

Wolfgang Beckmann / Andreas Hartmann

**Die Unternehmensbewertung bei
Neuemissionen im Börsensegment "Neuer
Markt"**

Diplomarbeit

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 2000 Diplom.de
ISBN: 9783832422257

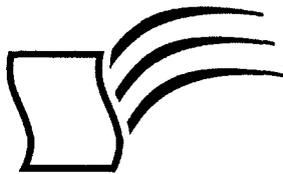
Wolfgang Beckmann, Andreas Hartmann

**Die Unternehmensbewertung bei Neuemissionen im
Börsensegment "Neuer Markt"**

Wolfgang Beckmann / Andreas Hartmann

Die Unternehmensbewertung bei Neuemissionen im Börsensegment "Neuer Markt"

Diplomarbeit
an der Fachhochschule Münster
Fachbereich Wirtschaft
Prüfer Prof. Dr. Ulrich Balz
Institut für Controlling, Lehrstuhl für Rechnungswesen
Januar 2000 Abgabe



Diplomarbeiten Agentur
Dipl. Kfm. Dipl. Hdl. Björn Bedey
Dipl. Wi.-Ing. Martin Haschke
und Guido Meyer GbR

Hermannstal 119 k
22119 Hamburg

agentur@diplom.de
www.diplom.de

ID 2225

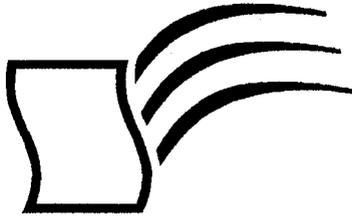
Beckmann, Wolfgang / Hartmann, Andreas: Die Unternehmensbewertung bei Neuemissionen im Börsensegment "Neuer Markt" / Wolfgang Beckmann / Andreas Hartmann - Hamburg: Diplomarbeiten Agentur, 2000
Zugl.: Münster, Fachhochschule, Diplom, 2000

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, daß solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden, und die Diplomarbeiten Agentur, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Dipl. Kfm. Dipl. Hdl. Björn Bedey, Dipl. Wi.-Ing. Martin Haschke & Guido Meyer GbR
Diplomarbeiten Agentur, <http://www.diplom.de>, Hamburg 2000
Printed in Germany



Diplomarbeiten Agentur

Wissensquellen gewinnbringend nutzen

Qualität, Praxisrelevanz und Aktualität zeichnen unsere Studien aus. Wir bieten Ihnen im Auftrag unserer Autorinnen und Autoren Wirtschaftsstudien und wissenschaftliche Abschlussarbeiten – Dissertationen, Diplomarbeiten, Magisterarbeiten, Staatsexamensarbeiten und Studienarbeiten zum Kauf. Sie wurden an deutschen Universitäten, Fachhochschulen, Akademien oder vergleichbaren Institutionen der Europäischen Union geschrieben. Der Notendurchschnitt liegt bei 1,5.

Wettbewerbsvorteile verschaffen – Vergleichen Sie den Preis unserer Studien mit den Honoraren externer Berater. Um dieses Wissen selbst zusammenzutragen, müssten Sie viel Zeit und Geld aufbringen.

<http://www.diplom.de> bietet Ihnen unser vollständiges Lieferprogramm mit mehreren tausend Studien im Internet. Neben dem Online-Katalog und der Online-Suchmaschine für Ihre Recherche steht Ihnen auch eine Online-Bestellfunktion zur Verfügung. Inhaltliche Zusammenfassungen und Inhaltsverzeichnisse zu jeder Studie sind im Internet einsehbar.

Individueller Service – Gerne senden wir Ihnen auch unseren Papierkatalog zu. Bitte fordern Sie Ihr individuelles Exemplar bei uns an. Für Fragen, Anregungen und individuelle Anfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung. Wir freuen uns auf eine gute Zusammenarbeit

Ihr Team der *Diplomarbeiten Agentur*

Dipl. Kfm. Dipl. Hdl. Björn Bedey –
Dipl. Wi.-Ing. Martin Haschke —
und Guido Meyer GbR —————

Hermannstal 119 k —————
22119 Hamburg —————

Fon: 040 / 655 99 20 —————
Fax: 040 / 655 99 222 —————

agentur@diplom.de —————
www.diplom.de —————

FACHHOCHSCHULE MÜNSTER
-Fachbereich Wirtschaft-

**Die Unternehmensbewertung bei Neuemissionen
im Börsensegment „Neuer Markt“**

DIPLOMARBEIT

vorgelegt von:

Beckmann Wolfgang

Münsterstraße 38
48727 Billerbeck
Matrikel-Nr. 334177

und

Hartmann Andreas

Gantenstraße 35
48565 Steinfurt
Matrikel-Nr. 335708

Referent:

Prof. Dr. Ulrich Balz

Korreferent:

Prof. Dr. rer. pol. Jobst Thalenhorst

Abgabedatum:

14. Januar 2000

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	III
Abbildungsverzeichnis.....	V
Anlagenverzeichnis.....	VII
1. EINFÜHRUNG UND GANG DER UNTERSUCHUNG.....	1
2. ERLÄUTERUNG WESENTLICHER BEGRIFFE.....	5
2.1 Das Wesen der Unternehmensbewertung.....	5
2.2 Going Public als strategische Entscheidung.....	8
2.3 Das Börsensegment Neuer Markt.....	12
3. DARSTELLUNG UND KRITISCHE WÜRDIGUNG DER VERSCHIEDENEN BEWERTUNGSMETHODEN.....	16
3.1 Bewertung auf der Grundlage von Barwertmodellen.....	16
3.1.1 Allgemeine konzeptionelle Grundlagen.....	17
3.1.1.1 Die zukünftigen Überschüsse.....	18
3.1.1.2 Der Diskontierungszinssatz.....	21
3.1.2 Darstellung der einzelnen Methoden.....	25
3.1.2.1 Die Ertragswertmethode.....	25
3.1.2.2 Die Modifizierte Ertragswertmethode.....	28
3.1.2.3 Die Discounted-Cash-Flow Methode (DCF-Methode).....	30
3.1.2.4 Die Wertsteigerungskonzepte.....	35
3.1.3 Kritische Würdigung der Barwertmodelle.....	37
3.1.3.1 Generelle Probleme bei der Anwendung der Barwertmodelle.....	37
3.1.3.1.1 Die Rolle des Zinssatzes bei den Barwertmodellen.....	38
3.1.3.1.2 Die Problematik der Prognose von Zukunftszahlen.....	44
3.1.3.2 Gegenüberstellung der einzelnen Verfahren.....	48
3.2 Bewertung auf der Grundlage von Multiplikator-Verfahren.....	54
3.2.1 Allgemeine konzeptionelle Grundlagen.....	54
3.2.2 Darstellung der einzelnen Methoden.....	58
3.2.2.1 Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) und seine Modifikationen.....	58
3.2.2.2 Das Kurs-Cash-Flow-Verhältnis (KCF).....	62
3.2.2.3 Das Kurs-Umsatz-Verhältnis.....	64
3.2.2.4 Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV).....	65
3.2.2.5 Die Enterprise-Value-Multiplikatoren (EV).....	66
3.2.3 Kritische Würdigung der Multiplikator-Verfahren.....	67
3.2.3.1 Generelle Probleme bei der Anwendung der Multiplikator-Verfahren.....	67
3.2.3.2 Gegenüberstellung der einzelnen Verfahren.....	71

3.3	Alternative Bewertungsverfahren	75
3.3.1	Das Substanzwertverfahren	75
3.3.2	Die Kombinationsverfahren	78
3.3.3	Die Methode der Übergewinnkapitalisierung	79
4.	EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG UNTER DEN EMISSIONSBEGLEITERN IM BÖRSENSEGMENT NEUER MARKT	81
4.1	Darstellung der Vorgehensweise bei der Analyse	81
4.1.1	Konzeption des Fragebogens	82
4.1.2	Verfahrensweise bei der Analyse der Research-Berichte	83
4.2	Ergebnisse der empirischen Untersuchung	84
4.2.1	Die Emissionsbegleiter	84
4.2.2	Grundsätzliches zu den eingesetzten Verfahren	85
4.2.3	Die Barwertmodelle	89
4.2.3.1	Ermittlung der zukünftigen Überschüsse	92
4.2.3.2	Bestimmung des Kalkulationszinssatzes	95
4.2.4	Die Multiplikator-Verfahren	96
4.2.4.1	Identifikation von Vergleichsunternehmen	96
4.2.4.2	Die Auswahl der Multiplikatoren	98
4.2.4.3	Ableitung des Unternehmenswertes	101
4.2.5	Bookbuilding-Spanne versus Emissionspreis	102
4.2.6	Die Entwicklung des Neuen Marktes	105
5.	DIE EINBINDUNG DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG IN DEN PROZESS DES GOING PUBLICS AM BEISPIEL DER VECTRON SYSTEMS AG, MÜNSTER	107
5.1	Darstellung des Unternehmens	107
5.2	Entscheidung zum Going Public	110
5.3	Notierung am Neuen Markt	111
5.4	Vorbereitung des IPO	111
5.5	Die Unternehmensbewertung	113
5.5.1	Finanzdaten der Unternehmung	113
5.5.2	Ermittlung der Bookbuilding-Spanne	116
5.5.3	Der Emissionspreis	127
5.6	Die ersten 6 Monate der Vectron-Aktie am Neuen Markt	128
6.	ZUSAMMENFASSUNG	132
	Anlagen	135
	Literaturübersicht	VIII

Abkürzungsverzeichnis

a	Gewichtungsfaktor
a.o.	außerordentliche
Abb.	Abbildung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Anm.	Anmerkung
APT	Arbitrage Pricing Theory
APV	Adjusted Present Value
AV	Anlagevermögen
β	Beta
ber.	bereinigt
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
BK	Börsenkandidat
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
c	Kapitalkostensatz
CAGR	Compounded Average Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DAX	Deutscher Aktien Index
DCF	Discounted Cash Flow
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung e. V.
E	Ertragswert
e	erwartet
$E_{(rM)}$	Erwartungswert der Rendite des Marktportfolios
e. V.	eingetragener Verein
EBDIT	Earnings before depreciation, interests and taxes
EBIT	Earnings before interests and taxes
EBITDA	Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization
EBT	Earnings before taxes
e-commerce	electronic-commerce
EE-Steuern	Einkommen- und Ertragssteuern
EG	Erfolgsgröße
EK	Eigenkapital
EP	Emissionspreis
ESTG	Einkommensteuergesetz
EUR	EURO
EV	Enterprise Value
EVA	Economic Value Added
GE	Geldeinheiten
GK	Gesamtkapital
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HFA	Hauptfachausschuß
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i	Kalkulationszins
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
I/B/E/S	Institutional Brokers Estimate System
IAS	International Accounting Standards

IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
IPO	Initial Public Offering
IT	Informationstechnologie
JÜ	Jahresüberschuß
Kap.	Kapitel
KBV	Kurs/Buchwert-Verhältnis
KCF	Kurs-Cash-Flow-Verhältnis
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
L	Liquidationserlös
M	Multiplikator
M & A	Mergers & Acquisitions
mod.	modifizierte
MV	Market Value
MVA	Market Value Added
MW	Marktwert
n	Anzahl der Jahre
NOPAT	Net Operating Income After Taxes
o.V.	ohne Verfasser
p.a.	per annum
P/B-Ratio	Price/Book-Ratio
P/E	Price/Earnings
PC	Personal Computer
PEG	Price-Earnings-to-Growth
PG	Peer Group
POS	Point of Sale
PV	Present Value
r	Rendite
r_{EK}	Rendite des Eigenkapitals
r_{RF}	risikofreie Rendite
s	Steuersatz des Unternehmens
S	Substanzwert
SG	Schmalenbach Gesellschaft – Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft
t	Zeitpunkt
U	Unternehmenswert
Ü	Überschuß
US-GAAP	United States – Generally Accepted Accounting Principles
v. St.	vor Steuern
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
vs.	versus
VU	Vergleichsunternehmen
WACC	Weighted Average Cost of Capital

Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abb. 1: Entwicklung der Neuemissionen.....	1
Abb. 2: Branchenaufteilung am Neuen Markt.....	12
Abb. 3: Kursentwicklung des Neuen Marktes im Vergleich zum DAX.....	15
Abb. 4: Klassifizierung der Bewertungsverfahren	16
Abb. 5: Formel für die Ermittlung des Barwertes einer unendli- chen Zahlungsreihe.....	17
Abb. 6: Formel für die Ermittlung einer Zahlungsreihe mit Restwert.....	17
Abb. 7: Barwert des Liquidationserlöses.....	18
Abb. 8: CAPM-Formel.....	22
Abb. 9: Bereinigung des JÜ nach den Grundsätzen des IDW....	26
Abb. 10: Barwertmodell nach dem Ertragswertverfahren.....	28
Abb. 11: Definitionen der Cash-flow Begriffe.....	31
Abb. 12: Einteilung der DCF-Ansätze.....	32
Abb. 13: Formel zur Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten – WACC.....	33
Abb. 14: Ermittlung des Residualeinkommens nach dem EVA- Modell.....	36
Abb. 15: Allgemeine Formel für fundamentalanalytische Ver- gleichsmultiplikatoren.....	56
Abb. 16: Übertragung des Multiplikators auf Börsenkandida- ten.....	57
Abb. 17: Ermittlung des KGV.....	58
Abb. 18: Ermittlung des Ergebnisses nach DVFA/SG.....	60
Abb. 19: Ermittlung des Emissionspreises mittels des KGV.....	61
Abb. 20: Ermittlung des Kurs/Cash-flow-Verhältnisses.....	63
Abb. 21: Ermittlung des Cash-Flow nach DVFA/SG.....	63
Abb. 22: Allgemeine Formel für die Kombinationsverfahren.....	78
Abb. 23: Fragebogen der empirischen Untersuchung – Frage II. 1.....	83
Abb. 24: Fragebogen der empirischen Untersuchung – Frage II. 18.....	83
Abb. 25: Rangfolge der wichtigsten Konsortialführer in Deutschland.....	85

	Seite
Abb. 26: Kombination der verschiedenen Bewertungsmethoden	88
Abb. 27: Übersicht der angewandten Barwertmethoden bei den befragten Emissionshäusern.....	90
Abb. 28: Übersicht der eingesetzten DCF-Ansätze.....	91
Abb. 29: Beurteilung der verschiedenen Barwertmodelle durch die befragten Emissionshäuser.....	91
Abb. 30: Einsatzhäufigkeit der einzelnen Multiplikator-Verfahren durch die befragten Emissionshäuser.....	99
Abb. 31: Beurteilung der verschiedenen Multiplikatoren durch die befragten Emissionshäuser.....	101
Abb. 32: Vergleich von Bookbuilding-Spanne und Emissionspreis aller Emissionen am Neuen Markt.....	104
Abb. 33: Verhältnis von erstem Kurs zum Emissionspreis.....	104
Abb. 34: Anzahl der notierten Unternehmen am Neuen Markt....	105
Abb. 35: Aktionärsstruktur der Vectron Systems AG – Vor und nach dem Börsengang.....	108
Abb. 36: Zusammensetzung des Vorstandes und des Aufsichtsrates der Vectron Systems AG.....	108
Abb. 37: Plan-GuV der Vectron Systems AG.....	114
Abb. 38: Geplante Umsatzentwicklung der Vectron Systems AG	114
Abb. 39: Geplantes Ergebnis je Aktie der Vectron Systems AG...	115
Abb. 40: Ermittlung des relevanten Bewertungsmultiplikators für die Vectron Systems AG.....	119
Abb. 41: Bestimmung des Unternehmenswertes der Vectron Systems AG auf Grundlage des KGV-Vergleichs.....	121
Abb. 42: Bewertungsrelevante Ergebnisreihe der Vectron Systems AG.....	122
Abb. 43: Bestimmung des Börsenwertes der Vectron Systems AG mit Hilfe der modifizierten Ertragsdiskontierung.....	123
Abb. 44: Cash-Flow-Prognose für die Vectron Systems AG.....	125
Abb. 45: Darstellung der ermittelten Bewertungsspannen für die Vectron Systems AG.....	127
Abb. 46: Angepaßte Planzahlen der Vectron Systems AG.....	129
Abb. 47: Kursentwicklung der Aktie der Vectron Systems AG im Vergleich zur Entwicklung des Neuen-Markt-Indizes....	130

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1: Fragebogen an die Emissionshäuser, inkl. Auswertung
- Anlage 2: Übersicht der angeschriebenen Emissionshäuser, inkl. Rücklauf
- Anlage 3: Übersicht der Research-Berichte in der Untersuchung
- Anlage 4: Übersicht der angewandten Verfahren in den Research-Berichten
- Anlage 5: Unternehmen am Neuen Markt – Daten der Emissionen
- Anlage 6: Übersicht über die Konsortialführer am Neuen Markt 1997 - 1999
- Anlage 7: Verteilung der Konsortialführer 1991 - 1996
- Anlage 8: Interview mit Herrn Olaf Arlinghaus, Vorstand der Vectron Systems AG
- Anlage 9: (Plan-) Bilanzen der Vectron Systems AG 1999 - 2003
- Anlage 10: Bewertungsrelevante cash-flows Vectron Systems AG 2000 - 2010
- Anlage 11: Rangfolge der Emissionshäuser hinsichtlich Konsortialführungen 1997-1999

1 Einführung und Gang der Untersuchung

Das Thema „Die Unternehmensbewertung bei Neuemissionen im Börsensegment Neuer Markt“ hat in jüngster Zeit eine besondere Aktualität erhalten. Zahlreiche junge, innovative Unternehmen, denen erhebliches Wachstumspotential zugebilligt wird, entscheiden sich zum Gang an die Börse.

Während diese Entwicklung in anderen Ländern (z.B. USA) bereits seit langem zu beobachten ist, blieb die Aktienkultur in Deutschland viele Jahre unterentwickelt. Der Börsengang der *Deutschen Telekom AG* im November 1996 führte jedoch zu einer Trendwende. Erstmals bekundeten weite Teile der Bevölkerung in Deutschland Interesse am Börsengeschehen.¹ Verstärkt wurde diese Tendenz durch eine positive Kursentwicklung an den internationalen Finanzmärkten in den vergangenen Jahren.

Darüber hinaus steigerten Verbesserungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen (z.B. „Kleine AG“ oder „5-Mark-Aktie“)² und nicht zuletzt die Einführung des Börsensegmentes „Neuer Markt“ - als Prädikatsmarkt für schnell wachsende, hochgradig innovative Unternehmen - das Interesse der Unternehmen zum Börsengang (siehe Abbildung 1).

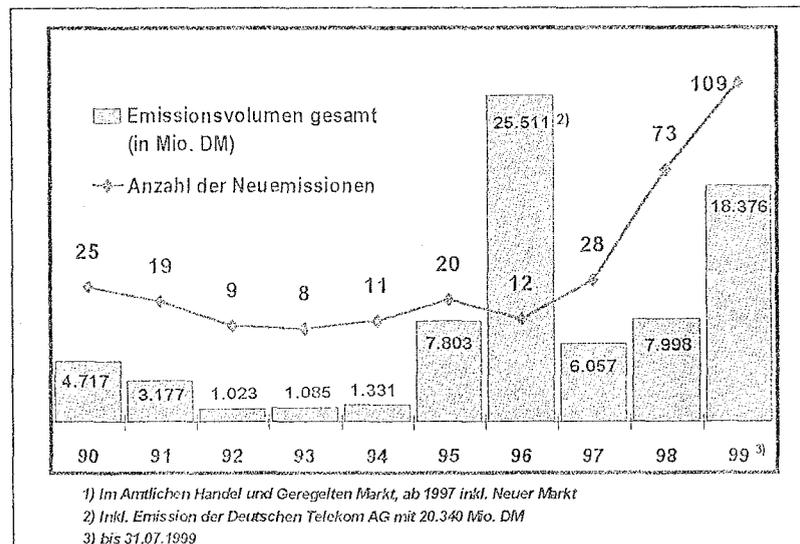


Abb. 1: Entwicklung der Neuemissionen 1990 bis 1999 (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Blättchen & Partner, in: *Going Public – Sonderheft Praxis*, 1999, S. 4)

¹ Vgl.: Rosen, Rüdiger von Grußwort, in: *Going Public – Sonderheft Praxis*, 1999, S. 1

² Anm.: Durch Erleichterungen in der Gesetzgebung (AktG und BetrVG) sollte die Wahl der AG als Rechtsform unterstützt werden

Im Jahr 1999 erlebte diese Entwicklung mit nahezu 150 Neuemissionen ihren vorläufigen Höhepunkt, so daß am Ende des Jahres 1999 etwa 200 Unternehmen am Neuen Markt börsennotiert waren.³

Besonders kleine und mittlere Unternehmen, die in Zukunftsbranchen mit hohen Wachstumsraten tätig sind, nutzen die Chance, sich an der Börse mit Eigenkapital zu versorgen. Sie benötigen das Kapital zur Finanzierung ihrer Expansionspläne und zur Gewährleistung ihrer Flexibilität. Nicht zuletzt nutzen sie den Börsengang auch zur Imagepflege.⁴

Im Zusammenhang mit der Erstemission einer Aktie kommt der Ermittlung des Ausgabepreises eine zentrale Rolle zu. Er kann über den Erfolg oder Mißerfolg eines Börsenganges entscheiden.⁵ Nur wenn die potentiellen Investoren den Preis für angemessen halten, sind sie zur Zeichnung der neuen Aktien bereit. Auf der anderen Seite hat das betroffene Unternehmen ein Interesse an einem für ihn adäquaten Ausgabepreis, der sowohl zu einem relativ hohen Zufluß an liquiden Mitteln führt, als auch die Möglichkeit weiterer Kapitalerhöhungen in der Zukunft offen läßt.⁶

Insofern tragen die Beteiligten an der Unternehmensbewertung – die Emissionsbanken, die Wirtschaftsprüfer und nicht zuletzt das Unternehmen selbst – eine besondere Verantwortung. Ihnen obliegt es, den Wert der „Börsenkandidaten“ möglichst realistisch zu beurteilen.

Doch gerade in der Ermittlung eines „fairen“ Preises für die neuen Aktien von Wachstumsunternehmen liegt häufig eine besondere Schwierigkeit. Es handelt sich bei diesen Aktiengesellschaften in der Regel um Unternehmen, die vielfach erst vor wenigen Jahren gegründet wurden. Zudem sind sie in Branchen tätig, deren gesamtes Potential – Chancen und Risiken – heute nur schwer zu beurteilen ist.⁷

³ Vgl.: Anlage 5 – Unternehmen am Neuen Markt – Daten der Emission

⁴ Vgl.: *Betsch, Oskar, u.a.: Corporate Finance*, 1998, S. 277-278; *Stangenberg-Haverkamp, Frank: Motive für den Börsengang*, in: *Dr. Wieselhuber & Partner, Börseneinführung mit Erfolg*, 1996, S. 70-77

⁵ Vgl.: *Killat, Gerhard: Bewertung und Preisfindung bei Neuemissionen* - in: *Volk, Gerrit (Hrsg.): Going Public*, 1998, S. 235

⁶ Vgl.: Anlage 8 – Interview mit *Olaf Arlinghaus*, Vorstand der *Vectron Systems AG*, Antwort zur Frage 11

⁷ Vgl.: *Francioni, Reto/Gutschlag, Thomas: Der Neue Markt* - in: *Volk, Gerrit (Hrsg.): Going Public*, 1998, S. 31

Diese Umstände stellen besondere Anforderungen an die Ermittlung eines gerechtfertigten Unternehmenswertes. Einige gängige, in der Literatur diskutierte Bewertungsmethoden stoßen an ihre Grenzen, und neue Konzepte zur Wertermittlung, die die Wachstumsdynamik dieser Unternehmen berücksichtigen, sind erarbeitet worden.⁸

Zum einen soll die vorliegende Arbeit daher einen systematischen Überblick über die in der Theorie behandelten Bewertungsmethoden geben; zum anderen werden die angesprochenen Probleme und theoretischen Lösungsansätze diskutiert. Auf eine allumfassende und detaillierte Darstellung von speziellen Sachverhalten wird zugunsten einer möglichst vollständigen Erfassung des Themengebietes verzichtet.

Des weiteren soll im Rahmen dieser Diplomarbeit die praktische Relevanz von theoretischen Ansätzen im Rahmen von Neuemissionen am Neuen Markt untersucht werden.

Zunächst soll im 2. Kapitel eine einführende Erläuterung der für das Thema dieser Arbeit grundlegenden Begriffe – Unternehmensbewertung, Going Public und Neuer Markt – erfolgen.

Im 3. Kapitel schließt sich die Vorstellung der wesentlichen Methoden zur Bewertung von Unternehmen an, die in der Literatur diskutiert werden. Ferner sollen diese Bewertungsmethoden einer kritischen Analyse unterzogen werden, inwieweit Probleme u.a. bei der praktischen Anwendung entstehen. Hierbei stehen Verfahren auf der Grundlage von Barwertmodellen und Multiplikator-Verfahren im Vordergrund. Auch alternative Bewertungsansätze sollen hier - jedoch kurz - dargestellt werden.

Die Relevanz der zuvor dargestellten Unternehmensbewertungsverfahren in der Praxis wird im 4. Kapitel untersucht. Grundlage hierfür bildet die Auswertung von mehr als 100 Research-Berichten emissionsbegleitender Banken und die Analyse einer empirischen Untersuchung, die unter den führenden Emissionshäusern durchgeführt wurde.

⁸ Vgl.: *Hidding, Bruno*: Chancen und Risiken am Neuen Markt, 1999, S. 50

Eine beispielhafte Darstellung des Börsenganges der *Vectron Systems AG*, die im Juni 1999 den Gang an die Börse wagte, soll im 5. Kapitel vorgenommen werden. Dabei wird die Einbindung der Unternehmensbewertung in den Prozeß des Going Public aufgezeigt und die Wertermittlung anhand der eingesetzten Verfahren dargestellt.

Den Abschluß der Arbeit bildet im 6. Kapitel eine kurze Zusammenfassung von Erkenntnissen und Besonderheiten, die insbesondere bei der Bewertung junger, wachstumsstarker Unternehmen von Bedeutung sind.

2 Erläuterung wesentlicher Begriffe

2.1 Das Wesen der Unternehmensbewertung

Mergers & Acquisitions (M&A), Initial Public Offerings (IPO), hostile overtakes oder management-buy-outs sind nur einige Begriffe, die besonders in der jüngsten Vergangenheit auch in deutschen bzw. europäischen Vorstandsetagen Einzug hielten.⁹ Um sich den steigenden Anforderungen des internationalen Wettbewerbs stellen zu können, sind Fusionen, Firmenübernahmen oder Börsengänge – insbesondere auch für mittelständische Unternehmen – zu alternativen Strategien geworden.

Diese strategischen Entscheidungen basieren im allgemeinen auf einer Kosten-Nutzen-Analyse, die aber bei dem Objekt „Unternehmung“ auf eine besondere Problematik stößt: Wie kann man den (zukünftigen) Wert eines Unternehmens(-teils) bemessen und welchen Preis ist man heute bereit, dafür zu zahlen?¹⁰ Es stellt sich demnach grundsätzlich die Frage einer Unternehmensbewertung.

Das Ziel einer Bewertung ist der Versuch, einer Sache einen monetären Wert zuzuordnen. Dieses führt zu einer Bezifferung des Bewertungsobjektes in Geldeinheiten. „Der Wert eines Objektes, d.h. einer Sache, eines Rechtes oder einer Dienstleistung ergibt sich aus den Eigenschaften, insbesondere aus dem Nutzen, den jemand der Sache (bzw. dem Recht oder der Dienstleistung) beimißt. Jeder kann einer Sache einen anderen Wert beimessen, d.h. ein Wert ist immer subjektiv bestimmt.“¹¹ Somit kann es eigentlich keinen objektiven Wert geben.

⁹ Anm.: *Mergers* (Fusionen): Zusammenschluß von 2 oder mehreren rechtlich selbständigen Unternehmen zu einer wirtschaftlich und rechtlich neuen Einheit; *Acquisitions* (Aufkäufe): Übernahme eines Unternehmens mit wirtschaftlicher und rechtlicher Eingliederung in das übernehmende Unternehmen; *Initial Public Offering* (erstmalige öffentliche Platzierung von Aktien): Erstmalige Platzierung von Anteilsscheinen einer AG an der Börse; *hostile takeovers* (feindliche Übernahmen): Übernahme eines Unternehmens gegen den Willen des Managements des übernommenen Unternehmens; *management-buy-out*: Kauf eines Unternehmens durch das darin beschäftigte Management mit dem Ziel der selbständigen Weiterführung des Unternehmens; Vgl.: *WISO-Wirtschafts-Lexikon*, 1998

¹⁰ Vgl.: *Steinöcker, Reinhard*: Mergers and Acquisitions: Strategische Planung von Firmenübernahmen, 1998, S. 76; *Bellinger, Bernhard/Vahl, Günter*: Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, 1992, S. 14-17

¹¹ *Born, Karl*: Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, 1995, S. 21

Zu Beginn der wissenschaftlichen Betrachtung der Unternehmensbewertung in Deutschland stand die vorhandene materielle Substanz eines Unternehmens im Vordergrund der Bewertung. „Die gedankenlose Anwendung von auf [...] Substanzwert beruhenden Bewertungsformeln führte dazu, daß sich Wissenschaftler, insbesondere *Busse von Colbe* (1957), *Sieben* (1963), *Münstermann* (1966), *Jaensch* (1966) und *v. Wahl* (1966), dieser Themen annahmen und darlegten, daß nicht die Vergangenheitsergebnisse und der Wert der Substanz, sondern die in der Zukunft aus dem Unternehmen zu erzielenden Nettoeinnahmeüberschüsse den Wert eines Unternehmens bestimmen.“¹²

Demnach ist eine Unternehmung nur soviel wert, wie sich mit ihr verdienen läßt. Doch auch hierbei handelte es sich nicht um wesentlich neue Erkenntnisse, da sie zum Teil auf Ergebnissen der US-Ökonomen *Williams* und *Burr* aus dem Jahre 1938 beruhten.¹³

Sowohl bei der substanzwertorientierten, als auch bei der ertragswertorientierten Methode, steht eine isolierte Betrachtung des Unternehmens im Vordergrund.

Seit den siebziger Jahren wird die Bewertung von Unternehmen zunehmend auch durch die Einbeziehung von vergleichbaren Unternehmen vorgenommen.¹⁴ Der Wert des Unternehmens bestimmt sich hierbei nicht mehr ausschließlich „durch sich selbst“, sondern wird durch die Einbeziehung von Vergleichsunternehmen und deren Bewertung determiniert. Dieser Vergleich soll zu einer Objektivierung führen, weil als Vergleichsunternehmen nur börsennotierte Unternehmen herangezogen werden.¹⁵ Dabei wird unterstellt, daß die am Markt ermittelten Preise alle verfügbaren Informationen über die Unternehmen widerspiegeln und zu einem Ausgleich von Angebot und Nachfrage führen.¹⁶

In der Literatur finden sich zahlreiche Anlässe zur Ermittlung eines Unternehmenswertes. Grundsätzlich lassen sich diese unterscheiden in Unterneh-

¹² *Born, Karl*: Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, 1995, S. 8

¹³ Vgl.: *Born, Karl*: Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, 1995, S. 8

¹⁴ Vgl.: *Killat, Gerhard*: Bewertung und Preisfindung bei Neuemissionen - in: *Volk, Gerrit (Hrsg.)*: Going Public, 1998, S. 237

¹⁵ Vgl.: *Born, Karl*: Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, 1995, S. 36

¹⁶ Vgl.: *Perridon, Louis/Steiner, Manfred*: Finanzwirtschaft der Unternehmung, 1997, S. 209