

ALLERTS THEMEN

Nr. 3: WAS SIND WERTORIENTIERTE UNTERNEHMENSTRANSAKTIONEN?

*Perspektiven, die über den
Discounted Cashflow hinausgehen.*

[WHITE PAPER

ZWECK DIESES WHITE PAPERS

Ein White Paper ist ein Dokument, das in einer flüssigen Sprache ohne Marketingballast hochspezifische Themen behandelt: als (Fall-) Studie, Anwenderbeschreibung, Analyse oder Marktforschung. Von konventionellen Werbeformaten unterscheiden sich White Papers nicht nur durch ihren Umfang, sondern auch durch ihren konkreten Nutzwert. Der Leser benötigt in einer bestimmten Situation eine Problemlösung. Diese Erwartungshaltung sollte ein White Paper erfüllen.

Es ist Allert & Co. ein Anliegen, unsere Sichtweise auf bestimmte Sachverhalte so klar zum Ausdruck zu bringen, dass einerseits der Leser den oben beschriebenen Nutzwert hat und andererseits, z. B. im Vorfeld einer Mandatierung, ein potenzieller Mandant unsere Denk- und Sichtweise erkennt. Somit werden gegenseitige Erwartungshaltungen klar definiert und die Grundlage für eine erfolgreiche Zusammenarbeit gelegt.

Wir wünschen Ihnen viel Spaß bei der Lektüre.



GLIEDERUNG

<i>Begriffsdefinition Wertorientierung</i>	<i>07</i>
<i>Was zeichnet wertorientierte Unternehmens- transaktionen aus?</i>	<i>08</i>
<i>Wodurch unterscheiden sich wertorientierte gegenüber „normalen“ Unternehmenstransaktionen?</i>	<i>12</i>
<i>Das Beispiel des Kölner Doms</i>	<i>19</i>
<i>Zusammenfassung und Fazit</i>	<i>22</i>
<i>Literatur</i>	<i>23</i>

BEGRIFFSDEFINITION WERTORIENTIERUNG

In einer Zeit, die immer häufiger nach einer stärkeren Wertorientierung ruft, ist die Frage erlaubt, was Werte oder gar Wertorientierung eigentlich genau sein sollen.

Der Begriff der „Wertorientierung“ stand lange Zeit und für viele Marktteilnehmer im Wesentlichen für „Cashflow-Orientierung“ – also eine Sichtweise, die alles in Zahlen Ausdrückbare, Berechenbare und Extrapolierbare als Wert begriff.

Eine Rückkehr zum klassischen Wertbegriff ermöglicht der Blick ins Wirtschaftslexikon:

„Wert“ ist der Ausdruck der Wichtigkeit eines Gutes, die es für die Befriedigung subjektiver Bedürfnisse hat.

In diesem Sinne ist Wertorientierung aus unserer Sicht eine Denk- und Handlungsweise, die nicht nur Zahlen, sondern auch die Summe der subjektiven Bedürfnisse aller Marktteilnehmer betrachtet.

WAS ZEICHNET WERTORIENTIERTE UNTERNEHMENSTRANSAKTIONEN AUS?

Wer sich über Unternehmensführung ein Bild machen will, wird relativ schnell auf ein viel verwendetes Zitat stoßen: „Für die Unternehmung als marktwirtschaftlich orientierten Betrieb ist die langfristige Gewinnmaximierung das oberste Ziel.“ So beschrieb Günter Wöhe in seinem grundlegenden Werk „Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre“ die oberste Unternehmensmaxime. Aber wie so oft im Leben muss man genauer hinsehen und weiterlesen. Denn Wöhe fügt dieser Aussage hinzu, dass man im theoretischen Modell jeweils vom Ideal-Unternehmer als Homo Oeconomicus ausgeht, der in einer Modellwelt seine Entscheidung ausschließlich an dem oben beschriebenen Ziel der langfristigen Gewinnmaximierung ausrichtet. In der Praxis jedoch dürfe dieses Ziel nicht isoliert betrachtet werden, sondern unter Beachtung zusätzlicher Zielsetzungen, die als Nebenbedingungen in der Zielfunktion ihren Niederschlag finden.

*Der Mensch
ist mehr als
der von der
Wissenschaft
beschriebene
Homo Oeconomicus.*

Um es einmal an einem Beispiel darzustellen: Ebenso wie der Intelligenzquotient in der Psychologie im Grunde nur das ist, was man mit standardisierten Intelligenztests misst, jedoch nichts valides über die realen Erfolgsaussichten des Individuums im richtigen Leben aussagt, wäre in diesem Sinne laut Günter Wöhe die Messung der Gewinnmaximierung eines Unternehmens auch nur der gemessene Ausdruck der Philosophie vom Unternehmensgewinn als Benchmark.

Folgt man diesem Gedanken, zeigt sich, dass die entscheidende Frage, die sich „im richtigen Unternehmerleben“ stellt, nicht auf „Um wie viel Prozent kann der Gewinn gesteigert werden?“ lauten sollte. Sondern eben auf: „Wie wird der solchermaßen gesteigerte Gewinn zur Existenzsicherung und Weiterentwicklung des Unternehmens eingesetzt?“

Von diesem einfachen Gedanken ausgehend darf gelten: Je nachdem, welche Frage gestellt und wie gedacht wird, bedient sich das Management zur Erreichung dieser Unternehmensziele der entsprechenden Strategien.

Spurensuche: Der Ursprung des von Alfred Rappaport erstmals beschriebenen Shareholder Value-Ansatzes geht auf die M&A-Welle in den USA ab Mitte der 80er Jahre zurück. Im Zuge dieser Welle wurde eine Kennzahl gesucht, mit der die Bewertung von alternativen Akquisitionsobjekten erleichtert und Wertlücken von Buchwerten zu Unternehmenswerten aufgedeckt werden sollten.

Der Begriff Shareholder Value ist im Kern auf Nachhaltigkeit angelegt.

Rappaport beschreibt auch, dass Geschäftsstrategien nach Maßgabe der ökonomischen Renditen beurteilt werden, die sie für die Anteilseigner schaffen und die im Falle einer börsengehandelten Kapitalgesellschaft mittels Dividendenzahlungen und Kurswertsteigerungen der Aktie gemessen werden. Wenn das Management Strategiealternativen beurteilt, dann sind jene Strategien, die dem Unternehmen den größten nachhaltigen Wettbewerbsvorteil verschaffen, auch diejenigen, die den höchsten Shareholder Value schaffen. Im Shareholder Value-Ansatz bestimmt sich der ökonomische Wert einer Investition (z. B. eines Unternehmenskaufs) also dadurch, dass die zukünftig erwarteten Cashflows mittels eines Kapitalkostensatzes diskontiert werden. Diese Cashflows wiederum bilden die Grundlage für die Eigentümerrendite aus Dividenden und steigenden Kurswerten.

Die Begründung dafür, weshalb das Management diese Zielsetzung verfolgen sollte, ist vergleichsweise einfach. Die Aufgabe des Managements wird oft charakterisiert als das Ausbalancieren der Interessen der verschiedenen Anspruchsgruppen (Stakeholdern) eines Unternehmens, wie z. B.

- Eigentümer
- Fremdkapitalgeber
- Mitarbeiter
- Kunden
- Lieferanten

Die Qualität und der Wert der Beziehung zu den Anspruchsgruppen lässt sich auf vielen verschiedenen Ebenen analysieren und bewerten. Hierzu zählen neben relativ einfach messbaren Faktoren und Korrelationen wie der Dauer der gemeinsamen Arbeitsbeziehung, dem Wertschöpfungsanteil und der wirtschaftlichen Bedeutung der Beziehung (z. B. Single Source versus einer von vielen) für den Stakeholder auch nur über Meinungsforschung zu fixierende Werte wie der gute Ruf des Unternehmens, seine Zuverlässigkeit und nicht zuletzt auch seine Corporate Social Responsiveness. Es dürfte Konsens darüber herrschen, dass das nachhaltige Überleben eines jeden Unternehmens letztlich immer von der Qualität dieser Beziehungen abhängt. Obwohl das so ist, wurden diese Werte in den letzten Jahren nur auf der Ebene der pagatorischen Auswirkungen betrachtet: Obwohl der Common Sense des Unternehmens sagt, dass die Beziehungen zu den Stakeholdern mehrdimensional sind, erfolgt die Betrachtung eindimensional. Sie wird auf die finanziellen Beziehungen zu diesen Anspruchsgruppen reduziert. Noch einmal Rappaport: „Mitarbeiter verlangen marktübliche Löhne, die Kunden wollen hohe Qualität zu konkurrenzfähigen Preisen, Lieferanten und Fremdkapitalgeber besitzen finanzielle Ansprüche gegenüber dem Unternehmen, die bei Fälligkeit mit Cash abgegolten werden müssen. Die verbleibende Gruppe der Eigentümer achtet schließlich auf Dividenden sowie auf die zu erwartenden zukünftigen Dividenden, die sich im Marktpreis des Eigenkapitals widerspiegeln.“ Die Verbesserung der Fähigkeit, die Bedürfnisse aller Stakeholder zu respektieren und soweit möglich zu befriedigen, muss daher ein ständiges Anliegen des Managements sein. Die Fähigkeit eines Unternehmens, Geldmittel an seine verschiedenen Anspruchsgruppen zu verteilen, hängt wiederum zuerst von seiner Fähigkeit ab, in Geldmittel umwandelbare Werte aus dem laufenden Geschäft zu erwirtschaften und ggf. zusätzliches Kapital von externen Quellen zu beschaffen. Der Ursprung des unternehmerischen Erfolges wird aber in der Realität nicht das Kapital, sondern die Wertschöpfung des Unternehmens sein.

*Unternehmens-
erfolg basiert
auf der Einbe-
ziehung aller
Interessen-
gruppen
(Stakeholder).*

*Fremdkapital-
geber sind eine
wichtige Interes-
sengruppe –
aber niemals
die einzige.*

Richtig ist: Gelingt es einem Unternehmen nicht, die oft (vermeintlich) kurzfristigen finanziellen Ansprüche seiner Anspruchsgruppen – insbesondere natürlich seiner Fremdkapitalgeber – zu befriedigen, so wird es aufhören, eine lebensfähige Organisation zu sein. Richtig ist aber ebenfalls, dass Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten einem Unternehmen auch dann ihre Unterstützung entziehen werden, wenn sie im Abgleich des multidimensionalen Wertsystems Abweichungen feststellen, sich also zum Beispiel nicht respektiert, gefördert oder gewürdigt sehen. So kann ein Unternehmen, das seine Kunden und Mitarbeiter nicht respektiert, sich heute nicht mehr sicher sein, morgen noch mit ihnen „rechnen“ zu können. Dies gilt eben nicht nur für die in diesem Fall vordergründige finanzielle Ebene, sondern für alle Ebenen des multidimensionalen Wertesystems. Schlussendlich wird – aus dieser langfristig orientierten unternehmerischen Sicht – demnach eine allzu eindimensionale Betrachtungsweise sich selbst ad absurdum führen. Das Unternehmen kann nicht dauerhaft reüssieren, wenn die Unternehmensführung und die Unternehmenseigner nicht mehrdimensional denken und handeln. Wenn das Unternehmen aber nicht reüssiert, wird es das erforderliche Premium auf den Kapitaleinsatz nicht erwirtschaften können. Rendite wird dann ausschließlich über Kostenreduktion und nicht über die eigentliche Wertschöpfung zu erzielen sein.

Die aktive Orientierung an diesem mehrdimensionalen Wertesystem und an den Wertschöpfungspotenzialen von Unternehmen ist die Grundlage von wertorientierten Unternehmenstransaktionen.

WODURCH UNTERSCHIEDEN SICH WERTORIENTIERTE VON „NORMALEN“ UNTERNEHMENSTRANSAKTIONEN?

Notabene: Auch wir halten die Erzielung einer ausreichenden Rendite für die Eigenkapitalgeber für eines der wichtigsten Ziele des Unternehmens, denn ohne die Bereitschaft von Menschen, Eigenkapital für unternehmerische Tätigkeiten zur Verfügung zu stellen, geht es nicht. Das menschliche Grundverhalten des Vergleichens von Alternativen (gemeinhin als Opportunitätsdenken bezeichnet) ist ebenfalls nicht zu leugnen: Deshalb sind die finanzmathematischen Methoden zur Beurteilung von Investitionen aller Art (wie z. B. Unternehmenstransaktionen) wichtig. Allerdings sind wertorientierte Unternehmenstransaktionen nach unserem Verständnis nie ausschließlich auf die Erzielung eines Verkaufserlöses fokussiert. Sie streben danach, die Mehrdimensionalität der Beziehungen als Existenzgrundlage wahrzunehmen und zu würdigen. Wertorientierte Unternehmenstransaktionen sind im Sinne dieser Mehrdimensionalität langfristig orientiert. Das Ziel einer wertorientierten Unternehmenstransaktion ist es in erster logischer Linie, die Existenz eines Unternehmens als den grundlegenden Wert zu betrachten und die Transaktion so anzulegen, dass dieser Wert, wo immer möglich, nachhaltig und langfristig gesichert ist. Gelingen kann das im Grunde nur, wenn die Fokussierung nicht ein-, sondern eben in der beschriebenen Weise mehrdimensional erfolgt.

*Wertorientierte
Transaktionen
sind nicht auf
den schnellen
Effekt, sondern
im Wesent-
lichen auf
Nachhaltigkeit
hin orientiert.*

Diese mehrdimensionale Betrachtungsweise hat allerdings, wie im Grunde jeder weiß, umgekehrt auch Auswirkungen auf alle betroffenen Dimensionen. Also auch auf die finanzielle Betrachtungsweise. Hier stellt sich die Frage: „Welcher Korridor von Eigenkapitalrenditen verträgt sich mit diesem Denksystem?“ Die Frage ist wie wir finden durchaus legitim: Denn wer schreibt die Eigenkapitalrendite vor? Ist die im Wesentlichen eindimensional an der Eigenkapitalrendite orientierte Börse als Marktplatz für Eigenkapitalanteile wirklich der richtige Maßstab allen Denkens und Handelns?

Im Falle von Kapitalgebern ist die Art und das Ausmaß der Kontrolle ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal.

Wie die Erfahrung zeigt, kann es hier auch zu Zielkonflikten kommen. Das Unternehmen besteht aus vielen Stakeholdern (Anspruchsgruppen). Es ist ja ein Hauptmerkmal der Marktwirtschaft, dass eine effiziente Ressourcenallokation dadurch zustande kommt, dass Individuen ihren Eigeninteressen mittels Markttransaktionen nachgehen. Angebot und Nachfrage, Kaufen und Verkaufen, Handeln und Verhandeln – aus Wert wird Preis. In einer Welt, in der die Eigentümer (Aktionäre/Principals) nur beschränkt Kontrolle über ihre Manager (Agents) ausüben, ist es möglich, dass diese Agents nicht immer im besten Interesse der Eigentümer handeln. Agents verfolgen ihre ganz spezifischen Interessen und es mag sich für sie manchmal lohnen, die Interessen der Eigentümer den eigenen unterzuordnen. Diese Problematik verschärft sich in Großunternehmen, wo es aufgrund einer breiten Streuung des Aktienkapitals von institutionellen Investoren bis hin zu Kleinaktionären schwerfällt, die Interessen der Eigentümerschaft klar zu identifizieren.¹

In ihrer einfachsten Definition ist

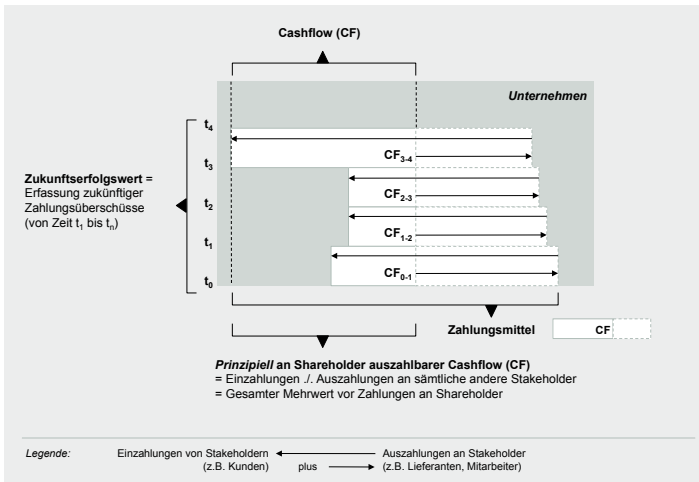
$$\text{Wirtschaftlichkeit} = \frac{\text{Ertrag}}{\text{Aufwand}}$$

Nunmehr gibt es zwei Ansatzpunkte zur Steigerung der Wirtschaftlichkeit, den Zähler erhöhen oder den Nenner senken. So einfach ist es theoretisch – aber so schwierig ist es in der Praxis. Kann man nicht vielmehr die betrieblichen Zielvorstellungen in monetäre („in Geldeinheiten messbare“) und nicht-monetäre Zielvorstellungen (wie z.B. „Streben nach Marktanteilsvergrößerung, Erreichen bestimmter Wachstumsziele, Sicherung der Arbeitsplätze, Verpflichtung gegenüber der Familientradition, Streben nach Prestige und Macht“) teilen?

Das Prinzip des in der Betriebswirtschaftslehre so bezeichneten „Wertorientierten Managements“ beschreibt eine wesentliche Facette auch unserer wertorientierten Sicht- und Handlungsweise, aber bei weitem nicht die einzige:

¹ Vgl. Alfred Rappaport, Shareholder Value, Stuttgart 1994.

Um den Fortbestand des Unternehmens zu sichern, müssen über die Zeit die Erträge der Kunden (in Höhe der Preise) höher ausfallen als die Summe der im Wertschöpfungsprozess angefallenen Aufwendungen. Nur dann entsteht Mehrwert. Der gesamte erwirtschaftete Überschuss nach Zahlungen an alle Stakeholder außer den Anteilseignern ist der Mehrwert.



Nachfolgende Grafiken in Anlehnung an Schweickert/Töpfer

Da Eigenkapitalgeber ihr Kapital nur dann einem Unternehmen überlassen, wenn sie im Gegenzug vom Unternehmen eine Verzinsung ihres Eigenkapitals in einer Höhe erhalten, die mindestens derjenigen von Konkurrenzangeboten gleichkommt, müssen die Zahlungen an die Eigenkapitalgeber als Untergrenze mindestens diese Höhe erreichen. Wenn vom gesamten Mehrwert als Brutto-Größe diese Zahlung in Höhe der Mindestverzinsung abgezogen wird, dann resultiert hieraus eine sogenannte Überverzinsung, ein Netto-Mehrwert, der durch die Wertschöpfung geschaffen wurde. Die entscheidenden Fragen sind vor diesem Hintergrund also: Welchen Mehrwert kann Kapital anteilig an der Wertschöpfung erzeugen? Wem steht in der mehrdimensionalen und unternehmensorientier-

Kapital bringt Zinsen. Unternehmerischen Mehrwert erzeugt es, wenn Zinserträge reinvestiert werden.

ten Betrachtung diese Überverzinsung, der Netto-Mehrwert, zu? Wie sieht es mit der Alternative der Reinvestition aus? Wer reinvestiert?

Und vor allem: Welche Möglichkeiten gibt der Ansatz der wertorientierten Unternehmenstransaktion, die Wertschöpfung von allen Stakeholdern für alle Stakeholder zu sichern und zu optimieren?

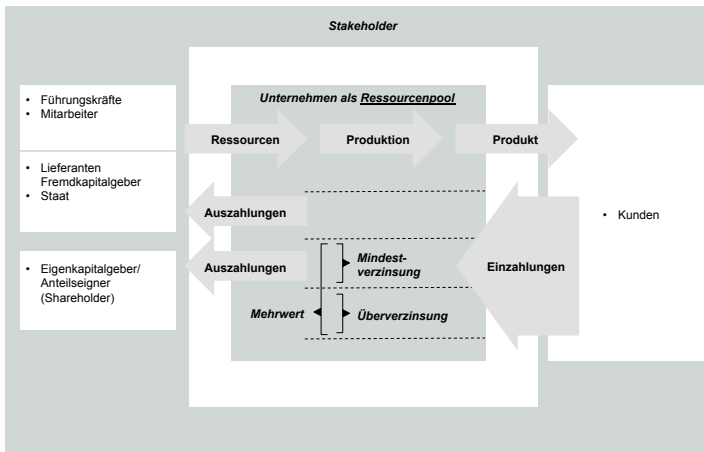
Die Instrumente, die sich hier aus unserer Sicht bewährt haben, sind im Kern folgende:

- die sehr tiefgehende Analyse der Wertschöpfungsgrundlagen – also des Marktes, der Marktnischen und der Marktpotenziale des zu veräußernden Unternehmens
- die konkrete Wertschöpfung im Unternehmen
- Identifikation von echten Synergiepotenzialen im Wettbewerbsumfeld
- die Gewichtung der Bedeutung von Kapital und sämtlicher anderer oben genannter Dimensionen von Wert für die Wertschöpfung im konkreten Fall
- die Sondierung und Ansprache von potenziellen Investorenmärkten analog zu dieser Gewichtung
- die gezielte Argumentation von monetären und nicht-monetären Werten im Verkaufsprozess
- die Fokussierung auf den besten Käufer (Best Buyer) anstatt auf den vermeintlich besten Preis (Best Price) – wobei das eine das andere nicht notwendigerweise ausschließt. Im Mittelstand läuft das nach unserer Erfahrung mehrheitlich auf strategische Investoren hinaus

Mittelständische Unternehmen werden meist von strategischen Investoren gekauft.

Es ist richtig: Wertschöpfung wird auch durch das Vermögen von Eigenkapitalgebern ermöglicht. Nach der reinen Shareholder Value-Lehre soll deshalb diese Überverzinsung im Interesse einer Maximierung der Eigenkapitalverzinsung einzig den Shareholdern zustehen. Das Prinzip leuchtet aus der eindimensionalen, rein kapitalwirtschaftlichen Perspektive ein. In der mehrdimensionalen und wertschöpfungsorientierten Betrachtung der wertorientierten

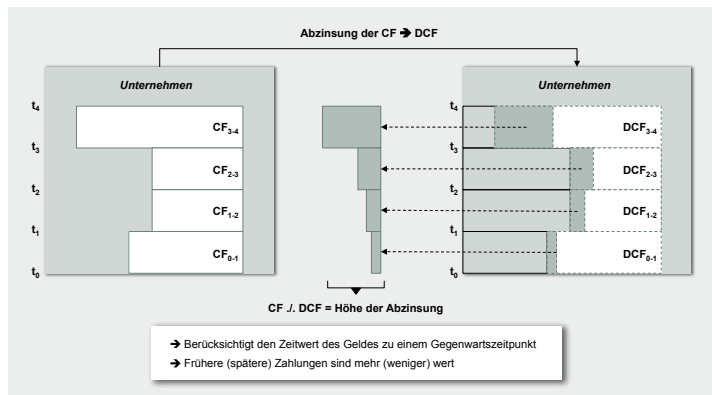
Unternehmenstransaktion ist diese Überverzinsung vor allem dadurch entstanden, dass alle anderen Stakeholder, insbesondere das Management, die Mitarbeiter aber z.B. auch Lieferanten, sie mit ihrer Leistung geschaffen haben.



Ebenso wie Unternehmen mit der Frage konfrontiert sind, an welche Stakeholder und nach welcher Bewertungsskala der Mehrwert verteilt wird, stellt sich in zunehmendem Maße auch bei M&A-Transaktionen die Frage, ob ausschließlich der den Eigenkapitalgebern zufließende Cash-Betrag den einzigen Maßstab für den Wert eines Unternehmens darstellt.

Bei mittelständischen Transaktionen ist Kapitalverzinsung nicht der einzige Maßstab.

Kann ein Rechenverfahren, wie das Discounted Cashflow-Verfahren ausschließlich den Wert eines Unternehmens darstellen oder stellt es vielmehr ausschließlich den ökonomischen Wert der Zahlungen an die Eigenkapitalgeber dar?

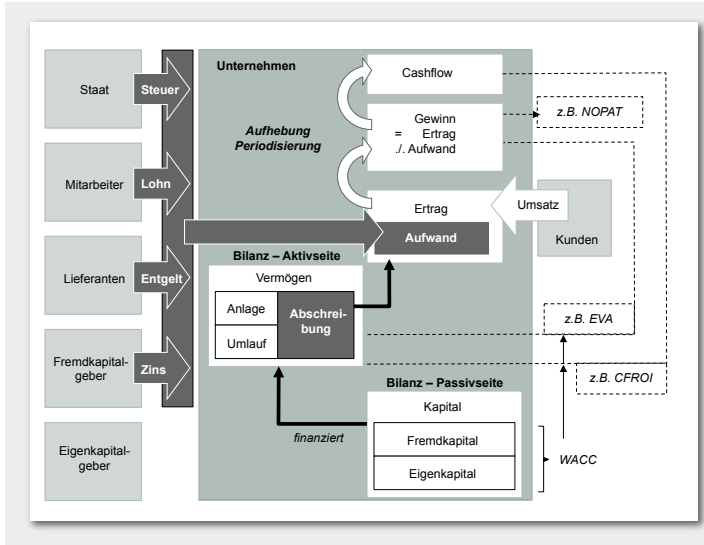


WIE STEHT ES UM WEITERE WERTE?

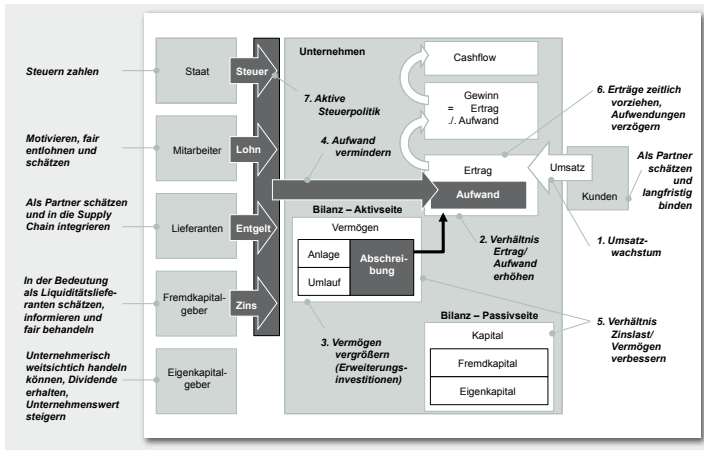
Der beste Käufer wird derjenige sein, der alle Interessengruppen einbezieht.

Unternehmenstransaktionen können durch die geschickte Kombination von alten und neuen Stakeholdern zusätzlichen Mehrwert schaffen. Das Unternehmen, das allen Anspruchsgruppen nach erfolgter Übernahme ermöglicht, gemeinsam mit ihm den größten Mehrwert zu erzielen, wird der beste Käufer (Best Buyer) sein.

Dabei sind jedoch alle Anspruchsgruppen zu berücksichtigen:



Und zwar wie folgt:



In Kombination all der oben genannten Faktoren ergibt sich ein System, das mehr wert („Mehrwert“) ist als die Summe der Teile.

DAS BEISPIEL DES KÖLNER DOMS

Ein einfaches Beispiel zeigt einerseits den Mehrwert von Dingen und auch, dass es Faktoren und Wertdimensionen gibt, die nicht in Geldeinheiten gemessen werden können.

Das Bewertungsobjekt soll folgende Parameter aufweisen:

Anzahl der Mitarbeiter	160
Jährlicher sonstiger Aufwand	5,5 Mio. € - 6 Mio. €
Jährlicher außerordentlicher Aufwand	ca. 1 Mio. €
Erforderliche Investitionen in den nächsten fünf Jahren für die laufenden Baumaßnahmen	5,5 Mio. €/Jahr
Erforderliche Investitionen in den nächsten fünf Jahren für außerordentliche Maßnahmen	1,8 Mio. €/Jahr
Anzahl verkaufte Einheiten	6.000.000
Anzahl Produkte	3

Hieraus resultiert folgende Produktaufteilung:

	Anzahl	Preis	
Erlösart 1	5.400.000	2,5 €	
Erlösart 2	400.000	4,0 €	
Erlösart 3	200.000	5,0 €	
Sonstige Erträge			3.400.000,0 €

Hieraus haben wir folgende verkürzte Gewinn- und Verlustrechnung abgeleitet:

	Anzahl	Preis	2009	2010	2011	2012
Erlösart 1	5.400.000	2,5 €	13.500.000 €	13.702.500 €	13.908.037 €	14.116.658 €
Erlösart 2	400.000	4,0 €	1.600.000 €	1.624.000 €	1.648.360 €	1.673.085 €
Erlösart 3	200.000	5,0 €	1.000.000 €	1.015.000 €	1.030.225 €	1.045.678 €
Umsatz			16.100.000 €	16.341.500 €	16.586.622 €	16.835.421 €
Sonstige Erträge			3.400.000 €	3.536.000 €	3.677.440 €	3.824.537 €
Zwischensumme			19.500.000 €	19.877.500 €	20.264.062 €	20.659.959 €
Bezogene Leistungen			1.500.000 €	1.545.000 €	1.591.350 €	1.639.090 €
Rohertrag			18.000.000 €	18.332.500 €	18.672.712 €	19.020.868 €
Personalaufwand			5.760.000 €	5.875.200 €	5.992.704 €	6.112.558 €
Sonstiger Aufwand			5.190.000 €	5.074.800 €	4.957.296 €	4.837.441 €
EBITDA			7.050.000 €	7.382.500 €	7.722.712 €	8.070.868 €
Abschreibungen			1.833.333 €	2.016.666 €	2.218.333 €	2.440.166 €
EBIT			5.216.666 €	5.365.833 €	5.504.379 €	5.630.702 €

Unterstellt man die unten dargestellten Parameter, so ergibt sich folgendes Bewertungskalkül:

Absolute Zahlen in Mio. €		Plan 2009	Plan 2010	2011	2012	Endwert
EBIT		5.216.666 €	5.365.833 €	5.504.379 €	5.630.702 €	5.672.932 €
Steuern auf EBIT	Steuersatz 29,125 %	1.519.354 €	1.562.799 €	1.603.150 €	1.639.942 €	1.652.241 €
Operatives Ergebnis nach Steuern (NOPAT)		3.697.312 €	3.803.034 €	3.901.228 €	3.990.760 €	4.020.690 €
+ Abschreibungen		1.833.333 €	2.016.666 €	2.218.333 €	2.440.166 €	2.458.467 €
+ Veränderungen Rückstellungen		0	0	0	0	0
./. Investitionen Anlagevermögen		5.500.000 €	5.500.000 €	5.500.000 €	5.500.000 €	2.452.367 €
./. Investitionen Netto-Umlaufvermögen		0	0			0
Operative Free Cashflows		30.645 €	319.701 €	619.562 €	930.926 €	4.014.590 €
Endwert						28.172.561 €
		1,0	2,0	3,0	4,0	4,0
Diskontierungsfaktoren	15,00 %	0,8696	0,7561	0,6575	0,5718	1,0000
Barwert der Free Cashflows und des Endwerts		26.648 €	241.739 €	407.372 €	532.260 €	28.172.561 €
Zinsaufwand		860.000 €	946.000 €	1.040.600 €	1.144.660 €	845.000 €
Steuersatz		29,1 %	29,1 %	29,1 %	29,1 %	29,1 %
Tax Shield		250.475 €	275.522 €	303.074 €	333.382 €	246.106 €
Perioden		1	2	3	4	4
(bezogen auf den Bewertungsstichtag)						
Diskontierungsfaktoren	8,00 %	0,9259	0,8573	0,7938	0,7350	0,7350
Barwert der Tax Shield Cashflows		231.921 €	236.216 €	240.590 €	245.045 €	180.896 €
Barwert der Free Cashflows und des Endwerts	29.380.582 €					
Barwert der Tax Shield Cashflows	1.134.669 €					
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	286.000 €					
+ Liquide Mittel	1.825.300 €					
+ Barwert der steuerlichen Verlustvorträge	0					
Gesamtunternehmenswert	32.626.551 €					
./. Zinstragende Verbindlichkeiten	15.250.000 €					
Wert des Eigenkapitals	17.376.551 €					

Der Shareholder Value beläuft sich somit auf ca. 17,3 Mio. Euro. Vermutlich wäre sogar der Substanzwert höher.

Die hier dargestellten Cashflow-Ströme sind die, die wir auf Basis der veröffentlichten Zahlen des Kölner Doms leicht modifiziert haben modellieren können.

Natürlich kann man auch die „Performance“ des Kölner Doms berechnen ...

Niemand wird den Wert des Kölner Doms auf dieses Zahlungsstrom-Modell reduzieren. Kein Zahlungsstrom-Modell kann den Wert des Kölner Doms abbilden, denn es existieren weitere Werte, die neben den monetären die Bedeutung dieser Stätte ausmachen.

So wie der Kölner Dom einen nicht zu quantifizierenden Wert aufweist, so hat auch jedes Unternehmen einen Wert als unternehmerisches und soziales System, der nicht bestimmbar ist. Die Ausprägung ist unterschiedlich hoch; eine Quantifizierung kann im Voraus nicht erfolgen, sondern kristallisiert sich im Laufe des wertorientierten M&A-Prozesses heraus.

ZUSAMMENFASSUNG UND FAZIT

Wertorientierte Unternehmenstransaktionen betrachten das multidimensionale System „Unternehmen“ als ein Ganzes, das sich in einen monetären, Cashflow-orientierten Teil und einen nicht-monetären Wert unterteilen lässt: Die nicht-monetären Werte lassen sich zwar durchaus messen und in Benchmarks vergleichen. Weil es aber hierfür derzeit keine einfache Umrechnungstabelle gibt, sind sie nicht eindeutig und objektiv in monetäre Werte umzurechnen. Dennoch ist es gerade die Kombination dieser beiden Teile, die den Mehrwert darstellt, den ein Best Buyer erkennt und wertschätzt. Diesem Konzept der wertorientierten Unternehmenstransaktion folgend, richten wir all unser Handeln an diesem Gedanken aus. Gerade in schwierigen Verkaufs- und Verhandlungssituationen gelingt es oftmals, diese Sichtweise einzubringen und eine Transaktion zu ermöglichen, die einerseits den Wert für den verkaufenden Unternehmer reflektiert und andererseits eine Struktur aufweist, die der langfristigen Existenzsicherung des Unternehmens zuträglich ist.

Aus all diesen Gründen ist in der wertorientierten Unternehmenstransaktion der Best Buyer – und das ist wohl der wesentliche Unterschied – nicht notwendigerweise derjenige, der „am meisten bezahlt“. Sondern eben derjenige, der die zum Verkauf stehenden Unternehmensanteile in ihrer Mehrdimensionalität betrachtet – und dadurch schlussendlich auch mehr Potenziale erkennen und realisieren wird.

[Literatur

Alfred Rappaport
Shareholder Value
Schäffer-Poeschel Verlag, 1995

Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, McKinsey & Company
Unternehmenswert
Campus Verlag, 2002

Nikolaus Schweickart, Armin Töpfer
Wertorientiertes Management
Springer Verlag, 2006

[ALLERT & CO.]

Wertorientierte
Unternehmenstransaktionen



Allert & Co.
Karl-Ludwig-Straße 29
68165 Mannheim
Telefon +49 (0) 6 21 32 85 94 0
Telefax +49 (0) 6 21 32 85 94 10
kontakt@allertco.com
www.allertco.com