

M&A REVIEW

MERGERS & ACQUISITIONS • Beteiligungen • Allianzen • Restrukturierungen • Divestments • Private Equity

www.ma-review.de

23. Jahrgang 9/2012

Standpunkt

Wer ist eigentlich Moody's?

Makro

Der deutsche M&A-Markt im Zeichen der Euro-Krise –
Rückblick auf das M&A-Geschehen im ersten Halbjahr 2012

Bewertung und Kapitalmärkte

Der WACC ist tot oder was kostet Fremdkapital wirklich?

Strategien und Visionen

Risikoallokation in Unternehmenskaufverträgen –
aktuelle Trends in Europa

Switzerland Column

Schweizer M&A-Markt im 1. Halbjahr 2012 –
Rekordjahr in Sicht?

Deal des Monats

Schwedischer Investor EQT kauft Leukoplast-Hersteller BSN



Strategien und Visionen

Kaufpreisanpassungsklauseln auf Basis von Closing Accounts als Alternative der Kaufpreisstrukturierung

GoingPublicMedia

AKTIENGESELLSCHAFT

Der WACC ist tot oder was kostet Fremdkapital wirklich?

Stefan Herrmann & Dr. Ekaterina Lohwasser, Accuracy Deutschland GmbH, München

1. Einleitung

► Die Bewertung des Transaktionsobjektes im Rahmen von M&A-Situationen ist sowohl für Käufer als auch für Verkäufer eine wichtige Aufgabe, um Transaktionsobjekte zu identifizieren, individuelle Preisgrenzen zu ermitteln und die Verhandlungsstrategie zu bestimmen. Die Wertüberlegungen können auch nach Abschluss einer Akquisition eingesetzt werden, um den Erfolg einer Transaktion zu messen.

Als theoretisch fundiertes Bewertungsverfahren hat sich in den letzten Jahren der WACC-Ansatz innerhalb der Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren) durchgesetzt¹. Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich demnach aus den künftigen Free Cash Flows, die mit einem risiko- und laufzeitäquivalenten Kapitalkostensatz diskontiert werden. Die Abzinsung erfolgt in der Bewertungspraxis in der Regel mit den gewichteten Kapitalkosten des Unternehmens (Weighted Average Cost of Capital, kurz WACC).

Der Unternehmenswert nach dem WACC-Ansatz wird insbesondere durch die drei folgenden Faktoren beeinflusst:

- 1) die operative Leistungsfähigkeit des Unternehmens (gemessen am Free Cash Flow und dem Wachstum des Unternehmens),
- 2) den Zeitwert des Geldes (abhängig von dem risikofreien Zinssatz) und
- 3) das systematische Risiko des Unternehmens (Risikozuschlag auf den risikofreien Basiszins).

Zudem fließt als vierter Faktor mit dem sogenannten *Tax Shield* derjenige Steuervorteil in die Unternehmensbewertung mit ein, der aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalkosten resultiert. In der Unternehmensbewertungspraxis werden alle diese Faktoren im WACC vereinfacht aggregiert, was auch dessen große Popularität erklärt.

In Anbetracht dessen, dass DCF-Bewertungen unter der Anwendung des WACC-Ansatzes zu den am häufigsten angewendeten Ansätzen gehören, mag die Aussage im Titel dieses Artikels verwunderlich klingen. Aber in Wirklichkeit ist sie nicht so ketzerisch, wie es zunächst erscheinen mag. Denn der Konsens unter Bewertungspraktikern umfasst lediglich die Einflussfaktoren, nicht aber die Details zur Bestimmung des WACC. Unter dem Deckmantel WACC verbirgt sich eine große Brandbreite an unterschiedlichen Praktiken. So sind beispielsweise die Annahme eines konstanten Verschuldungsgrades für die gesamte Unternehmenslebensdauer oder die Anwendung von Risikozuschlägen für nicht börsennotierte oder kleine und mittlere Unternehmen (micro- oder small cap-Zuschläge) höchst umstritten.

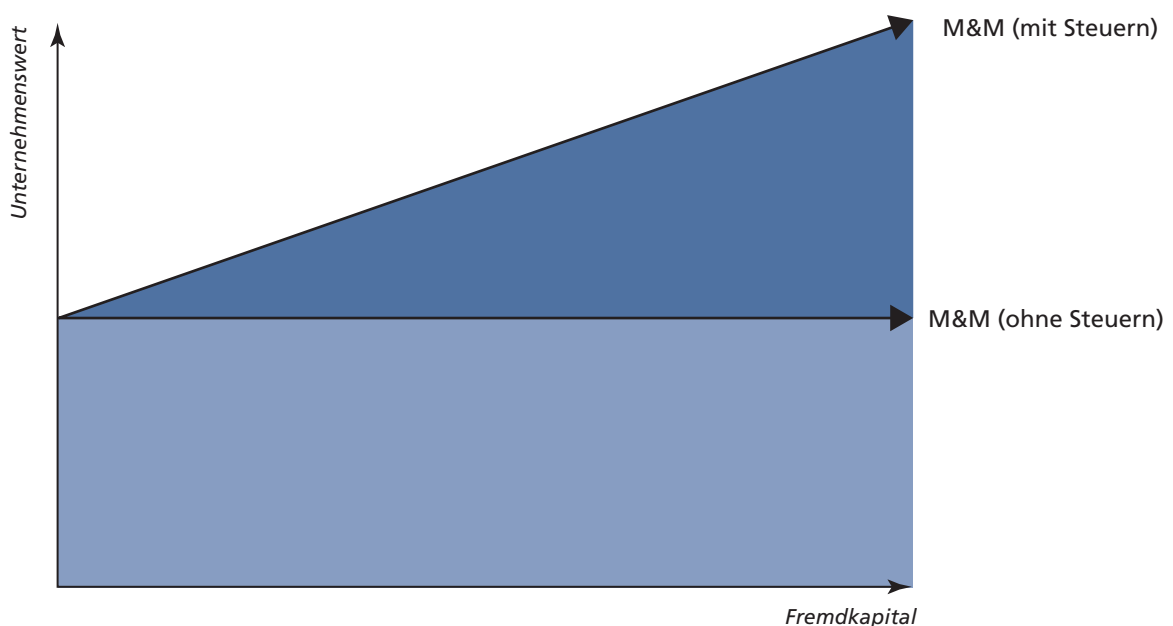
Wichtig ist aber vor allem, dass durch das im WACC integrierte Tax Shield ausschließlich die positiven Effekte der Verschuldung berücksichtigt werden. Dass ein hohes Leverage auch erhebliche Risiken birgt, hat die Finanzkrise der letzten Jahre wieder verdeutlicht: Der Ausfall renommierter Unternehmen, die in ihrer Finanzierung auf Fremdkapital gesetzt haben, war keine Seltenheit.

Daher erscheint die Frage gerechtfertigt, ob und inwiefern durch die Berücksichtigung ausschließlich positiver Effekte der Fremdkapitalfinanzierung eine systematische Überbewertung von Unternehmen erfolgt. In diesem Zusammenhang ist erforderlich, die erwarteten Konkurskosten eines Unternehmens genauer zu analysieren. Daraus lässt sich erkennen, ob der WACC in der Tat eine verlässliche Grundlage zur Bewertung von Unternehmen darstellt. Oder ist die Aussage unseres Titels zutreffend: Der WACC ist tot?

¹ Innerhalb der DCF-Verfahren ist zwischen Equity- und Entity-Methoden zu unterscheiden, wobei mit Equity-Methoden der Wert des Eigenkapitals ermittelt wird, mit Entity-Methoden der Wert des Gesamtunternehmens (inklusive Net Debt). Zu den Entity-Methoden zählen neben dem WACC-Ansatz auch der Total-Cashflow-Ansatz sowie der Adjusted-Present-Value-Ansatz. Die Equity- und Entity-Methoden lassen sich ineinander überführen und bei konsistenten Annahmen resultieren die gleichen Ergebnisse.

Abb. 1 • Die Abhängigkeit des Unternehmenswertes vom Verschuldungsgrad nach Modigliani/Miller (M&M), jeweils mit und ohne Unternehmenssteuern

Quelle: M&M (1958, 1963), eigene Darstellung



2. Unternehmenswert und Kapitalstruktur

Nach Modigliani/Miller² (1958) ist der Wert eines Unternehmens unabhängig von dessen Verschuldungsgrad. Die Erkenntnisse ihrer Arbeit verdeutlichten die beiden Nobelpreisträger anhand des berühmten Pizza-Vergleichs: Die Größe der Pizza (das heißt des Unternehmenswertes) ist stets dieselbe, unabhängig davon, in wie viele Stücke man sie schneidet (das heißt, wie man den Wert zwischen den Eigen- und Fremdkapitalgebern aufteilt). Das ursprüngliche Modigliani-Miller-Theorem bezieht sich auf einen vollkommenen Kapitalmarkt ohne Steuern und ist daher nicht ohne Weiteres in die Praxis überführbar. So werden beispielsweise Ausschüttungen

an Fremdkapitalgeber (Zinsen) und Eigenkapitalgeber (Dividenden und Aktienrückkäufe) unterschiedlich besteuert, was zu Arbitrageeffekten führen kann. Erst im Jahr 1963 hatten Modigliani/Miller Unternehmenssteuern in ihre Betrachtung integriert³. Demnach wirkt sich eine höhere Verschuldung in einem höheren Unternehmenswert aus. Das Verhältnis von Unternehmenswert und Verschuldungsgrad nach Modigliani/Miller wird in Abbildung 1 verdeutlicht. ►►

² Modigliani/Miller: The Cost of Capital, Corporation finance and the theory of investment. In: American Economic Review Nr. 48, 1958, S. 261–297.

³ Modigliani/Miller: Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. In: American Economic Review Nr. 53, 1963, S. 433–443.

Auf den unvollkommenen Kapitalmärkten existieren werterhöhende Effekte, die sich aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen für ein Unternehmen ergeben. In der Unternehmensbewertungspraxis wird dies im Tax Shield bei der Berechnung der Kapitalkosten abgebildet:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{D+E} + k_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D+E} \quad (1)$$

Dabei gilt:

$WACC = \text{Weighted Average Cost of Capital}$

$k_e = \text{Eigenkapitalkosten (Cost of Equity)}$

$k_d = \text{Fremdkapitalkosten (Cost of Debt)}$

$$\frac{E}{D + E} = \text{Eigenkapitalanteil am Gesamtkapital}$$

$$\frac{D}{D + E} = \text{Fremdkapitalanteil am Gesamtkapital}$$

$t = \text{Unternehmensteuersatz (Tax rate)}$

Alternativ kann der WACC als Funktion der Opportunitätskosten des Eigenkapitals, gemindert um das Tax Shield, dargestellt werden:

$$WACC = k_a - k_a \times t \times \frac{D}{D+E} \quad (2)$$

Dabei gilt:

$k_a = \text{Opportunitätskosten des Eigenkapitals (Opportunity Cost of Equity)}$

Die Opportunitätskosten des Eigenkapitals lassen sich anhand folgender Gleichung bestimmen:

$$k_a = r_f + \beta_a \times MRP \quad (3)$$

Dabei gilt:

$r_f = \text{Risikofreier Zinssatz (Riskfree rate)}$

$\beta_a = \text{Asset-Beta}$

$MRP = \text{Durchschnittlich erwartete Marktrisikoprämie}$

Anhand von Formel 2 lässt sich explizit der wertsteigernde Effekt der Verschuldung isolieren, der im WACC enthalten ist. Mit steigendem Verschuldungsgrad erhöht sich aufgrund des – im WACC abgebildeten – positiven Steuereffektes der Unternehmenswert, was theoretisch eine vollständige Fremdkapitalfinanzierung oder zumindest bis zur Höhe der Steuerabzugsfähigkeit als optimalen Verschuldungsgrad impliziert.

Berk/deMarzo⁴ haben in diesem Zusammenhang untersucht, in welchem Maße die S&P500 Unternehmen ihre

Tax Shields wertsteigernd nutzen. Die Erkenntnis, dass die Tax Shields zu weniger als 50% genutzt wurden⁵, legt die Vermutung nahe, dass es zusätzlich Nachteile durch die Fremdkapitalfinanzierung gibt. Empirisch ist es mittlerweile unbestritten, dass mit steigendem Verschuldungsgrad das Risiko eines Ausfalls des Unternehmens höher wird. Somit wirkt sich die Verschuldung ab einem bestimmten Grad nachteilig auf den Wert eines Unternehmens aus. Diese Wertnachteile spiegeln sich insbesondere in den erwarteten Konkurskosten wider.

Voneinander abzugrenzen sind dabei die sogenannten direkten Konkurskosten (Gerichts- und Restrukturierungskosten) sowie die indirekten Konkurskosten, welche bereits durch die reine Befürchtung eines Konkurses (oder einer finanziellen Krise) entstehen. Im Folgenden haben wir einige Beispiele für die mit dem Verschuldungsgrad zunehmenden indirekten Konkurskosten aufgeführt:

- Der Zugang zu Fremdkapital wird für ein Unternehmen nicht nur teurer, sondern auch schwieriger, es fallen zudem mehr Kosten für das Fremdkapitalmanagement an.
- Das Management verliert durch die zunehmende Einflussnahme der Fremdkapitalgeber (auf der Basis von Covenants) an Entscheidungsfreiheit.
- Sowohl für die Eigen- als auch für die Fremdkapitalgeber fallen gemäß der Prinzipal-Agent-Theorie höhere Überwachungskosten an, um steigende Informationsasymmetrien abzubauen.
- Stakeholder verlieren das Vertrauen in das Unternehmen, was zum Beispiel im Falle der Kunden einen negativen Einfluss auf die Absatzzahlen, bei Lieferanten Engpässe im Sourcing oder im Bereich Human Resources eine Erhöhung der Fluktuation mit sich bringen kann.

Die indirekten Konkurskosten resultieren in einem erheblichen negativen Effekt für den Unternehmenswert. Selbst wenn diese nur schwer messbar sind, dürfen sie aufgrund ihrer signifikanten Wertrelevanz nicht vernachlässigt werden. Genau darin liegt aber die Schwachstelle des WACC.

Nach Krauss/Litzenberger besteht der optimale Verschuldungsgrad eines Unternehmens daher aus einem Trade-off zwischen den steuerlichen Vorteilen der Fremdfinanzierung und den erwarteten Konkurskosten⁶. Dies kann anhand Abbildung 2 verdeutlicht werden.

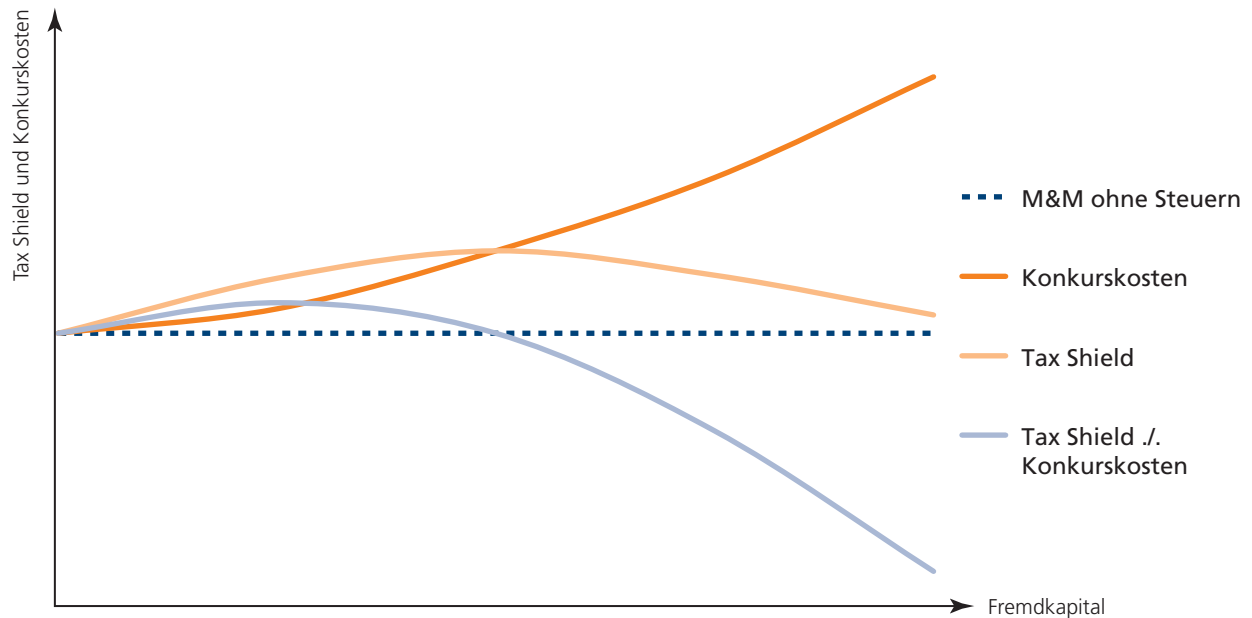
4 Berk/deMarzo: Corporate Finance, 2007, S. 483.

5 Dies wird an der Ausprägung des Verhältnisses „Fremdkapitalzinsen/EBIT“ der S&P-Unternehmen gemessen. Das EBIT stellt die Obergrenze für die vorteilhafte Nutzung des Steuereffektes dar, da man unterstellt, dass Fremdkapitalzinsen nur abzugsfähig sind, so lange ein positives EBIT (Steuerbemessungsgrundlage) erzielt wird.

6 Krauss/Litzenberger: A state-Preference Model of Optimal Financial Leverage. In: The Journal of Finance, Nr. 28, 1973, S. 911–922.

Abb. 2 • Tax Shield und Konkurskosten in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad

Quelle: M&M (1958, 1963), Kraus/Litzenberger (1973), eigene Darstellung



Mit steigender Verschuldung nehmen die Konkurskosten zu, während der positive Effekt durch das Tax Shield bis zu der durch das zu versteuernde Einkommen begrenzten maximal möglichen Abzugsfähigkeit steigt und anschließend wieder abnimmt. Saldiert man den Tax Shield-Effekt und die Konkurskosten, so resultiert daraus der Netto-Werteffekt aus der Fremdkapitalfinanzierung für das Unternehmen.

Entsprechend der Illustration ist der positive Effekt auf den Unternehmenswert begrenzt für Unternehmen mit einem geringen Verschuldungsgrad. Ab einer gewissen Höhe der Verschuldung überwiegen sogar die Nachteile. Die Grenze für die Vorteilhaftigkeit des Fremdkapitaleinsatzes hängt maßgeblich von den erwarteten Konkurskosten ab.

3. Erwartete Konkurskosten

In der Vergangenheit gab es bereits Ansätze, die Konkurskosten empirisch zu messen (zum Beispiel Andrade/Kaplan⁷). Hierbei wurden eingetretene Konkursfälle betrachtet, um ex-post die indirekten konkursbezogenen Kosten abzuleiten. Die Autoren berichteten im Ergebnis, dass die geschätzten Konkurskosten circa 23% des Unternehmenswertes betragen. Die Aussage dieser Studie ist dennoch nicht repräsentativ. Einerseits lag dies an der Selektion der Stichprobe: Es wurden nur Unternehmen aus den „highly leveraged“-Transaktionen herausgesucht, das heißt deren erwartete indirekten Konkurskosten mussten per Definition niedrig sein.

Andererseits wäre es sachgerecht gewesen, die erwarteten Konkurskosten nur für solche Unternehmen zu ermitteln, die sich noch nicht in einer Krisensituation befanden.

Eine aktuelle Schätzung der erwarteten Konkurskosten führten Elsas/Breitkopf⁸ auf Basis von über 5.000 börsennotierten Unternehmen in Europa durch. Hierbei wurde das Modell von Leland/Toft (1996) unter Verwendung von Marktpreisen für Ausfallrisiken (Credit-Default-Swap-Spreads) und dem Eigenkapital der untersuchten börsennotierten Unternehmen angewandt.

Das Modell bildet einen Zusammenhang zwischen dem Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens, dem Wert des unverschuldeten Unternehmens sowie den erwarteten Konkurskosten (und dem Wert des Tax Shield) ab. Hierbei wird sowohl die jederzeitige Möglichkeit des Ausfalls des Unternehmens als auch das hinter der Ausfallwahrscheinlichkeit stehende Kalkül der Unternehmenseigner, ob sie die Fremdkapitalzahlungen leisten sollen, explizit berücksichtigt. Dem Modell liegt der APV-Ansatz (Adjusted Present Value) zugrunde, kann aber auch auf andere DCF-Verfahren übertragen werden. Die Verwendung des Wertzusammenhangs zwischen dem Eigenkapitalwert und dem unverschuldeten Unternehm-

⁷ Andrade/Kaplan: How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. In: Journal of Finance 53, 1998, S. 1443–1493.

⁸ Elsas/Breitkopf: From Underleverage to Excess Debt: The Changing Environment of Corporate Debt. 2012 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2016978).

menswert aus dem Leland/Toft-Modell erlaubt die direkte Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten, erwarteten Verlusten bei Ausfall sowie erwarteten Konkurskosten für eine sehr große Stichprobe von Unternehmen mit hoher Datenverfügbarkeit (beispielsweise auf Tagesbasis).

Die Untersuchung basierte auf den unverschuldeten Unternehmenswerten und der am Kapitalmarkt gemessenen jährlichen Volatilität der Unternehmenswerte. Als Konkursfall wurde für Zwecke der Studie ein Rückgang des unverschuldeten Unternehmenswertes um über 80% definiert.

Das Ergebnis der Studie von Elsas/Breitkopf: Auch wenn der Verschuldungsgrad der untersuchten Unternehmen im Durchschnitt nur bei circa 27% lag, betrug die erwarteten Konkurskosten durchschnittlich circa 7% des Unternehmenswertes ohne Verschuldung. Stellt man dem zusätzlich den positiven Tax Shield-Effekt gegenüber, resultiert immer noch ein deutlicher negativer Effekt auf den Unternehmenswert in Höhe von knapp 5%. Die in der Praxis übliche Vernachlässigung der erwarteten Konkurskosten führt also bei der Mehrzahl der durchgeführten Unternehmensbewertungen zu einer substantiellen Überbewertung.

In Anbetracht des durchschnittlichen Verschuldungsgrades von circa 92% in Deutschland⁹ kann sogar davon ausgegangen werden, dass durch die Vernachlässigung der erwarteten Konkurskosten im klassischen WACC-Ansatz eine noch stärkere Überbewertung erfolgt, als dies Elsas/Breitkopf für den Durchschnitt der betrachteten Unternehmen beobachtet haben. Eine Berücksichtigung der erwarteten Konkurskosten erscheint somit nicht nur theoretisch unabdingbar zu sein.

4. Implikationen für die Unternehmensbewertung

Das DCF-Verfahren ist grundsätzlich geeignet zur genauen Abbildung der erwarteten Konkurskosten. Während diese im WACC-Ansatz allerdings implizit durch eine entsprechende Ergänzung berücksichtigt werden müssten, ist die Darstellung der Effekte aus der Fremdkapitalfinanzierung mit dem APV-Ansatz auch explizit möglich.

Der Vorteil des APV-Ansatzes, auf dem auch alle anderen DCF-Verfahren basieren, liegt in der modularen Vorgehensweise: Zunächst wird der Unternehmenswert unter der Annahme einer reinen Eigenkapitalfinanzierung abgeleitet, um anschließend separat die Vor- und Nachteile aus der Fremdkapitalfinanzierung zu ermitteln.

Operationalisiert werden könnte die Berücksichtigung von Konkurskosten durch einen Peergroup-Vergleich,

wie er bei der Ableitung der Eigenkapitalkosten üblich ist. Zusätzlich zu dem systematischen Unternehmensrisiko β müssten die erwarteten Konkurskosten aus vergleichbaren börsennotierten Unternehmen, zum Beispiel anhand des Modells von Elsas/Breitkopf, abgeleitet werden.

Da die Anwendung dieses Modells in der Praxis nicht immer möglich ist, soll im Folgenden eine „Praktikerlösung“ zur impliziten Berücksichtigung des negativen Effektes der Fremdkapitalfinanzierung dargestellt werden. Die Lösung basiert auf der Diskontierung der Free Cash Flows des Unternehmens mit Hilfe der Opportunitätskosten, wie in der Formel 3 dargestellt.

Diese Vorgehensweise bildet grundsätzlich die für den WACC notwendigen Berechnungsschritte ab. Die relevanten Parameter wie der risikofreie Zinssatz, Betafaktor der Peergroup¹⁰ sowie Marktrisikoprämie müssen analog zur WACC-Berechnung abgeleitet werden. Anschließend werden anhand Formel 3 die Opportunitätskosten des Eigenkapitals berechnet und für die Diskontierung der Free Cash Flows angesetzt. Im Unterschied zum WACC-Ansatz wird durch den Einsatz der Opportunitätskosten des Eigenkapitals implizit unterstellt, dass der positive Effekt der Fremdkapitalfinanzierung (Tax Shield) mit deren negativen Effekten (Konkurskosten) übereinstimmt. Dadurch wird der Effekt der immanenten Überschätzung der Verschuldung in der Unternehmensbewertung ausgeglichen.

Durch den Einsatz der Opportunitätskosten des Eigenkapitals entsteht zusätzlich ein positiver „Nebeneffekt“: Der gutachterliche Ermessensspielraum wird eingeschränkt, etwa bei der in der Praxis geläufigen Ableitung eines konstanten Verschuldungsgrades über den gesamten Bewertungszeitraum. Ein konstanter Verschuldungsgrad über die gesamte (unendliche) Lebensdauer des Unternehmens erscheint in der Regel ohnehin nicht plausibel. Diskutiert wird in der Bewertungspraxis außerdem, ob eine Zielkapitalstruktur, die bestehende Kapitalstruktur der Peergroup oder aber die Kapitalstruktur des zu bewertenden Unternehmens angemessen ist.

Die Opportunitätskosten des Eigenkapitals stehen in Einklang mit den Internationalen Accounting Standards. Gemäß IAS 36 sind bei Impairmenttests Kapitalkosten anzuwenden, die unabhängig von der Kapitalstruktur

⁹ Quelle: Deutsche Bundesbank, 2010.

¹⁰ Im Unterschied zum WACC-Ansatz fließt in die Berechnung der Opportunitätskosten des Eigenkapitals kein Equity-Beta, sondern das Asset-Beta ein, das heißt das um die Wirkung der Kapitalstruktur bereinigte Beta, welches nur das Geschäftsrisiko des Unternehmens reflektiert.

Abb. 3 • Vorteile der Anwendung der Opportunitätskosten des Eigenkapitals im DCF-Verfahren

Quelle: Eigene Analyse

- Die Annahme, dass die positiven und negativen Effekte aus der Verschuldung des Unternehmens sich gegenseitig aufwiegen, stellt einen angemessenen Ansatz dar, eine deutliche Überbewertung wird verhindert.
- Es müssen weniger (kritische) Annahmen bei der Ableitung des WACC getroffen werden, so entfällt zum Beispiel die Einschätzung eines im WACC-Ansatz (häufig) konstanten Verschuldungsgrades oder die Ableitung von adäquaten Fremdkapitalkosten. Somit wird durch die „Verkürzung“ der WACC-Berechnung der gutachterliche Ermessensspielraum eingeschränkt.
- Bisher vorhandene Bewertungsmodelle können ohne zusätzlichen Aufwand verwendet werden.

des Unternehmens zu ermitteln sind. Die Begründung wird auch gleich mitgeliefert: Zukünftige Cashflows eines Vermögensgegenstandes sind nicht davon abhängig, wie der Erwerb des Vermögenswertes finanziert wurde (IAS 36, Paragraph A19).

5. Schlussfolgerung aus der Sicht eines Unternehmensbewerter

Was bleibt nach unserer kritischen Würdigung vom WACC übrig? Die gewichteten Kapitalkosten in ihrer gegenwärtig angewandten Form sind zwar nicht tot, aber zumindest stellen sie aufgrund der Unzulänglichkeiten – insbesondere bei der Ableitung des Wertbeitrages von Fremdkapital – nicht das Allheilmittel in der Unternehmensbewertung dar, wie es bisweilen wahrgenommen wird.

So wie das (in Deutschland) inzwischen durch das DCF-Verfahren abgelöste Ertragswertverfahren wird daher über kurz oder lang auch der WACC-Ansatz in seiner heutigen Form nicht mehr die präferierte Vorgehensweise zur Unternehmensbewertung darstellen. Es wäre allerdings falsch, einen universell anwendbaren Ersatz für den WACC zu erwarten. Denn Unternehmensbewertung verbleibt nach wie vor zu einem Teil Wissenschaft, zu einem anderen Kunst. Daher wird es auch zukünftig erforderlich sein, den angemessenen Bewertungsansatz und die angemessenen Methoden situationsgerecht anzuwenden. Die Verwendung der Opportunitätskosten des Eigenkapitals oder die Abbildung der erwarteten Konkurskosten im APV-Ansatz stellen hierfür ein adäquates Handwerkszeug dar.

Bei Unternehmenstransaktionen sollte man sich der Stärken und Schwächen des gewählten Ansatzes bewusst sein und entsprechend (ver-)handeln. Schlussendlich hilft es nicht, den methodisch „richtigeren“ Unternehmenswert abgeleitet zu haben, wenn man im Preis überboten wird.



Stefan Herrmann, Director, leitet bei Accuracy in Deutschland den Bereich Unternehmensbewertung und verfügt über 13 Jahre Erfahrung in der Beratung internationaler Unternehmen. Er ist auf die Bewertung von Unternehmen, immateriellen Vermögensgegenständen sowie die Quantifizierung von Schadensersatzansprüchen im Rahmen von Rechtsstreitigkeiten spezialisiert. stefan.herrmann@accuracy.com

Dr. Ekaterina Lohwasser, Senior Manager, ist seit neun Jahren auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung tätig und zudem auf die Bewertung geistigen Eigentums spezialisiert. Darüber hinaus berät sie bei betriebswirtschaftlichen Fragen im Zusammenhang mit Rechtsstreitigkeiten. ekaterina.lohwasser@accuracy.com

ANZEIGE

M&A [engl., pl.] die, → [dt. Firmenfusionen und k ufe], 1) bestehen aus mehreren Phasen (Bewertung, Finanzierung, Integration), 2) erfordern bergreifende Expertise, 3) setzen professionelles Management voraus

M&A? Seminar in Schloss Gracht mit ausgewiesenen Experten aus Wissenschaft



Executive Education
Ranking 2012



ESMT European School of Management and Tech