach Abzug aller in der gegenständlichen Zeitspanne fälligen Verpflichtungen generiert wird. Diese Verpflichtungen beinhalten die Betriebsaufwendungen des Unternehmens, die Aufwendungen für den Schuldendienst (Zinsen und Tilgung), die Steuerschulden sowie den Kapitalbedarf für die in diesem Zeitraum zur Erzielung der geplanten Umsätze notwendigen Investitionen. Da der freie Cashflow eine Zahl nach Abzug der Steuern darstellt, muss eine Prognose gemacht werden, in welcher Höhe Steuern in Zukunft anfallen werden. Zudem stellt sich die Frage, ob ein nominaler oder ein realer Cashflow (real: nach Abzug der Inflation) verwendet werden soll, Um alle diese Fragen zu vereinfachen, werden der Ertrag vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisation oder EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) meist stellvertretend für einen freien Cashflow im Rahmen einer DCF-Analyse benutzt.

Obwohl ein Unternehmen sowohl dem Geschäftsrisiko als auch dem finanziellen Risiko ausgesetzt ist, finden, da die Verwendung von EBITDA auf schuldenfreier Basis erfolgt, lediglich die Geschäftsrisiken bei der Wahl der Diskontsätze oder Prämien in einer DCF-Analyse Berücksichtigung. Der auf dem mittleren Markt am häufigsten angewandte Diskontsatz

berücksichtigt die fehlende Liquidität und Vermarktbarkeit, da es sich bei den entsprechenden Unternehmen, wie bereits weiter oben erwähnt, meistens um Gesellschaften mit geschlossenem Gesellschafterkreis dreht, die nicht frei gehandelt werden. Einige Praktiker verwenden die Kosten eines Börsengangs stellvertretend für den Abschlag der fehlenden Vermarktbarkeit. Diese Kosten schließen die Provision für die Übernahme der Aktienemission, die Rechts-, Buchführungs- und Druckkosten sowie die Kosten des zeitlichen Engagements des Topmanagements für die Verhandlung und Durchführung einer erfolgreichen Erstemission ein. Im Falle einer Nachlass- oder Schenkungssteuer ist der Abschlag für fehlende Kontrolle ein Schlüsselement bei der Bewertung. Dies spielt in den M&A-Transaktionen keine bedeutende Rolle, da hier typischerweise 100% des Unternehmens verkauft werden.

Ein anderer Abschlag wird gemacht für die Schlüsselperson des Unternehmens gemacht. Viele mittlere Unternehmen sind von einer einzigen Person abhängig. Diese Person hält enge Kontakte zu den Kunden und Zulieferern des Unternehmens sowie zu den Angestellten. Der Name der Person, seine Reputation sowie sein Goodwill in der Branche können ebenfalls vorteilhaft für das Unternehmen sein. Zudem ist es in mittleren Unternehmen oft der Fall, dass es an fachkundigen Managern in der zweiten Reihe fehlt, so dass die Schlüsselperson nur sehr schwer zu ersetzen ist, wenn sie aus dem Unternehmen ausscheidet. Ein Ausfall dieser Schlüsselperson führt in einem Unternehmen zu erheblichen Kosten, da wichtige Kenntnisse über das Unternehmen und die Absatzmärkte sowie die Unternehmensführung verloren gehen. Andere Faktoren, die den Wert eines Unternehmens ebenfalls beeinflussen können, sind beispielsweise eine Produkt- oder Kundenkonzentration, ob es sich um Markenprodukte oder namenlose Gebrauchsartikel handelt, ob Forschung und Entwicklung zur Beibehaltung der Konkurrenzfähigkeit ausreichen, ob ein geringer oder großer Marktanteil gehalten wird und ob das Unternehmen in der Branche gut oder schlecht positioniert ist. Eine Rolle spielen auch die Vermögensbasis einschließlich der Betriebsanlage und der Betriebsausstattung im Vergleich zur Konkurrenz oder zu potentiellen neuen Mitstreitern und die Fähigkeit des Unternehmens, gute Angestellte für sich zu gewinnen und zu halten.

Wenn Abschläge auf einen abgeleiteten Wert angewandt werden, wird multipliziert und nicht addiert. Würde es beispielsweise für fehlende Marktfähigkeit oder Liquidität einen Abschlag von 25% geben und einen Abschlag von 20% für das Schlüsselpersonrisiko, dann ergäbe sich ein kumulativer Abschlag von $1 - ((1 - 25\%) \times (1 - 20\%)) = 40\%$ und nicht $25\% + 20\% = 45\%$. Wenn sich in diesem Fall der abgeleitete Wert des Unternehmens auf \$ 10 Millionen beläuft, dann würde die bereinigte Bewertung unter Berücksichtigung dieser Abschläge \$ 6 Millionen ausmachen. Wenn andererseits ein Diskontsatz oder Eigenkapitalkosten im Rahmen der Build-Up-Methodik ausgewählt werden, ist das Verfahren additiv. Beträgt also beispielsweise der risikofreie Satz (Rendite von 10 Jahre laufenden amerikanischen Schuldverschreibungen) 4% und die Risikoprämie des Eigenkapitals 5% (weil in der Vergangenheit Aktien im Vergleich zu Schuldverschreibungen höher rentierten) ergäbe sich ein risikobereinigter Diskontsatz von $4\% + 5\% = 9\%$.

Restwerte für DCF-Analysen werden meistens durch die Verwendung der Kapitalisierungsmethode errechnet. Das so genannte „Gordon Growth Model“ ist die am weitesten verbreitete Methode zur Kapitalisierung in den USA.

Es wird in den USA eine noch gröbere Vereinfachung auf dem mittleren Markt praktiziert. Sie besteht schlichtweg darin, das vergangene oder aktuelle EBITDA zu kapitalisieren. Diese vereinfachte Verwendung begründet sich auf der Annahme, dass die Zukunft nicht genau vorhersehbar ist, aus der Vergangenheit jedoch bestimmte Faktoren ableitbar sind. Wenn vergangener EBITDA kapitalisiert wird, dann ist dies meistens entweder der des letzten Geschäftsjahres, der der vergangenen zwölf Monate oder ein gewichteter Durchschnittswert mehrerer vergangener Jahre. Wenn die Branche des Unternehmens konjunkturabhängig ist, sollte die zeitliche Periode lang genug gewählt werden, um die Hochs und Tiefs in einem früheren Zyklus ausgleichen zu können. Durch diese Vereinfachungsmethode entfallen die vielen Annahmen, die zu einer DCF-Analyse gehören. Die Verwendung der Vereinfachungsmethode geschieht, wie bereits weiter oben erwähnt, aus der Überzeugung, dass viele Annahmen notgedrungen ungenau sein müssen und die daraus resultierenden Vorausplanungen bestenfalls spekulativen Charakter haben.

Es existiert auf dem mittleren Markt in den USA noch ein weiterer vereinfachter Ansatz zur Bewertung. Hierbei handelt es sich wiederum um die Nutzung von meist EBITDA-Faktoren. Dies ist in gewisser Hinsicht eine Kombination des Ertragswertansatzes mit einem Marktwertansatz, in dem EBITDA-Faktoren auf ein bestehendes Unternehmen angewendet werden in Abhängigkeit von der Beurteilung der relativen Stärken und Schwächen des Unternehmens durch den Analysten verglichen mit einem typischen Unternehmen. Im Grunde ist dieser Multiplikator der reziproke Wert eines angenommenen Kapitalisierungssatzes, der auf historische oder prognostizierte Erträge oder Cashflows mit EBITDA als stellvertretender Ertragsgröße angewendet wird. Am anderen Ende des Spektrums der Bewertungsverfahren existieren auf dem Markt computerbasierte Software-Programme zur Bewertung. Diese notwendigerweise oberflächlichen Ansätze ergeben oft irreführende Resultate. Darüber hinaus existieren Faustregeln, bei denen sich jeder bewusst sein sollte, dass einfache Antworten zum größten Teil irreführend sind.

Wer führt in den USA Bewertungen durch?

In den USA stellen professionelle Unternehmensbewerter unabhängige und unparteiische Wertgutachten für Unternehmen und Beteiligungen aller Größen zur Verfügung. Dabei ist es egal, ob es sich um kleine Einzelunternehmen wie beispielsweise Arztpraxen oder große multinationale Gesellschaften handelt. Darüber hinaus werden auch immaterielle Vermögenswerte wie Patente, Warenzeichen, Arbeitsverträge, Copyrights, Wertpapiere und Goodwill bewertet. Die professionellen Schätzer führen M&A-Studien, Machbarkeitsanalysen zu Aktienerwerbsplänen für Arbeitnehmer sowie weitere ähnliche finanzielle Untersuchungen durch. Zudem sind sie mit Schätzungen im Zusammenhang mit Nachlass- und Schenkungssteuern, für Buy-Sell-Agreements, für Wertpapierrechtsstreitigkeiten und für Auseinandersetzungen in Scheidungsfällen befasst.

Viele Unternehmensbewertungsprojekte beinhalten ein hohes Streitpotential und viele werden, wie bereits erwähnt, durch Behörden wie die Bundessteuerbehörde oder den Gerichtshof überprüft. Wegen der hohen Anforderungen ist es wichtig, dass professionelle Unternehmensbewerter adäquate Befähigungsnachweise liefern und über die nötige Objektivität

verfügen. Der Berufsstand der Unternehmensbewerter in den USA hat hierauf mit einer ganzen Reihe von Berufsverbänden reagiert, die alle ihre eigenen Akkreditierungsverfahren und -designationen haben, damit die Auftraggeber einer Bewertung die Befähigung und Professionalität des Bewerter beurteilen können. Die vier bekanntesten Berufsorganisationen heißen „American Society of Appraisers“ (ASA), „Institute of Business Appraisers“ (IBA), „National Association of Certified Valuation Analysts“ (NACVA) und „Association of Independent Certified Public Accountants“ (AICPA).

Die „American Society of Appraisers“ wurde 1936 gegründet und behauptet von sich, die älteste und einzige bedeutende Organisation für jede Art von Bewertung zu sein wie Unternehmensbewertung, Bewertung von Immobilien, Bewertung von Maschinen und Geschäftsausstattung, Bewertung persönlicher Vermögensgegenstände inklusive Edelsteine und Schmuck. 1981 erkannte die ASA, dass sich der Beruf des Unternehmensbewerter auf ein derartiges Niveau an Wissen und Professionalität hochentwickelt hatte, dass er als eine separate Bewertungsdisziplin anzuerkennen war. Daraufhin gründete die ASA ein Unternehmensbewertungskomitee und begann damit, Mitglieder in der Unternehmensbewertungsdisziplin zu akkreditieren.

Das „Institute of Business Appraisers“ ist die älteste professionelle Organisation, die sich ausschließlich mit der Bewertung von privaten Gesellschaften beschäftigt. Sie wurde 1978 gegründet und gilt mit seinen über 3.000 Mitgliedern als Pionier in der Ausbildung zum Unternehmensbewerter sowie im Hinblick auf eine professionelle Akkreditierung.

Die „National Association of Certified Valuation Analysts“ wurde 1990 gegründet und zählt über 5.000 Fachleute, die sich aus Wirtschaftsprüfern und anderen Bewertungsspezialisten zusammensetzen.

Das „American Institute of Certified Public Accountants“ und seine Vorgänger sind seit 1887 im Bereich Buchhaltung tätig. Es gilt als die erste nationale Gesellschaft für zertifizierte Buchhalter in den USA. Das AICPA verleiht seinen qualifizierten Mitgliedern das Zertifikat „Accredited Valuation Professional“.

Ein Beispiel für eine Bewertung

Nachfolgend wird beschrieben, wie durch ein Wirtschaftsprüfungsunternehmen in den USA eine „Unternehmensbewertung“ für die Eigentümer einer privaten amerikanischen Gesellschaft durchgeführt wurde, deren Geschäftsgegenstand der Import von Haushaltsprodukten sowie Haushaltszubehör ist. Zwei Eigentümer des Unternehmens wollten nicht länger Gesellschafter des Unternehmens bleiben und einem der beiden andern Eigentümer ihre Anteile zu einem noch auszuhandelnden Preis verkaufen. Die Eigentümer engagierten das Wirtschaftsprüfungsunternehmen für die Durchführung einer Bewertung, damit ein Preis ausgehandelt werden konnte. Das Wirtschaftsprüfungsunternehmen war bereits vorher für das Unternehmen tätig, indem es die Bilanzen prüfte sowie die Steuererklärung erstellte. Das Wirtschaftsprüfungsunternehmen ging davon aus oder hatte zumindest gehofft, dass der zukünftige neue Mehrheitsgesellschafter ihm weiterhin den Auftrag zur Bilanzprüfung geben würde, nachdem die geplante Transaktion abgeschlossen war. Aus diesem Grund erwies sich dieses Unternehmen nicht als wirklich objektiv. Aufgrund dieser Tatsache beauftragte der Rechtsanwalt der Verkäufer einen M&A-Intermediär, der den Bewertungsbericht lesen und kritisch dazu Stellung nehmen sollte.

Es folgt der Bewertungsbericht, der durch das Wirtschaftsprüfungsunternehmen erstellt wurde. Alle Namen in diesem Bericht wurden geändert, um die Identität des Unternehmens, der Eigentümer, des Wirtschaftsprüfungsunternehmens und des Rechtsanwaltes zu verbergen.

Brief an das Management von Prestige Home Products, Inc.

Barnes, Walsh & Mathews LLP (Barnes) wurde von Ihnen beauftragt, den fairen Marktwert der Prestige Home Products, Inc. (nachfolgend Prestige oder das Unternehmen genannt) zum 31. Dezember 2001 im Zusammenhang mit einem potentiellen Anteilsverkauf durch die Gesellschafter des Unternehmens zu ermitteln. Es ist nicht beabsichtigt, diesen Bericht zu einem anderen als dem angegebenen Zweck zu verwenden.

Der faire Marktwert ist als Barpreis oder dem Barpreis entsprechender Preis definiert, zu dem Eigentum von einem willigen Verkäufer an einen willigen Käufer veräußert wird, ohne dass einer der beiden beteiligten Parteien zum Verkauf oder Kauf gezwungen wird und dies bei angemessener Kenntnis aller relevanten Fakten.

Beschreibung des Unternehmens

Prestige ist ein New Yorker Unternehmen, das am 5. Februar 1992 gegründet wurde. Der Geschäftsgegenstand ist der Import allgemeiner Haushaltsprodukte und Haushaltszubehör. Das Unternehmen ist in New York City in der Fifth Avenue 230 ansässig und besitzt ein Lager in der Maple Avenue 475 in Seattle, Washington. Das Unternehmen ist eine S-Gesellschaft, die Einkommensteuer an den Bund und den Staat New York zahlt.

Bewertungsansätze und Zusammenfassung

Zur Bestimmung des Unternehmenswertes haben wir die Methode der Gewinnkapitalisierung gewählt, da diese Methode besonders für die Bewertung von nicht kapitalintensiven Gesellschaften mit geschlossenem Gesellschafterkreis wie Prestige geeignet ist.

Zudem haben wir verschiedene marktwertbasierte Ansätze berücksichtigt, inklusive der „Guideline Company“-Methode, die sich auf die Untersuchung ähnlicher Daten von Industrieunternehmen stützt, die von Global Securities Information, Inc. (Securities and Exchange Commis-

sion – SEC) in Form eines online Database Service zur Verfügung gestellt wurden. Darüber hinaus haben wir die Umsatzmultiplikatoren ähnlicher Unternehmen in der Branche zur Bewertung herangezogen.

Schließlich haben wir den Nettosubstanzwertansatz bei der Bewertung von Prestige berücksichtigt, aber ihn in erster Linie wegen der Rentabilität des Unternehmens wieder verworfen und weil das Management darlegen konnte, dass es keinerlei Absichten zur Liquidation des Unternehmens hegt.

Aufgrund der Informationen im nachfolgenden ausführlichen Bericht ist es unsere Meinung, dass der Marktwert des Unternehmens zum 31. Dezember 2001 \$3.086.000 beträgt.

Diese Bewertung unterliegt den im Bericht präsentierten Annahmen und Einschränkungen.

Mit freundlichen Grüßen

Barnes, Walsh & Mathews, LLP

Prestige Home Products, Inc.
Unternehmensbewertung

31. Dezember 2001

Inhalt

- I. Qualifikationen
- II. Zweck der Bewertung
- III. Beschränkungen
- IV. Informationen zum Unternehmen
- V. Vergleichende Finanzanalyse
- VI. Bewertungsansätze
 - A. Der ertragsbasierte Ansatz
 - B. Der marktbasierter Ansatz
 - C. Der substanzbasierte Ansatz
- VII. Schätzung des Wertes
- VIII. Zusammenfassung
- IX. Informationsquellen

Anlagen

- A Frühere Gewinn- und Verlustrechnungen – zum Geschäftsjahresende 31. Dezember 1997, 1998, 1999, 2000 und 2001
- B Frühere Bilanzen – 31. Dezember 1997, 1998, 1999, 2000 und 2001
- C Vergleich mit Branchenstatistiken
- D Kalkulation der normalisierten Gewinne
- E Analyse der jüngsten Verkäufe öffentlich gehandelter Unternehmen
- F Analyse ähnlicher, öffentlich gehandelter Unternehmenskennzahlen
- G Bestimmung des fairen Marktwertes – „Guideline Company“-Methode

I. Qualifikationen

Barnes, Walsh & Mathews LLP ist ein Wirtschaftsprüfungs- sowie Beratungsunternehmen und seit 1947 in New York City ansässig. Im Rahmen seiner Geschäftstätigkeit beschäftigt sich Barnes regelmäßig mit Unternehmensbewertungen in Verbindung mit M&A, Nachlass- und Schenkungssteuer, Kapitalumschichtungen innerhalb von Unternehmen, Neufinanzierungen, Sanierungen, Prozesshilfe und anderem. Zudem ist der mit dieser Aufgabe betraute Mitarbeiter der Firma Barnes ein „Certified Valuation Analyst“ sowie Mitglied der „National Association of Certified Valuation Analysts“, der „New York State Society of Certified Public Accountants“ und des „American Institute of Certified Public Accountants“.

II. Zweck der Bewertung

Der Zweck dieser Bewertung ist es, ein Gutachten zum Marktwert des Unternehmens Prestige zum 31. Dezember 2001 in Verbindung mit dem geplanten Anteilsverkauf der Gesellschafter zu erstellen.

In Abschnitt 25.2512-1 der Vorschrift der Bundessteuerbehörde wird der Begriff „fairer Marktwert“ wie folgt erklärt: „Der Preis, zu dem Eigentum von einem willigen Verkäufer an einen willigen Käufer veräußert wird, ohne dass der Verkäufer zum Verkauf oder der Käufer zum Kauf gezwungen wird und beide Parteien über angemessene Kenntnis aller relevanten Fakten verfügen“. Wenn die Aktien einer Gesellschaft mit geschlossenem Gesellschafterkreis oder ein Unternehmen, zu dem es keine Notierungen gibt, bewertet werden sollen, müssen alle anderen zur Verfügung stehenden finanziellen Daten sowie alle den Marktwert beeinflussenden relevanten Faktoren berücksichtigt werden.

Darüber hinaus ist der faire Marktwert, wie er weiter oben beschrieben ist, ein Wertbegriff, der dem tatsächlichen Kauf-/Verkaufspreis, in einer aktuellen Markttransaktion entspricht oder auch nicht. Spezielle Käufer, die bereit sind, aufgrund eliminierten Konkurrenz, zusätzlicher Bezugs- oder Verkaufsquellen oder Kostenersparnis nach der Akquisition oder wegen anderer Synergien höhere Preise zu zahlen, finden in unserer Bewertung keine Berücksichtigung.

Diese Bewertung erfolgt gemäß den Wertdeterminanten, die in den Regeln 59-60 der Bundessteuerbehörde festgelegt sind und die Bewertung von Gesellschaften mit geschlossenem Gesellschafterkreis beschreiben. Die Determinanten sind:

1. die Unternehmensart und die Geschichte des Unternehmens seit Beginn seiner Tätigkeit,
2. die Konjunkturaussichten im Allgemeinen und die Verhältnisse und Aussichten des einzelnen Wirtschaftszweigs im Besonderen,
3. der Buchwert der Anteile und die finanziellen Gegebenheiten des Unternehmens,
4. die Ertragsfähigkeit des Unternehmens,
5. die Fähigkeit, Dividende zu zahlen,
6. ob das Unternehmen über Goodwill oder andere immaterielle Werte verfügt,
7. der Verkauf des Anteils und der Umfang des Anteilspaketes, das bewertet werden soll sowie
8. der Marktpreis der Anteile anderer Gesellschaften, die im selben oder in einem ähnlichen Geschäftsbereich tätig sind und ihre Aktien auf einem freien und offenen Markt entweder über eine Börse oder außerhalb der Börse handeln.

III. Einschränkungen

Barnes hat weder ein aktuelles noch beabsichtigtes finanzielles Interesse am Unternehmen. Unser Honorar für diese Bewertung setzt sich aus unseren normalen Stundensätzen zusammen und wird auf keinen Fall durch die Untersuchungsergebnisse beeinflusst. Wir tragen weder Verantwortung noch unterliegen wir der Verpflichtung, diesen Bericht aufgrund von Ereignissen und Umständen, die nach dem Ausfertigungsdatum dieses Berichts eintreten, auf den neuesten Stand zu bringen, es sei denn, dass im

Vorfeld Vereinbarungen mit uns hinsichtlich derartiger zusätzlicher Verpflichtungen getroffen wurden.

Nutzer dieses Unternehmensbewertungsberichts sollten sich darüber klaren sein, dass Unternehmensbewertungen aufgrund von Annahmen hinsichtlich des zukünftigen Gewinnpotentials und/oder bestimmter Vermögenswerte erfolgen, die zum Tragen kommen können oder nicht. Deshalb werden sich die aktuellen, zukünftig ergebenden Werte von den in dieser Bewertung gemachten Annahmen unterscheiden, möglicherweise sogar erheblich.

Im Hinblick auf die Werte und/oder den gebrauchsfähigen Zustand der gesamten Geschäftsausstattung haben wir uns auf die Darstellung des Managements verlassen, ebenso bei anderen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten, außer wir haben in diesem Bericht etwas anderes zum Ausdruck gebracht. Uns interessierte hier nicht, ob alle Vermögenswerte des Unternehmens frei von Pfandrechten oder Belastungen waren oder ob das Unternehmen Rechtsanspruch auf alle Vermögenswerte besitzt.

Barnes gibt nicht vor, ein Garant für Werte zu sein. Die Bewertung von Gesellschaften mit geschlossenem Gesellschafterkreis ist eine ungenaue Wissenschaft und zudem können vernünftige Personen bei der Schätzung eines Wertes unterschiedlicher Meinung sein. Barnes hat jedoch konzeptionell fundierte und generell akzeptierte Methoden sowie Verfahren zur Bestimmung des Wertes in diesen Bericht verwendet.

Bestimmte, hier enthaltene Informationen haben wir vom Management erhalten. Im Vorfeld haben wir die finanziellen Angaben zum 31. Dezember des Jahres 2001 geprüft und unseren Bericht hierüber gesondert an das Management weitergegeben. Dementsprechend sollte dieser Bericht von Barnes nicht als Prüfungsbericht ausgelegt werden.

Alle bereinigten Rechnungen, Prognosen oder Vorausplanungen sind aufgrund der Daten entstanden, die vom Management zur Verfügung gestellt wurden oder beruhen auf Annahmen, die vom Unternehmen für angemessen empfunden wurden. Solcherart berechnete, prognostizierte oder pro forma erstellte Angaben können ökonomische, politische, markttechnische und rechtliche Faktoren nicht vorwegnehmen, die Auswirkungen auf die Gesellschaft haben.

Dieser Bericht ist weder als Verkaufsangebot noch als Angebot zum Kauf von Wertpapieren und/oder Anteilen am Unternehmen oder von Vermögenswerten des Unternehmens zu verstehen.

IV. Informationen zum Unternehmen

Das Unternehmen wurde im Februar 1992 gegründet und importiert Haushaltsprodukte und Haushaltszubehör. Das Unternehmen operiert von einem gepachteten Büro in der Fifth Avenue 230, in New York City aus sowie einem Lagerhaus in Seattle, Washington, das es von einer nahestehenden Gesellschaft gemietet hat.

Das Unternehmen ist eine S-Gesellschaft, die Einkommensteuer an den Bund und dem Staat New York zahlt. Die Besitzanteile sind wie folgt aufgeteilt:

<i>Aktionär</i>	<i>Anzahl der Aktien</i>	<i>Prozent</i>
George W. Duncan	30	50%
Robert T. Johnson	30	50%
	60	100%

V. Vergleichende Finanzanalyse

Um die Betriebsergebnisse des Unternehmens besser beurteilen zu können, muss die Performance des Unternehmens mit anderen Unternehmen in diesem Wirtschaftszweig verglichen werden. Dazu haben wir Informationen aus den Editionen der Jahre 1997 bis 2001 der „RMA Annual Statement Studies“ ausgewählt, die von „Risk Management Association“ (früher „Robert Morris Associates“) („RMA“) veröffentlicht wurden, herangezogen. RMA sammelt und veröffentlicht Daten zu den unterschiedlichsten Wirtschaftszweigen, zu denen auch Haushaltsprodukte und Haushaltszubehör zählen. Obwohl die von RMA veröffentlichten Daten nicht hundertprozentig mit den vorgetragenen Daten des Unternehmens übereinstimmen, gelten sie dennoch als für diesen Wirtschaftszweig repräsentativ und sind deshalb eine gerechtfertigte Quelle zum Vergleich von Finanzdaten.

Eine Zusammenfassung der ausgewählten Daten für unsere Vergleichsanalyse finden Sie in der Anlage C zu diesem Bericht.

Wie aus Anlage C ersichtlich, haben die Rohgewinnspannen des Unternehmens in 2001 verglichen mit den vorausgegangenen Jahren stark abgenommen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass das Unternehmen großvolumige aber wenig profitable Verkäufe an seinen größten Kunden tätigte. Darüber hinaus ist der Schuldendienst des Unternehmens größer als die entsprechenden Branchenwerte. Dementsprechend ist der Vorsteuergewinn des Unternehmens geringer als die entsprechenden Branchenvergleichszahlen, während die Verhältniszahlen von Fremd- zu Eigenkapital wesentlich über dem Durchschnitt der Branche liegen.

VI. Bewertungsansätze

Mit unserem Herangehen soll eine Schätzung des Werts vorgenommen werden, mit dem der Investor oder Eigentümer eine faire und angemessene Kapitalrendite erzielt. Unsere Meinung basiert auf unserer Einschätzung der das Unternehmen konfrontierenden Risiken und der Kapitalrendite, die für alternative Investitionen mit ähnlichem Risikoprofil vonnöten wären. Deshalb haben wir verschiedene Bewertungsansätze herangezogen, um den Wert des Unternehmens zum 31. Dezember 2001 bestimmen zu können.

Es gibt drei Konzepte, die die Basis für die Bewertungsansätze bilden: das Ertragskonzept, das Marktkonzept und das Substanzkonzept. Die grundsätzliche Basis des Ertragskonzepts hängt mit den künftigen Rückflüssen einer Investition in einem Going-Concern-Unternehmen zusammen. Zur Marktbewertung werden zum Vergleich Unternehmensdaten oder Transaktionen herangezogen, die dem zu untersuchenden Unternehmen ähnlich oder mit ihm „vergleichbar“ sind. Im Hinblick auf den Substanzwert muss die Bewertung des Unternehmens ohne die Einbeziehung des künftigen Ertrags und ohne die Theorie des Going-Concern betrachtet werden. Deshalb wird hier in erster Linie der aktuelle Wert der Vermögenswerte untersucht. Tatsächlich wird das Konzept des Substanzwerts meistens im Zusammenhang mit dem Liquidationswert eines Unternehmens verwendet, da hierdurch die nach dem Verkauf aller Vermögenswerte zur Verfügung stehende Bargeldmenge dargestellt wird. Wenn wir den Wert eines Unternehmens bestimmen, beziehen wir alle drei Ansätze ein.

A. Der ertragsbasierte Ansatz

Der ertragsbasierte Ansatz bezieht sich auf die künftigen Rückvergütungen einer Investition in einem Unternehmen mit laufender Geschäftstätigkeit. Die hier verwendete Methode ist die so genannte „Capitalization of Earnings“-Methode, mit der Unternehmen aufgrund ihrer geschätzten künftigen Erträge bewertet werden, die durch eine angemessene Kapitalisierungsrate in Kapital umgewandelt werden. Diese Methode setzt voraus, dass alle Vermögenswerte, egal ob materiell oder immateriell, untrennbare Teile eines Unternehmens sind und deshalb nicht versucht wird, diese beiden Werte zu trennen. Der in Kapital umzuwandelnde Ertragsstrom besteht aus Erträgen vor Zinsen, Steuern, Abschreibung und Amortisation (EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization).

Diese Methode bringt die Beziehung zwischen den folgenden Faktoren zum Ausdruck:

1. geschätzte zukünftige Erträge
2. Rendite der gesamten Investition (d. h. Kapitalisierungssatz)
3. geschätzter Wert des Unternehmens

Die Methode der Kapitalisierung der Erträge ist ein theoretisch solider, industriespezifischer Ansatz zu Bewertung profitabler Unternehmen wie Prestige, die weder kapitalintensiv sind noch über nennenswerte betriebsfremde Vermögenswerte verfügen.

Hierzu ergibt sich folgende Rechnung:

Normalisiertes EBITDA zum 31. Dezember 2001 (Anlage D)	\$ 1.362.820
Kapitalisierungssatz (Rendite auf das Eigenkapital)	25,0%
Kapitalisierungsfaktor der (invers zur Kapitalisierungsrate)	4,0
Geschätzter Marktwert des Unternehmens unter Verwendung der Methode der Ertragskapitalisierung	\$ 5.451.280
Gerundet	\$ 5.451.000

Zum Zweck dieser Berechnung wurde das EBITDA des Unternehmens normalisiert, indem das Entschädigungsniveau für die Angestellten entsprechend angeglichen wurde. Der Kapitalisierungsfaktor von 4,0 ergab sich aufgrund eines Gesamtfaktors von 3,7 bis 6,2, nachzulesen im Bewertungsbericht von Monarch Industries, Inc. vom September 2001 zu Unternehmen, die mit Haushaltsprodukten handeln. Dieser Bewertungsbericht wurde wiederum in den Global Securities Information, Inc. veröffentlicht, einem SEC online Database Service.

B. Der marktbasierte Ansatz

Wenn gute, vergleichbare Daten zur Verfügung stehen, ist der marktbasierte Ansatz der vertrauenswürdigste Ansatz für eine Bewertung. Deshalb beurteilen wir die folgenden marktbasierten Methoden, um den Marktwert des Unternehmens Prestige zum 31. Dezember 2001 zu bestimmen: (1) Vergleich zu aktuellen Verkäufen öffentlich gehandelter Unternehmen und (2) „Guideline Company“-Methode.

1. Vergleich mit aktuellen Verkäufen öffentlich gehandelter Unternehmen

Am 23. April 1997 wurde ein Übernahmeangebot für 1.332.717 (36,87%) der ausstehenden Aktien von Harmon International, Inc. abgegeben. Am 17. Oktober 2000 wurden 59% der ausgegebenen Aktien von Monarch Industries, Inc. (10.561.000 Aktien) im Rahmen einer Rekapitalisierung zu einem Gesamtpreis von \$485.806.000 zurückgekauft. Beide erwähnten Unternehmen wurden öffentlich gehandelt.

Unternehmen werden auf der Basis von Multiplikatoren des Nettobuchwertes, Nettoumsatzes und Nettoertrags gekauft oder verkauft. Vor diesem Hintergrund haben wir aufgrund der Transaktionspreise die folgenden Multiplikatoren entwickelt:

- | | |
|--|-------|
| 1. Verkaufspreis als Faktor des durchschnittlichen Nettobuchwertes | 0,792 |
| 2. Verkaufspreis als Faktor der durchschnittlichen Nettoumsätze | 0,346 |

- | | |
|--|-------|
| 3. Verkaufspreis als Faktor der durchschnittlichen Erträge vor Zinsen und Steuern („EBIT“) | 6,629 |
| 4. Verkaufspreis als Faktor der durchschnittlichen Erträge vor Zinsen, Steuern, Abschreibung und Amortisation („EBITDA“) | 4,114 |

Werden diese Faktoren auf die Finanzlage und Betriebsergebnisse von Prestige am 31. Dezember 2001 angewendet, dann ergeben sich folgende Ergebnisse bei der Wertermittlung:

<i>Beschreibung</i>	<i>Faktor der Erträge</i>	<i>Berechneter Wert</i>
1. Nettobuchwert – \$907.215,- (Anlage B)	0,792	\$ 718.514
2. Nettoumsätze – \$22.877.610,- (Anlage A)	0,346	\$ 7.915.653
3. Normalisierter EBIT – \$1.350.728,- (Anlage D)	6,629	\$ 8.953.976
4. Normalisierter EBITDA – \$1.362.820,- (Anlage D)	4,114	\$ 5.606.641
Durchschnitt		\$ 5.798.696
Gerundet		\$ 5.799.000

2. „Guideline Company“-Methode

Die „Guideline Company“-Methode der Bewertung basiert auf der Prämisse, dass die Preismultiplikatoren öffentlich gehandelter Unternehmen als Werkzeug zur Bewertung von Gesellschaften mit geschlossenem Gesellschafterkreis verwendet werden können. Eine derartige Verwendung der Multiplikatoren öffentlicher Unternehmen wird im Ruling 59-60 der Bun-

dessteuerbehörde als einer von acht Punkten zur Bewertung von Gesellschaften mit geschlossenem Gesellschafterkreis vorgeschlagen.

Mit der „Guideline Company“-Methode werden ähnliche Daten öffentlich gehandelter Unternehmen über einen Zeitraum gesammelt, um zu bestimmten Wertmultiplikatoren zu gelangen wie beispielsweise zu den folgenden: das Kurs-Gewinn-Verhältnis, Umsatzmultiplikator und Multiplikator des Buchwertes. Diese Multiplikatoren werden dann auf die Betriebsergebnisse und den Buchwert des zu bewertenden Unternehmens angewendet, um seinen Marktwert zu bestimmen.

Zur Bewertung von Prestige erhielten wir von der Firma Global Securities Information, Inc., einem SEC online Database Service, eine Liste ähnlicher Unternehmen, die ebenfalls mit Haushaltsprodukten und Haushaltszubehör handelten. Diese Datenbank enthielt alle Kurs-Gewinn-Verhältnisse, über die im Wall Street Journal vom 31. Dezember 2001 berichtet wurde. Hier sollte angemerkt werden, dass sich die Informationen zum Kurs-Gewinn-Verhältnis im Wall Street Journal auf den Gewinn nach Steuern beziehen. Dementsprechend verwendeten wir den normalisierten Nettogewinn des Unternehmens aus 2001, wie aus Anlage D ersichtlich. Des Weiteren bestimmten wir den jährlichen, prozentualen Anteil an den Einnahmen und den Buchwertmultiplikator aus den jüngsten Jahresabschlussberichten für jedes ähnliche, öffentlich gehandelte Unternehmen zum Zeitpunkt dieses Berichts (Anlage F).

Diese Kennzahlen vergleichbarer Unternehmen, die wir in Anlage F zusammengetragen haben, wendeten wir zum 31. Dezember 2001 auf die Betriebsergebnisse und die Finanzlage des Unternehmens an, um den Marktwert des Unternehmens via „Guideline Company“-Methode bewerten zu können (s. Anlage G).

C. Der substanzbasierte Ansatz

Bei der Auswahl des richtigen Ansatzes bezogen wir ebenfalls vermögenswertbasierte Ansätze ein, die sich hauptsächlich mit dem aktuellen Wert der bestehenden Vermögenswerte beschäftigen, ohne Berücksichtigung des Unternehmenswertes auf Going-Concern-Basis. Wie aus den früheren Gewinn- und Verlustrechnungen in Anlage A ersichtlich, weist das Unternehmen aus der gesamten Geschäftstätigkeit Gewinne von unge-

fähr \$534.000, \$723.000, \$532.000, \$428.000 und \$429.000 jeweils zum 31. Dezember der Jahre 1997, 1998, 1999, 2000 und 2001 aus.

Da das Unternehmen Profite in den vergangenen fünf Jahren nachweisen kann und da das Management uns gegenüber erklärt hat, dass es keinerlei Absicht verfolgt, das Unternehmen zu liquidieren, konnte der vermögenswertbasierte Ansatz zur Bewertung des Unternehmens vernachlässigt werden.

VII. Schätzung des Wertes

A. Überblick

Bevor ein Schätzwert abgegeben werden kann, müssen die Art der Beteiligung und die zu erwartenden Gewinne des Unternehmens erörtert werden. Der Wert einer Beteiligung wird durch die Vielfalt seiner Merkmale beeinflusst, wie beispielsweise Vermarktbarkeit, Unternehmenskontrolle und Schlüsselpersonen. Im Folgenden werden diese Punkte erörtert:

B. Vermarktbarkeit

Die Marktwert- und Ertragswertkonzepte beruhen auf Vergleichen mit aktuellen Werten von Wertpapieren, die an den nationalen Börsen gehandelt werden. Es gibt jedoch bestimmte Unterschiede in der *Vermarktbarkeit* von Wertpapieren des Unternehmens und von öffentlich gehandelten Wertpapieren. Ein Unterschied besteht darin, dass der Eigentümer von öffentlich gehandelten Wertpapieren zu jeder Zeit den Marktwert seiner Anteile wissen kann. Zudem können öffentlich gehandelte Wertpapiere innerhalb einiger Werkstage gegen Bargeld verkauft werden (nach Abzug der Maklergebühren). Dies ist bei den Anteilen von Prestige nicht der Fall. Deshalb ist der Verkauf der Anteile des Unternehmens kostspieliger und zeitaufwändiger als der Verkauf von Aktien eines öffentlich gehandelten Unternehmens. Die Bundessteuerbehörde erkennt die Existenz möglicher Abschläge für mangelnde *Vermarktbarkeit* in der Vorschrift 77-287 an.

Fünfzehn verschiedene Untersuchungen, die im Practitioners Publishing Company's „Guide to Business Valuations Twelfth Edition“ (Januar 2002) erschienen, ergaben einen durchschnittlichen Abschlag von 13 % bis 45 %.

Unserer Auffassung nach ist ein Abschlag für mangelnde *Vermarktbarkeit* von 30% ausreichend, um den Marktwert der Anteile des Unternehmens bestimmen zu können.

C. Unternehmenskontrolle

Typischerweise hat ein Mehrheitsgesellschafter gegenüber Minderheitsgesellschaftern viele Vorrechte. Er kann beispielsweise Direktoren bestimmen und Manager ernennen, Direktoren und Management beeinflussen, Dividenden festsetzen und zahlen, eigene Anteile verkaufen oder erwerben, Vermögenswerte erwerben oder liquidieren, Policen abschließen, Neuanschaffungen vornehmen sowie das Unternehmen liquidieren, auflösen oder verkaufen. Deshalb hat die Bundessteuerbehörde im Steuerbescheid 93-12 die Existenz potentieller Abschläge für Minderheitsbeteiligungen anerkannt.

Da wir beauftragt wurden, 100% der Anteile des Unternehmens zum 31. Dezember 2001 zu bewerten, musste kein Abschlag für Minderheitsbeteiligungen berücksichtigt werden.

VIII. Zusammenfassung

Nachfolgend werden alle Werte zum 31. Dezember 2001 zusammengefasst:

A. Ertragsbasierter Ansatz (Methode der Gewinnkapitalisierung)	\$ 5.451.000
B. Marktbasierter Ansätze	
1. Vergleich mit jüngeren Verkäufen öffentlich gehandelter Unternehmen (Anlage D)	\$ 5.799.000
2. „Guideline Company“-Methode (Anlage G)	\$ 1.975.000
C. Substanzbasierter Ansatz	<i>Nicht bestimmt</i>
Durchschnitt (gerundet)	\$ 4.408.000

Unter Berücksichtigung aller in diesem Bericht erwähnten Faktoren kommen wir zu einem fairen Marktwert des Unternehmens von \$4.408.000 vor der Anwendung des Abschlags für mangelnde Vermarktbarkeit. Nach Anwendung des Abschlags für mangelnde Vermarktbarkeit ergibt sich der folgende Wert:

Kalkulierter Marktwert vor Diskonten	\$4.408.000
Diskont der Marktfähigkeit – 30 % (gerundet)	\$ 1.322.000
Marktwert von 100 % von Prestige am 31. Dezember 2001 (gerundet)	\$ 3.086.000

Dementsprechend beträgt der Marktwert des Unternehmens nach unserer Meinung per 31. Dezember 2001 \$ 3.086.000.

IX. Informationsquellen

Unser Bericht stützt sich auf die folgenden Informationsquellen:

1. von Brown & Stratton LLP geprüfte Bilanzen vom 31. Dezember 1997, 1998, 1999 und 2000
2. von Barnes, Walsh und Mathews geprüfte Bilanzen vom 31. Dezember 2001
3. Bundeskörperschaftsteuererklärung (Forms 1120S) vom 31. Dezember 2001
4. Practitioners Publishing Company. *Guide to Business Valuation*. 12. Aufl., Januar 2002
5. „Annual Statement Studies“ (Haushaltsprodukte und Haushaltszubehör) von Risk Management Association (früher Robert Morris Associates) für 1997, 1998, 1999, 2000 und 2001

6. Global Securities Information, Inc., ein SEC online Database Service
7. Wall Street Journal vom 02. Januar 2002
8. ValuEngine Quantitative Valuation Report für Dayton Eastland, Inc.
9. Gespräche mit dem Management

Anlage A

Prestige Home Products, Inc.

Gewinn- und Verlustrechnung

zum 31. Dezember der Jahre 1997, 1998, 1999, 2000 und 2001

	31.12.1997 (A)	31.12.1998 (A)	31.12.1999 (A)	31.12.2000 (A)	31.12.2001 (B)
Umsatzerlöse, netto	\$16.597.554	\$14.651.995	\$12.121.966	\$13.283.650	\$22.877.610
Kosten für verkaufte Waren	12.414.226	10.044.904	8.440.395	9.740.823	18.514.020
Rohgewinn	4.183.328	4.607.091	3.681.571	3.542.827	4.363.590
<i>Vertriebskosten</i>					
Provisionen	1.271.159	1.130.475	936.548	816.737	855.792
Lizenzen	334.096	480.593	409.179	360.071	596.973
Lagerkosten	672.460	570.875	434.483	632.118	378.280
Ausgangsfrachten	161.340	141.435	-	-	8.102
Andere Verkaufskosten	61.297	125.008	55.055	27.482	18.755
Reise- und Bewirtungskosten	69.247	66.001	52.248	85.239	142.311
Muster und Modelle	-	-	-	-	62.963
Fahrzeugkosten	-	-	-	-	10.633
Verpackung und Versand	-	-	-	-	119.650
Messekosten	20.218	20.085	36.036	32.450	273.140
Vertriebskosten, gesamt	2.589.817	2.534.472	1.923.549	1.954.097	2.466.599
<i>Allgemeine und Verwaltungskosten</i>					
Honorare	169.648	67.529	20.697	42.190	85.369
Angestelltegehälter	153.441	183.488	180.000	179.998	164.615
Andere Gehälter	135.264	193.652	191.260	239.466	289.531
Wertberichtigungen	132.000	114.538	58.563	55.383	24.303
Bürokosten	114.026	197.133	156.207	132.851	70.131
Spenden	-	99.948	132.260	79.408	404.584
Telefon und Fax	52.420	54.813	49.445	40.837	28.621
Miete	50.145	55.192	87.939	82.006	80.932
Büro im Ausland	45.000	166.308	60.000	60.000	5.000
Bankgebühren	40.728	33.372	60.109	49.908	39.994
Computer	34.634	40.482	53.895	8.977	62.388
Versicherungen	33.493	28.291	45.982	50.137	53.441
Lohnkosten	30.456	31.878	34.490	39.318	44.930
Krankenversicherung	23.757	31.933	31.118	34.622	-

Prestige Home Products, Inc., Gewinn- und Verlustrechnung (Fortsetzung)

	31.12.1997 (A)	31.12.1998 (A)	31.12.1999 (A)	31.12.2000 (A)	31.12.2001 (B)
Porto und Zustellung	21.487	23.981	17.936	27.712	24.726
Abschreibung und Amortisation	9.045	12.924	17.796	21.366	12.092
Strom, Gas, Wasser	7.501	13.026	12.233	13.118	23.767
Reparaturen und Instandhaltung	5.540	1.555	15.706	2.997	-
Krankenhausaufenthalte	-	-	-	-	48.033
Gerätemiete	-	-	-	-	5.288
Fahrzeugkosten	1.124	-	-	-	-
Allgemeine und Verwaltungskosten, gesamt	<u>1.059.689</u>	<u>1.350.043</u>	<u>1.225.636</u>	<u>1.160.294</u>	<u>1.467.745</u>
Gesamtbetriebskosten	3.649.506	3.884.515	3.149.185	3.114.391	3.934.344
Betriebliche Erträge	533.822	722.576	532.386	428.436	429.246
<i>Andere (Erträge) Kosten, netto:</i>					
Andere Erträge	(31.893)	-	-	-	-
Zinskosten (Ertrag)	430.209	379.634	385.166	388.143	277.238
Verlust aus Verkäufen von Anlagen und Geräten	-	-	-	-	3.581
Gerichtlicher Vergleich	211.184	50.407	33.425	44.491	-
Factoringgebühren	133.324	126.658	50.234	-	-
Gesamte sonstige (Erträge) Kosten, netto	<u>742.824</u>	<u>556.699</u>	<u>468.825</u>	<u>432.634</u>	<u>280.819</u>
Gewinn (Verlust) vor Steuern	<u>\$ (209.002)</u>	<u>\$ 165.877</u>	<u>\$ 63.561</u>	<u>\$ (4.198)</u>	<u>\$ 148.427</u>

Anmerkungen:

(A) Quelle: Geprüfte Bilanzen durch Brown & Stratton LLP.

(B) Quelle: Geprüfte Bilanzen durch Barnes, Walsh & Mathews LLP.

Anlage B

Prestige Home Products, Inc.

Bilanzen

zum 31. Dezember der Jahre 1997, 1998, 1999, 2000 und 2001

	31.12.1997 (A)	31.12.1998 (A)	31.12.1999 (A)	31.12.2000 (A)	31.12.2001 (B)
Aktiva					
<i>Umlaufvermögen:</i>					
Cash und Liquide Mittel	\$ 74.802	\$ 26.699	\$ 277.190	\$ 1.078.820	\$ 919.984
Verkaufte Forderungen	3.680.981	2.634.398	-	-	-
Forderungen, netto	44.486	-	1.388.465	2.789.738	3.041.095
Warenlager	2.856.487	2.853.666	2.979.668	4.684.337	1.016.871
Aktive Rechnungsabgrenzung und sonstiges Umlaufvermögen	<u>124.220</u>	<u>781</u>	<u>5.000</u>	<u>-</u>	<u>21.391</u>
Gesamtes Umlaufvermögen	6.780.976	5.515.544	4.650.323	8.552.895	4.999.341
<i>Anlagen und Ausstattung</i>					
Nach kumulierter Abschreibung	26.876	42.842	55.503	59.988	42.432
Kautions- und sonstige Aktiva	<u>6.025</u>	<u>48.214</u>	<u>48.214</u>	<u>29.107</u>	<u>24.827</u>
	<u>\$ 6.813.877</u>	<u>\$ 5.606.600</u>	<u>\$ 4.754.040</u>	<u>\$ 8.641.990</u>	<u>\$ 5.006.600</u>
Verbindlichkeiten und Eigenkapital					
<i>Kurzfristige Verbindlichkeiten:</i>					
Bankverbindlichkeiten	\$ 3.796.776	\$ 3.564.921	\$ 2.805.176	\$ 4.057.657	\$ 1.770.163
Lieferverbindlichkeiten	2.143.138	730.969	479.684	3.082.617	679.849
Passive Rechnungsabgrenzung	174.379	47.914	84.528	55.531	169.056
Einkommenssteuerverbindlichkeiten	-	28.831	-	-	-
Mietkaution	-	-	-	-	10.200
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	70.049	14.645	106.036	170.207	1.062.117
Gesellschafterdarlehen	<u>-</u>	<u>468.000</u>	<u>514.800</u>	<u>516.360</u>	<u>468.000</u>
Gesamte kurzfristige Verbindlichkeiten	<u>6.184.342</u>	<u>4.855.280</u>	<u>3.990.224</u>	<u>7.882.372</u>	<u>4.159.385</u>

Prestige Home Products, Inc., Bilanzen (Fortsetzung)

<i>Eigenkapital</i>					
Gezeichnetes Kapital	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Kapitalrücklagen	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000
Gewinnrücklagen	<u>219.535</u>	<u>341.320</u>	<u>353.816</u>	<u>349.618</u>	<u>497.215</u>
Gesamte Eigenmittel	<u>629.535</u>	<u>751.320</u>	<u>763.816</u>	<u>759.618</u>	<u>907.215</u>
	<u>\$ 6.813.877</u>	<u>\$ 5.606.600</u>	<u>\$ 4.754.040</u>	<u>\$ 8.641.990</u>	<u>\$ 5.066.600</u>

Anmerkungen:

(A) Quelle: Geprüfte Bilanzen durch Brown & Stratton LLP.

(B) Quelle: Geprüfte Bilanzen durch Barnes, Walsh & Mathews LLP.

Anlage C

Prestige Home Products, Inc.

Vergleich zur Industriestatistik

	1997		1998		1999		2000		2001	
	Prestige(A)	Industrie(B)	Prestige(A)	Industrie(B)	Prestige(A)	Industrie(B)	Prestige(A)	Industrie(B)	Prestige(A)	Industrie(B)
<i>Transaktionen:</i>										
Nettoumsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Kosten für verkaufte Waren	74,8%	73,9%	68,6%	74,1%	69,6%	72,3%	73,3%	71,6%	80,9%	73,1%
Rohgewinn	25,2%	26,1%	31,4%	25,9%	30,4%	27,7%	26,7%	28,4%	19,1%	26,9%
Betriebskosten	22,0%	21,6%	26,5%	23,7%	26,0%	24,1%	23,4%	23,2%	17,2%	21,7%
Betriebliche Erträge	3,2%	4,5%	4,9%	2,2%	4,4%	3,7%	3,2%	5,2%	1,9%	5,1%
Sonstige Aufwendungen, netto	4,5%	1,5%	3,8%	0,9%	3,9%	1,5%	3,3%	1,6%	1,2%	1,2%
Gewinn vor Steuern	-1,3%	3,0%	1,1%	1,3%	0,5%	2,1%	0,0%	3,6%	0,6%	3,9%
<i>Kennzahlen:</i>										
Liquidität	1,1	1,5	1,1	1,5	1,2	1,7	1,1	1,6	1,2	1,6
Fremd- zu Eigenkapital	9,6	1,7	8,5	1,3	5,2	1,9	10,4	1,8	4,6	2,0

Anmerkungen:

- (A) Siehe Anlage A und B dieses Berichts
- (B) „Annual Statement Studies“ (Haushaltsprodukte und Haushaltszubehör) von The Risk Management Association (Früher Robert Morris Associates) 1997, 1998, 1999, 2000 und 2001

Anlage D

Prestige Home Products, Inc.

**Berechnung der „Normalisierten“ Erträge
zum Jahresende 31. Dezember 2001**

Gewinn vor Steuern		<u>\$ 148.427</u>	(A)
Zuzüglich:	Angestelltegehälter	164.615	(A)
	Lizenzen	596.973	(A)
	Provisionen	295.366	(B)
	Einkaufskosten	<u>371.417</u>	(C)
		<u>1.428.371</u>	
Abzüglich:	Gerechtfertigte Bezüge für Angestellte	<u>503.307</u>	(D)
	Normalisierter Gewinn vor Steuern	1.073.490	
Abzüglich:	Ertragssteuern zum geltenden Satz von 40%	<u>429.396</u>	
	Normalisierter Nettogewinn	<u>\$ 644.094</u>	
	Normalisierter Gewinn vor Zinsen und Steuern (»EBIT«)	<u>\$ 1.350.728</u>	
	Normalisierter Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibung und Amortisation (»EBITDA«)	<u>\$ 1.362.820</u>	

Anmerkungen:

- (A) Siehe Anlage A dieses Berichts
- (B) Dieser Betrag wurde vom Management zur Verfügung gestellt
- (C) Laut Management waren im Jahr 2001 2,8% des Wareneinkaufs zu insgesamt \$ 13.264.882 als Einkaufskosten
- (D) „Annual Statement Studies“ (Haushaltsprodukte und Haushaltszubehör) der Risk Management Association (früher Robert Morris Associates) 1997, 1998, 1999, 2000 und 2001. Das mittlere Quartil der Angestellten-, Direktoren- und Eigentümervergütungen lag im Mittel bei 2,2% der Verkäufe.

Anlage E

Prestige Home Products, Inc.

Vergleich zu aktuellen Verkäufen öffentlich gehandelter Unternehmen (Harmon International, Inc. und Monarch Industries, Inc.)

Beschreibung			
Name des Unternehmens	Harmon Int'L, Inc.	Monarch Indus., Inc.	
Transaktionen abgeschlossen im Monat	September 1999	September 2001	
Anzahl der ausgeschriebenen / gekauften Aktien	1.332.717	10.561.000	
Ausstehende Aktien, gesamt	3.614.215	17.900.000	
Prozentsatz der ausgeschriebenen / gekauften Aktien	36,87%	59%	
Ausgeschriebener Preis / gekauft pro Aktie	\$ 7,875	\$ 48.000	
Gesamter Kaufpreis von 36,87% von Harmon	\$ 10.495.146		
Gesamter Kaufpreis von 59% von Monarch		\$ 485.806.000	
100% Wert des Unternehmens	\$ 28.461.943	\$ 823.400.000	
Verkaufspreis als Faktor von:	Harmon Int'L., Inc. ab 31.05.99	Monarch Indus., Inc. ab 30.06.01	Average
I. Nettobuchwert	\$ 47.945.290	\$ 831.671.000	
Nettobuchwert Faktor	0,594	0,990	0,792
	9 Monate endend zum 31.05.99	6 Monate endend zum 30.06.01	
II. Nettoumsatz	\$ 65.809.885	\$ 1.117.322.000	
Annualisierter Nettoumsatz	\$ 87.746.513	\$ 2.234.644.000	
Umsatz-Faktor	0,324	0,368	0,346
	9 Monate endend zum 31.05.99	6 Monate endend zum 30.06.01	
III. EBIT	\$ 3.244.503	\$ 61.641.000	
Annualisierter EBIT	\$ 4.326.004	\$ 123.282.000	
EBIT-Faktor	6,579	6,679	6,629
	9 Monate endend zum 31.05.99	6 Monate endend zum 30.06.01	
IV. EBITDA	\$ 4.502.219	\$ 118.058.000	
EBITDA annualisiert	\$ 6.002.959	\$ 236.116.000	
EBITDA-Faktor	4,741	3,487	4,114

Anlage F**Prestige Home Products, Inc.****Analyse der Kennzahlen vergleichbarer, öffentlich gehandelter Unternehmen**

Name des Unternehmens	Aktiensymbol	Wertpapierbörse	31.12.2001	Datum des letzten Jahresabschlusses	Gesamtbuchwert des Eigenkapitals	Jahresumsatz
			KGV			
1. Consolidated Industries Inc.	CII	NYSE	N/A	29.12.01	\$ 250.338.000	\$ 631.072.000
2. Excelsior Home Furnishings, Inc.	EHF	NYSE	N/A	29.09.01	\$ (12.984.000)	\$ 849.993.000
3. Fairfield Martin Corporation	FMC	NASDAQ	15,0	29.12.01	\$ 148.503.000	\$ 331.105.000
4. Hamilton & Sidney, Inc.	HNS	AMEX	N/A	01.12.01	\$ 120.503.000	\$ 80.036.000
5. National Home Brands, Inc.	NHB	NYSE	N/A	30.12.01	\$ 86.610.000	\$ 449.908.000
6. Palladium International, Inc.	PAL	OTC	<u>22,4</u>	31.12.01	\$ (2.107.000)	\$ 20.108.000
Gesamt					\$ 590.863.000	\$ 2.362.222.000
Durchschnitt			<u>6,23</u>		\$ 98.477.167	\$ 393.703.667

Anmerkung:

N/A - Das Unternehmen hat in den letzten Quartalen Verluste erlitten

(A) Das Geschäftsjahr des Unternehmens endete am 29. September 2001

Prestige Home Products, Inc., Analyse der Kennzahlen vergleichbarer, öffentlich gehandelter Unternehmen (Fortsetzung)

	Anzahl Ausstehender Stammaktien	31.12.2001 Marktpreis pro Aktie	Gesamtmarktwert des Eigenkapitals	Verhältnis des Gesamtwertes des Eigenkapitals zum Jahresumsatz	Verhältnis des Gesamtwertes des Eigenkapitals zum Gesamtbuchwert des Eigenkapitals
Name des Unternehmens					
1. Consolidated Industries Inc.	21.988.259	\$ 0.55	\$ 12.093.542	0,02	0,05
2. Excelsior Home Furnishings, Inc.	11.996.965	\$ 1.04 (B)	\$ 12.476.844	0,01	(0,96)
3. Fairfield Martin Corporation	15.825.196	\$ 8.31	\$ 131.507.379	0,40	0,89
4. Hamilton & Sidney, Inc.	6.591.944	\$ 8.35	\$ 55.042.732	0,69	0,46
5. National Home Brands, Inc.	25.660.663	\$ 1.80	\$ 46.189.193	0,10	0,53
6. Palladium International, Inc.	2.326.047	\$ 2.10	\$ 4.884.699	0,24	(2,32)
Gesamt			\$ 262.194.389		
Durchschnitt			\$ 43.699.065	0,11	0,44

Anmerkung:

(B) Marktpreis zum 29. September 2001

Anlage G**Prestige Home Products, Inc.****Bestimmung des Marktwertes nach der „Guideline Company“-Methode**

	Betrag	Urkunde
<i>1. Fairer Marktwert basierend auf dem Kurs/Gewinn-Verhältnis:</i>		
Kurs/Gewinn -Verhältnis der „Guideline Companies“	6,23	F
Normalisierter Gewinn nach Steuern der Prestige Home Products, Inc. zum 31. Dezember 2001	\$ 644.094	D
Der über das Kurs/Gewinn -Verhältnis bestimmte Marktwert	\$ 4.012.707	
<i>2. Fairer Marktwert basierend auf dem Verhältnis Gesamtmarktwert des Eigenkapitals zum Gesamtumsatz</i>		
Verhältnis des Gesamtmarktwertes des Eigenkapitals zum Jahresumsatz der „Guideline Companies“	0,11	F
Umsatz der Prestige Home Products, Inc. Revenues für das Jahr 2001 zum 31. Dezember	\$ 22.877.610	A
Der über das Verhältnis vom Gesamtmarktwert des Eigenkapitals zum Jahresumsatz bestimmte faire Marktwert	\$ 2.516.537	
<i>3. Fairer Marktwert basierend auf dem Verhältnis des Gesamtmarktwertes des Eigenkapitals zum gesamten Buchwert des Eigenkapitals</i>		
Verhältnis des Gesamtmarktwertes des Eigenkapitals zum Gesamtbuchwert des Buchwerts der „Guideline Companies“	0,44	F
Gesamtbuchwert nach Abzug aller Belastungen, Prestige Home Products, Inc. zum 31. Dezember 2001	\$ 907.215	B
Der über das Verhältnis des Gesamtmarktwertes des Eigenkapitals zum Gesamtbuchwert des Eigenkapitals bestimmte Marktwert	\$ 399.175	
Durchschnitt der drei Methoden:	\$ 2.309.473	
Diskont - 14,5% (A)	\$ 334.874	
Berechnung des angepassten durchschnittlichen Marktwertes	\$ 1.974.599	
Gerundet	\$ 1.975.000	

Anmerkungen:

- (A) Ein Abschlag von 14.5% wurde angewandt für die Größendifferenz zwischen Prestige Home Products, Inc. und den „Guidline Companies. Diese Vorgehensweise wurde in einem Artikel mit der Überschrift „Anwendung der Preis/Ertrags-Verhältnisse bei Unterschiedlichen Unternehmensgrößen“ als Ergebnis einer Analyse von Donald F. Jones im „Journal of Business Valuation“ vorgeschlagen.

Es folgt der Bericht des M&A-Intermediärs. Auch hier wurden, wie bereits weiter oben, alle Namen geändert.

Herr James A. Miller, Esq.

90 Church Street

Suite 625

New York City, NY 10027

15. Oktober 2002

Sehr geehrter Herr Miller,

gemäß Ihrem Wunsch habe ich zur Beurteilung der Angemessenheit der Methode und der Vollständigkeit der verwendeten Daten die vorläufige Unternehmensbewertung vom 30. September 2002 der Prestige Home Products (PHP), angefertigt von Barnes, Walsh & Mathews LLP (Barnes), überprüft. Barnes berichtete, dass der Zweck der Bewertung darin liegt, ein Gutachten zum Marktwert von PHP zum 31. Dezember 2001 im Zusammenhang mit einem potentiellen Anteilsverkauf durch Gesellschafter des Unternehmens zu erstellen. Nach meinem Verständnis soll das Unternehmen nicht an Dritte veräußert werden, sondern es sollen die Anteile von Herrn Robert Johnson und seiner Frau an Herrn George Duncan verkauft werden. Dies bedeutet einen großen Unterschied, den ich nachfolgend erläutern möchte.

Barnes beschreibt in seiner Analyse drei Bewertungsansätze, von denen er zwei anwendet. Ich stimme mit Barnes darin überein, dass der substanz-

wertbasierte Ansatz in diesem Fall nicht anwendbar ist, da es sich hier nicht um eine Liquidation handelt. Ich würde einen weiteren von Barnes verwendeten Ansatz, den marktbasieren Ansatz, ebenfalls verwerfen. Dies werde ich nachfolgend ebenfalls erläutern. Deshalb bin ich der Meinung, dass die einzige richtige Bewertungsmethode für die Anteile von Herrn und Frau Johnson an der Firma Prestige Home Products der ertragsbasierte Ansatz ist, den Barnes in einer verzerrten Art verwendet hat. Auch dies werde ich nachfolgend erläutern.

Nebenbei bemerkt bin ich der Meinung, dass die von Barnes zitierten Bewertungsrichtlinien der Bundessteuerbehörde eventuell für Verhandlungen mit der Bundessteuerbehörde über eine Unternehmensbewertung für Nachlass- oder Schenkungssteuerzwecke angebracht wären. Bei dieser Bewertung ist das Hauptaugenmerk darauf gerichtet, den Wert zu schmälern und somit auch die fälligen Steuern. Sie passt aber nicht zu einer Situation wie dieser. Im Abschnitt II der Bewertung („Zweck der Bewertung“) erklärt Barnes, dass „der Marktwert (der bereits weiter oben in deren Bewertung definiert wurde) anders ausfallen kann als der in einer tatsächlichen Markttransaktion erzielte Kauf-/Verkaufspreis“.

In Abschnitt IV der Bewertung („Informationen zum Unternehmen“) wird unkorrekterweise behauptet, dass sowohl Herr Johnson als auch Herr Duncan 50% der Aktien von PHP besitzen. Ich habe es hingegen so verstanden, dass Herr Johnson 25% der Aktien hält und Herr Duncan ebenfalls 25% besitzt. Die anderen 50% halten deren beide Ehefrauen zu je 25%. Die korrekten Fakten zu diesen Punkten wirken sich auf ein Problem aus, auf das ich später in Bezug auf Minderheitenabschlag und Kontrollprämie noch eingehen werden.

In der Bewertung wird im ersten Satz von Abschnitt VI („Bewertungsansätze“) gesagt, dass durch Barnes' Ansatz ein Wert festgesetzt werden soll, der eine faire und angemessene Investitionsrendite ermöglicht. Zu diesen Schlüsselbegriffen fehlt hier jedoch jegliche Definition, außer dass im nächsten Satz darauf hingewiesen wird, dass sie etwas mit der Investitionsrendite zu tun haben, die für Investitionen (vermutlich auf dem Markt, obwohl dies nirgendwo erwähnt ist) in alternativen Situationen mit vergleichbarem Risiko erforderlich sind. Das Problem, das ich in diesem Zusammenhang sehe, besteht darin, dass Risiken eine Sache sind, die in

keinem Unternehmensbild fehlen dürfen. Außerdem darf wiederum das Potential nicht außer Acht gelassen werden. Als Grundlage dieser Analyse fehlen jedoch diese alternativen Situationen. Die acht öffentlich gehandelten Unternehmen, die in dieser Bewertung benannt werden, können nicht als alternative Investitionen mit vergleichbarem Risiko herangezogen werden, ohne dass etwas zu deren Potential gesagt wird.

Der ertragsbasierte Ansatz in der Bewertung von Barnes besagt, dass sich die Gewinnkapitalisierungs-Methode auf künftige Erträge stützt. Trotzdem verwendet Barnes die Erträge vor Zinsen, Steuern, Abschreibung und Amortisation (EBITDA) von PHP für das mit dem 31. Dezember 2001 endende Geschäftsjahr heute, zehn Monate später, und berechnet sie inkorrekt. Darauf wird noch näher eingegangen. Die Bewertung besagt zudem, dass die relevanten zukünftigen Erträge (nicht die von Barnes verwendeten früheren Erträge) durch eine entsprechende Kapitalisierungsrate kapitalisiert werden. Die Bewertung definiert diesen Begriff „entsprechend“ nicht, sondern es werden scheinbar willkürlich und ohne Erklärung 25% als Kapitalisierungsrate ausgewählt und verwendet, die aufgrund einer Spanne der Berechnungsfaktoren von 3,6 bis 6,2 zustande gekommen sind und über die in einem Bewertungsbericht von Monarch Industries, Inc. berichtet wurde. Falls Barnes lediglich durch diesen einen Bericht zur Auswahl von 4 als den angemessensten Faktor kommt, sollte dem mit Skepsis begegnet werden.

In der Bewertung wird ebenfalls gesagt, dass der marktbasierter Ansatz als der zuverlässigste Ansatz zur Bewertung angesehen werden kann, wenn gute Vergleichsdaten zur Verfügung stehen. Barnes behauptet, dass die folgenden marktbasierter Methoden evaluiert wurden, um den Marktwert von PHP zum 31. Dezember 2001 bestimmen zu können: erstens, ein Vergleich mit den jüngsten Verkäufen öffentlich gehandelter Unternehmen und zweitens, die „Guideline Company“-Methode, die davon ausgeht, dass die Preismultiplikatoren öffentlich gehandelter Unternehmen als Werkzeug benutzt werden können, um Gesellschaften mit geschlossenem Gesellschafterkreis bewerten zu können, wobei hier wiederholt die Bundessteuerbehörde (IRS) als Quelle (und nicht beispielsweise die Marktdaten) für diese Verfahren zitiert wird.

In der Bewertung werden zur Analyse jüngster Verkäufe öffentlich gehandelter Unternehmen lediglich zwei Unternehmen herangezogen. Diese Beispielmenge ist denkbar klein und kann dazu führen, dass sich eine Analyse in die falsche Richtung entwickelt. Darüber hinaus handelt es sich bei den beiden Beispiel-Unternehmen um herstellende Betriebe, während PHP ein Importeur beziehungsweise Großhändler ist.

Hervorzuheben ist zudem, dass eines dieser öffentlich gehandelten Unternehmen, Concord Fabrics, ganz andere Märkte für Haushaltsprodukte beliefert als PHP und die Produkte der beiden Unternehmen völlig unterschiedlich sind. Als Letztes möchte ich zu diesem Punkt noch bemerken, dass eine Transaktion für ein Minderheitsaktienpaket und die andere für ein Mehrheitsaktienpaket durchgeführt wurde. Weiter unten werde ich noch einmal auf diesen Punkt zurückkommen, da er ein wichtiger Faktor in einer Bewertung ist.

Für die Bewertung mit der „Guideline Company“-Methode werden sechs Beispielunternehmen herangezogen, ohne dass dabei gesagt wird, dass sechs Beispiele besonders aussagekräftig sind, sondern weil theoretisch sechs Beispiele besser sind als zwei. Vier Unternehmen der sechs Beispielunternehmen waren unrentabel und zwei besaßen ein negatives Reinvermögen. Hier müsste dann wiederum eine Nettoanzahl von zwei Beispielunternehmen unterstellt werden. Der ungeheuerlichste Fehler wurde in diesem Abschnitt der Analyse begangen, als die durchschnittlichen Kursgewinnverhältnisse dieser sechs Unternehmen berechnet wurden, indem die Kursgewinnverhältnisse der beiden profitablen Unternehmen (die beiden einzigen mit Kursgewinnverhältnissen) zusammengezählt und diese Summe wurde dann durch 6 und nicht durch 2 geteilt, um das durchschnittliche Kursgewinnverhältnis der Bewertung von 6,23 zu erhalten. Aus diesen Daten hätte sich ein tatsächlicher Durchschnitt von 18,7 ergeben und somit ein dreimal so hohes Kursgewinnverhältnis.

Wie bei der Berechnung der durchschnittlichen Kennzahl Gesamtmarktwert im Verhältnis zum Eigenkapital (Buchwert des Eigenkapitals) werden in der Berechnung die negativen Nettowerte zu den positiven Nettowerten addiert und das Ergebnis wird dann durch 6 geteilt. Dieser mathematische Fehler hat im Gegensatz zum Fehler bei der Berechnung der Kursgewinnverhältnisse weniger Auswirkungen, aber ist ein weiteres Indiz für die Fragwürdigkeit der Bewertung.

Im Abschnitt VII der Bewertung steht, dass die Art des Anteils sowie die zu erwartenden Erträge erörtert werden müssen. Gemäß der Art des Anteils erörtert die Bewertung das Problem der Kontrolle. Die zu erwartenden Gewinne werden jedoch nicht erörtert. In der Frage zur Kontrolle besagt die Bewertung lediglich, dass, da Barnes beauftragt wurde, eine 100%ige Beteiligung am Unternehmen zu bewerten, kein Minderheitenabschlag in die Bewertung eingeflossen ist. Es ist aber so, dass gegenwärtig jeder der vier Gesellschafter eine Minderheitsposition hält. Selbst wenn davon ausgegangen werden kann, dass die Ehefrauen wie ihre Männer abstimmen verfügt keine Familie über die Kontrolle. Deshalb würde der Verkauf der Aktien von Herrn Johnson an Herrn Duncan ohne die Aktien von Frau Johnson letztendlich dazu führen, dass Herr Duncan die Kontrolle über das Unternehmen erhält. Deshalb sollte die Diskussion nicht über Minderheitenaktien geführt werden, sondern über die Notwendigkeit einer Kontrollprämie bei der Bewertung und darüber, wie hoch diese Prämie zu sein hat.

Die Bewertung verschlimmert dieses Konglomerat an konzeptuellen, verfahrenstechnischen und mathematischen Fehlern, indem sie den Durchschnitt der Ergebnisse dieser fehlerhaften Sammlung von Äpfeln und Birnen berechnet, um den Wert von PHP zu bestimmen. Meiner Meinung nach sollten beide verwendeten marktbasierter Ansätze verworfen werden, da sie mit den vorgegebenen Daten auf PHP nicht anwendbar sind. Es sollte ausschließlich der ertragsbasierte Ansatz zur Anwendung kommen.

Leider weist die Bewertung mit dem ertragsbasierten Ansatz ebenfalls Probleme und schwere Fehler in der Analyse auf. Erstens werden anstelle der erwarteten Erträge zehn Monate alte Daten verwendet. Zweitens wird ein nicht fundierter und möglicherweise zu hoher Kapitalisierungssatz verwendet, der den Wert vermindert. Drittens wird in der Bewertung ein falsch berechneter EBITDA von \$1.362.820 verwendet, der laut meinen Informationen von Seiten des PHP Managements keine notwendigen Zurechnungen von \$405.000 für Spenden enthält oder \$148.000 für Sondervergünstigungen des Eigentümers und weitere einmalige Ausgaben für die entsprechende Zeit.

Dieses EBITDA von \$1.362.820 basiert unberechtigterweise auch auf Ersatzgehältern für die leitenden Angestellten in Höhe von \$503.307. Die-

ser Betrag wurde aus Zahlen der Risk Management Association abgeleitet. Tatsache in diesem Zusammenhang ist, dass Herr Johnson nicht aktiv am Unternehmen beteiligt ist und seine Arbeit deshalb nicht ersetzt werden muss. Bei Herrn Duncans Gehalt sollte festgestellt werden, wie hoch die Kosten wären, ihn auf dem freien Markt zu ersetzen. In diesem Zusammenhang kann sowohl ein Betrag von \$503.307 als auch ein Betrag von \$300.000 zu hoch angesetzt sein.

Deshalb würde sich der EBIDTA von PHP per 31. Dezember 2001, wäre er korrekt berechnet worden, auf \$2.215.820 belaufen und demnach 60% höher ausfallen als der EBITDA von \$1.362.820, den Barnes in seiner Bewertung verwendet hat. Wird der höhere EBITDA verwendet und werden die von Barnes für diese Analyse verwendeten früheren versus der erwarteten Erträge akzeptiert, ergeben der Kapitalisierungssatz von 25% und der Abschlag für die mangelnde Vermarktbarkeit von 30% einen Wert von \$6.204.296, oder \$3.086.000,- mehr, als Barnes errechnet hat. Hier sollte, wie bereits erwähnt, eine Kontrollprämie angewendet werden. Mit einer angenommenen Prämie von 20% erreicht eine Neubewertung von PHP den Betrag von \$7.445.155,, aufgrund dessen die 50%-Anteile, die Herr und Frau Johnson halten, einen Wert von je \$3.722.578 haben.

Mit freundlichen Grüßen

M&A-Intermediär

VIII. Die Realität der Bewertung auf dem mittleren M&A-Markt

Im Handel und in der Geschäftswelt ist ein Preis entweder verhandelbar oder fix. Die Preise von Lebensmitteln sind beispielsweise fix und nicht verhandelbar. Sie werden so gut wie möglich von den Inhabern oder Managern festgesetzt, um deren Gewinne zu maximieren. Sollten die Preise zu hoch angesetzt sein, werden weniger Lebensmittel verkauft und das Unternehmen erwirtschaftet weniger Umsatz, als es erzielt hätte, wenn die Preise niedriger kalkuliert worden wären. Sind die Preise jedoch zu niedrig kalkuliert, wird eine zu geringe Marge für jeden Artikel erwirtschaftet, um die anderen Betriebskosten im Sinne eines guten Gewinnes zu decken.

Auf dem Basar ist der Preis frei verhandelbar und eine Funktion der jeweiligen Wünsche des Käufers oder Verkäufers der angebotenen Waren sowie ihrem individuellen Verhandlungsgeschick. Für den Käufer kann jeder vorgegebene Preis entweder einen guten Wert oder einen schlechten Wert darstellen. Bei Knappheit kann ein hoher Preis für eine Ware ein guter Wert sein. Unter anderen Umständen kann ein hoher Preis aufgrund der Unwissenheit oder Faulheit des Käufers einen schlechten Wert darstellen. Unwissenheit bedeutet, dass er die anderen auf dem Markt angebotenen Werte nicht kennt oder nicht weiß, wie er sie herausfinden kann, obwohl er dies tun sollte. Faulheit bedeutet, dass er keine Lust auf diese zusätzliche Anstrengung hat.

Diese Bemerkungen sollten zu einer naheliegenden Tatsache führen. Nämlich, dass eine Bewertung ein Anstrengung darstellt, um ein eigenes, subjektives Urteil bzw. eine eigene subjektive Meinung abgeben zu können. Eine Bewertung ist das Ergebnis einer oder mehrerer Einzelpersonen mit unterschiedlichen und unsicheren Qualifikationen für die Aufgabe. Sie ist keine Verkündung der Wahrheit und sollte auch nicht als solche verstanden werden. Eine Bewertung kann trotzdem nach Abwägen und vielleicht einiger weiterer Verhandlungen ein nützliches Werkzeug sein, wenn es darum geht, zu einer Einigung zwischen Parteien zu kommen, die unterschiedliche Interessen vertreten.

In Wahrheit ist der Wert auf dem M&A-Markt marktbasierend. Der Wert wird nicht von einer Person oder einer kleinen Personengruppe bestimmt, egal ob es sich hierbei um „Experten“ handelt oder nicht. Es geht um die Meinung des Marktes. 1781 antwortete der bekannte englische Autor Dr. Samuel Johnson auf die Frage, was er als den wirklichen Wert des Eigentums festlegen würde, das bei der Regelung des Nachlasses seines guten alten Freundes Henry Thrale verkauft werden muss, der eine erfolgreiche Brauerei besessen und geführt hatte: *„Wir sind nicht hier, um ein Paket Kessel und Fässer zu verkaufen, sondern die Möglichkeit, über die Träume der Habgier hinaus reich zu werden“*. Dr. Johnson war natürlich weder ein Investmentbanker noch ein M&A-Intermediär, sondern der Autor eines berühmten Wörterbuchs und ein hochintelligenter sowie gebildeter Mann. Aber unabhängig davon drückt seine Aussage die Wirklichkeit der Bewertung von M&A aus. Wie das Sprichwort schon sagt: *„Schönheit entsteht im Auge des Betrachters“*.

Potenzial oder Möglichkeit können nicht objektiv über die Grenzen der Wahrscheinlichkeit hinaus gemessen werden und diese kommen lediglich unter begrenzten Umständen zur Anwendung wie etwa bei zwei Würfeln, deren mögliche Kombinationen und Ergebnisse festgesetzt und bekannt sind. Im Gegenteil gehören Leben und Wirtschaft zu tatsächlich unbegrenzten Umständen, Gelegenheiten, Veranstaltungen, Reaktionen und Ergebnissen. Es ist schon sehr anmaßend zu behaupten, dass eine bestimmte Zahl oder eine Reihe von Zahlen den Wert eines Unternehmens darstellen. Das Beste, worauf bei diesen Übungen gehofft werden kann, ist, dass die Ergebnisse zumindest annähernd zutreffen, aber es ist sicher, dass sie nie wirklich korrekt sein werden.

Lediglich dadurch, dass ein Unternehmen dem ganzen potentiell an einer Übernahme interessierten Markt professionell, kontrolliert und vertrauensvoll präsentiert wird, kann es den vollen Marktpreis erzielen und so seinen wahren Wert erfahren. Eine Bewertung muss dies nicht unbedingt erfüllen, es sei denn, wie bereits weiter oben erwähnt, dass sie als Entscheidungshilfe für den Eigentümer eines Unternehmens dienen soll, damit dieser weiß, ob er gut beraten ist, sein Unternehmen derzeit auf dem freien Markt in der beschriebenen professionellen, kontrollierten und vertrauensvollen Art zum Verkauf anzubieten.

Auf dem freien Markt wird von jeder Partei einer beabsichtigten M&A-Transaktion eine Investitionsanalyse erstellt. Sie zeigt dem künftigen Käufer den höchsten Preis auf, den er sich leisten kann sowie die Prognosen und Risiken, die er der Investition zuschreibt und die Minimalrendite, die er für diese Investition erzielen muss. Die Analyse des Verkäufers andererseits gibt diesem den für ihn noch akzeptablen Minimalpreis an.

In der Analyse eines Investors gibt es vier Komponenten zum Unternehmenswert: die Ertragsfähigkeit des Unternehmens, das Wachstumspotential, das Risikoprofil des Unternehmens und die Kapitalkosten des Investors. Zwei der Komponenten basieren tatsächlich auf der Vergangenheit und orientieren sich nicht an der Zukunft. Dazu gehören die Ertragsfähigkeit des Unternehmens und die Kapitalkosten des Investors. Die Bestimmung der anderen beiden Komponenten, des Wachstumspotentials und des Risikoprofils des Unternehmens liegen eher im subjektiven Auge des Betrachters. Um sich ein Urteil zu den beiden letzten Komponenten und zur zukünftigen Ertragsfähigkeit des Unternehmens bilden zu können, sieht sich

ein Investor verschiedene interne und externe Faktoren eines Unternehmens an. Interne Faktoren sind die Faktoren, die hauptsächlich von den Eigentümern und vom Management kontrolliert werden. Dazu gehören die Stärke und Breite des Managementteams eines Unternehmens, seine finanziellen Leistungen sowie die Wettbewerbsvorteile und die Kundenkonzentration.

Die Stärke und Breite des Managementteams eines Unternehmens ist sehr wichtig, weil es in einem Unternehmen stark von den Fähigkeiten des Managementteams abhängt, ob eine Investition zu einem Erfolg oder einem Misserfolg führt. Daher zielt die Investitionsanalyse in erster Linie auf die Person des Chief Executive Officer und in zweiter Linie auf die Stärke des Managementteams im Allgemeinen. Die finanzielle Vergangenheit eines Unternehmens ist eine breit gefächerte Variable, die verschiedene Interessensbereiche einschließt, zu denen die vergangenen Gewinne, Umsätze und Cashflows gehören. Investoren verwenden diese vergangenheitsorientierten finanziellen Erhebungen zur Einschätzung der Fähigkeiten des aktuellen Managementteams und als Indikator für die in Zukunft zu erwartende finanzielle Performance. Die Wettbewerbsvorteile eines Unternehmens werden bei der Beurteilung des Unternehmenswerts einbezogen. Diese Wettbewerbsvorteile können unterschiedlichster Art sein und umfassen überlegene Markenakzeptanz, Markenprodukte und -prozesse, breite Produktlinien, eine ungewöhnlich starke Absatzorganisation und einen ungewöhnlich effizienten Betrieb. Sie sind jedoch nicht auf diese Punkte begrenzt. Unternehmen mit einer hohen Kundenkonzentration werden als weniger gut bewertet, da sie das Risiko tragen, durch den Verlust eines wichtigen Kunden negativ beeinflusst zu werden.

Externe Faktoren spielen ebenfalls für die Beurteilung des Unternehmenswertes durch einen Investor eine Rolle. Sie umfassen das Wachstum und die Saisonalität der Branche sowie das gegenwärtige Angebot von Akquisitionskapital. Unternehmen, die in wachsenden und weniger zyklischen Märkten konkurrieren, haben Anspruch auf einen höheren Multiplikator als jene in reifen zyklischen Branchen. Dies trifft besonders dann zu, wenn sich für den betreffenden Markt der Zyklus auf seinem oder nahe seinem Höhepunkt befindet. Der private Eigenkapitalmarkt ist abhängig von den Gesetzen des Angebots und der Nachfrage. Das Angebot von Kapital zu

einer bestimmten Zeit in Relation zum potentiellen Transaktionsangebot wirkt sich deshalb auf eine Unternehmensbewertung aus.

Die weit verbreitete Verwendung von EBITDA bei Bewertungsanalysen ignoriert den wichtigen Faktor der künftigen Investitionen, die zur Erzielung der geplanten Erfolge getätigt werden müssen. Es wird daher vorgeschlagen, den freien Cashflow als Ertragsgröße zu verwenden. Die DCF-Analyse ist die theoretisch zu bevorzugende Methode zur Wertermittlung, (und zwar über einen ausreichenden, aber nicht unbegründet langen Zeitraum), mit einem Restwert und einem sorgfältig ausgewählten Diskontsatz. Um die DCF-Analyse durchführen zu können, muss der Investor die angestrebten Jahresergebnisse des Unternehmens planen. Hier kann er lediglich schätzen. Es ist natürlich so, dass die Planung besser ausfällt, je informierter und einsichtsvoller der Schätzer ist. Trotzdem kann eines zu der abgegebenen Planung – egal wie gut der Schätzer und seine Schätzung sind – gesagt werden: sie wird nie korrekt sein. In diesem Zusammenhang ist unkorrekt jedoch besser als uninformiert. Die meisten unternehmerischen Entscheidungen werden aufgrund unvollständiger Informationen und unzureichender Kenntnis getroffen. Deshalb drücken die Schwächen in einer DCF-Analyse nicht aus, dass diese eine unnötige und irreführende Übung zur Entscheidungsfindung ist, sondern vermitteln die Höhe des Preises, über die ein künftiger Käufer nicht hinausgehen sollte, wenn er eine über seinen Kapitalkosten liegende Rückvergütung erzielen möchte, die höher ist als eine nächstbeste Investitionsalternative für sein Kapital nach Maßgabe der von im akzeptierten Risikoprofile.

Erfahrungsbericht eines Unternehmers: Vollzug der Unternehmensbewertung durch den M&A-Berater

Karl-Ferdinand Sondermann

Auch die Unternehmensbewertung braucht aktive Gestalter. Wegen des beim Unternehmensverkauf notwendigen Methodenwissens und der einschlägigen Erfahrung werden häufig M&A (Mergers & Acquisitions)-Berater beauftragt, nicht nur die Transaktion als solche zu begleiten, sondern im Vorfeld des Verkaufs auch eine Bewertung vorzunehmen und diese bei den folgenden Verhandlungen mit den interessierten Käufern argumentativ zu verteidigen. Die Bewertung bildet die Grundlage, auf der der Unternehmer und sein M&A-Berater im Verhandlungsprozess die Kaufpreisforderung untermauern, um so – möglichst unter Ausnutzung von Wettbewerb unter mehreren potentiellen Käufern – ein möglichst optimales Ergebnis zu erzielen.

Während der Unternehmer regelmäßig Spezialist in seiner Branche ist, befindet er sich beim Unternehmensverkauf meist auf fremdem Gebiet. Er kennt die vielen Schwierigkeiten nicht und läuft somit Gefahr, an der Komplexität der Aufgabenstellung zu scheitern. Zur Sicherstellung eines optimalen Ergebnisses zieht er den erfahrenen M&A-Berater hinzu, der mit seinem persönlichen und fachlichen Hintergrund das Risiko einer Fehlentwicklung vermindert.

Was macht einen guten M&A-Berater aus? Die Antwort: Methodenwissen, Prozesssicherheit, Erfahrung, Energie, Realitätssinn, Ehrgeiz, Mandantenloyalität, Präsentationsstärke und nicht zuletzt die Bereitschaft und Fähigkeit zur Kooperation mit dem Unternehmer und seinen sonstigen Beratern

wie Rechtsanwalt, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer. Eigentlich sollte er ein Zehnkämpfer sein.

Das gute Methodenwissen ist das A&O einer erfolgreichen M&A-Beratung. Hiermit einhergehen sollte vor allem auch die Prozesssicherheit, mit der der Berater in den einzelnen Phasen des Verhandlungsvorgangs die Probleme der einzelnen Schritte erkennt und sie durch entsprechende Maßnahmen im Vorfeld ausräumt. Schon bei der Präsentation zur Erlangung des Beratungsmandats sollte der M&A-Berater in der Lage sein, dem Unternehmer seine professionelle Vorgehensweise im Verkaufsprozess überzeugend darzulegen. Seine Souveränität erwirbt er durch langjährige Erfahrung, die bei der Auswahl durch den Unternehmer leicht überprüft werden kann. Branchenkenntnisse sind von Vorteil, aber nicht zwingend notwendig. Ein untrügliches Beurteilungskriterium ist die Anzahl der getätigten Verkaufstransaktionen, die in Größe, Struktur und Komplexität vergleichbar sein sollten.

Der Unternehmer sollte sich auch von der Energie des M&A-Beraters überzeugen. Konkrete Fallstudien (anonymisiert) bieten Gelegenheit, die Durchsetzungsstärke des Beraters zu testen. Die Schilderung der schwierigen Phasen durch den M&A-Berater ermöglicht es dem Unternehmer, sich ein sicheres Bild zu machen. Der „Biss“ des M&A-Beraters wird in der Praxis auf eine harte Probe gestellt, denn der „Gegner“ kämpft mit harten Bandagen.

Energie ist für die Verhandlungsführung von entscheidender Bedeutung, denn man muss hier permanent in Konfliktsituationen leben und diese erfolgreich lösen.

Die Haltung des Beraters muss auch von Realitätssinn getragen sein. Wenn ein „Deal“ Erfolg haben soll, gehören realistisch-ehrgeizige Ziele dazu. Es liegt in der Kunst des Beraters, die Balance zwischen Realismus und Ehrgeiz zu finden und das Optimum auszutarieren. Um den Kaufvertrag günstig zu gestalten, ist eine konzertierte Vorgehensweise zwischen Unternehmer, M&A-Berater und Anwalt ratsam.

Ehrgeiz müssen Unternehmer und M&A-Berater gleichermaßen besitzen, wollen sie ein Top-Ergebnis produzieren. Der M&A-Berater sollte aus früheren Mandaten glaubhafte Belege liefern, die zeigen, dass er mit Initia-

tive selbst schwierige Fälle gemeistert hat. Je konkreter die Beispiele gewählt werden, umso sicherer wird der Unternehmer in seiner Beraterauswahl sein.

An dieser Stelle soll das Honorar des Beraters angesprochen werden. Auf den ersten Blick erscheint es in absoluter Höhe hoch. Sieht man es prozentual, ist es immer dann gerechtfertigt, wenn ein angemessener Wert gegenübersteht. Eine exzellente Leistung des Beraters führt zu Spitzenergebnissen und verlangt demzufolge nach einer guten Dotierung. Die in dieser Abhandlung erwähnten Effizienzkriterien sollen helfen, den richtigen M&A-Berater zu finden, damit der Unternehmer im Transaktionsprozess ausgezeichnete Ergebnisse erzielt.

Es gibt M&A-Intermediäre, die sowohl vom Käufer als auch vom Verkäufer ein Honorar verlangen. Dies entspricht nicht der geforderten Mandantenloyalität und schafft im großen Maße Misstrauen. Der Unternehmer muss zu jeder Zeit wissen, auf welcher Seite der Intermediär steht.

Im Transaktionsprozess kommt der Präsentationsstärke des Beraters große Bedeutung zu. Dazu gehört ein professionell aufgemachtes Verkaufsmemorandum, das alle Basisinformationen über das Unternehmen liefert und die Grundlage für ein erstes käuferseitiges Angebot bildet. Neben dem informatorischen Teil übermittelt das Memorandum ggf. auch Hinweise zur Einzigartigkeit des Unternehmens und seines Wertes für den Käufer. Das betriebswirtschaftliche Datenmaterial umfasst die Jahresabschlüsse der letzten 3 bis 5 Jahre und eine Projektion der Zahlen in die Zukunft, am besten ebenfalls über 3 bis 5 Jahre. Begünstigend ist dabei Ergebniskontinuität mit guten Wachstumsperspektiven. Ferner werden Aussagen zum Markt national wie international benötigt, die die Positionierung des Unternehmens im Inland und auf den Auslandsmärkten aufzeigt. Das Memorandum ist die Informationsgrundlage, nach der der Käufer das Unternehmen einstuft. Hieraus ergibt sich auch ein erster Anhaltspunkt für einen Unternehmenswert, wobei es später zu Anpassungen kommen kann. Ein oberflächliches Memorandum schafft Unsicherheit beim Käufer und birgt in den folgenden Verhandlungen die Gefahr, dass dieser den Preis nach unten korrigiert. Im umgekehrten Falle zwingt ein schlüssiges Memorandum den Bieter, das Unternehmen nach Faktenlage zu bewerten – eine zweifellos günstigere Ausgangsposition für den Verkäufer.

Neben dem Verkaufsmemorandum ist die Suche und Auswahl der geeigneten Käufer für den zu erzielenden Preis von ganz entscheidender Bedeutung. Das Auffinden des idealen Kandidaten hat maßgeblichen Einfluss auf den Unternehmenswert bzw. Kaufpreis. Ist der Kaufinteressent ein strategischer Käufer, so kann man von einem gesteigerten Interesse ausgehen. Wenn sich etwa die Produktpaletten ergänzen und die Länderstrategien komplementär zusammenpassen, dann ergibt 2+2 tatsächlich 5. Doch wie sind derartige Unternehmen im Markt zu finden? Naheliegend und regelmäßig zielführend ist die Suche in der Branche. Eine Auflistung möglicher Käufer ist vorzunehmen und die strategischen Passformen durchzuspielen. Welche Unternehmen sind expansiv und welche wachsen extern? Ist man vielleicht schon einmal von einem derartigen Unternehmen angesprochen worden? Sind Wettbewerber potentielle Käufer, so sind kartellrechtliche Fragestellungen zu prüfen. Kommt es zu maßgeblichen gemeinsamen Marktanteilen, so ist ein Zusammenschluss wenig erfolversprechend. Die Liste der möglichen Kandidaten kann um ausländische Alternativen ergänzt werden, wobei die strategische Komponente in den meisten Fällen unsicherer wird. Es ist ratsam, sich aller zur Verfügung stehenden Mittel zu bedienen, um möglichst viel über die strategische Passform zu erfahren – der Mehrwert rechtfertigt hier jedes Mittel.

Für den Fall des geplanten Ausscheidens des Unternehmers nach dem Verkauf ist dem potentiellen Erwerber die Möglichkeit zum Kennenlernen des Managements im Rahmen einer Managementpräsentation einzuräumen. Die Managementpräsentation dauert etwa einen halben Tag und gibt dem Käufer Aufschluss über die Bereiche Produktion, Marketing & Vertrieb, Controlling und strategische Planung. So kann der potentielle Erwerber das unternehmerische Potential des Top-Managements kennen lernen und so die Zukunftsaussichten des Unternehmens besser abschätzen.

Damit der Erwerber die Faktenlage im einzelnen prüfen kann, durchläuft er die sog. Due Diligence. Dazu werden alle unternehmensrelevanten Unterlagen in einem Datenraum zusammengestellt, zu dem der Erwerber über einen begrenzten Zeitraum Zutritt hat. Ist die Bilanzierung ordnungsgemäß, sind die Personaldaten transparent und auch alle anderen Unterlagen vollständig, ergeben sich meist keine gravierenden Rückfragen und das Bild des Unternehmens klärt sich für den Käufer. So vermeidet der Verkäufer die Gefahr, größere Wertabschläge hinnehmen zu müssen. Wie beim Memorandum ist bei der Due Diligence die gute Vorbereitung ein

Schlüssel zum Erfolg. Hierbei tritt erstmals der Anwalt in Erscheinung, der nach Zusammenstellung der Unterlagen selbst eine stichprobenweise Prüfung der Akten vornimmt. Dies stellt sicher, dass Lücken von vornherein geschlossen werden und das Unternehmen beim potentiellen Erwerber einen guten Eindruck hinterlässt.

Beschließen Unternehmer und M&A-Berater, nach Abgabe von Kaufangeboten mit einem oder mehreren Bewerbern zu verhandeln, ist es auch hier das Hinzuziehen des Anwalts ratsam.

Dabei sind die Preisverhandlungen voranzustellen. Synergievorteile können sich natürlich wertsteigernd auswirken. Ist der Preis „gezurrt“, kann die Vertragsgestaltung in Angriff genommen werden. Hierbei ist ein eigener Entwurf des Verkäufers von taktischem Wert, denn so können eigene Maximalforderungen besser aufgebaut werden.

Es gibt in der Praxis Fälle, wo die kompletten Verträge ohne den Unternehmer verhandelt werden. Hier sollte dieser zumindest die Marschrichtung mit festlegen und überwachen. Von höchster Brisanz sind hier die Gewährleistungen, denn hier bindet sich der Unternehmer in der Zukunft und es gilt, Gewährleistungshöhe und -dauer zu begrenzen. Spätestens jetzt erweist sich ein guter Anwalt als segensreich.

Es spricht für das Verhandlungsteam, wenn dem Informationsbedarf der Käuferseite stets entsprochen wird. Dabei ist ein Zuviel an Informationen nicht zweckdienlich, genauso wie ein Zuwenig Misstrauen schafft. Auch der Ablauf der Verhandlungsphase sollte geglättet stattfinden. Konzentriertes Verhandeln prägt den Arbeitstil und ein strukturierter Fahrplan lässt Zielstrebigkeit erkennen. Keine Hektik kommt auf, selbst in heiklen Situationen.

Der Unternehmensverkauf ist ein wichtiger Schritt im Leben eines Unternehmers. Der Prozess ist professionell zu managen. Allein ist er schwer zu bewältigen. Das Know-how eines guten M&A-Beraters ist nicht zu unterschätzen, sein Beitrag sollte deutlich mehr wert sein als er kostet. Doch es empfiehlt sich, eine gründliche Auswahl unter den M&A-Beratern, denn nur der Richtige wird den gewünschten Erfolg bringen.

Bewertungsaspekte börsennotierter Unternehmen

Georg Klein-Siebenbürgen

Nachfolgend werden einige wichtige Kennziffern zur Aktienbewertung erläutert. Diese Erläuterungen verfolgen die Absicht, dem Leser Parallelen und Unterschiede bei der Bewertung von privaten Unternehmen einerseits und börsennotierten andererseits aufzuzeigen und sollen letztlich dem Verständnis der Bewertung der in diesem Buch behandelten nichtnotierten Unternehmen dienen.

An den Börsen stehen sich auf breiter Basis Angebot und Nachfrage gegenüber und eine klare, einheitliche Preisbildung für Unternehmensanteile ist in der Regel gesichert. Nirgendwo sonst wird auch so offensichtlich, welche eine Vielzahl von Faktoren in die Bewertung von Firmen einfließt. Mit besonderer Sensibilität nimmt der Kapitalmarkt alle relevanten Einflüsse und Informationen auf und berücksichtigt diese bei der Preisfindung. In perfekten, hocheffizienten Märkten könnte man möglicherweise davon ausgehen, dass alle öffentlich zugänglichen Informationen in den aktuellen Kursen enthalten sind (Informationseffizienztheorie), aber wie überall „im richtigen Leben“, ist man auch hier von Idealsituationen weit entfernt. Zu unterschiedlich sind die Einschätzungen und Interessen der einzelnen Marktteilnehmer, zu widersprüchlich sind die Informationen und die entsprechenden Interpretationsmöglichkeiten; die Wertpapiermärkte zeigen durch ihre täglichen Schwankungen wie unsicher zuverlässige Einschätzungen über den Wert von notierten Unternehmensanteilen sind.

Generell soll bei der Beurteilung einer Aktie durch Kapitalanleger und Analysten die Anlage- bzw. Preiswürdigkeit festgestellt werden. Im Laufe der Jahre sind eine fast unüberschaubare Anzahl von verschiedenen Analyseverfahren entwickelt worden. Einige der wichtigsten Aktienbewer-

tungsmodelle sollen im nachfolgenden beleuchtet werden. Im Gegensatz zur charttechnischen Analyse, die primär auf historischen Kursverläufen basiert, steht hier die fundamentale Analyse von realen Unternehmensdaten im Vordergrund, um dann auf der Grundlage von aussagefähigen Kennzahlen verlässliche Annahmen und Aussagen über die absolute oder relative Preiswürdigkeit eines Unternehmensanteils und damit über den zukünftigen Kursverlauf zu ermöglichen. In den vergangenen Jahren haben sich die Bewertungsmethoden und -techniken einem signifikanten Wandel unterzogen, primär unter dem Einfluss angelsächsischer Marktteilnehmer, sie sind wesentlich professioneller geworden.

Grundsätzlich kann man die verschiedenen Finanzanalysemethoden beispielsweise nach Art

- der betrachteten Analyseebene: Gesamtmarkt-, Branchen-, Titelanalyse etc.,
- des Analysegegenstandes: Wertpapier-, Jahresabschlussanalyse etc.,
- des Anlageziels: reine Analyseverfahren, reine Prognoseverfahren, kombinierte Verfahren,
- der verwendeten Analysetechnik: Zeitreihenanalyse, Simulationstechniken etc.

unterscheiden.

Zu den traditionellen unternehmensspezifischen Aktienbewertungsmodellen gehört das **Substanzwertverfahren**. Es geht hier primär um die Ermittlung des Unternehmenswertes, um diesen mit der Marktkapitalisierung, dem Börsenwert einer Firma, zu vergleichen. Die entsprechende Diskrepanz gibt Anhaltspunkte für eine mögliche Über- oder Unterbewertung der Aktie und damit des gesamten Unternehmens an der Börse. Die eigentliche Substanz eines Unternehmens umfasst die Summe der zum Zeitwert bewerteten Wirtschaftsgüter nach Abzug der Schulden. Unterschiedliche Auffassungen sind über die Höhe des Zeitwertes möglich, normalerweise wird das Anlagevermögen mit den „fortgeführten Wiederbeschaffungskosten“ (Anschaffungskosten abzüglich der tatsächlichen

Wertveränderungen) bewertet; bei der Einschätzung von Immobilien stützt man sich in der Regel auf Expertengutachten; für das Umlaufvermögen gelten Tagespreise oder der Nennwert.

Generell ist es aber wichtiger die Ertragsfähigkeit und Gewinnerzielungsmöglichkeiten eines Unternehmens in den Mittelpunkt der Analyse zu stellen (**Ertragswertverfahren**), denn der Wert einer Firma entspricht in erster Linie der Summe seiner in Zukunft erzielbaren Erträge. Der Schlüssel für die Börsenbewertung liegt also primär in der zukunftsorientierten Einschätzung der Komponenten, die diese Entwicklung beeinflussen. Wenn man sich diese Grundidee vor Augen hält, ergibt sich auch eine Erklärung für die so stark schwankenden Firmenwerte, ausgedrückt in den Aktienkursen, den Preisen für verbrieftete Unternehmensanteile. Es gilt, dass der Aktienkurs den aktuellen Informationsstand der Marktteilnehmer, vor allem aber die daraus resultierenden Erwartungen, reflektiert.

Für Aktien wurden im Laufe der Zeit etliche Kennziffern für die gewinnbasierten Bewertungen entwickelt:

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV oder PER – Price Earning Ratio)

Die Division des Aktienkurses durch das Ergebnis pro Aktie liefert das KGV einer Aktie. Als Ausgangsbasis für die Berechnungen des Ergebnisses können verschiedene Ertragskomponenten berücksichtigt werden, wie zum Beispiel ausgewiesene Gewinne oder operative Gewinne nach Abzug verschiedener Wertberichtigungen. Darüber hinaus kann das KGV (sinnvollerweise) zukunftsorientiert oder vergangenheitsbezogen ermittelt werden. Grundsätzlich soll ein möglichst objektiver Vergleichsmaßstab zur Beurteilung der Ertragskraft der Unternehmen/Konzerne festgelegt werden und zwar weitgehend unabhängig von den Rechnungslegungsregeln, nach denen die Abschlüsse erstellt worden sind. In Deutschland hat sich das Ergebnis nach DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management) als ein geeignetes Medium für diese Zwecke erwiesen. Die entsprechende Gewinnermittlungsformel bereinigt die ausgewiesenen Periodenergebnisse um Sondereinflüsse und macht sie vergleichbar. Ohne eine weitergehende Analyse, die versucht die Chancen und Risiken eines Unternehmens sowie die Stärke und Nachhaltigkeit der Ertragskraft möglichst realistisch einzuschätzen, steht die KGV Betrachtung allerdings

weitgehend im luftleeren Raum. Auch das Konzept der erwarteten künftigen Gewinne enthält eine Vielzahl von Fallstricken, da Erträge in Voraus geschätzt werden müssen und die prognostizierten Werte natürlich je nach Informationsstand und „Einschätzung“ variieren. Eine skeptische Hinterfragung vieler getroffener Annahmen ist in der Regel durchaus angebracht.

Analysten berechnen die aktuelle KGV-Kennziffer häufig auch für den gesamten Aktienmarkt oder zumindest einen repräsentativen Teil desselben. Dabei dividiert man – vereinfacht ausgedrückt – den aktuellen Stand eines Indexes durch die entsprechend gewichteten Gewinne aller Werte innerhalb des Indexportfolios. Das KGV des Gesamtmarktes lässt mitunter Rückschlüsse auf die gegenwärtige Marktlage zu.

Das Dynamische KGV (PEG – Price Earnings to Growth)

Das Dynamische KGV setzt das Kurs-Gewinn-Verhältnis in Bezug zum Gewinnwachstum eines Unternehmens. Besonders niedrigkapitalisierten schnellwachsenden Unternehmen wird eine KGV Betrachtung nicht gerecht. Daher gewann in Zeiten des Technologiebooms besonders eine Betrachtungsweise an Bedeutung, die das KGV in Bezug zu der Wachstumsrate setzte:

KGV-Wachstumsrate

Ein Richtwert besagt, dass ein Unternehmen angemessen bewertet sein könnte, wenn sein KGV in etwa so hoch ist wie der prognostizierte Gewinn pro Aktie. In diesem Fall wäre dieser Wert etwa 1. Je kleiner dieser Wert also ist, desto größer könnte das Potenzial einer solchen Aktie möglicherweise sein. Diese Vergleichszahlen sind jedoch stark interpretationsbedürftig und ergeben in erster Linie Sinn als Zusatzinformation.

Das Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCV)

Viele Investoren misstrauen den von den Firmen ausgewiesenen Gewinnen. Der Cashflow dagegen zeigt unmittelbar an, wie viel ein Unternehmen nach Abzug aller laufenden Auszahlungen eingenommen hat. Der Cashflow ist daher wesentlich besser geeignet, die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit eines Unternehmens zu beschreiben als der Gewinn. Der Cashflow gibt an, welcher Liquiditätsüberschuss nach Steuern aus der laufenden

Geschäftstätigkeit in einem bestimmten Zeitraum entstanden ist. Oder anders herum, der Cashflow beschreibt die Fähigkeit eines Unternehmens Liquidität zu schaffen. Bei dieser Gewinngröße sind buchhalterische Manipulationen deutlich eingeschränkt und daher hat diese Kennzahl, in Bezug zum Kurs der Aktie gesetzt, bei der Analyse von börsennotierten Gesellschaften in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen. In diesem Zusammenhang hat sich auch ein verwandter Begriff eingebürgert: EBITDA – Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. – Übersetzt: Überschuss vor Kapitaldienst, Steuern und Abschreibungen des materiellen und immateriellen Anlagevermögens. Auch hier der Versuch der Ermittlung einer weitgehend unmanipulierbaren Ertragsgröße, die in ein Verhältnis zum Börsenkurs gesetzt wird und Bewertungs- und Vergleichsmaßstab ist.

Dividendenrendite

Eine weitete Kennzahl, die von den Marktteilnehmern häufig zur Beurteilung einer Aktie herangezogen wird, ist die Dividendenrendite. Um diese zu ermitteln, setzt man die zuletzt gezahlte bzw. die erwartete Dividende je Aktie zum jeweils aktuellen Aktienkurs ins Verhältnis.

$$\text{Dividendenrendite} = \frac{\text{Dividende je Aktie}}{\text{aktueller Kurs}} \times 100\%$$

Die Kennzahl ermöglicht einen direkten Vergleich zwischen den Dividendenzahlungen verschiedener Aktien. Zugegebenermaßen ist die Aussagekraft dieser Kennziffer begrenzt, da die Ausschüttung einer Gesellschaft von verschiedenen Faktoren abhängig sein kann, die möglicherweise nicht mit der wirklichen Ertragssituation in Verbindung stehen.

Risikomaße

Investoren möchten verständlicherweise wissen, welches Risiko mit dem Kauf bestimmter Aktien verbunden ist. Sie verlangen nach Kennzahlen, die Gewinnchancen und Verlustgefahren aufzeigen. Außerdem suchen die Marktakteure nach Indikatoren, die Aufschluss geben über die Ertragsempfindlichkeit eines Papiers bei einer Änderung der Einflussgrößen. Die Indikatoren sollen andeuten, ob die Ertragsentwicklung einer Aktie

- im Großen und Ganzen der Entwicklung des Gesamtmarktes folgt und somit verhältnismäßig stark durch systematische Faktoren geprägt wird, oder
- eher unsystematisch verläuft, also von der Entwicklung des gesamten Aktienmarktes losgelöst.

Volatilität

Der Begriff Volatilität ist eng mit dem italienischen Begriff *volare* („fliegen“) verwandt und bedeutet etwa soviel wie „Flutterhaftigkeit“ oder „Auf und Ab“. Er ist fester Bestandteil der Börsensprache und bezeichnet gemeinhin die Stärke der historischen Renditeschwankungen eines Finanztitels. Sie drücken die durchschnittliche Schwankung der Tagesrenditen einer ganz bestimmten Aktie aus und basieren auf der Formel für die Standardabweichung.

Volatilitäten dienen oftmals zur Beurteilung des Risikogehalts einer Aktie. Je höher die Volatilität, desto größer scheint sowohl die Gefahr, in Zukunft Verluste zu erwirtschaften, aber auch die Chance, Gewinne zu erzielen. Dabei darf man aber nicht außer acht lassen, dass die Volatilität aus historischen Daten hervorgeht und strenggenommen historische Volatilität heißen muss. Sie besitzt also nur dann eine akzeptable Aussagekraft, wenn die zukünftige Entwicklung ähnlich verläuft wie die zurückliegende. Außerdem kann die Volatilität ein falsches Bild von der tatsächlichen Renditeentwicklung einer Aktie vermitteln.

Historische Volatilitäten werden für gewöhnlich auch von Optionshändlern herangezogen, wenn es um die Ableitung einer sogenannten impliziten Volatilität geht.

Beta und Korrelation

Bei der Berechnung der Volatilität werden ausschließlich die Renditen einer einzigen Aktie berücksichtigt. So gesehen vermittelt die Volatilität nichts anderes als die Renditeschwankungen einer Aktie selbst. In die Berechnung der Kennziffern „Beta“ und „Korrelation“ fließen dagegen sowohl die Renditen einer Aktie als auch die Renditen einer Vergleichsgröße ein.

Das Beta einer Aktie drückt aus, wie sich ihre Tagesrenditen im Verhältnis zu den Index-Tagesrenditen in der Vergangenheit entwickelt haben. Zusätzlich zum Beta gibt es den sogenannten Korrelationskoeffizienten. Er gibt sowohl die Stärke des Zusammenhangs zwischen den Renditeänderungen der betrachteten Aktie und den Renditeänderungen des entsprechenden Indexes als auch die Richtung der Renditeänderungen an.

Das Beta gibt nun an, wie stark die Aktie die Bewegungen des Gesamtmarktes nachvollzogen hat. Bei einem Beta von genau 1 und einem Korrelationskoeffizienten von +1 hat die Aktie Renditeveränderungen gezeigt, die hinsichtlich Ausmaß und Richtung immer exakt denen des Index entsprechen haben. In diesem Fall weist die Aktie verständlicherweise dieselbe Volatilität auf wie der Index. Liegt das Beta unter eins, so hat die Aktie, genauer gesagt die Aktienrendite, auf systematische Einflussgrößen schwächer reagiert als der Gesamtmarkt selbst. Je weiter das Beta hingegen über 1 liegt, desto stärker reagiert die Aktie auf systematische Faktoren. Das repräsentiert also das systematische Risiko eines Papiers.

Schlusswort

„If you’re so smart, why aren’t you rich?“ (Wenn Du so schlau bist, warum bist Du nicht reich?) dieser Aphorismus aus den USA will eigentlich nur sagen, dass sich viele Leute mit dem Geld- und Kapitalmarkt beschäftigen, aber der Königsweg zur Ermittlung von Werten und damit der (Über- oder Unter-) Bewertung allgemein wohl nie gefunden wird. Die Anzahl der Einflussfaktoren ist so unüberschaubar groß, dass jede Analyse und jede Wertermittlungsmethode eigentlich nur ein Annäherungsversuch sein kann. Letztlich ist ein Unternehmen oder der entsprechende Anteilsschein immer so viel wert, wie für ihn bezahlt wird. Der Konsens zwischen Käufer und Verkäufer ist entscheidend. Die Arbeit von Analysten und Wertpapierstrategen ist hilfreich bzw. kann hilfreich sein, die entsprechenden Parameter zu bestimmen, aber letztlich müssen sich Geldgeber und Geldsuchende in guter kaufmännischer Tradition zum beiderseitigen Nutzen zusammenfinden.

Glossar

Nachfolgend werden Begriffe erklärt, die bei der Bewertung von Unternehmen verwendet werden. Die Definitionen sind insofern mit Vorsicht zu betrachten, als sie mehrdeutig sein können. Selbst unter Fachleuten kann ein bestimmter Begriff unterschiedliche Bedeutung haben.

Adjusted-Present-Value

Kurz APV. Er ist der Marktwert des Eigenkapitals als Differenz aus dem Gesamtkapitalwert und dem Marktwert des Fremdkapitals.

Akquisitionswert

Die Summe aller Entgelte des Käufers an den Verkäufer im Rahmen einer Transaktion. Diese beinhalten unter anderem Entgelte für materielle und immaterielle Vermögensgegenstände wie Maschinen und Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung, Vorräte, Forderungen, Wettbewerbsverbote, Geschäftsführer- und Beraterverträge, Lizenzen, Kundenlisten, Franchisegebühren, übernommene Verbindlichkeiten, Optionen, Bezugsrechte, Immobilien, Miet-, Pacht- und Leasingverträge, Tantiemen, verzögerte Kaufpreiszahlungen und andere wirtschaftliche Vorteile.

Bereinigter Buchwert

Buchwert, der dadurch entsteht, dass bei bilanzierten Vermögensgegenständen oder Schuldspositionen Additionen oder Subtraktionen vorgenommen werden.

Beta-Faktor

Ein Faktor, der im Rahmen des Capital Asset Pricing Model das systematische Risiko misst. Es handelt sich um eine Funktion des Verhältnisses zwischen der Rendite eines bestimmten Wertpapiers und der Rendite eines breiten Marktindex.

Bewertungsansatz

Ein allgemeiner Ansatz zur Wertbestimmung, der eine oder mehrere Bewertungsmethoden einsetzt (Ertragswertansatz, Substanzwertansatz und Marktwertansatz).

Bewertungsmethode

Eine bestimmte Bewertungsmethode innerhalb eines Ansatzes.

Bewertungsverfahren

Technik mit der die Einzelschritte einer bestimmte Bewertungsmethode ausgeführt werden.

Break-Even

Gewinnschwelle. Gibt die Umsatzmenge an, bei der die Erlöse gerade die fixen und variablen Kosten decken, d.h. eine Firma weder mit Gewinn noch Verlust arbeitet.

Bruttokaufpreis

Nettokaufpreis plus Finanzschulden.

Buchwert

Bezogen auf Vermögensgegenstände handelt es sich beim Buchwert um die aktivierten Kosten des Vermögensgegenstandes abzüglich der kumulierten Abschreibungen, wie sie in der Bilanz in Erscheinung treten. Bezogen auf das Unternehmen ist es die Differenz zwischen den gesamten Aktiva (abzüglich der Abschreibungen) und den gesamten Passiva, wie sie in der Bilanz in Erscheinung treten.

Capital Gain

Veräußerungsgewinn aus dem Verkauf von Unternehmensanteilen.

Cashflow-Analyse

Eine Untersuchung der Geldzu- und -abflüsse in einem Unternehmen.

Daumenregeln

Von Teilnehmern einer Branche überlieferte Parameter zur Bewertung von Unternehmen dieser Branche. Obwohl eine in einer Branche weit verbreit-

tete Daumenregel nicht ignoriert werden sollte, darf sie im Einzelfall nicht als alleinige Methode angewandt werden.

Debt Free Value

Wert des Unternehmens auf schuldenfreier Basis.

Diskontsatz

Zinssatz, mit dem ein zukünftiger monetärer Ertrag auf den Gegenwartswert abgezinst wird.

EBDIT

Gewinn vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern.

EBDT

Gewinn vor Abschreibungen und Steuern.

EBIT

Gewinn vor Zinsen und Steuern.

EBITDA

Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf materielles und immaterielles Anlagevermögen.

Economic-Value-Added

Man kann diesen als eine spezielle Variante der Übergewinnverfahren betrachten.

Eigenkapital

Eigenkapital ist das Gesamtkapital abzüglich aller Verbindlichkeiten, wobei hier die Schwierigkeit der Zuordnung von eigenkapitalähnlichen Mitteln zum Vorschein tritt.

Eigenkapitalrisikoprämie

Zinssatz über einem Zinssatz für risikofreie Anlagen, um einen Anleger zu einer Anlage mit einem höheren Risiko zu animieren.

Enterprise Value

Wert des gesamten Unternehmens oder Gesamtkapitalwert. Gleich wie Entity Value.

Entity Value

Gleich wie Enterprise Value.

Equity

Eigenkapital.

Equity Value

Wert des Eigenkapitals.

Ertragswertansatz

Bewertungsansatz, mit dem ein Gutachter zu einer Wertvorstellung für ein Erträge generierendes Vermögen gelangt durch Umwandlung des erwarteten künftigen Nutzens in Vermögenswert. Die Umwandlung kann auf zweifache Weise erfolgen. Der erwartete Jahresertrag wird kapitalisiert mit einem vom Markt abgeleiteten Kapitalisierungszinssatz oder einem Kapitalisierungszinssatz, der eine bestimmte Ertragssituation bzw. Investitionsrendite reflektiert

Fairer Marktwert

Der Preis, zu dem das Eigentum an einem Vermögensgegenstand von einem hypothetischen willigen Verkäufer an einen ebensolchen willigen Käufer übergeht, wobei Ersterer unter keinem wie immer gearteten Verkaufszwang und Letzterer unter keinem wie immer gearteten Kaufszwang steht und beide Parteien die relevanten Fakten kennen.

Fundamentaler Wert

Der Betrag, den ein Investor in Betracht zieht auf der Basis der verfügbaren Fakten, die er für echt und werthaltig erachtet. Dieser Wert wird zum Marktwert, wenn andere Investoren zu denselben Schlüssen kommen.

Gewinnkapitalisierung

Ein einziger vergangener oder geplanter zukünftiger Jahresertrag (z. B. Cashflow oder eine andere Gewinngröße) wird durch einen Kapitalisie-

runingsatz dividiert, der den Diskontsatz für diese Gewinngröße repräsentiert abzüglich der erwarteten zukünftigen langfristigen Wachstumsrate dieser Gewinngröße.

Gewogene Kapitalkosten

Siehe Weighted Average Cost of Capital.

Going Concern

Prämisse, unter der vom Fortbestand des Unternehmens im Gegensatz zu einer Liquidation ausgegangen wird.

Going Public

Gang eines Unternehmens an die Börse.

Goodwill

Immaterieller Vermögensgegenstand, der aus dem Namen, der Reputation, dem Kundenstamm, der Lage, den Produkten und ähnlichen Faktoren resultiert, die nicht separat identifiziert oder bewertet wurden, aber wirtschaftliche Vorteile bringen.

Immaterielle Vermögensgegenstände

Nicht physische Vermögensgegenstände wie Lizenzen, Warenzeichen, Patente, Urheberrechte, Goodwill, Sicherheiten und Verträge im Gegensatz zu materiellen Vermögensgegenständen wie z.B. Gebäude und Betriebsausstattung.

Investiertes Kapital

Der Begriff wird nicht einheitlich definiert. Einmal wird von Summe von Eigenkapital und langfristigem Fremdkapital gesprochen, ein anderes Mal von der Summe von Eigenkapital und dem gesamten zinstragendem Fremdkapital.

Investitionswert

Der Wert einer Investition für einen bestimmten Investor oder eine bestimmte Investorengruppe auf der Basis individueller Investitionserfordernisse zum Unterschied vom Marktwert, der unpersönlich und davon losgelöst ist. Bezieht sich oft auf strategische Akquisitionen, bei denen Syner-

gien auf Seiten des Käufers und auch Chancen- und Risikoerwartungen sowie die Steuerposition im Transaktionspreis berücksichtigt werden. Der Preis kann höher sein als der faire Marktwert wegen der aus dem Kauf resultierenden Vorteile des Käufers. Der Investitionswert bezieht sich auf einen bestimmten Investor, während sich der faire Marktwert auf einen hypothetischen bezieht.

Kapitalisierung

Der Begriff hat mehrere Bedeutungen: Umwandlung von Erträgen in Wert, Kapitalstruktur und Aktivierung von Aufwendungen.

Kapitalisierungsfaktor (Multiplikator)

Ein Faktor oder Multiplikator, mit dem Erträge in Wert umgewandelt werden.

Kapitalkosten

Der Betrag der von einem Investor erwarteten Rendite. Hängt ab vom allgemeinen Zinsniveau und der vom Markt geforderten Risikoprämie sowie den einem bestimmten Unternehmen innewohnenden Risiken.

Kapitalmarkttheorie

Eine Theorie, die Risiko in zwei Komponenten zerlegt: Systematisches und nicht systematisches Risiko. Diese Theorie nimmt an, dass Investoren Aktien in großen gut diversifizierten Portefeuilles halten, die das einer bestimmten Aktie anhaftende nicht systematische Risiko eliminieren.

Kapitalstruktur

Die Zusammensetzung des in ein Unternehmen investierten Kapitals.

Kombinationsverfahren

Hier werden Mittelwerte aus Substanzwert und Ertragswert gebildet, wobei Substanzwert und Ertragswert unterschiedlich gewichtet sein können. Zu den Kombinationsverfahren gehören auch die Übergewinnverfahren.

Kontrollprämie

Der zusätzliche Wert, den eine Majoritätsbeteiligung im Gegensatz zu einer Minderheitsbeteiligung verkörpert und die Unternehmenskontrolle ermöglicht.

Kontrollabschlag

Betrag oder Prozentsatz, der von einem Pro-rata-Anteil von 100% einer Beteiligung an einem Unternehmen abgezogen wird, um das Fehlen von Unternehmenskontrollrechten zu dokumentieren.

Liquidationswert

Nettobetrag der realisiert wird, wenn das Geschäft beendet wird und die Vermögensgegenstände stückweise verkauft werden. Die Liquidation kann entweder freiwillig oder erzwungenermaßen erfolgen.

Marktwertansatz

Bewertungsansatz, mit dem ein Gutachter zu einer Wertvorstellung für ein Unternehmen gelangt durch Verwendung von Methoden, die das Unternehmen mit ähnlichen bereits verkauften Unternehmen vergleicht.

Marktwert

Synonym für den fairen Marktwert (fair market value).

Marktwert des investierten Kapitals

Marktwert des Eigenkapitals und des zinstragenden Fremdkapitals. Einige Definitionen lassen die kurzfristigen zinstragenden Verbindlichkeiten unberücksichtigt.

Mehrheitsanteil

Anteil von mehr als 50% an einem Unternehmen.

Minderheitsanteil

Anteil von weniger als 50% an einem Unternehmen.

Nettogewinn

Erträge abzüglich Aufwendungen einschließlich der Unternehmenssteuern.

Nettokaufpreis

repräsentiert den Eigenkapitalwert, d. h. den Unternehmenswert abzüglich Finanzschulden.

Nettovermögen

Die gesamten Vermögensgegenstände abzüglich der gesamten Verbindlichkeiten.

Net Working Capital

Umlaufvermögen abzüglich kurzfristige Verbindlichkeiten.

Rendite des Eigenkapitals (Eigenkapitalrendite)

Wenn Eigenkapital bewertet werden soll, werden nur die Renditen der Eigenkapitalgeber berücksichtigt und zwar die Renditen nach Zinsen. Bezogen auf die Marktwertmethoden ist Zähler der Marktwert des Eigenkapitals, während der Nenner die nur den Eigenkapitalinvestoren zustehenden Erträge beinhaltet.

Rendite des investierten Kapitals

Wenn investiertes Kapitals bewertet werden soll, müssen die Renditen aller Kapitalgeber – die Renditen der Eigenkapitalgeber und die Renditen der Fremdkapitalgeber – berücksichtigt werden. Bezogen auf die Marktwertmethoden ist Zähler der Marktwert des investierten Kapitals während der Nenner die allen Kapitalgebern – den Fremdkapitalinvestoren ebenso wie den Eigenkapitalinvestoren – zustehenden Erträge beinhaltet.

Risiko

Grad der Unsicherheit hinsichtlich der Realisierung künftiger Renditen.

Strategische Akquisition

Kauf durch einen Käufer, der sich Vorteile aus Synergien (Verbundeffekten) mit dem Kaufobjekt verspricht. Diese können die Folge sein von vertikaler oder horizontaler Konzentration, von einem Wegfall überflüssiger Allgemeynkosten oder von besseren Preisen wegen des geringeren Wettbewerbs.

Strategischer Wert

Ähnlich dem Investitionswert oder Synergiewert.

Synergiewert

Ein das Wertausmaß von Verbundeffekten ausdrückender möglicher Preis, den der Käufer zu zahlen bereit sein könnte. Liegt über dem Marktwert und ähnelt dem Investitionswert. Vielen der Unternehmenskäufe und -fusionen von börsennotierten Gesellschaften liegt der Synergiewert zugrunde.

Substanzwertansatz

Ein allgemeiner Ansatz zur Bestimmung des Reinvermögens eines Unternehmens, bei dem vom Wert der Vermögensgegenstände die Verbindlichkeiten abgezogen werden.

Technologische Veralterung

Sinken des Wertes eines Vermögensgegenstandes wegen technologischer Weiterentwicklung.

Transaktionswert

Siehe Akquisitionswert.

Übergewinnverfahren

Sie gehören zu den Kombinationsverfahren. Sie kombinieren die gegenwärtige Substanz des Unternehmens mit dem Barwert des künftigen Übergewinns – d. h. dem über eine geforderte Verzinsung des investierten Kapitals hinausgehenden Mehrertrag.

Unternehmenskontrolle

Die Macht über das Management und die Politik eines Unternehmens.

Weighted Average Cost of Capital

Der gewichtete Durchschnitt der Kosten der einzelnen Komponenten in der Kapitalstruktur eines Unternehmens, wobei das jeweilige Gewicht auf dem Marktwert der jeweiligen Kapitalkomponente basiert. In anderen Worten: Der gewichtete Durchschnitt der Kosten aller Finanzierungsquellen in der Kapitalstruktur eines Unternehmens.

Wertstandard

Definition für die Art des gesuchten Wertes. Es geht darum, für wen ein Wert gefunden werden soll. Wertstandards sind Fairer Marktwert, Investitionswert, Fundamentaler Wert, Transaktionswert (Akquisitionswert) und Synergiewert.

Über die Autoren

Dr. Karl Seiler

Dr. Karl Seiler ist geschäftsführender Gesellschafter von Seiler & Partner in München, einer auf die Beratung und Vermittlung beim Kauf und Verkauf von Unternehmen spezialisierten Gesellschaft. Er betreibt sein Geschäft – vor dem Hintergrund von Studien der Rechtswissenschaften und Betriebswirtschaft und langjähriger Tätigkeiten bei deutschen und internationalen Banken – seit 1989. Zu seinen berufsbezogenen Aktivitäten gehören das Halten von Vorträgen und das Verfassen von Veröffentlichungen. Er darf die amerikanische Berufsbezeichnung C.B.I. führen. C.B.I. steht für Certified Business Intermediary und ist eine Auszeichnung der amerikanischen International Business Brokers Association, der weltweit größten Vereinigung von Beratern und Vermittlern beim Kauf und Verkauf von Unternehmen.

Stallworth M. Larson

Stallworth M. Larson ist Gründer und President der Corporate Growth Services of Uniondale, New York, ein von ihm seit 1986 national und international betriebenes M&A-Unternehmen. Zuvor hat Herr Larson ein amerikanisches mittelständisches Unternehmen aufgebaut und verkauft, Führungspositionen in einer amerikanischen Großbank bekleidet und Studien an der Columbia University und Yale University absolviert. Er ist M.B.A. und C.B.I.

Georg Klein-Siebenbürgen

Georg Klein-Siebenbürgen ist seit vielen Jahren als Wertpapieranalyst und Anlagestrategie bei renommierten deutschen und internationalen Banken tätig.

Karl-Ferdinand Sondermann

Karl-Ferdinand Sondermann ist Diplomkaufmann und Unternehmer. Bis zum Jahre 2002 war er geschäftsführender Gesellschafter eines führenden deutschen Unternehmens der Konsumgüterindustrie, das er im November 2002 an die WMF AG verkauft hat.