



DBA thesis

**Pensionsverpflichtungen im Rahmen von M&A Transaktionen:
Eine theoretische Auseinandersetzung und empirische Analyse
zu den Implikationen von Pensionsverpflichtungen für die
Unternehmensbewertung aus der Sicht von Strategischen
Investoren**

Rahim, M.

Full bibliographic citation: Rahim, M. 2019. Pensionsverpflichtungen im Rahmen von M&A Transaktionen: Eine theoretische Auseinandersetzung und empirische Analyse zu den Implikationen von Pensionsverpflichtungen für die Unternehmensbewertung aus der Sicht von Strategischen Investoren. DBA thesis Middlesex University / KMU Akademie & Management AG

Year: 2019

Publisher: Middlesex University Research Repository

Available online: <https://repository.mdx.ac.uk/item/8q437>

Middlesex University Research Repository makes the University's research available electronically.

Copyright and moral rights to this work are retained by the author and/or other copyright owners unless otherwise stated. The work is supplied on the understanding that any use for commercial gain is strictly forbidden. A copy may be downloaded for personal, non-commercial, research or study without prior permission and without charge.

Works, including theses and research projects, may not be reproduced in any format or medium, or extensive quotations taken from them, or their content changed in any way,

without first obtaining permission in writing from the copyright holder(s). They may not be sold or exploited commercially in any format or medium without the prior written permission of the copyright holder(s).

Full bibliographic details must be given when referring to, or quoting from full items including the author's name, the title of the work, publication details where relevant (place, publisher, date), pagination, and for theses or dissertations the awarding institution, the degree type awarded, and the date of the award.

If you believe that any material held in the repository infringes copyright law, please contact the Repository Team at Middlesex University via the following email address: repository@mdx.ac.uk

The item will be removed from the repository while any claim is being investigated.

See also repository copyright: re-use policy: <https://libguides.mdx.ac.uk/repository>

DISSERTATION

**Pensionsverpflichtungen im Rahmen von M&A Transaktionen:
Eine theoretische Auseinandersetzung und empirische Analyse zu den
Implikationen von Pensionsverpflichtungen für die Unternehmensbewertung
aus der Sicht von Strategischen Investoren**

NAME:	Matin Rahim
MATRIKELNUMMER:	MUDR 0068
STUDIUM:	DBA
ADVISOR:	Dr. Klaus-Peter Schütt
ANZAHL DER WÖRTER:	53.069
EINGEREICHT AM:	07.06.2021

EIDESSTATTLICHE ERKLÄRUNG

Hiermit erkläre ich an Eides statt, dass die vorliegende, an diese Erklärung angefügte Dissertation selbstständig und ohne jede unerlaubte Hilfe angefertigt wurde, dass es noch keiner anderen Stelle zur Prüfung vorgelegen hat und dass es weder ganz noch im Auszug veröffentlicht worden ist. Die Stellen der Arbeit einschließlich Tabellen, Abbildungen etc., die anderen Werken und Quellen (auch Internetquellen) dem Wortlaut oder dem Sinn nach entnommen sind, **habe ich in jedem einzelnen Fall als Entlehnung mit exakter Quellenangabe kenntlich gemacht**. Hiermit erkläre ich, dass die übermittelte Datei ident mit der geprüften Datei und des daraus resultierenden und übermittelten Plagiatsberichtes ist und die Angabe der Wortanzahl diesem entspricht. **Mir ist bewusst, dass Plagiate gegen grundlegende Regeln des wissenschaftlichen Arbeitens verstoßen und nicht toleriert werden. Es ist mir bekannt, dass der Plagiatsbericht allein keine Garantie für das Fehlen eines Plagiats darstellt und dass bei Vorliegen eines Plagiats Sanktionen verhängt werden können**. Diese können neben einer Bearbeitungsgebühr je nach Schwere zur Exmatrikulation und zu Geldbußen durch die Middlesex University führen. Die Middlesex University führt das Plagiatsverfahren und entscheidet über die Sanktionen. **Dabei ist es unerheblich, ob ein Plagiat absichtlich oder unabsichtlich, wie beispielsweise durch mangelhaftes Zitieren, entstanden ist, es fällt in jedem Fall unter den Tatbestand der Täuschung**.



München, 07.06.2021

(Ort, Datum)

.....
Unterschrift

Inhaltsverzeichnis

1. EINLEITUNG	1
1.1. Ausgangslage und Problemstellung	1
1.2. Struktur der Arbeit	2
1.3. Stand der Forschung	4
1.4. Einordnung und Relevanz der bisherigen empirischen Studien.....	13
1.5. Erkenntnisinteresse und Zielsetzung der Arbeit.....	15
1.6. Forschungsfragen.....	17
2. STRUKTUREN DER MERGERS AND ACQUISITIONS	22
2.1. Definition Mergers and Acquisitions.....	22
2.2. Ziele und Ausrichtungen der Mergers and Acquisitions	24
2.3. Prozessbeteiligte in einem Mergers and Acquisitions Vorhaben.....	27
2.3.1. Investoren.....	28
2.3.1.1. Management	28
2.3.1.2. Strategische Investoren vs. Finanzinvestoren.....	29
2.3.2. Expertenstab.....	30
2.3.3. Berater und Sachverständige.....	31
2.4. Idealtypischer Mergers and Acquisitions Prozess	33
2.4.1. Kontaktaufnahme	35
2.4.2. Letter of Intent.....	36
2.4.3. Non-Disclosure-Agreement	36
2.4.4. Funktionen und Ziele der Due Diligence.....	37
2.4.4.1. Datenraum	39
2.4.4.2. Financial Due Diligence	40
2.4.4.3. Legal Due Diligence	41
2.4.4.4. Tax Due Diligence.....	42
2.4.4.5. Commercial Due Diligence	43
2.4.4.6. Strategic Due Diligence	44
2.4.5. Vertragsabschluss und Integration	45
2.5. Einordnung von Pensionsspezifika in den Mergers-and-Acquisitions-Prozess.....	46
2.6. Zusammenfassung und Erkenntnisgewinn.....	49

3.	PENSIONSVERPFLICHTUNGEN	51
3.1.	Motive für Pensionszusagen.....	51
3.2.	System der betrieblichen Altersversorgung im internationalen Raum	52
3.3.	System der betrieblichen Altersversorgung in Deutschland.....	53
3.3.1.	Direktzusage	54
3.3.2.	Unterstützungskasse	56
3.3.3.	Direktversicherung.....	58
3.3.4.	Pensionskasse	59
3.3.5.	Pensionsfonds.....	60
3.4.	Klassifizierung der Pensionspläne nach IFRS-Rechnungslegung	61
3.4.1.	Beitragsorientierter Pensionsplan (Defined Contribution).....	62
3.4.2.	Leistungsorientierter Pensionsplan (Defined Benefit)	62
3.5.	Versicherungsmathematische Bewertungsverfahren	64
3.5.1.	Teilwertverfahren	65
3.5.2.	Projected-Unit-Credit-Methode.....	66
3.6.	Einordnung der Durchführungswege betrieblicher Altersversorgung in IAS 19	67
3.7.	Klassifizierung der Versorgungsberechtigten.....	68
3.8.	Bilanzansatz und Ermittlung der Pensionsverpflichtungen nach IAS 19	69
3.8.1.	Pensionspezifische Kostenkomponenten	71
3.8.1.1.	Dienstzeitaufwand (Current-Service-Cost)	72
3.8.1.2.	Nachzuerrechnender Dienstzeitaufwand (Prior-Service-Cost)	72
3.8.1.3.	Zinsaufwand (Interest-Costs).....	73
3.8.1.4.	Neubewertungen (Remeasurements).....	73
3.8.2.	IFRS-Abzinsungsfaktor.....	74
3.8.3.	Planvermögen nach IAS 19	75
3.8.4.	Angaben im Anhang	76
3.8.5.	Unterschiede zwischen der US-GAAP- und IFRS-Rechnungslegung.....	77
3.9.	Bilanzansatz nach HGB	78
3.9.1.	HGB-Abzinsungsfaktor	79
3.9.2.	Weitere mathematische Parameter für die Berechnung	80
3.9.3.	Bilanzansatz	81
3.9.3.1.	Gewinn- und Verlustrechnungskostenkomponenten	82
3.9.3.2.	Deckungsvermögen.....	83
3.9.4.	Anhangangaben im HGB.....	87
3.10.	Zusammenfassung und Erkenntnisgewinn.....	87

4.	GRUNDLAGEN UND VERFAHREN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG.....	90
4.1.	Abgrenzung der Begrifflichkeiten ‚Unternehmenswert‘ und ‚Kaufpreis‘	90
4.2.	Bewertungsanlässe	91
4.3.	Funktionale Unternehmensbewertung.....	92
4.4.	Spezielle Anforderungen für Strategische Investoren	94
4.5.	Equity-Value vs. Enterprise-Value.....	95
4.6.	Verfahren der Unternehmensbewertung	96
4.6.1.	Einzelbewertungsverfahren.....	97
4.6.1.1.	Substanzwertverfahren durch Reproduktionswerte.....	97
4.6.1.2.	Substanzwertverfahren durch Liquidationswerte.....	98
4.6.2.	Mischverfahren.....	99
4.6.2.1.	Mittelwertverfahren	99
4.6.2.2.	Übergewinnverfahren	99
4.6.2.3.	Stuttgarter Verfahren.....	100
4.6.3.	Gesamtbewertungsverfahren.....	100
4.6.3.1.	Zwei-Phasen-Modell	101
4.6.3.2.	Ertragswertverfahren.....	103
4.6.3.3.	Discounted-Cashflow-Verfahren.....	104
4.6.3.3.1	Entity-WACC-Ansatz (Bruttomethode)	106
4.6.3.3.1.1	Berechnung WACC.....	107
4.6.3.3.1.2	Berechnung der Eigenkapitalkosten durch das Capital-Asset-Pricing-Modell.....	108
4.6.3.3.1.3	Fremdkapitalkosten	111
4.6.3.3.1.4	Pensionskosten.....	113
4.6.3.3.1.5	Bestimmung der Free Cashflows	113
4.6.3.3.1.6	Total-Cashflow-Ansatz	114
4.6.3.3.2	Der Adjusted-Present-Value-Ansatz	115
4.6.3.3.3	Equity-Ansatz (Nettomethode)	116
4.6.3.4.	Berücksichtigung von Synergieeffekten	116
4.6.3.5.	Vergleichswertverfahren.....	117
4.6.3.5.1	Vorgehensweise bei der Multiplikatorbewertung	118
4.6.3.5.2	Equity-Value-Multiple.....	120
4.6.3.5.3	Enterprise-Value-Multiple.....	120
4.6.3.5.4	Transaction-Multiple	121
4.6.3.5.5	Branchen-Multiple.....	121
4.6.4.	Berücksichtigung von Pensionsverpflichtungen in der Unternehmensbewertung.....	122
4.6.4.1.	Analyse des Bruttoansatzes.....	122
4.6.4.2.	Analyse des Nettoansatzes.....	126
4.6.4.3.	Berücksichtigung des Terminal-Value	127

4.6.4.4.	Zusammenfassung der Unterschiede und Implikationen der DCF-Methoden	128
4.7.	Zusammenfassung und Erkenntnisgewinn.....	129
5.	EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG	131
5.1.	Theoretische Grundlagen des Experteninterviews.....	132
5.1.1.	Exploratives Experteninterview	133
5.1.2.	Theoriegenerierendes Experteninterview.....	133
5.1.3.	Systematisierendes Experteninterview	134
5.2.	Charakteristika des angewandten Instrumentariums	134
5.2.1.	Entwickeltes Ablaufmodell	141
5.2.1.1.	Definition der Fragestellung	143
5.2.1.2.	Festlegung und Interpretation des Ausgangsmaterials.....	143
5.2.1.3.	Zusammenfassung und induktive Kategorienbildung	143
5.2.1.4.	Explication	146
5.2.2.	Praxisbeispiel und Finanzanalyse	147
5.2.3.	Auswahl der Experten	150
5.2.4.	Gütekriterien	157
5.2.4.1.	Objektivität.....	157
5.2.4.2.	Reliabilität	157
5.2.4.3.	Validität	159
5.2.4.4.	Weitere Gütekriterien.....	160
5.2.4.5.	Stärken und Schwächen des entwickelten Ansatzes.....	161
5.3.	Interviewergebnisse.....	163
5.4.	Interpretation der Ergebnisse.....	191
5.5.	Grenzen der Untersuchung	203
6.	ZUSAMMENFASSUNG	204
6.1.	Beantwortung der Forschungsfragen	204
6.2.	Themen für eine weiterführende Forschung in der Wissenschaft und Praxis.....	214
7.	LITERATURVERZEICHNIS	218
7.1.	Hauptverzeichnis.....	218
7.2.	Online-Quellen.....	237
7.3.	Interviews	239
7.4.	Gesetze und Verordnungen.....	2391
8.	ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....	242

9.	TABELLENVERZEICHNIS	244
10.	FORMELVERZEICHNIS	246
11.	ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	247
12.	DANKSAGUNG	249
13.	ANLAGEN	250
I.	Transkript A1	250
II.	Transkript A2	258
III.	Transkript A3	267
IV.	Transkript A4	273
V.	Transkript A5	281
VI.	Transkript B1	286
VII.	Transkript B2	289
VIII.	Transkript B3	293
IX.	Transkript B4	296
X.	Transkript C1	301
XI.	Transkript C2	306
XII.	Transkript C3	312
XIII.	Transkript D1	318
XIV.	Transkript D2	323
XV.	Interviewleitfaden	326
XVI.	Materialausarbeitung	328
XVI.I	Durchgang I der Zusammenfassung, sortiert nach Hauptkategorien.....	328
XVI.II	Durchgang II der Zusammenfassung, Neuformulierung Hauptkategorien	331
XVI.III	Entwickeltes Kategoriensystem auf Basis der Reduktionen	334
XVII.	Auswertungen der Thomson Reuters Finanzanalyse	335

1. Einleitung

1.1. Ausgangslage und Problemstellung

„PSA kauft Opel für 1,3 Milliarden Euro. Die Pensionsverpflichtungen waren der Knackpunkt“ (Schaal et al., 2017, <https://www.wiwo.de/unternehmen/auto/opel-verkauf-die-pensionsverpflichtungen-waren-der-knackpunkt/19475914-4.html> [abgefragt am 17.04.2021]).

Die im Jahr 2017 erfolgte Übernahme des Automobilkonzerns Opel durch den französischen Konkurrenten Peugeot Société Anonyme (PSA) hat die bedeutende Rolle von Pensionsrückstellungen im Rahmen einer Unternehmenstransaktion aufgezeigt. Durch Rückstellungswerte im Milliardenbereich drohte die Unternehmenstransaktion zu scheitern. Im aktuellen Umfeld des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes hat die Relevanz von Pensionsverpflichtungen signifikant zugenommen, da das Zinsniveau eine bedeutende Stellschraube für die Bewertungsmechanik von Pensionsverpflichtungen darstellt. In den Medien ist die Bedeutung von Pensionsverpflichtungen präsent. Das Handelsblatt bezeichnet Pensionslasten beispielsweise als „Zeitbombe“ (Hackhausen, 2013, <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/dax-pensionslasten-in-der-zinsfalle/7889608-2.html?ticket=ST-9322296-yUVgyeLMg4L1Vb9TT3QF-ap2> [abgefragt am 02.03.2021]). Auch der Bundestag hat die Relevanz der Pensionsrückstellungen in der aktuellen Niedrigzinsphase erkannt und im Rahmen eines Diskussionspapiers Ergebnisse zu der Thematik veröffentlicht (vgl. Deutscher Bundestag, 2018). Von einem Forschungsinstitut wurde zudem in einer Studie dargestellt, dass die Pensionslasten der DAX-Konzerne auf ein historisches Rekordhoch von über 400 Mrd. EUR angestiegen sind (vgl. Lehmann, 2019, S. 1).

Die Akteure einer Unternehmenstransaktion stehen durch diese Gegebenheiten wiederholt vor großen Herausforderungen. Neben dem Bewerten von Pensionsverpflichtungen und deren Berücksichtigung in der übergreifenden Unternehmensbewertung steht auch die Verhandlungstaktik in Bezug auf den Unternehmenskaufpreis im Vordergrund. Während die Käuferseite das Ziel verfolgen wird,

einen möglichst hohen Risikoabschlag für Pensionsverbindlichkeiten zu verhandeln, wird die Verkäuferpartei die Argumentation abschwächen, um den Kaufpreisabzug möglichst gering zu halten. Als weitere Herausforderung kommt hinzu, dass Investoren im Rahmen der Bewertung auch die Entwicklung der zukünftigen Pensionsverpflichtungen analysieren und einschätzen, um mögliche Risiken aus den Pensionsplänen aufzudecken und entsprechend zu agieren. Für Mergers & Acquisition (M&A) Transaktionen stellen Pensionspläne damit ein weitgehend komplexes Gebiet dar.

1.2. Struktur der Arbeit

Die Struktur der Dissertation gliedert sich in einen theoretischen und empirischen Teil. Der theoretische Teil umfasst Kapitel 1 bis 4, das fünfte Kapitel stellt die empirische Analyse dar. Die Beantwortung der Forschungsfragen sowie weiterführende Forschungsansätze werden in Kapitel 6 ausgearbeitet. Die Theoriekapitel 2 bis 4 schließen mit einer zusammenfassenden Betrachtung sowie der Darstellung des Erkenntnisgewinns. Die nachfolgende Grafik (Abb. 1) stellt die Kapitel dar.

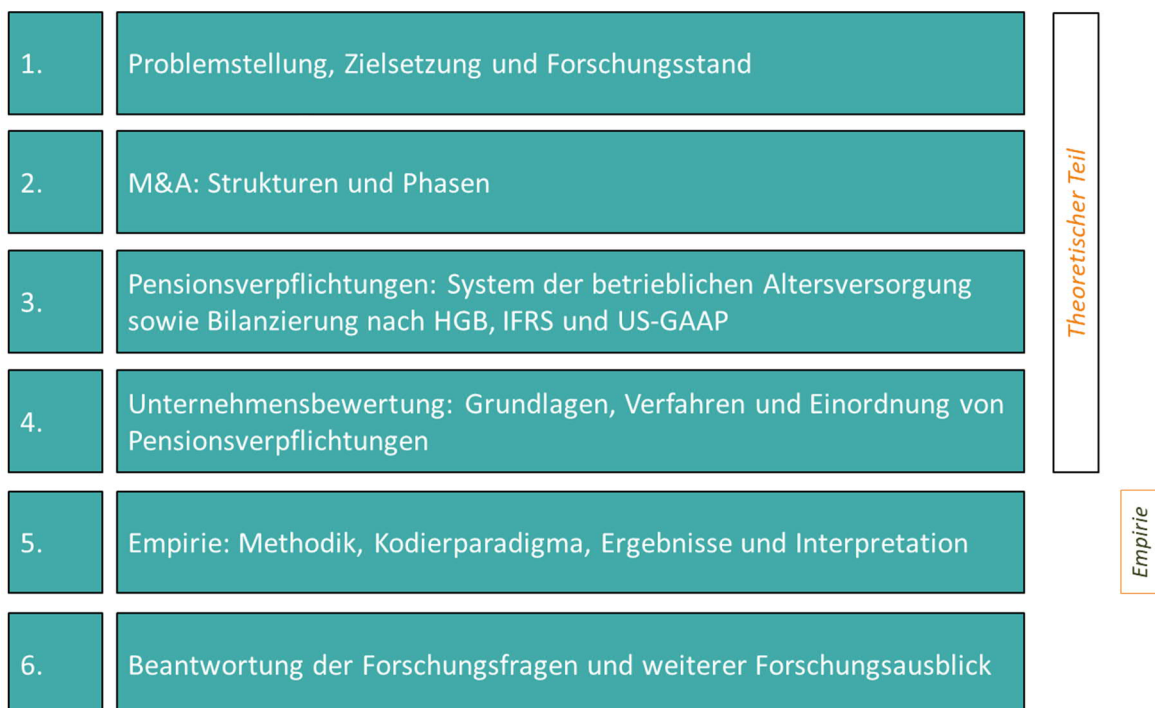


Abbildung 1: Struktur der Arbeit (Quelle: Eigene Darstellung)

In Kapitel 1 der Dissertation wird im Rahmen der Problemstellung erläutert, weshalb die Untersuchung des Themenkomplexes ‚Implikationen von Pensionsverpflichtungen für die Unternehmensbewertung‘ von hoher praktischer Relevanz ist. Nach der hier aufgeführten Skizzierung der Struktur wird im Anschluss die Darstellung des aktuellen Stands in der

wissenschaftlichen Forschung dargestellt. Um die Aktualität und Relevanz des Forschungsvorhabens darzulegen, erfolgt eine ausführliche Wiedergabe der Ergebnisse aus den bisher durchgeführten, thematisch zugehörigen Studien. Darauf aufbauend wird das Erkenntnisinteresse sowie die Zielsetzung dargestellt. Kapitel 1 schließt mit der Skizzierung der Forschungsfragen.

Im zweiten Kapitel wird eine theoretische Abgrenzung des Begriffspaares ‚Mergers and Acquisitions‘ vorgenommen. Im Rahmen der Darstellung eines M&A-Projekts werden die grundlegenden Ziele sowie Prozessbeteiligten näher erläutert. Zudem findet in Kapitel 2 eine Abgrenzung der Transaktionsarten sowie eine Kategorisierung des Terms ‚Investor‘ statt.

Im dritten Kapitel der Dissertation erfolgt eine dezidierte Darstellung des ersten maßgeblichen Themenbereichs der Pensionsverpflichtungen. Neben den grundsätzlichen Motiven wird auch das betriebliche System der Altersversorgung im internationalen Raum sowie in Deutschland erläutert. Das Kapitel analysiert darüber hinaus die Rechnungslegung gemäß Handelsgesetzbuch (HGB) sowie den IFRS. In diesem Kontext werden die wesentlichen Bilanzierungsgrundsätze sowie Bewertungsverfahren beschrieben. Der Vollständigkeit halber erfolgt zudem eine Abgrenzung zwischen dem US-GAAP sowie dem IFRS.

Im vierten Kapitel wird die zweite maßgebliche Thematik dargelegt: Neben den grundlegenden Aspekten der Unternehmensbewertung werden die angewendeten Verfahren und deren Ansätze zur Bewertung von Unternehmen näher betrachtet. Hierbei wird zunächst der konzeptionelle Rahmen der wesentlichen Verfahren dargestellt. Zu den in der Praxis bedeutendsten Verfahren zählen die Discounted Cashflow (DCF) Verfahren sowie das Vergleichsverfahren anhand von Multiplikatoren. Aus Gründen der Vollständigkeit werden auch die restlichen Methoden kurz diskutiert. In Abschnitt 4.6.4 werden die Besonderheiten dargestellt, die im Rahmen der Bewertung von Pensionsverpflichtungen auftreten. Hierzu wird die Brutto- sowie Nettomethode der DCF-Verfahren dezidiert analysiert, um die pensionsspezifischen Implikationen herauszuarbeiten und transparent darzustellen. Der Erkenntnisgewinn dieser Ausarbeitung wird im Rahmen der empirischen Expertenbefragung diskutiert.

Die empirische Untersuchung wird im fünften Kapitel beschrieben. Zu Beginn des fünften Kapitels wird die Methodik des ausgewählten Instruments beschrieben. Um die Eignungsfähigkeit des empirischen Instruments darzulegen, werden im weiteren Verlauf die Gütekriterien erläutert. Für die Nachvollziehbarkeit der Interpretation bzw. Analyse wird zudem das Kodierparadigma skizziert. Die Auswertung sowie die Interpretation der Interviews anhand des festgelegten Instruments stellen den wesentlichen Teil des empirischen Kapitels dar.¹ Zur sprachlichen Vereinfachung werden die in Abschnitt 5.3 dargestellten Interviewergebnisse in einer geschlechtsspezifischen, einheitlichen Bezeichnung erfolgen. Wo dies geschieht, bezieht sich die Bezeichnung stets auf Personen jeglichen Geschlechts.

Die Dissertation schließt mit Kapitel 6, in dem eine zusammenfassende Beantwortung der Forschungsfragen (Abschnitt 6.1) erfolgt. Auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse werden zudem weiterführende Forschungsansätze dargestellt.

1.3. Stand der Forschung

Die Unternehmensbewertung, die eine primäre Komponente der vorliegenden Forschungsthematik ist, gilt als ein in der Literatur intensiv untersuchtes Gebiet (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 1). Die besondere Bedeutung von Pensionsverpflichtungen im internationalen Kontext, speziell im Hinblick auf die Unternehmensbewertung in M&A-Projekten, wurde bis dato in der wissenschaftlichen Literatur nicht gewürdigt.

Deyerler (2014) untersuchte einige Werke zur Wertrelevanz von ausgewählten Schuldengrößen auf den Eigenkapitalmarktwert. Dabei konzentrierte sich ein Teil der Untersuchung auf die Implikation sowie die Relevanz von pensionsbezogenen Verschuldungsgrößen bezüglich des Unternehmenswertes. Für die Würdigung des Forschungsstandes zu dem ausgewählten Forschungsgebiet wurde unter anderem die von Deyerler (2014) herangezogenen Werke inhaltlich analysiert. Die Selektion der relevanten Studien wurde entsprechend erweitert, um die Aktualität des Forschungsstandes sicherzustellen.

¹ Die Dokumentation der Auswertung ist im Anhang enthalten.

Die folgende Tabelle (Tab. 1) zeigt ein Extrakt der relevanten Quellen, die für den Fortgang sowie als Nachweis für die identifizierte Forschungslücke relevant sind. Wie im weiteren Verlauf aufgezeigt wird, sind allerdings die Erkenntniswerte der ausgewählten Studien für die betrachtete Forschungsthematik begrenzt.

Neben der Autorangabe sowie dem Jahr der Veröffentlichung wurden in der Tabelle (Tab. 1) der methodische Ansatz sowie Untersuchungszeitraum und die Anzahl der Unternehmensjahre dargestellt. Nach der erfolgten Bestandsaufnahme wird in Abschnitt 1.4 die Relevanz des Forschungsstandes für die ausgewählte Forschungsthematik verdeutlicht.

Pos.	Autor/Jahr	Titel	Methodischer Ansatz, Untersuchungszeitraum und Unternehmensjahre
1	Oldfield, 1977	Financial Aspects of the Private Pension System	Quantitativ 1974 166 Unternehmensjahre
2	Feldstein; Seligman, 1981	Pension Funding, Share Prices, and National Savings	Quantitativ 1976–1977 310 Unternehmensjahre
3	Feldstein; Morck, 1983	Pension Funding Decisions, Interest Rate Assumptions and Share Prices	Quantitativ 1979 132 Unternehmensjahre
4	Bulow et al., 1987	How Does the Market Value Unfunded Pensions Liabilities	Quantitativ 1979–1981 592 Unternehmensjahre
5	Barth, 1991	Relative Measurement Errors among Alternative Pension Asset and Liability Measures	Quantitativ 1985–1987 2058 Unternehmensjahre
6	Barth et al., 1993	A Structural Analysis of Pension Disclosure under SFAS 87 and Their Relation to Share Prices	Quantitativ 1987–1990 1050 Unternehmensjahre

Pos.	Autor/Jahr	Titel	Methodischer Ansatz, Untersuchungszeitraum und Unternehmensjahre
7	Gopalakrishnan; Sugrue, 1993	An Empirical Investigation of Stock Market Valuation of Corporate Projected Pension Liabilities	Quantitativ 1987–1988 1398 Unternehmensjahre
8	Coronado; Sharpe, 2003	Did Pension Plan Accounting Contribute to a Stock Market Bubble?	Quantitativ 1993–2001 4359 Unternehmensjahre
9	Wiedman; Wier, 2004	The Market Value Implications of Post Retirement Benefit Plans and Plan Surpluses – Canadian Evidence	Quantitativ 2000–2001 256 Unternehmensjahre
10	Kiosse et al., 2007	How Does the Market Price Pension Accruals	Quantitativ 1998–2005 3388 Unternehmensjahre
11	Coronado et al., 2008	Footnotes Aren't Enough: The Impact of Pension Accounting on Stock Values	Quantitativ 1993–2005 7290 Unternehmensjahre
12	Faßhauer; Glaum, 2008	Bewertungsrelevanz von Rechnungslegungs- informationen über betriebliche Altersversorgungssysteme deutscher Unternehmen	Quantitativ 1999–2005 503 Unternehmensjahre
13	Werner, 2011	The Value Relevance of Pension Accounting Information: Evidence from Fortune 200 Firms	Quantitativ 1998–2005 1189 Unternehmensjahre

Pos.	Autor/Jahr	Titel	Methodischer Ansatz, Untersuchungszeitraum und Unternehmensjahre
14	Ljubicic, 2013	Bilanzpolitik und Pensionsverpflichtungen nach IAS 19. Eine empirisch-ökonometrische Untersuchung am deutschen Kapitalmarkt	Quantitativ 2005–2008 1140 Unternehmensjahre
15	Deyerler, 2014	Die Kapitalmarktrelevanz von bilanzierten Finanzschulden sowie Pensions- und Operating Leasing-verpflichtungen – Eine empirische Untersuchung des deutschen Kapitalmarkts auf Basis von Rechnungslegungs-informationen nach IFRS	Quantitativ 2005–2010 1954 Unternehmensjahre

Tabelle 1: Überblick der bisher relevanten Untersuchungen (Quelle: Eigene Darstellung)

Oldfield (1977) hat in einer Studie den Kontext zwischen Pensionsverpflichtungen sowie dem Eigenkapitalwert analysiert. Für die Studie nahm Oldfield (1977) Regressionen vor, die auf der Grundlage von verschuldeten sowie unverschuldeten Betafaktoren hergeleitet wurden. Das Ergebnis der Untersuchung zeigt einen negativen Kontext der Pensionsverpflichtungen mit dem Eigenkapitalwert.

Feldstein und Seligman (1981) prüften die Implikationen von Pensionsverpflichtungen für den Eigenkapitalwert. Als methodisches Instrument wurden verschiedene Regressionsgleichungen genutzt. Durch die Regressionen wurde ein negativer Zusammenhang zwischen dem Eigenkapitalwert und der Pensionsverpflichtungen nachgewiesen. Als zentrale Erkenntnis der Untersuchung führen Feldstein und Seligman (1981) an, dass die Investoren den Pensionsverpflichtungen einen entsprechenden informativen Wert zuordnen und dies bei der Bewertung von Unternehmen demgemäß beachten.

Feldstein und Morck (1983) erweiterten die Studie von Feldstein und Seligman (1981) durch einen detaillierteren Ansatz, bei dem für die Berechnung der Pensionsverpflichtungen unterschiedliche Discount-Rates berücksichtigt wurden. Als Untersuchungsinstrument nutzten Feldstein und Morck (1983) Regressionen. Für die untersuchten Unternehmen ergab sich ein signifikant negativer Zusammenhang zwischen den Pensionsverpflichtungen und dem Eigenkapitalmarktwert.

Bulow et al. (1987) analysierten das Verhältnis von Pensionsverpflichtungen zum Eigenkapitalmarktwert. Durch die Regressionsgleichungen wurde ein signifikant positiver Zusammenhang zwischen beiden untersuchten Kennzahlen nachgewiesen.

Im Rahmen einer Analyse der Standard Financial Accounting Standards (SFAS) 87 untersuchte Barth (1991), wie sich unterschiedliche Messgrößen für Pensionsverpflichtungen sowie das Pensionsvermögen auf den Eigenkapitalmarktwert auswirken. Als bedeutende Untersuchungsgrößen sind die bilanzierten Pensionsverpflichtungen sowie das bilanzierte Pensionsvermögen zu nennen. Das Ergebnis der Untersuchung zeigt, dass für sämtlich geprüften Parameter ein signifikant positiver Zusammenhang mit dem Eigenkapitalmarktwert besteht. Ein weiteres Ergebnis der Untersuchung ist, dass Investoren für die Bewertung der Pensionsverpflichtung primär die Anhangangaben heranziehen und weniger Fokus auf bilanzielle pensionsrelevante Positionen legen.

Die Auswirkungen von unterschiedlichen pensionsrelevanten Größen aus Bilanz sowie der GuV (Gewinn- und Verlustrechnung) auf den Eigenkapitalmarktwert untersuchten Barth et al. (1993). Für die Analyse führten Barth et al. (1993) Regressionsanalysen durch. Anhand der Untersuchung kann belegt werden, dass pensionsrelevante Aufwands- sowie Ertragsgrößen einen signifikant positiven Zusammenhang mit dem Eigenkapitalmarktwert aufweisen.

Gopalakrishnan und Sugrue (1993) analysierten die Pensionsverpflichtungen und deren Auswirkungen auf den Eigenkapitalmarktwert mittels Regressionen. Die durchgeführten Regressionsanalysen der Studie weisen einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen den Pensionsverpflichtungen und dem Eigenkapitalmarktwert nach. Diese

Erkenntnis impliziert, dass Investoren bei der Unternehmensbewertung Pensionsverbindlichkeiten als Schulden deklarieren.

Coronado und Sharpe (2003) untersuchten in ihrer Studie, ob Investoren den bilanziellen Finanzierungsstatus der Pensionsverbindlichkeit oder alternativ die Pensionsaufwendungen aus der GuV zur Berechnung der Pensionsverpflichtungen verwenden. Für die Untersuchung wurden Regressionsanalysen durchgeführt. Das Resultat der Untersuchung zeigt, dass zur Bewertung von Pensionsverpflichtungen pensionsrelevante GuV-Komponenten herangezogen werden und nicht der im Anhang veröffentlichte Finanzierungsstatus der Pensionsverpflichtungen.

Wiedman und Wier (2004) analysierten anhand von Regressionen den Zusammenhang zwischen dem Finanzierungsstatus der Pensionsverbindlichkeiten und dem Eigenkapitalmarktwert. Die Betrachtung des Finanzierungsstatus zeigt einen signifikant positiven Zusammenhang mit dem Eigenkapitalmarktwert, der mit der Unterteilung in einen unter- bzw. überfinanzierten Finanzierungsstatus noch stärker dargelegt wird. Im Rahmen der Untersuchung erfolgte zudem eine separate Betrachtung der Pensionsverpflichtungen sowie des Pensionsvermögens. Ein Teil der unterschiedlich spezifizierten Regressionsmodelle zeigt einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen dem Planvermögen und dem Eigenkapitalmarktwert auf, während ein anderer Teil der Regressionsmodelle einen signifikant negativen Zusammenhang aufzeigt.

In der Studie von Kiosse et al. (2007) wurde untersucht, welcher Zusammenhang zwischen Pensionsverpflichtungen und dem Eigenkapitalmarktwert besteht. Die Resultate der durchgeführten Regressionsanalysen zeigen einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen den Pensionsverbindlichkeiten und dem Eigenkapitalmarktwert.

Coronado et al. (2008) modifizierten die Studie von Coronado und Sharpe (2003) und analysierten einen möglichen Zusammenhang zwischen pensionsrelevanten Bilanzpositionen und Posten aus der GuV-Rechnung mit dem Eigenkapitalmarktwert. Als methodisches Instrument nutzten Coronado et al. (2008) Regressionsanalysen. Das Ergebnis der empirischen Studie zeigt, dass pensionsrelevante GuV-Posten einen größeren Zusammenhang mit dem Eigenkapitalmarktwert haben als die Pensionsverbindlichkeiten.

Faßhauer und Glaum (2008) konzentrierten sich in ihrer Studie auf den deutschen Unternehmensraum. Das Ziel der Analyse war es, vermögensorientierte sowie erfolgsorientierte pensionsrelevante Finanzinformationen zu analysieren. Die Resultate der Analyse zeigen, dass vermögensorientierte Finanzinformationen einen größeren Zusammenhang mit dem Eigenkapitalmarktwert haben als erfolgsbezogene pensionsrelevante Messgrößen.

Die Auswirkungen unterschiedlicher Parameter für Pensionsverbindlichkeiten auf den Eigenkapitalmarktwert bzw. die Zusammenhänge zwischen diesen Parametern wurden durch Werner (2011) untersucht. Für die Untersuchung wurden unter anderem die bilanzierten Rückstellungen sowie der Finanzierungsstatus herangezogen. Die Resultate der Regressionsanalysen zeigen, dass sowohl die Pensionsrückstellungen als auch der Finanzierungsstatus der Pensionspläne einen positiven Zusammenhang mit dem Eigenkapitalmarktwert haben.

Ljubicic (2013) nahm die im Jahr 2011 veröffentlichte Novellierung der International Accounting Standards 19 (IAS 19) zum Anlass, um in einer Studie zu untersuchen, welche bilanziellen Gestaltungsmöglichkeiten in Anlehnung an den ‚IAS 19‘ existierten. Hierzu wurden die Auswirkungen der Modifizierung des IAS-19-Standards analysiert. Eine weitere tiefgehende Untersuchung führte Ljubicic (2013) hinsichtlich des erwarteten Ertrags aus dem Planvermögen durch. Hierbei untersuchte er die Fragestellung, ob der bilanzierte, erwartete Ertrag aus dem Planvermögen bilanzpolitische Gründe verfolgt. Hinsichtlich der Fragestellung, wie sich die aktualisierte IAS-19-Bilanzierungsrichtlinie auswirkt, analysierte Ljubicic (2013) auch die Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals. Hier kam er zu dem Ergebnis, dass die Änderung von IAS 19 keine signifikante Auswirkung auf das bilanzielle Eigenkapital hat. Das Ergebnis der Studie zeigt auf, dass die Festsetzung des erwarteten Ertrags aus dem Planvermögen nicht aus bilanztechnischen Gründen erfolgt.

Deyerler (2014) führte eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt auf Basis von Rechnungslegungsinformationen nach IFRS durch. Deyerler (2014) verfolgte dabei das Ziel, die Wertrelevanz von verschiedenen Verschuldungsgrößen, unter anderem von Pensionsverbindlichkeiten, aufzuzeigen, und darüber hinaus zu prüfen, wie sich diese auf den Marktwert auswirken. In der Untersuchung wurde neben den bilanzierten

Pensionsverpflichtungen und dem Finanzierungsstatus auch der Anwartschaftsbarwert betrachtet. Das Ergebnis der Untersuchung zeigt für alle drei untersuchten Größen einen signifikant negativen Zusammenhang mit dem Eigenkapitalmarktwert.

Die inhaltliche Analyse der Studien hat aufgezeigt, dass durch Regressionsanalysen Abhängigkeiten zwischen pensionsspezifischen Kennzahlen sowie dem Eigenkapitalmarktwert geprüft wurden. Eine Ausnahme stellt die Studie von Coronado und Sharpe (2003) dar: Hier wurde die Abhängigkeit zwischen pensionsspezifischen GuV-Größen bzw. Bilanzpositionen sowie der ausgewiesenen Pensionsverpflichtungen geprüft. Die Ergebnisse der untersuchten Korrelationen werden in der nachfolgenden Tabelle (Tab. 2) zusammenfassend dargestellt.

Pos	Autor / Jahr	Untersuchte Kennzahl:	Korrelierende Kennzahl:	Ergebnis /Zusammenhang	Land
1.	Oldfield, 1977	Pensionsverpflichtungen	Eigenkapitalmarktwert	Negativ	US
2.	Feldstein; Seligman, 1981	Pensionsverpflichtungen	Eigenkapitalmarktwert	Negativ	US
3.	Feldstein; Morck, 1983	Pensionsverpflichtungen	Eigenkapitalmarktwert	Signifikant negativ	US
4.	Bulow et al., 1987	Pensionsverpflichtungen	Eigenkapitalmarktwert	Signifikant Positiv	US
5.	Barth, 1991	i) Pensionsverpflichtungen ii) Pensionsvermögen	Eigenkapitalmarktwert	i) Signifikant positiv ii) Signifikant positiv	US
6.	Barth et al., 1993	Pensionsspezifische GuV Größen	Eigenkapitalmarktwert	Signifikant positiv	US
7.	Gopalakrishnan; Sugrue, 1993	Pensionsverpflichtungen	Eigenkapitalmarktwert	Signifikant Negativ	US

Pos	Autor / Jahr	Untersuchte Kennzahl:	Korrelierende Kennzahl:	Ergebnis /Zusammenhang	Land
8.	Coronado; Sharpe, 2003	i) Pensionsspezifische GuV Größen ii) Pensionsspezifische Bilanzpositionen	Bewertung der Pensions- verpflichtung	i) Positiv ii) Negativ	US
9.	Wiedman; Wier, 2004	Finanzierungsstatus	Eigenkapital- marktwert	Signifikant positiv	CA
10.	Kiosse et al., 2007	Pensions- verpflichtungen	Eigenkapital- marktwert	Signifikant positiv	US
11.	Coronado et al., 2008	i) Pensionsspezifische Bilanzpositionen ii) Pensionsspezifische GuV Größen	Eigenkapital- marktwert	i) Positiv ii) Positiv (stärker als i)	US
12.	Faßhauer; Glaum, 2008	i) Pensionsspezifische Bilanzpositionen ii) Pensionsspezifische GuV Größen	Eigenkapital- marktwert	i) Positiv (stärker als ii) ii) Positiv	DE
13.	Werner, 2011	i) Bilanzierten Rückstellungen ii) Finanzierungsstatus	Eigenkapital- marktwert	i) Positiv ii) Positiv	US
14.	Ljubicic, 2013	Pensionsspezifische Finanzkennzahlen nach IAS 19 (reformiert)	Eigenkapital- marktwert	Kein Zusammenhang nachgewiesen	DE
15.	Deyerler, 2014	i) Bilanzierte Pensions- verpflichtungen ii) Finanzierungsstatus iii) Anwartschafts- barwert	Eigenkapital- marktwert	i) Signifikant negativ ii) Signifikant negativ iii) Signifikant negativ	DE

Tabelle 2: Ergebnisse der bisherigen Studien (Quelle: Eigene Darstellung)

Anhand der ausgearbeiteten Studienergebnisse können im Folgenden Teilabschnitt die Aspekte erläutert werden, welche für die identifizierte Forschungsthematik relevant sind.

1.4. Einordnung und Relevanz der bisherigen empirischen Studien

Die erfolgte Detailaufnahme und inhaltliche Untersuchung der 15 bestehenden Forschungsarbeiten belegen, dass die ausgewählte Forschungsthematik bis dato nicht ausreichend in der wissenschaftlichen Forschung betrachtet wurde. In den bestehenden Studien werden keine Aussagen zum Einfluss von Pensionsverpflichtungen auf die originäre Methodik der Unternehmensbewertung aufgeführt. Die Studien sind zudem auf kapitalmarktrelevante Fragestellungen ausgerichtet. Hierfür werden in einigen der Studien neben den bilanzierten Pensionsrückstellungen bzw. -verpflichtungen weitere relevante Pensionskomponenten untersucht, um deren Zusammenhang mit dem Unternehmenswert bzw. dem Eigenkapitalwert zu analysieren. So zeigt beispielsweise die Studie von Barth (1991) auf, dass Anhangangaben im Rahmen der Wertermittlung eine stärkere Berücksichtigung finden als bilanzielle Größen. Weitere Erkenntnisse ergeben sich aus der Studie von Coronado und Sharpe (2003), in der aufgezeigt wird, dass die Bewertung von Pensionsverpflichtungen durch GuV-Größen erfolgt und Bilanzpositionen eine geringere Bedeutung haben. Werner (2011) stellte zudem in einer Studie dar, dass die Brutto-Pensionsverpflichtungen eine größere Bedeutung haben als saldierte Pensionsrückstellung, da die Brutto-Pensionsverbindlichkeiten einen höheren Erklärungsgehalt für den Eigenkapitalmarktwert aufweisen.

In einem signifikanten Anteil (11 von 15 Studien) der erfolgten Studien werden der amerikanische Raum und der US-Rechnungslegungsstandard betrachtet. Eine weitere Studie von Wiedman und Wier (2004) untersucht den kanadischen Raum. Lediglich in drei der Studien wird der internationale Rechnungslegungsstandard ‚IFRS‘ herangezogen. Diese drei Studien sind lediglich auf bilanzpolitische Themen ausgerichtet. Die Veröffentlichung der IFRS-gestützten Werke liegt allerdings einige Jahre zurück: Die letzte Veröffentlichung stellt die Analyse von Ljubicic (2013) dar, in der eine quantitative Untersuchung von Jahresabschlüssen zwischen 2005 und 2008 durchgeführt wurde. Zwar berücksichtigte Ljubicic (2013) bei der Untersuchung den reformierten IAS-19-Standard, allerdings bezieht sich die Untersuchung auf den Zeitraum vor Einführung des neuen Standards. Eine aktuelle

Würdigung erscheint daher unerlässlich, um mögliche Implikationen durch den überarbeiteten IAS-19-Standard zu untersuchen. In der vorliegenden Dissertation erfolgt eine Analyse der pensionspezifischen IAS 19 in Kapitel 3. Die gewonnenen Erkenntnisse sind zudem für eine Einordnung in die Unternehmensbewertung (Kapitel 4.6.4) bedeutend.

Als Methodik wurden in allen aufgeführten Werken rein quantitative Ansätze gewählt, um zu untersuchen, wie sich Pensionsverpflichtungen auf den Unternehmenswert auswirken. Das Fehlen von geeigneten, qualitativen Ansätzen ist ein weiterer Beweggrund für die Durchführung der Forschungsanalyse. Hierbei stellt die ausgewählte qualitative Methodik für die Untersuchung des Forschungsthemas einen bis dato fehlenden, neuartigen Ansatz dar. Es ist hervorzuheben, dass sich der Begriff ‚Unternehmenswert‘ bei den in Abschnitt 1.3 aufgezeigten Studien überwiegend auf retropektivische Werte bezieht. Im Rahmen von M&A-spezifischen Unternehmensbewertungen ist es jedoch vielmehr bedeutend, Planwerte heranzuziehen, um eine Kaufpreisgrenze für die anstehenden Investitionsentscheidungen zu ermitteln (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 17f).

Ein weiterer, forschungsrelevanter Aspekt spiegelt sich im Untersuchungszeitraum der Studien wider: Ihr zeitlicher Fokus liegt bereits Jahrzehnte zurück. Die weiterhin bestehende Relevanz der Forschungsthematik wird durch die anhaltenden niedrigen Zinsen verstärkt. Diesbezüglich existieren keine jüngeren Arbeiten. Eine aktuelle Würdigung der Forschungslücke aus Aktualitätsaspekten erscheint folglich relevant.

In den Studien wurden zudem nicht die methodischen Unterschiede, die für die Unternehmensbewertungsverfahren relevant sind, untersucht. Die akribische Darstellung der Methodik ist entscheidend, um die tatsächlichen Implikationen der Pensionsverpflichtungen nachvollziehen zu können und somit für die Praxis relevante Empfehlungen auszuarbeiten. Die nachfolgende Grafik (Abb. 2) stellt die erläuterten Aspekte zusammenfassend dar, um die Legitimation für die identifizierte Forschungslücke zu belegen.

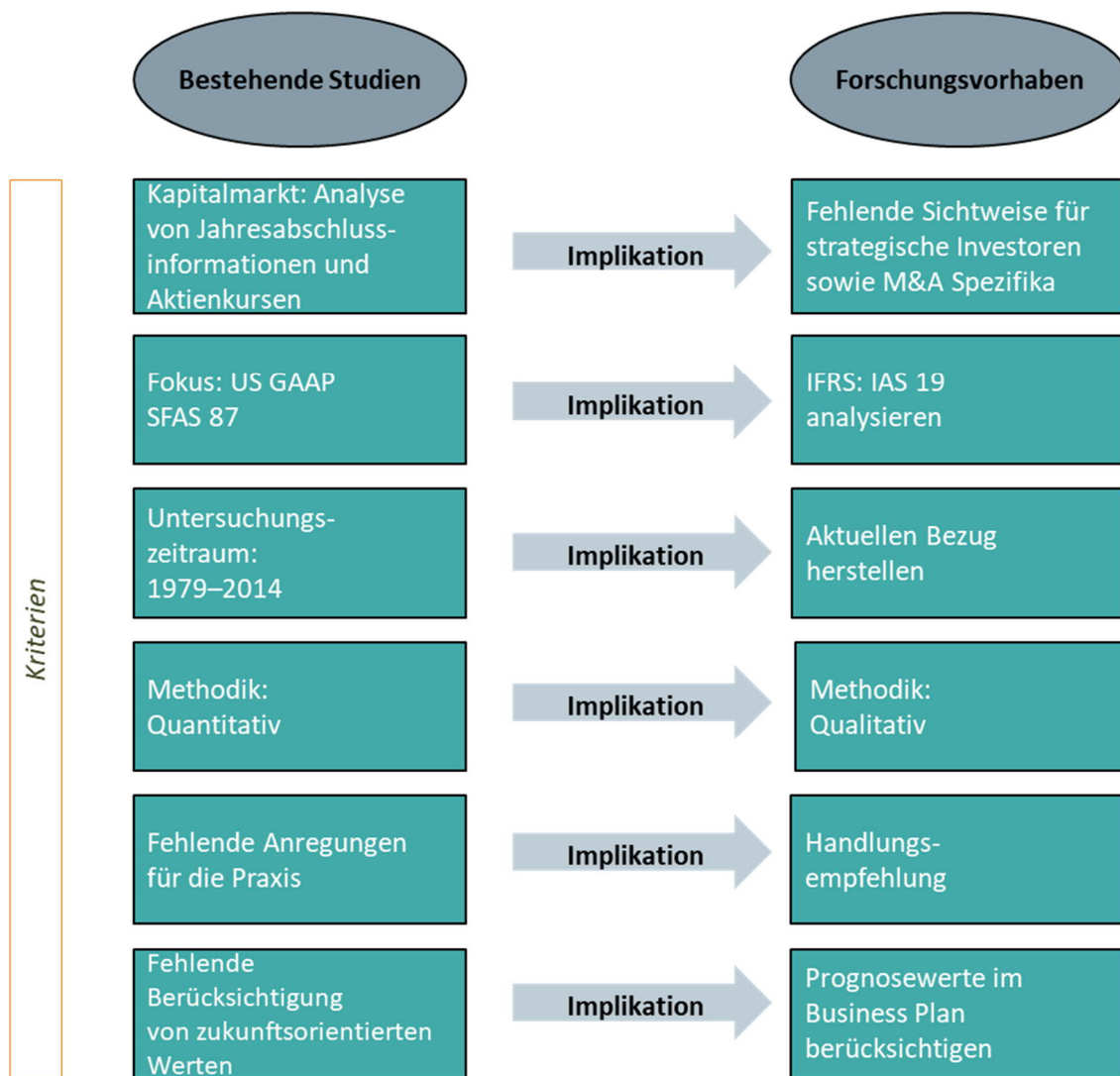


Abbildung 2: Bestandsaufnahme und Implikationen für das Forschungsvorhaben (Quelle: Eigene Darstellung)

1.5. Erkenntnisinteresse und Zielsetzung der Arbeit

Ausgehend von theoretischen Wissensbeständen ist das primäre Ziel des Forschungsvorhabens, die identifizierten Forschungsfragen kritisch zu untersuchen und durch die Erkenntnisse einen Neuigkeitswert für die Wissenschaft sowie die Praxis zu generieren. Wie in Kapitel 1.3 aufgezeigt wurde, bestehen in der Literatur einige Studien, die quantitativer Natur sind. Die vorzufindenden Studien sind auf die Untersuchung von Zusammenhängen bestimmter Variablen anhand von Regressionsanalysen ausgerichtet. Der Zusammenhang der drei wesentlichen Komponenten untereinander, wie in der nachfolgenden Abbildung (Abb. 3) dargestellt, wurde in keiner der bestehenden Studien untersucht.

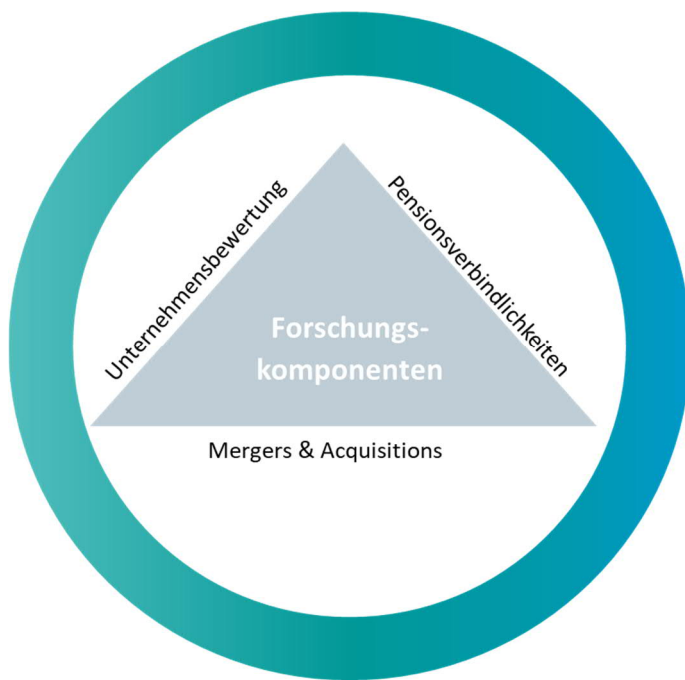


Abbildung 3: Forschungskomponenten (Quelle: Eigene Darstellung)

Die Einzigartigkeit zur Untersuchung dieser Forschungskomponenten liegt im qualitativen Ansatz, anhand dessen die im nachfolgenden Kapitel (Kap. 1.6) definierten Forschungsfragen untersucht werden. Der qualitative Ansatz führt zu einem hohen Erkenntnisbeitrag und eignet sich gut für die Untersuchung der Forschungsproblematik. Die Charakteristika des ausgewählten Forschungsinstruments werden in Kapitel 5 näher erläutert.

Die Bedeutung des Themengebiets ‚Pensionsverpflichtungen‘ wächst sowohl im nationalen als auch internationalen Umfeld stetig. Durch unterschiedliche Rechtsprechungen ist es abhängig von den jeweiligen Legislativen, ob und in welcher Höhe eine Pensionszusage und damit einhergehend eine Pensionsverpflichtung für Unternehmen entstehen. Neben der Frage, wie Unternehmen die Finanzierung von Pensionsplänen ausgestalten, kommt zudem die Herausforderung auf, Pensionsverpflichtungen anhand einer adäquaten Bewertungsmethodik zu quantifizieren. Im Rahmen von M&A-Projekten gibt es oftmals intensive Diskussionen zu den Pensionsverpflichtungen, insbesondere bezüglich des Aspekts, wie bzw. mit welcher Höhe diese in der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen sind. Das primäre Ziel der Dissertation ist es, mögliche Implikationen von Pensionsverpflichtungen für die Unternehmensbewertung und damit resultierend auf den Unternehmenswert zu untersuchen. Zudem wird im Rahmen der qualitativen Studien untersucht, welche Methode der Unternehmensbewertung für einen zu verhandelnden

Kaufpreis aus Sicht eines Strategischen Investors vorteilhaft ist. Die tiefgehende Literaturrecherche zeigt, dass sich in der Praxis zwei DCF-Bewertungsverfahren etabliert haben: das Weighted-Average-Cost-of-Capital-Bruttoverfahren (WACC-Verfahren) sowie das Flow-to-Equity-Nettoverfahren (FtE-Verfahren). Durch eine Fragmentierung dieser beiden Verfahren in Kapitel 4.6.3.3 wird untersucht, zu welchem Grad pensionspezifische Parameter Einfluss auf die Parametrik nehmen. Des Weiteren besteht das Ziel, zusätzliche Herausforderungen für die Bewertung bzw. für die Rolle der Pensionsverpflichtungen im Rahmen von Unternehmensbewertungen zu identifizieren. Diesbezüglich ist beispielsweise der Umgang mit der herausfordernden Prognose von weit in der Zukunft liegenden Zahlungsströmen zu nennen. Neben der Bewertung von Unternehmen und der zusammenhängenden Bewertung von Pensionsverpflichtungen stellt sich darüber hinaus die Frage, welcher Rechnungslegungsstandard herangezogen werden soll. Steht beispielsweise ein Industriekonzern vor der möglichen Akquisition eines mittelständischen in Deutschland ansässigen Unternehmens, ist der Rechnungslegungsstandard ein entscheidender Faktor, da kleine und mittelständische Unternehmen in der Regel lediglich HGB-Abschlüsse erstellen. Auch für den Fall, dass ein europäischer Investor die Akquisition eines US-amerikanischen Unternehmens verfolgt, wird es das Ziel der M&A Parteien sein, eine gemeinsame Bewertungsgrundlage zu finden und darauf aufbauend die Bewertung durchzuführen. Die Bewertungsgrundlage richtet sich im Wesentlichen nach der Art der Rechnungslegung. Für Kapitalgesellschaften im Sinne von § 315a Abs. 1 HGB sind beispielsweise IFRS-Abschlüsse verpflichtend vorgeschrieben. Ein weiteres Ziel der Dissertation ist es, durch die gesammelten Erkenntnisse praxisorientierte Anregungen für Beteiligte im M&A-Prozess zu erarbeiten. Um dies zu ermöglichen, erfolgt im Rahmen der Empirie eine intensive, zum Teil kontroverse Diskussion, in der die theoretisch erlangten Erkenntnisse mit einfließen.

1.6. Forschungsfragen

Im vorliegenden Kapitel werden die Forschungsfragen der Dissertation dargestellt. Dabei wird zunächst die primäre Forschungsfrage definiert. Anhand dieser werden weitere kontextuelle Forschungsfragen präsentiert.

Wie in der Problemstellung dargestellt wurde, nimmt die Bedeutung der Pensionsverpflichtungen in der unternehmerischen M&A-Praxis zu. In der

wissenschaftlichen Literatur existieren bereits Werke, innerhalb derer die Auswirkungen von unterschiedlichen pensionsspezifischen Einflussgrößen auf den Eigenkapitalwert von Unternehmen analysiert wurden. Wie die identifizierte Forschungslücke aufzeigt, finden sich in keiner der bestehenden Werke Analysen zu den Implikationen für die originäre Unternehmensbewertung im Rahmen von M&A-Projekten, sondern lediglich Analysen des Zusammenhangs zwischen dem Eigenkapitalwertes und pensionsspezifischen Finanzgrößen. Die Sichtweise von Strategischen Investoren grenzt die Forschungsthematik zudem weiter ein.

Wie angeführt, erfolgt die Untersuchung der im Folgenden definierten Forschungsfragen anhand einer empirischen Analyse. Der qualitative Ansatz der Untersuchung stellt eine neue Dimension dar, da die bestehenden Studien durch rein quantitative Ansätze charakterisiert sind. Die qualitative Untersuchung eignet sich zudem, da der überwiegende Anteil der Fragen (F 5–F 10) qualitativer Natur ist und eine quantitative Untersuchung für diesen Teil als nicht zielführend eingestuft werden kann. Es stellt sich die folgende primäre Forschungsfrage:

F1 (primär): Welche Implikationen haben Pensionsverpflichtungen für die Unternehmensbewertung bzw. den Unternehmenswert im Rahmen von M&A-Transaktionen?

In den existierenden Forschungsstudien wurde nicht die Fragestellung untersucht, wie sich Pensionsverpflichtungen auf die Methodik der Unternehmensbewertung auswirken. Um dies ausführlich analysieren zu können, ist es erforderlich, weitere Detailbereiche in der Mikroebene zu untersuchen. Aus der primären Forschungsfrage ergeben sich somit folgende komplementäre Teilbereiche, die für die Beantwortung erforscht werden.

Für die Bewertung der Auswirkungen von Pensionsverpflichtungen für die Unternehmensbewertung ist es bedeutend, die Vorgehensweise für die Ermittlung des Pensionswertes zu verstehen. Um dieses Verständnis zu generieren, wird im Rahmen der theoretischen Ausarbeitung der Ermittlungspfad für die Pensionsverpflichtungen strukturiert skizziert. Damit kann nach erfolgter Analyse der Bewertungstechnik folgende Forschungsfrage beantwortet werden:

F2: Welchen Einfluss hat die ausgewählte Pensionsbewertungsmethodik von Pensionsverpflichtungen auf die Unternehmensbewertung?

Neben dem Verständnis für die Ermittlung der Pensionsverpflichtungen ist es von Bedeutung, die Methoden der Unternehmensbewertung im Detail zu analysieren, um mögliche Implikationen von Pensionsverpflichtungen adäquat einordnen zu können. Der Fokus der in Kapitel 1.3 dargestellten Studien liegt auf bereits bestehenden Eigenkapitalgrößen. Die methodische Vorgehensweise einer Unternehmensbewertung wurde nicht näher betrachtet. Da in der Praxis die DCF-Bewertung einen signifikanten Stellenwert hat, werden hierzu die relevanten Verfahren (DCF-Netto vs. DCF-Brutto) untersucht. Anhand dieser Analyse soll herausgearbeitet werden, welche Methode unter Berücksichtigung von Pensionsverpflichtungen für eine Unternehmensbewertung bzw. Kaufpreisverhandlung besser geeignet ist. Für die tiefgehende Analyse dieser Forschungsfrage wird zunächst eine theoretische Fragmentierung der einzelnen mathematischen Komponenten vorgenommen. Die theoretischen Erkenntnisse werden im Rahmen der Empirie eruiert. Die dritte Forschungsfrage lautet somit wie folgt:

F3: Welches der beiden DCF-Verfahren (Nettoverfahren vs. Bruttoverfahren) stellt für die Kaufpreisverhandlung aus Sicht des Strategischen Investors die effektivere Methode dar?

Ein bedeutender Sachverhalt hinsichtlich des Risikos von Pensionsverpflichtungen ergibt sich durch die Frage, ob eine Modifizierung der Unternehmensbewertungsmethodik vorzunehmen ist. Für die Beantwortung dieser Frage wird untersucht, wie eine Unternehmensbewertung hinsichtlich der Risiken resultierend aus Pensionsverpflichtungen adjustiert werden kann. Die vierte Forschungsfrage lautet wie folgt:

F4: Sollte eine Unternehmensbewertung hinsichtlich der Pensionsrisiken angepasst werden und, falls eine Anpassung stattfindet, in welcher Form sollte diese durchgeführt werden?

Wie mittels der Bestandsaufnahme des aktuellen Forschungsstands in Kapitel 1.3 aufgezeigt wurde, stammen die Studien überwiegend aus dem US-amerikanischen Raum. Dadurch wurde die internationale Facette nicht gewürdigt. Um die Komplexität von internationalen Transaktionen transparent darzustellen, wird daher im nächsten Schritt

analysiert, welchen Einfluss unterschiedliche Rechnungslegungsstandards auf die Pensions- sowie Unternehmensbewertung innerhalb eines M&A-Vorhabens haben. Damit kann Forschungsfrage 5.1 bzw. 5.2 wie folgt formuliert werden:

F5.1: Welche Herausforderungen kommen aufgrund von unterschiedlichen Rechnungslegungen bezüglich der Unternehmensbewertung auf?

Wie Forschungsfrage 5.1 zeigt, spielt die internationale Betrachtungsweise eine wesentliche Rolle. Es soll vor diesem Hintergrund in einem weiteren Detaillierungsgrad untersucht werden, welche Herausforderungen durch internationale Pensionspläne für die Bewertung entstehen. Darüber hinaus wird analysiert, ob es einen einheitlichen länderübergreifenden Ansatz für die Bewertung von Pensionsverpflichtungen gibt. Wenn beispielsweise Pensionspläne in den USA, in China sowie in Deutschland existieren, stellt sich die Frage, ob es einen einheitlichen, vereinfachten Ansatz zur Bewertung gibt. Die Forschungsfrage 5.2 lautet daher wie folgt:

F5.2: Existiert ein einheitlicher länderübergreifender Ansatz für die Bewertung von Pensionsverpflichtungen?

Die gesamte Forschungsthematik ist auf einen M&A-Prozess gestützt. In den bestehenden Studien wurde dieser Prozess nicht berücksichtigt. Da allerdings neben der theoretischen Bewertung auch der verhandlungstechnische, M&A spezifische Aspekt bedeutend ist, wird zudem die Frage untersucht, inwiefern die versicherungsmathematischen Parameter in der Praxis durch die Gegenpartei akzeptiert werden. Es wird die Hypothese aufgestellt, dass der Abzinsungsfaktor der am intensivsten diskutierten Parameter ist, da dieser den größten Hebel für die Berechnung von Pensionsverpflichtungen darstellt. Forschungsfrage 6 lautet wie folgt:

F6: Wie groß ist die praktische Akzeptanz der verhandlungsspezifischen, grundlegenden versicherungsmathematischen Parameter zur Berechnung der Pensionsverpflichtungen?

Hinsichtlich des M&A-Aspekts ergibt sich in einer weiteren Untersuchungsebene die Relevanz bezüglich der Pensionsverpflichtungen, da diese dazu führen können, geplante Unternehmenstransaktionen zu stoppen. Aus diesem Grund ist es besonders für die Praxis bedeutend, zu untersuchen, inwiefern Pensionsthemen als sogenannte Deal-Breaker aufkommen können. Daher kann Forschungsfrage 7 wie folgt formuliert werden:

F7: Können Pensionsverpflichtungen dazu führen, dass die geplante Transaktion scheitert?
(= Deal-Breaker)

Da in den M&A-Vorhaben auch externe Berater als Akteure auftreten, ist es zudem bedeutend, zu erforschen, wie groß der Beitrag externer Berater wie Pensionsexperten zum Erfolg einer Transaktion ist. Daraus lässt sich Forschungsfrage 8 ableiten:

F8: Wie stark tragen externe M&A Berater, beispielsweise Pensionsexperten, zum Erfolg der Transaktion bei?

In der Bewertung von Unternehmen werden unter anderem auch Synergiepotenziale eingepreist. Für die in der Dissertation betrachteten Strategischen Investoren ist der Wert dieser Potenziale von besonderer Relevanz. Die Perspektive der strategischen Investorengruppen wurde in den veröffentlichten Studien nicht berücksichtigt. Es stellt sich somit unter finanzökonomischen Entscheidungspunkten hinsichtlich der Effekte von Pensionsverpflichtungen die Frage, ob bzw. in welcher Größenordnung mögliche höhere Pensionsverpflichtungsumfänge durch Synergieeffekte kompensiert werden könnten. Demnach lautet Forschungsfrage 9 wie folgt:

F9: Können durch Synergiepotenziale mögliche höhere Pensionsverpflichtungsumfänge kompensiert werden?

Da der Fokus der vorliegenden Arbeit auf Strategische Investoren liegt, ist hinsichtlich der Risikofreude ein Vergleich mit der zweiten Hauptgruppe, den Finanzinvestoren, von großem Interesse. In der empirischen Literatur ist zu dieser Fragestellung keine Aussage zu finden. Es soll daher untersucht werden, welche Investorengruppe eher bereit ist, höhere Pensionsverpflichtungen und damit einhergehend auch höhere Risiken zu übernehmen. Forschungsfrage 10 ist wie folgt formuliert:

F10: Ist ein Strategischer Investor im Vergleich zum Finanzinvestor bereit, höhere Pensionsverpflichtungen und damit einhergehend auch höhere Risiken zu übernehmen?

2. Strukturen der Mergers and Acquisitions

In diesem Kapitel wird das Begriffspaar ‚Mergers und Acquisitions‘ näher betrachtet. Darüber hinaus werden die einzelnen Phasen von M&A-Projekten dargestellt. Das Kapitel ist in sechs Unterkapitel aufgeteilt und es wird ein Grundverständnis vermittelt, das für die Untersuchung der Forschungsthematik relevant ist. Für die in Kapitel 5 durchgeführte empirische Studie ist zudem das Grundverständnis der M&A bedeutend.

2.1. Definition Mergers and Acquisitions

Das Konzept von M&A kann als ein bedeutendes Instrument der strategischen Unternehmensführung bezeichnet werden, das sowohl Chancen als auch Risiken beinhaltet (vgl. Müller-Stewens, 2016a, S. 12; vgl. Brunner-Kirchmair, 2019, S. 9). Dabei stellen M&A kein neuerfundenes Element der Unternehmensstrategie dar. Vielmehr reichen M&A bis zum Anfang des 20. Jahrhunderts zurück (vgl. Müller-Stewens, 2016b, S. 21ff; vgl. Brunner-Kirchmair, 2019, S. 12f).

Wird das Begriffspaar ‚M&A‘ näher betrachtet, so kann als wesentliche Definition der Verkauf sowie Kauf von Eigentumsanteilen an einem Unternehmen genannt werden (vgl. Brunner-Kirchmair, 2019, S. 9; vgl. Hinne, 2008, S. 5). Unter dem Begriff ‚M&A‘ können alle Transaktionen subsumiert werden, die zu einer Veränderung der Eigentümerschaft am Eigenkapital führen (vgl. Brunner-Kirchmair, 2019, S. 9). Um den Begriff akribisch zu betrachten, wird nachfolgend der Begriff ‚M&A‘ in Abhängigkeit der rechtlichen sowie wirtschaftlichen Selbstständigkeit grafisch dargestellt (Abb. 4).

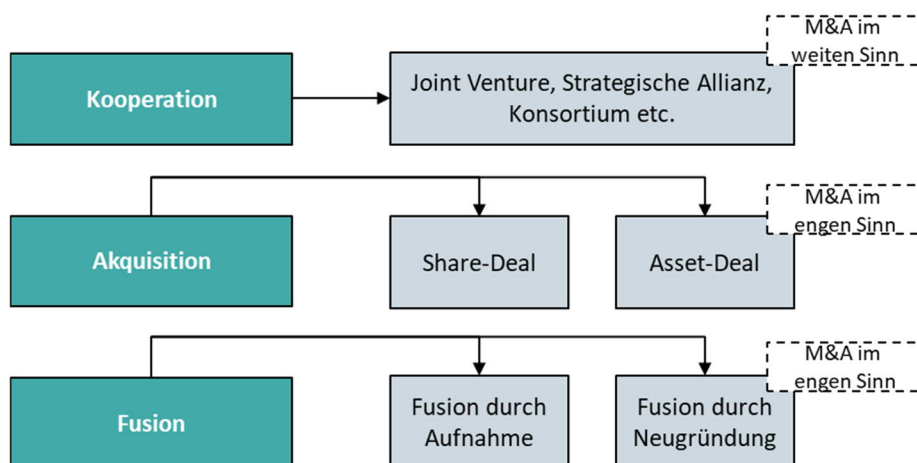


Abbildung 4: Ausprägungen von Mergers and Acquisitions (Quelle: Eigene Darstellung nach Brunner-Kirchmair, 2019, S. 10)

Wie der Grafik zu entnehmen ist, kann nach Kirchmair-Brunner der Begriff ‚M&A‘ in einem engen sowie weiten Sinn verstanden werden (vgl. 2019, S. 10). Der Begriff im engen Sinn beinhaltet Akquisitionen, die prinzipiell als Beteiligung eines Unternehmens an einem anderen Unternehmen definiert werden können. Die rechtliche Eigenständigkeit des erworbenen Unternehmens bleibt dabei grundsätzlich bestehen (vgl. Baker; Kiyamaz, 2011, S. 1; vgl. DePamphilis, 2018, S. 21; vgl. Wirtz, 2017, S. 9). Es bleibt hier jedoch anzumerken, dass sich aufgrund eines möglichen Einflusses durch den Erwerber die Leitungs- und Kontrollbefugnisse signifikant ändern können (vgl. Lucks; Meckl, 2015, S. 26). Akquisitionen können durch zwei wesentliche Transaktionsformen, d. h. den Share- sowie den Asset-Deal, durchgeführt werden (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 24f). Bei einem Share-Deal werden Gesellschaftskapitalanteile an den Käufer übertragen. Dies impliziert eine Gesamtrechtsnachfolge, durch die sich die gesamten Rechte sowie Pflichten des Käufers ohne eine neue Zuordnung der aktiven sowie passiven Vermögensgegenstände ändern. Bei einem Asset-Deal werden einzelne Vermögensgegenstände, Rechte sowie Verbindlichkeiten des Zielunternehmens durch eine Einzelrechtsnachfolge auf das Käuferunternehmen übertragen (vgl. Guserl; Pernsteiner, 2015, S. 568; vgl. Engelhardt, 2017, S. 6f).

Die betrachtete Thematik der Pensionsverpflichtungen nimmt somit bei einem Asset-Deal eine weniger bedeutende Rolle ein, da diese gegebenenfalls nicht übertragen werden. Bei einem Share-Deal sind Pensionsverpflichtungen wesentlich, da diese je nach Größenordnung ein signifikant übernommenes Risiko darstellen und aufgrund der rechtlichen Transaktionsstruktur an den Erwerber transferiert werden. Daher gilt es, eine akkurate Analyse sowie Bewertung von Pensionsverpflichtungen im Rahmen des M&A-Prozesses durchzuführen. Der Fokus der Forschungsarbeit liegt auf den in der engen Definition dargestellten Share-Deals.

Als hauptsächliches Merkmal für eine Fusion gilt, dass mindestens ein beteiligtes Unternehmen die rechtliche Selbstständigkeit aufgibt. Es wird dabei zwischen den folgenden zwei Typen der Fusion unterschieden (vgl. Lucks; Meckl, 2015, S. 5):

- a) Eine Fusion durch Aufnahme: Das Vermögen und die Schulden des Zielunternehmens werden vom Erwerber übernommen. Das Zielunternehmen

beendet damit die Existenz (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 17f; vgl. Wirtz, 2017, S. 15f).

- b) Eine Fusion durch Neugründung: Es entsteht ein neues Unternehmen und das Vermögen sowie die Schulden der beteiligten Unternehmen werden konsolidiert (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 17; vgl. Wirtz, 2017, S. 15f).

Auch innerhalb eines Konzerns können Fusionen stattfinden. Es kann beispielsweise eine Tochtergesellschaft mit der Konzernmutter fusionieren (Up-Stream-Merger) oder die Konzernmutter wird auf eine Tochtergesellschaft fusioniert (Down-Stream-Merger) (vgl. Strauch, 2012, S. 13ff). Der dritte Fall bildet sich durch die Verschmelzung zweier Konzerngesellschaften (Sidestep-Merger). Da Fusionen nicht im Zentrum der Forschungsarbeit stehen und auch in der Praxis selten vorkommen, werden diese Art der M&A nicht näher betrachtet (vgl. Müller-Stewens, 2016a, S. 11). Es bleibt jedoch anzumerken, dass die pensionsspezifischen Problematiken sowie Herausforderungen im Rahmen von Fusionen analog zu den übrigen M&A-Transaktionsstrukturen zu berücksichtigen bleiben.

Neben Akquisitionen und Fusionen können auch verschiedene Ausprägungen von Kooperationen als Form der M&A vorkommen. Kooperationen zeichnen sich durch die freiwillige Zusammenarbeit von zwei bzw. mehreren Unternehmen aus (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 349). Die Unternehmen bleiben dabei rechtlich und wirtschaftlich selbstständig. Es kann zwischen Joint Ventures, Arbeitsgemeinschaften, strategischen Allianzen sowie Konsortien unterschieden werden (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 350ff; vgl. Brunner-Kirchmair, 2019, S. 11). Wie auch bei Fusionen gilt für die Forschungsthematik, dass Kooperationen nicht im Fokus der Dissertation liegen. Es ist jedoch festzuhalten, dass die diskutierten Aspekte auch bei Kooperationen Anwendung finden könnten.

2.2. Ziele und Ausrichtungen der Mergers and Acquisitions

Im vorliegenden Kapitel werden die Ziele von M&A dargestellt. Dabei kann die Zielsetzung nach Käufer- sowie Verkäuferinteressen kategorisiert werden. Die im Fokus der Forschungsarbeit liegenden Strategischen Käufer sehen die M&A als ein strategisches Instrument. Dabei verfolgt ein Strategie durch die Akquisition von Unternehmen primär das

Ziel der Wertsteigerung (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 55). Nach Glaum und Hutzschenreuter lassen sich Wertsteigerungen durch die folgenden vier Kategorien darstellen: Umsatzsynergien, Kostensynergien, finanzwirtschaftliche Synergien sowie Synergien durch Restrukturierung (vgl. 2010, S. 55).

Auf der Verkäuferseite hingegen kann das Ziel der M&A sein, Gewinne durch die Veräußerung von profitablen sowie unprofitablen Unternehmensteilen zu generieren (vgl. Brunner-Kirchmair, 2019, S. 16ff). Im weiteren Verlauf wird der Schwerpunkt auf die Käuferinteressen gelegt.

Die unterschiedlichen Interessen der Parteien eines M&A-Vorhabens bedingen, dass Unternehmenstransaktionen in diverse Transaktionsrichtungen eingeteilt werden können. Hierbei spielen vier wesentliche Hauptformen der Transaktionsrichtungen eine Rolle (vgl. Jansen, 2016, S. 134).

Die horizontale Unternehmensübernahme stellt die Art von Transaktion dar, in der ein Unternehmen aus derselben Branche akquiriert wird (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 19; vgl. Schawel; Billing, 2018, S. 207). Das wesentliche Ziel ist der Ausbau von Marktanteilen im bestehenden Segment. Als aktuelles Beispiel kann hier die geplante Übernahme der Supermarktkette ‚real‘ durch den Wettbewerber ‚Kaufland‘ genannt werden. Beide Unternehmen sind in derselben Branche des Lebensmitteleinzelhandels tätig (vgl. Bundeskartellamt, 2020, https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/DE-/Pressemitteilungen/2020/16_11_2020_Abmahnung_Real_Kaufland.html [abgerufen am 04.03.2021]). Nach Glaum und Hutzschenreuter stellt die horizontale Unternehmensübernahme die in der Praxis bedeutendste Transaktionsart dar (vgl. 2010, S. 20). Dies wird damit begründet, dass die Steigerung des Unternehmenswertes durch diese Transaktionsform das höchste Potenzial hat.

Eine vertikale Unternehmensübernahme kann als solche Transaktion definiert werden, bei der eine Optimierung der Vertriebsstrukturen oder Ressourcen verfolgt wird. Dies kann beispielsweise durch den Erwerb von Unternehmen stattfinden, die in der Wertschöpfungskette vor- oder nachgelagert sind (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S.

20). Ein Praxisbeispiel stellt die Übernahme des Batterieherstellers ‚Hibar Systems‘ durch den Elektroautomobilhersteller ‚Tesla‘ dar. Durch die vertikale Akquisition verfolgt Tesla das Ziel, in der Batteriezellenproduktion tätig zu sein und somit die Wertschöpfungskette für die Elektroautomobilherstellung zu optimieren (vgl. dpa, 2019, <https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/tesla-kauft-zu-tesla-uebernimmt-batteriehersteller-hibar-systems-8077944> [abgerufen am 05.03.2021]).

Laterale Akquisitionen werden als Transaktionen definiert, bei denen die beteiligten Unternehmen keine branchenspezifische Beziehung einnehmen und somit das Ziel einer Diversifikation verfolgen (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 20). Jansen bezeichnet laterale Akquisitionen auch als „Konglomerate“ (2016, S. 129). Der Mischkonzern Siemens AG stellt beispielsweise diversifizierte Geschäftsbereiche dar. So betreibt die Siemens AG neben dem Geschäftsbereich ‚Siemens Mobility‘ auch den Geschäftsbereich ‚Digital Industries‘ (vgl. Siemens AG, 2021, S. 3). Innerhalb der einzelnen Geschäftsbereiche können die zuvor dargestellten horizontalen sowie vertikalen M&A-Strukturen angewendet werden. Entscheidet sich die Siemens AG beispielsweise für die Akquisition eines branchenfremden Unternehmens, so kann dies als Konglomerat bezeichnet werden.

Eine weitere laterale Transaktionsart stellt die konzentrische Übernahme dar. Bei dieser Art sind keine branchenspezifischen Beziehungen vorhanden, allerdings wird vorausgesetzt, dass das Know-how der Unternehmen Ähnlichkeiten aufweist und somit nutzbar ist (vgl. Jansen, 2016, S. 132). Hierzu kann das Beispiel aus dem einleitenden Kapitel erwähnt werden, bei dem der Automobilhersteller PSA den Konkurrenten Opel im Jahr 2017 übernahm. Dabei handelt es sich um zwei Parteien, die in derselben Branche tätig sind (vgl. Schaal et al., 2017, <https://www.wiwo.de/unternehmen/auto/opel-verkauf-die-pensionsverpflichtungen-waren-der-knackpunkt/19475914-4.html> [abgefragt am 17.04.2021]).

Für die betrachteten Strategischen Investoren liegt der Fokus auf horizontalen sowie vertikalen Unternehmensübernahmen. Allerdings kann auch eine mögliche laterale Expansion in einen branchenfremden Geschäftsbereich durch die dargestellten Strukturen der Konglomerate sowie der Konzentrationen vorkommen.

2.3. Prozessbeteiligte in einem Mergers and Acquisitions Vorhaben

Die in einem M&A-Projekt auftretenden Prozessbeteiligten werden im vorliegenden Abschnitt näher beschrieben. Es wird erläutert, welche Aufgaben und Verantwortlichkeiten diese Akteure einnehmen und welche Rollenfunktionen innerhalb eines M&A-Vorhabens diesen zugeteilt sind. Hinsichtlich der aktuellen Covid-19-Pandemie ist anzumerken, dass die M&A besonders in Krisensituationen herausfordernden Aspekten ausgesetzt sind. Dies zeigt eine kürzlich durchgeführte M&A-Transaktion, bei der die Volkswagen-Holding ‚Traton‘ zur Ausweitung ihrer Lkw-Sparte den US-amerikanischen Lkw-Hersteller ‚Navistar‘ für 3,2 Mrd. EUR übernahm (vgl. FAZ, 2020, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/vw-tochter-traton-uebernimmt-navistar-sprung-auf-amerikas-lkw-markt-17006198.html> [abgerufen am 05.03.2021]). Trotz der hinderlichen mit Covid-19 verbundenen Einschränkungen wurde die Transaktion sorgfältig durchgeführt. Besonders zu Krisenzeiten ist es von hoher Relevanz, die nachfolgend beschriebenen Grundsätze sowie Prozesse der M&A zu berücksichtigen. Wie in der nachfolgenden Abbildung (Abb. 5) dargestellt, nehmen in einem M&A-Projekt neben den Investoren auch das Management sowie Berater und Sachverständige eine treibende Rolle ein (vgl. Borowicz; Schuster, 2017, S. 36ff). Im Folgenden werden diese Parteien näher definiert.

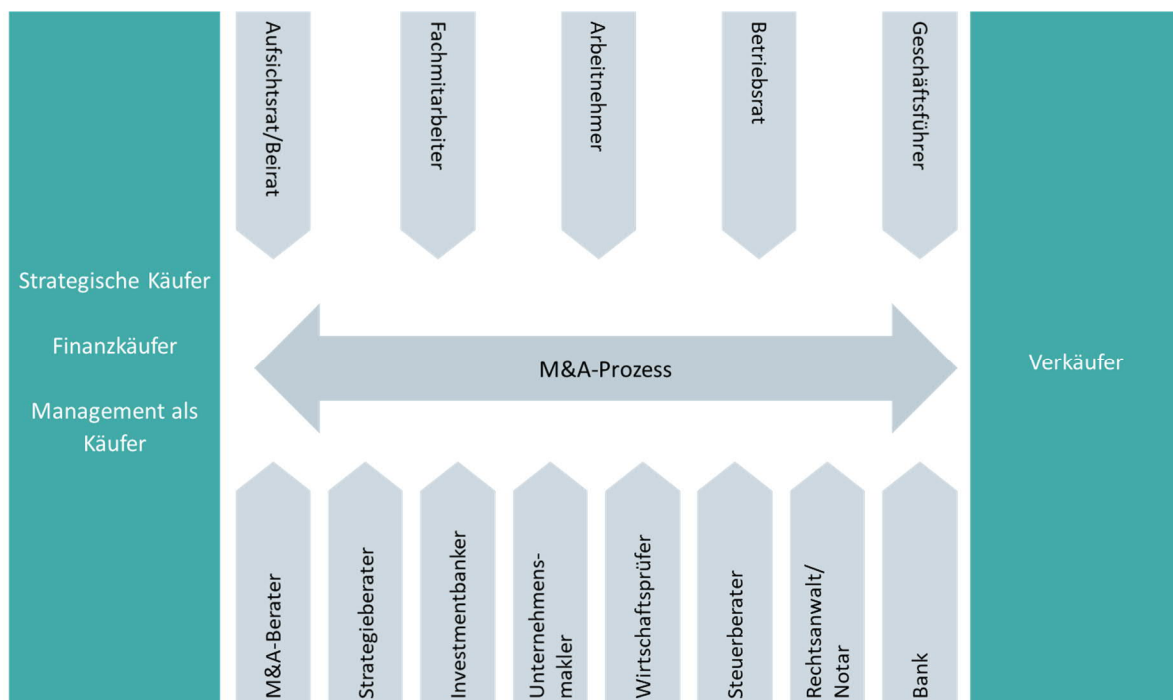


Abbildung 5: M&A-Prozess und Beteiligte (Quelle: Eigene Darstellung nach Gehrman, 2017, S. 45)

2.3.1. Investoren

Grundsätzlich lassen sich Investoren in die Kategorien der Finanzinvestoren sowie der Strategischen Investoren einordnen (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 27; vgl. Borowicz; Schuster, 2017, S. 30f). Wie in Kapitel 2.2 dargestellt, können Käufer- und Verkäuferinteressen voneinander differenziert werden. Der Bayer-AG-Konzern hat beispielsweise durch eine Unternehmensrestrukturierung die Geschäftssparten reduziert, um sich auf bestimmte Geschäftsbereiche zu konzentrieren. Während sich die Bayer AG als Verkäuferpartei somit eine Kontraktion durch Abstoßen bestimmter Unternehmensbereiche als Ziel gesetzt hat, verfolgten die Käufer das Ziel der Expansion. In den nachfolgenden Kapiteln werden die einzelnen Investorengruppen dargestellt und die Funktion des Managements wird in den M&A-Prozess eingeordnet.

2.3.1.1. Management

Neben der in Abbildung 5 (Abb. 5) dargestellten Käufergruppen der Strategischen sowie Finanzinvestoren wird in der Literatur als dritte Käufergruppe das Management aufgeführt. Dabei wird zwischen einem Management-Buy-out sowie einem Management-Buy-in unterschieden (vgl. Lucks; Meckl, 2015, S. 33; vgl. Vest, 1995, S. 115; vgl. Sattler et al., 2018, S. 1ff; vgl. Herzog, 2014, S. 19). Die Gleichbehandlung von Management, Strategischen Investoren und Finanzinvestoren wird allerdings in der Literatur nicht praxisgerecht beschrieben. Aus der Praxissicht nimmt das Management die Rolle des M&A-Prozessbetreibers ein und agiert in der Regel nicht als eigenständiger Investor (vgl. Borowicz; Schuster, 2017, S. 42).

Neben der Entscheidung, in einen bestimmten Geschäftsbereich zu investieren, treibt das Management ebenfalls den Prozess vom Target-Screening bis zum Abschluss des Deals. Das Management kann eine beabsichtigte Investition allerdings nicht ohne Zustimmung der betreffenden Entscheidungsgruppen umsetzen. Hierzu ist beispielsweise die Zustimmung des Aufsichtsrats oder der Gesellschafter notwendig. Dieses Konzept kann auch als duale Vorgehensweise definiert werden: Das Management treibt den M&A-Prozess an, der durch die Entscheidungsgruppen freigegeben wird.

2.3.1.2. Strategische Investoren vs. Finanzinvestoren

Das Akquisitionskriterium eines Strategischen Investors ist es, Synergien zu identifizieren und zu realisieren (vgl. Lucks; Meckl, 2015, S. 33f). Das Management des Strategen identifiziert dabei mögliche Zielunternehmen, durch die sich Synergien generieren lassen. Dabei kann grundsätzlich zwischen umsatzseitigen Synergien und Kostensynergien unterschieden werden (vgl. Weber; Hohaus, 2010, S. 8f). Das Ziel von Strategischen Investoren liegt somit in der Erschließung neuer attraktiver Märkte, in der Ergänzung von bestehenden Produktportfolios oder in der Aneignung von spezifischem Wissen (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 27f; vgl. Borowicz; Schuster, 2017, S. 30f).

Als zweite Investorengruppe können die Finanzinvestoren genannt werden. Klassische Finanzinvestoren sind beispielsweise Private-Equity-Gesellschaften oder auch Venture-Capital-Investoren sowie Fondsgesellschaften (vgl. Dill, 2008, S. 31f; vgl. Thum et al., 2008, S. 13; vgl. Winand, 2012, S. 9f; vgl. Sauermann, 2010, S. 7f; vgl. Borowicz; Schuster, 2017, S. 31f). Finanzinvestoren bzw. Private-Equity-Investoren identifizieren Restrukturierungspotenzial in Zielunternehmen und möchten dieses nach dem Erwerb umsetzen, um die Unternehmensperformance und die damit in Verbindung stehende Rendite zu verbessern (vgl. Brettel, 2008, S. 10ff). In der Regel werden die Portfoliounternehmen mit einer Dauer von zwei bis fünf Jahren gehalten, bevor sie verkauft werden (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 28). Finanzinvestoren besitzen darüber hinaus ein fundiertes Know-how in der Unternehmensbewertung. Da – anders als Strategische Investoren – den Finanzinvestoren im Normalfall das Branchenwissen fehlt, wird das bereits bestehende Management nach dem Erwerb in der Regel beibehalten.

Der Finanzinvestor kann im Gegensatz zum Strategischen Investor nur geringe Synergieeffekte realisieren. Dies grenzt seinen Bewertungsspielraum maßgeblich ein. Ein weiteres Differenzierungsmerkmal ist die Einflussnahme auf das Management. Während der Strategische Investor nach der Unternehmensübernahme eine direkte Einflussnahme verfolgt, hält sich der Finanzinvestor in der Regel bei der operativen Unternehmenstätigkeit zurück (vgl. Weber; Hohaus, 2010, S. 8). Auch die Form der Finanzierung stellt ein Differenzierungsmerkmal dar. Finanzinvestoren sind für gewöhnlich bei der Akquisition auf eine Fremdfinanzierung angewiesen. Der Stratege hingegen kann auf die gesamte

Bandbreite der Finanzierungsmöglichkeiten zugreifen (Außen- und Innenfinanzierung) (vgl. Weber; Hohaus, 2010, S. 8f). Ein Strategischer Investor ist zudem bereit, einen vergleichbar höheren Preis zu zahlen. Durch die ausgeprägte Branchen- bzw. Industrieexpertise kann zudem eine entsprechende Unternehmensanalyse (Due Diligence) effektiver durchgesetzt werden. Finanzinvestoren haben im Gegensatz zu den Strategischen Investoren oftmals einen größeren Freiraum, Transaktionen abzuschließen, allerdings wird auch hierfür die Zustimmung der Gesellschafter bzw. des Vorstandes benötigt.

Hinsichtlich möglicher Pensionspläne kann ein Strategischer Investor gegebenenfalls Synergien durch bestehende Unternehmensstrukturen generieren. Hierunter kann beispielsweise die künftige Verwaltung der Pensionspläne aufgeführt werden, für die ein dezidiertes Pensionsmanagement als Unternehmensfunktion notwendig ist. Diese Unternehmensfunktion besteht in der Regel bei einem Strategischen Investor bereits. Finanzinvestoren können hingegen das Pensionsmanagement an einen externen Dienstleister outsourcen oder anhand eines Green-Field-Ansatzes eine komplett neue Pensionsmanagementfunktion aufsetzen. Zudem kommt als weiterer Vorteil hinzu, dass ein Strategischer Investor mit komplexen Pensionslandschaften vertraut ist und somit auch mögliche Optimierungseffekte in die Unternehmensplanung aufnehmen kann.

Die nachfolgende Tabelle (Tab. 3) stellt zusammenfassend die wesentlichen Unterschiede zwischen den Strategischen Investoren und den Finanzinvestoren dar.

	Strategischer Investor	Finanzinvestor
Ausrichtung	Strategisches Wachstum	Investitionsgetrieben
Finanzierung	Intern und extern	Extern
Haltedauer	Langfristig	Begrenzt
Zielsetzung	Strategisches Wachstum	Investition
Pensionsmanagementfunktion	i. d. R. vorhanden	Neuer Aufsatz (Green-Field-Approach)

Tabelle 3: Wesentliche Unterschiede zwischen Strategischen Investoren und Finanzinvestoren (Quelle: Eigene Darstellung nach Weber; Hohaus, 2010, S. 8f)

2.3.2. Expertenstab

Der Expertenstab einer M&A-Transaktion nimmt eine beratende Rolle ein, um das Management regelmäßig über aktuelle Entwicklungen zu informieren und die geplante

Transaktion erfolgreich durchzuführen (vgl. Gehrman, 2017, S. 50f). Das Management nominiert bei der Zusammensetzung des Expertenstabs Personen aus dem eigenen Unternehmen sowie externe Parteien. Da M&A-Projekte durch große Vertraulichkeit geprägt sind, beschränkt sich die Zusammensetzung während der Transaktionsphase auf einen engen Personenkreis. Die Experten lassen sich vereinfacht in folgende Funktionen bzw. Abteilungen gliedern: die Finanzabteilung, die Rechtsabteilung, die Unternehmensplanung sowie die Unternehmensführung des jeweiligen strategischen Geschäftsbereichs.

In größeren Unternehmen existieren M&A-spezifische Abteilungen, die für die Leitung eines M&A-Projekts verantwortlich sind. Falls der Käufer bzw. Verkäufer keine eigenen Experten nominiert, kann ein dezentraler Expertenkreis eingebunden werden (vgl. Vogel; Schumann, 2002, S. 108). Ein weiterer Grund für die Mitbeteiligung externer Personen kann darin liegen, dass das Expertenwissen nicht permanent im Unternehmen benötigt wird und daher aus Wirtschaftlichkeitsgründen die externe Ressourceneinbindung sinnvoller erscheint (vgl. Gehrman, 2017, S. 54). Weitere Abteilungen können mit Fortschritt des M&A-Vorhabens miteinbezogen werden, beispielsweise die Personalabteilung.

2.3.3. Berater und Sachverständige

Die Berater, die temporär für die Dauer des Projektes mandatiert werden, nehmen eine wesentliche Rolle im Rahmen des M&A-Projekts ein (vgl. Müller-Stewens; Schäfer, 2016a, S. 143, vgl. Hohnhaus, 2004, S. 106; vgl. Borowicz; Schuster, 2017, S. 37f). Je nach Umfang des M&A-Vorhabens können unterschiedliche Beratungsfirmen beauftragt werden. Im Wesentlichen wird hierbei zwischen Unternehmensberatern, Wirtschaftsprüfern und Rechtsanwälten differenziert. Unternehmensberater begleiten das M&A-Projekt hinsichtlich strategischer sowie betriebswirtschaftlicher Fragen. Berater zeichnen sich durch besonderes Branchen- sowie Marktwissen aus (vgl. Gehrman, 2017, S. 55). Als weiterer positiver Faktor kann erwähnt werden, dass die Berater durch detaillierte Prozesskenntnisse das Projekt effizient planen und koordinieren können, sofern dies nicht durch eine interne M&A-projektverantwortliche Person gehandhabt wird. In einer idealtypischen Projektorganisation sind sowohl auf Käufer- als auch Verkäuferseite Unternehmensberater tätig. Von großer Bedeutung sind neben den erwähnten Beratern auch Experten im Pensionsbereich. Um solide Werte und Aussagen hinsichtlich der

Pensionsverpflichtungen sowie Risiken zu erhalten, ist die Heranziehung von Aktuaren mit M&A-Know-how unerlässlich. So bieten beispielsweise bekannte Aktuardienstleister wie ‚AON Hewitt‘, ‚Mercer‘ oder ‚Willis Towers Watson‘ eine spezielle M&A-Pensionsberatung an. Durch diesen Expertenkreis können Informationen über die geplante Entwicklung der Verbindlichkeiten anhand von individuellen Personendaten, Fluktuationswahrscheinlichkeiten, Karrieretrends und weiteren Parameter gesammelt werden.

Als weitere Beratergruppe können Wirtschaftsprüfer sowie Steuerberater genannt werden (vgl. Müller-Stewens; Schäfer, 2016a, S. 151f; vgl. Beier, 2009, S. 59; vgl. Wirtz, 2017, S. 112; vgl. Borowicz; Schuster, 2017, S. 41). Das wesentliche Aufgabenspektrum der Wirtschaftsprüfer sowie der Steuerberater besteht darin, zusammen mit Experten aus der Finanzabteilung die steuerliche, bilanzielle sowie finanzwirtschaftliche Due Diligence durchzuführen (vgl. Wirtz, 2017, S. 199f). Der Fokus der Prüfung bezieht sich nicht nur auf vergangenheitsbezogene Bilanzen, Jahresabschlüsse sowie Cashflow-Analysen, sondern deckt auch die zukünftige Unternehmensentwicklung ab. Die Bewertung der steuerlichen Implikationen der geplanten Transaktion stellt ein bedeutendes Thema dar. Vor diesem Hintergrund ist es unerlässlich, dass die Akteure in ständiger Kommunikation stehen, um bewerten zu können, ob die Informationen konsistent sind und somit ein schlüssiges Gesamtbild besteht.

Eine weitere Gruppe der Berater stellen die Experten im rechtlichen Gebiet dar, die als Fachanwälte bezeichnet werden können (vgl. Wirtz, 2017, S. 113; vgl. Beier, 2009, S. 59; vgl. Borowicz; Schuster, 2017, S. 40). Im Rahmen des M&A-Projekts kommen unterschiedliche rechtliche Fragen aus diversen Rechtsgebieten auf, die es gilt, sachgerecht zu beantworten. Zur Erfüllung dieses Zwecks wird die Legal Due Diligence durchgeführt (vgl. Wirtz, 2017, S. 210). Mögliche rechtliche Gebiete können dabei das Aktienrecht, das Gesellschaftsrecht sowie das Kartellrecht sein. Darüber hinaus können auch wesentliche Vertragsverhältnisse untersucht werden. Speziell bei länderübergreifenden M&A-Projekten, bei denen unterschiedliche Legislativen in Betracht kommen, bedarf es einer umfassenden rechtlichen Expertise. Insbesondere für pensionspezifische Fragestellungen ist es unerlässlich, Anwälte im Bereich des Arbeitsrechts zu konsultieren. Es ist von hoher Relevanz, mögliche Haftungsrisiken während der Due Diligence zu evaluieren.

Haftungsrisiken können beispielsweise daraus resultieren, dass nach erfolgter Transaktion Arbeitnehmer bestimmte Ansprüche gegenüber dem Verkäufer oder dem Unternehmen einklagen. Der Inhalt einer Klage kann etwa darin bestehen, dass der Arbeitnehmer eine Entschädigung einfordert. Dies kann beispielsweise damit begründet werden, dass der Erwerber eine schwache Finanzkraft aufweist und damit die Pensionszusage einem hohen Risiko ausgesetzt ist. Derartige Klagen kommen typischerweise im US-Raum vor.

Ein weiterer bedeutender Beraterkreis wird durch externe Finanzberater abgebildet. Externe Finanzierungsberater unterstützen dabei, die optimale Struktur für die Finanzierung des Kaufpreises auszuarbeiten. Zu diesem Zweck analysieren die Finanzierungsberater beispielsweise die Gewichtung von Eigen- sowie Fremdmitteln sowie die Finanzierungsinstrumente. Ein weiterer Aspekt, den es hinsichtlich der Finanzierung zu untersuchen gilt, stellt die steuerliche Auswirkung dar. Je nach gewählter Finanzierung kann dies einen bedeutenden Effekt auf die künftige Renditeplanung des Unternehmens haben.

Die aufgeführten Prozessbeteiligten stellen einen bedeutenden Teil der Unternehmenstransaktion dar und sind ein entscheidendes Element für den Ablauf sowie für den Erfolg eines M&A-Prozesses. Aus diesem Grund werden in der qualitativen empirischen Studie Interviewpartner gewählt, die den zuvor dargestellten Gruppen zugehörig sind.

2.4. Idealtypischer Mergers and Acquisitions Prozess

Das Management eines Strategischen Investors ist für die Unternehmensplanung verantwortlich. Die mittelfristige Unternehmensplanung erfasst in der Regel einen Planungshorizont von fünf Jahren und wird jährlich aktualisiert. Im Rahmen der Unternehmensplanung sind beispielsweise die in Kapitel 2.2 dargestellten M&A-Ziele miteinzubeziehen, bei denen sowohl das Abstoßen (Verkauf) als auch das Verstärken (Akquisition) bestimmter Geschäftsbereiche einfließen. Im Folgenden wird der damit korrespondierende idealtypische M&A-Prozess dargestellt. Dabei lässt sich der Prozessablauf grundsätzlich in drei Projektphasen aufteilen: die Analysephase, die Transaktionsphase sowie die Post-Merger-Phase (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S.

112f; vgl. Borowicz, 2006, S. 43ff). Die folgende Darstellung (Abb. 6) bildet den idealtypischen M&A-Prozess ab.

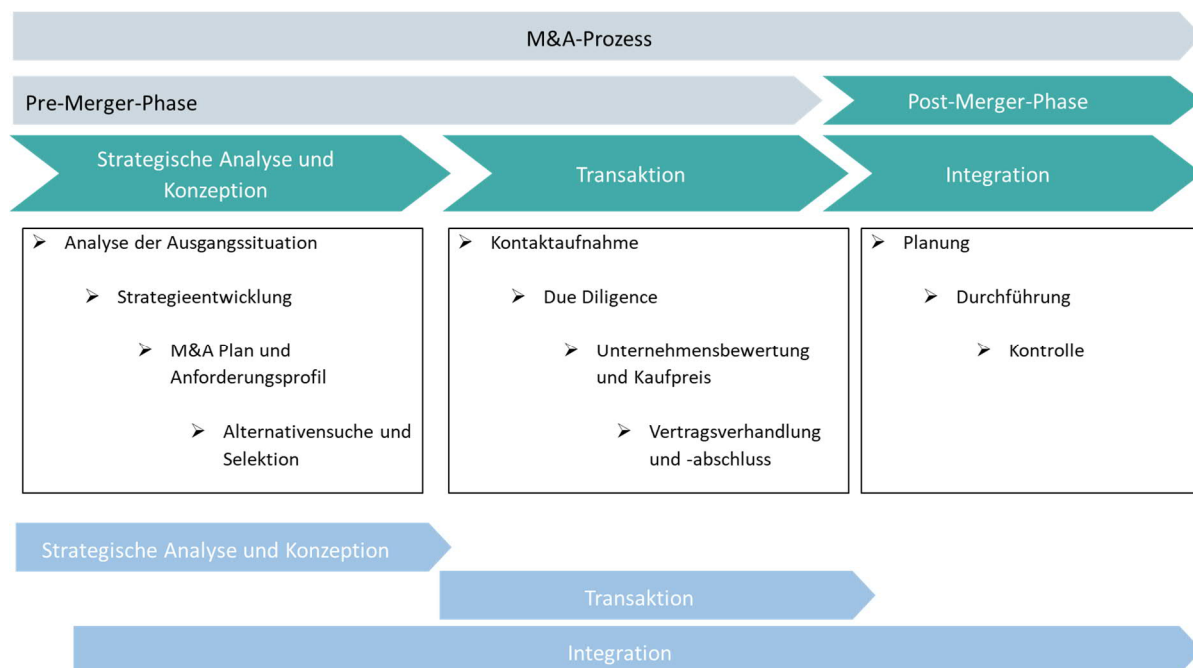


Abbildung 6: Der Transaktionsprozess (Quelle: Eigene Darstellung nach Lucks; Meckl, 2015, S. 77)

Wie die Grafik darstellt, wird das Vorgehen in einem M&A-Vorhaben mit einzelnen Prozessbausteinen abgebildet, die sich in die verschiedenen Phasen des M&A-Gesamtprozesses einordnen lassen. Die adäquate Strukturierung des M&A-Prozesses in einzelne Phasen sowie die Aufgliederung in einzelne Handlungsschritte gewährleisten eine bessere Handhabung der M&A-Projekte. Zudem kann die Projektkomplexität effektiv angegangen werden (vgl. Lucks; Meckl, 2015, S. 77ff; vgl. Borowicz; Schuster, 2017, S. 28). Es ist anzumerken, dass nach Glaum und Hutzschenreuter der zuvor idealtypische Prozess in der Praxis selten in genau dieser Form abläuft (vgl. 2010, S. 111). Da der Fokus der Dissertation auf der Transaktionsphase liegt, wird diese nachfolgend anhand der einzelnen Phasen und der entsprechenden Handlungen beschrieben.

In der Transaktionsphase wird die konkrete Ausgestaltung des M&A-Projektes bis hin zum Signing (Vertragsunterzeichnung) umgesetzt. Nachdem mit dem potenziellen Zielunternehmen der Kontakt aufgenommen wurde, beginnen die Verhandlungen sowie die Abstimmung der nächsten Schritte im M&A-Prozess (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 168). Die Due Diligence bietet die Datengrundlage für die durchzuführende Unternehmensbewertung sowie für die Kaufpreisermittlung. Im Rahmen der Due Diligence

werden alle Risiken einschließlich der Pensions Sachverhalte kritisch geprüft und bewertet. Im Rahmen dieser Prüfung erfolgt auch eine Quantifizierung der Risiken (vgl. Furtner, 2012, S. 93ff). Die Transaktionsphase schließt mit der Vertragsunterzeichnung und der kartellrechtlichen Prüfung. In den folgenden Abschnitten werden die einzelnen Schritte der Transaktionsphase detailliert dargestellt.

2.4.1. Kontaktaufnahme

Wie dargestellt, entwickelt das Management M&A-spezifische Unternehmensziele, um sich in bestimmten Geschäftsbereichen weiterzuentwickeln. Dabei erfolgt für die Auswahl eines potenziellen Akquisitionsobjekts im ersten Schritt ein Target-Screening, anhand dessen Zielunternehmen identifiziert und kontaktiert werden (vgl. Wirtz, 2017, S. 184ff). Mögliche Kriterien für Zielunternehmen stellen beispielsweise die Branche, definierte Finanzkennzahlen, mögliche Synergien sowie die Produktionsstandorte dar (vgl. Müller-Stewens; Schäfer, 2016b, S. 210). Die Kontaktaufnahme dient dazu, detaillierte Erkenntnisse über die potenziellen Zielunternehmen zu gewinnen und die allgemeine Bereitschaft zur Veräußerung des Zielunternehmens durch dessen Management zu erfragen. Im Rahmen der Kontaktaufnahme kann auch ein erster Austausch über mögliche Synergien und zukünftige Strategien zwischen den Parteien erfolgen. Die Kontaktaufnahme mit den Zielunternehmen kann unmittelbar oder mittelbar (anonym) erfolgen (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 180). Um eine angemessene Methode der Kontaktaufnahme zu finden, werden die Anzahl der möglichen Zielunternehmen, die Struktur der Eigentümerverhältnisse sowie die Erfahrung in den M&A des Erwerberunternehmens herangezogen. Bevor die Planung für die Kontaktaufnahme erfolgt, ist zudem bedeutend, die Chancen und Risiken der geplanten Transaktion grob zu evaluieren und eine Aufbau- sowie Ablauforganisation abzuleiten.

Nachdem die Auswertung der gesammelten Informationen sowie deren Abgleich mit dem ursprünglichen Anforderungsprofil stattgefunden hat, wird eine zweite Selektion der Zielunternehmen vorgenommen. Wirtz definiert hierbei ein Feinanforderungsprofil, das dabei helfen soll, den Entscheidungsprozess hinsichtlich der Strategie, der Kultur sowie der finanziellen Situation des Zielunternehmens zu berücksichtigen (vgl. 2017, S. 194f). Falls nach intensiver Prüfung keines der potenziellen Zielunternehmen bzw. keiner der Kandidaten diese Anforderungscharakteristika erfüllt, wird eine neue Suche nach

Kandidaten aufgenommen. Im Idealfall, dass ein Zielunternehmen die Anforderungen erfüllt, werden die Verhandlungen gestartet. Ein elementarer Baustein für die weiterführenden Verhandlungen stellt das Vertrauen der Parteien dar (vgl. Gehrman, 2017, S. 36). Dies kann zu einer Reduktion der Informationsasymmetrie sowie zur Prävention von Interessendivergenzen beitragen. Um Vertrauen zwischen Käufer und Verkäufer zu schaffen, können vertrauensbildende Maßnahmen ergriffen werden. Solche Maßnahmen stellen beispielsweise die Unterzeichnung von Absichtserklärungen (Letter of Intent) sowie eine Vertraulichkeitserklärung (Non-Disclosure-Agreement) dar (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 181f). Im Folgenden werden diese beiden Instrumente erläutert.

2.4.2. Letter of Intent

Ein Letter of Intent (LOI) dient als Absichtserklärung, die zwischen dem potenziellen Erwerber sowie dem Veräußerer des Zielunternehmens abgeschlossen wird (vgl. Jansen, 2016, S. 313f; vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 181). Im LOI werden aktuelle Ergebnisse der Verhandlungen festgehalten (vgl. Heussen, 2014, S. 1f). Zudem bildet der LOI die Basis für die weiteren dezidierten Unternehmensanalysen. Erst nach Unterzeichnung können die Fachabteilungen des Zielunternehmens alle Dokumente sowie Informationen offenlegen. Zudem fließen diese Ergebnisse in den abschließenden Kaufvertrag ein. Auch hinsichtlich möglicher im Nachgang aufkommender Streitigkeiten ist das LOI-Schriftstück von großer Bedeutung, da die offengelegten Informationen dokumentiert werden. Für den Fall, dass mögliche Fehlinformationen oder das Fehlen bedeutender Sachverhalte nicht aufgezählt ist, kann einer begründeten Entschädigung vertragsrechtlich zugestimmt werden. Der LOI kann somit zusammenfassend als Vorvertrag deklariert werden (vgl. Exler, 2013b, S. 239). Neben dem Festhalten von aktuellen Verhandlungsergebnissen werden zusätzlich bereits ausgehandelte Einzelheiten aufgezählt und der weitere Verhandlungsprozess wird skizziert. Im Rahmen des LOI könnten weitere Klauseln aufgeführt werden, die dem potenziellen Erwerber über einen befristeten Zeitraum die Exklusivität in Bezug auf den Erwerb des Unternehmens garantiert (vgl. Gottgetreu et al., 2018, S. 16; vgl. Wirtz, 2017, S. 197f).

2.4.3. Non-Disclosure-Agreement

Da die selektierten Investoren vertrauliche und sensible Informationen erhalten, wird eine Vertraulichkeitserklärung (Non-Disclosure-Agreement (NDA)) von den Parteien

unterzeichnet (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 181; vgl. Gottgetreu et al., 2018, S. 23; vgl. Altenhofen, 2019, S. 19). In dieser Vereinbarung wird geregelt, zu welchem Zeitpunkt ausgewählte Informationen weitergegeben werden dürfen. Der Zeitpunkt für die Unterzeichnung einer solchen Vertraulichkeitserklärung liegt in der Regel vor Herausgabe des Informationsmemorandums (vgl. Thum et al., 2008, S. 45).

2.4.4. Funktionen und Ziele der Due Diligence

Ein bedeutender Bestandteil des M&A-Projektes stellt die Due Diligence dar (vgl. Thum et al., 2008, S. 48f; vgl. Wöltje, 2021, S. 40). Käufer und Verkäufer diskutieren im Rahmen des Transaktionsprojekts, wie die Due Diligence hinsichtlich der zeitlichen und organisatorischen Aspekte strukturiert wird. Die Bestimmung des Teilnehmerkreises für die Due Diligence bzw. für die Transaktion sowie die anzuwendenden Bewertungsverfahren für das Zielunternehmen sind zentrale Aspekte für den weiteren M&A-Prozess. Aus diesem Grund werden diese Faktoren während der Vorverhandlungen abgestimmt.

Für die betrachteten Pensionsverpflichtungen ist die Due Diligence bedeutend, da Fragestellungen über die künftige Behandlung der Pensionspläne festgesetzt werden sollten. So kann beispielsweise die Entscheidung gefällt werden, dass bestehende Pensionspläne weitergeführt oder aufgelöst werden, vorausgesetzt, dass die rechtlichen Rahmenbedingungen dies zulassen. Hierbei ist auch darauf zu achten, das Vertrauen gegenüber den Mitarbeitern nicht zu schädigen und entsprechende Entscheidungen vorab dezidiert mit den Arbeitnehmervertretern zu diskutieren, sofern die Vertraulichkeitseinstufung dies zulässt.

In den folgenden Abschnitten werden die Funktionen, Ziele sowie Teilbereiche der Due Diligence näher dargestellt. Die Due Diligence, die sich mit ‚sorgfältige Durchsicht‘ des Zielunternehmens übersetzen lässt, dient zur Aufdeckung von möglichen Chancen und Risiken einer Investition (vgl. Berens et al., 2019, S. 5). Somit ist das Ziel der Due Diligence, die Entscheidungsträger mit sämtlichen relevanten Informationen bereitzustellen (vgl. Berens et al., 2019, S. 6). Um mögliche Risiken zu minimieren, die nach der Akquisition auftreten könnten, wird der Due Diligence eine Protokoll- bzw. Beweisfunktion zugeordnet (vgl. Berens et al., 2016, S. 382f). Die Ausführung der Due Diligence ist zeitlich begrenzt, daher ist oftmals eine Berücksichtigung aller relevanten Sachverhalte nicht immer möglich.

Es bleibt festzuhalten, dass die Ergebnisse aus der Due Diligence eine bedeutende Rolle für die Unternehmensbewertung und für die daraus resultierende Ermittlung des Kaufpreises spielen (vgl. Berens et al., 2016, S. 384; vgl. Haarbeck, 2019, S. 102).

Das Hauptziel der Due Diligence ist es, tief reichende Einblicke in das Unternehmen zu geben, mögliche Defizite bezüglich Informationen zu beheben, die Chancen sowie Risiken zu identifizieren, mögliche Potenziale transparent darzustellen und die Post-Merger-Integration zu präparieren. Die nachfolgende Aufzählung zeigt die unterschiedlichen Funktionen der Due Diligence auf:

- Informationsfunktion: Mittels dieser Funktion wird die Informationsasymmetrie zwischen beiden Parteien reduziert und eine fundierte Informationsgrundlage für den weiterführenden M&A-Prozess geschaffen (vgl. Lucks; Meckl, 2015, S. 338).
- Analysefunktion: Diese Funktion dient der ziel- und zukunftsorientierten Prüfung der Informationen, um die Chancen sowie Risiken aufzudecken (vgl. Berens et al., 2016, S. 383). Im Fokus steht hier das Zielunternehmen. Es werden allerdings mögliche Implikationen durch das M&A-Vorhaben für das bestehende bzw. eigene Unternehmen analysiert (vgl. Beisel et al., 2009, S. 36).
- Bewertungsfunktion: Die Due Diligence unterstützt die darauffolgenden Vertragsverhandlungen, da durch sie eine solide Informationsbasis für die Unternehmensbewertung sowie für die Kaufpreisbestimmung zur Verfügung gestellt wird. Auch die Identifizierung möglicher Deal-Breaker erfolgt durch die Bewertungsfunktion (vgl. Berens et al., 2016, S. 383f; vgl. Beisel et al., 2009, S. 36). Die Implikationen der Pensionskomponenten werden in Kapitel 4 näher erläutert.
- Exkulpationsfunktion: Für mögliche rechtliche Unstimmigkeiten können die gesammelten Informationen und Dokumente als Nachweis der ‚sorgfältigen Durchsicht‘ des Zielunternehmens herangezogen werden (vgl. Beisel et al., 2009, S. 36). Für den Verkäufer kann die Exkulpationsfunktion ebenfalls hilfreich sein, falls beispielsweise der Käufer Gewährleistungsansprüche geltend machen möchte. Diese haben bei offengelegten Dokumenten keine Wirkung, da ein möglicher Verstoß gegen eine Aufklärungspflicht abgewiesen werden kann (vgl. Berens et al., 2016, S. 384).

Der Käufer wird durch eine durchgeführte Due Diligence profitieren, für den Verkäufer stellt diese allerdings ein Risiko dar. Durch die Erkenntnisse der Due Diligence und der daraus abgeleiteten Unternehmensbewertung wird in der Regel eine Kaufpreisreduzierung durchgesetzt. Weiterhin besteht die Gefahr, dass sensible Unternehmensinformationen geteilt werden und die Transaktion gestoppt bzw. nicht beendet wird. Nach der durchgeführten Due Diligence wird darüber entschieden, ob das M&A-Projekt weitergeführt wird oder ob ein möglich aufgedeckter Deal-Breaker zum Stopp des Projektes führt. Im Rahmen der empirischen Studie wurde diesbezüglich untersucht, ob Pensionsverpflichtungen als mögliche Deal-Breaker aufkommen können.

Für die Analyse der einzelnen Teilbereiche im Rahmen einer Due-Diligence-Prüfung steht ein Datenraum zur Verfügung, der im Folgenden näher erläutert wird.

2.4.4.1. Datenraum

Ein Datenraum ist in der Regel ein virtueller Raum, in dem sämtliche für die Due Diligence benötigten Informationen und Dokumente zentral gesammelt werden (vgl. Gottgetreu et al., 2018, S. 21f; vgl. Feix, 2020, S. 23). Dazu gehören unter anderem Jahresabschlüsse, Steuererklärungen, bedeutende Vertragsunterlagen und Genehmigungen sowie Daten aus dem Rechnungswesen und der Lohnbuchhaltung sowie Informationen über Patente. Um die Pensionslandschaft und die Pensionsverpflichtungen evaluieren zu können, sollten spezifische Informationen wie Aktuariatsgutachten, Arbeitsverträge und Aktivwertbescheinigungen über mögliches Planvermögen im Datenraum zur Verfügung gestellt werden. Aktuell werden die benötigten Daten häufig in virtuellen Datenräumen bereitgestellt, d. h. auf internetbasierten Informationsplattformen, auf die die Due-Diligence-Teams der Kaufinteressenten bei entsprechender Autorisierung dezentral zugreifen können (vgl. Berens et al., 2016, S. 388f). Die notwendige Software zur Einrichtung und zum Betrieb von virtuellen Datenräumen wird von spezialisierten IT-Unternehmen angeboten. Ein bekannter Anbieter ist beispielsweise ‚Datasite‘. Anhand der im Datenraum zur Verfügung gestellten Informationen können die folgenden Teilbereiche im Zusammenhang mit der Due Diligence analysiert werden.

2.4.4.2. Financial Due Diligence

Für die Forschungsthematik hat die Financial Due Diligence eine besonders große Bedeutung, da in diesem Zusammenhang auch Pensionsverpflichtungen analysiert werden. Da die Financial Due Diligence zukunftsorientiert ist und auch die wesentlichen Business-Driver untersucht, stellt sie eine entscheidende Grundlage für die Unternehmensbewertung dar. Um die finanzwirtschaftlichen Kennzahlen sorgfältig zu analysieren und zu plausibilisieren, werden folgende Teilbereiche untersucht (vgl. Berens et al., 2016, S. 393; vgl. Weber; Hohaus, 2010, S. 163ff; vgl. Lucks; Meckl, 2015, S. 5; vgl. Beisel et al., 2009, S. 36; vgl. Pomp, 2020, S. 11).

- Verschuldung
 - **Dazu zählen Pensionsverpflichtungen.**
- Vermögenslage
- Kapitalstruktur
- Finanzlage
- Ertragslage

Die Pensionsverpflichtungen sind ein zentraler Bestandteil der Financial Due Diligence. Die Due Diligence für die Pensionspläne stellt aufgrund der unsicheren zukünftigen Zahlungsverpflichtungen ein komplexes Gebiet dar (vgl. Howson, 2017, S. 142). Aus diesem Grund setzt sich die Financial Due Diligence unter anderem das Ziel, die Verschuldung des Zielunternehmens transparent darzustellen. Für die Untersuchung der Pensionsverpflichtungen ist es bedeutend, die tatsächliche Belastung durch mögliche zukünftige Zahlungsabflüsse zu ermitteln, damit diese im späteren Verlauf in der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden können (vgl. Koesling et al., 2018, S. 223; vgl. Howson, 2017, S. 143f). Die in der Bilanz aufgeführte Pensionsrückstellung spiegelt dabei nicht zwangsläufig diese Belastung wider. Um die tatsächliche Belastung ermitteln zu können, werden im Rahmen der Financial Due Diligence die folgenden Punkte geprüft (vgl. Koesling et al., 2018, S. 223):

- Angewendete Bewertungsmethode: Ist die versicherungsmathematische Methode für die Berechnung der Pensionsverpflichtungen adäquat (vgl. Koesling et al., 2018, S. 223)?

- Zugrunde liegende Bewertungsparameter: Sind diese Parameter wie der Diskontierungszinssatz angemessen (vgl. Koesling et al., 2018, S. 223)?
- Werden auch nicht bilanzierte Pensionsverpflichtungen bei der Ermittlung der zukünftigen Zahlungsabflüsse berücksichtigt (vgl. Koesling et al., 2018, S. 223)?
- Sind Planvermögen im Sinne von IAS 19 bzw. HGB § 246 vorhanden, um Pensionsansprüche abzusichern? Wurden diese insolvenz sicher angelegt und somit dem Zugriff des Arbeitgebers entzogen oder können diese eventuell für eine weitere Unternehmensfinanzierung in Betracht gezogen werden (vgl. Koesling et al., 2018, S. 223)?

Ein weiteres Ziel der Financial Due Diligence hinsichtlich der Pensionsverpflichtungen ist es, sämtliche übernommene Verpflichtungen zu identifizieren und eine mögliche Unterfinanzierung der Pensionszusagen sowie eine mögliche nicht angemessene Bewertung von Planvermögen aufzudecken (vgl. Jungblut; Graham, 2011, S. 133f). Zudem setzt sich die Financial Due Diligence das Ziel, fällige Zahlungen hinsichtlich der Pensionsverpflichtungen aufzudecken (vgl. Koesling et al., 2018, S. 223; vgl. Weber; Hohaus, 2010, S. 166f).

2.4.4.3. Legal Due Diligence

Die Legal Due Diligence soll die rechtlichen Verhältnisse im Zielunternehmen transparent darstellen (vgl. Berens et al., 2016, S. 394; vgl. Stapenhorst, 2018, S. 21). Hierbei werden mögliche Rechtsunsicherheiten aufgedeckt und diskutiert. Als Grundlage können unter anderem öffentlich zugängliche Informationen, gesellschaftsrechtliche Verträge, Verträge mit Kunden, Lieferanten und Mitarbeitern sowie interne Informationen zu schwebenden Rechtsstreitigkeiten dienen. Neben dem Zielunternehmen werden auch Verbindungen zu Tochtergesellschaften geprüft (vgl. Gottgetreu et al., 2018, S. 31f; vgl. Koffka, 2018, S. 39ff).

Mögliche relevante Sachverhalte können folgende Punkte sein (vgl. Beisel et al., 2009, S. 49f):

- Finanzierungsverträge
- Lieferantenverträge
- Öffentliches Recht

- Arbeitsrecht (dies deckt auch das Themengebiet der Pensionszusagen ab)

Das Arbeitsrecht schließt pensionsspezifische Fragestellungen aus Sicht der Arbeitnehmer ein. Um spätere Risiken, die aus Ansprüchen oder Klagen resultieren, auszuschließen, ist die tiefgehende Einbeziehung des Arbeitsrechts unerlässlich. In der Praxis kommt es beispielsweise vor, dass Mitarbeiter mit einer einmaligen Zahlung hinsichtlich ihrer Pensionsansprüche abgefunden werden und dies schriftlich festgehalten wird. Aus arbeitsrechtlicher Sicht besteht allerdings weiterhin der Anspruch auf Pensionen und dieser kann gegebenenfalls durch die bereits abgefundenen Arbeitnehmer eingeklagt werden. Daher ist die akkurate Würdigung bzw. Prüfung solcher individuellen Vereinbarungen abzuwägen, um rechtliche Risiken angemessen einordnen zu können. Ein hier anzumerkender Aspekt ergibt sich aus der Vertrauensbildung gegenüber den Arbeitnehmern. Es ist bedeutend, frühzeitig die Belegschaftsvertreter in den M&A-Prozess einzubinden und Entscheidungen entsprechend zu diskutieren, um das Vertrauen der Mitarbeiter nicht zu verlieren.

2.4.4.4. Tax Due Diligence

Mittels der Tax Due Diligence sollen die steuerlichen Risiken bzw. Chancen eines potenziellen Targets untersucht werden (vgl. Beisel et al., 2009, S. 50; vgl. Kewitz et al., 2014, S. 6; vgl. Peppitt, 2009, S. 1f). Bei der Analyse werden im Wesentlichen Sachverhalte aus der Vergangenheit untersucht, die mögliche Steuerauswirkungen bewirken können. Auch alle möglich anfallenden Steuerbelastungen im Rahmen der Transaktion werden berücksichtigt (vgl. Berens et al., 2016, S. 393). Das Prinzip der Analysen ähnelt dem einer steuerlichen Betriebsprüfung, bei der im Regelfall folgende Aspekte durchleuchtet werden:

- Steuerpolitische Strategie
- Eventuell das Risiko von Steuernachzahlungen
- Ermittlung der effektiven Steuerquote

Durch die Tax Due Diligence soll somit der potenzielle Käufer über mögliche steuerliche Folgen aufgeklärt werden, die sich beispielsweise durch laufende Betriebsprüfungen ergeben könnten. Für die pensionsspezifischen Sachverhalte ist zu evaluieren, inwiefern sich mögliche Aufwendungen steuermindernd auswirken. Im Rahmen der Unternehmensbewertung spielt die Steuerersparnis aus Zinsaufwendungen eine

bedeutende Rolle, da diese Aufwendungen einen signifikanten Effekt haben können. Der Steuereffekt wird auch als Tax-Shield bezeichnet und findet bei der Bruttowertmethode im WACC Berücksichtigung, wohingegen bei der Nettomethode der Tax-Shield-Effekt bereits im Cashflow abgezogen wird.

2.4.4.5. Commercial Due Diligence

Mittels der Commercial Due Diligence werden die wesentlichen Werttreiber des Umsatzes durch eine marktbezogene Unternehmensanalyse untersucht (vgl. Niederdrenk; Müller, 2012, S. 17; vgl. Howson, 2018, S. 24f). Vor diesem Hintergrund wird das Zielunternehmen intern und extern analysiert, um quantitative Sachverhalte berichten zu können (vgl. Lucks; Meckl, 2015, S. 341). In dieser Hinsicht unterscheidet sich die Commercial Due Diligence von der Strategic Due Diligence, denn diese trifft keine quantitativ messbaren Aussagen über die Entwicklung des Targets. Aus interner Sicht werden unter anderem das Geschäftsmodell, das Preis-Mengen-Gerüst sowie die Margen analysiert. Im Rahmen der externen Untersuchung werden unter anderem das Marktumfeld, die Kundenstruktur, die Umwelt sowie das Wettbewerbsumfeld geprüft. Das Commercial-Due-Diligence-Team verfügt in der Regel über eine hohe Branchenkenntnis.

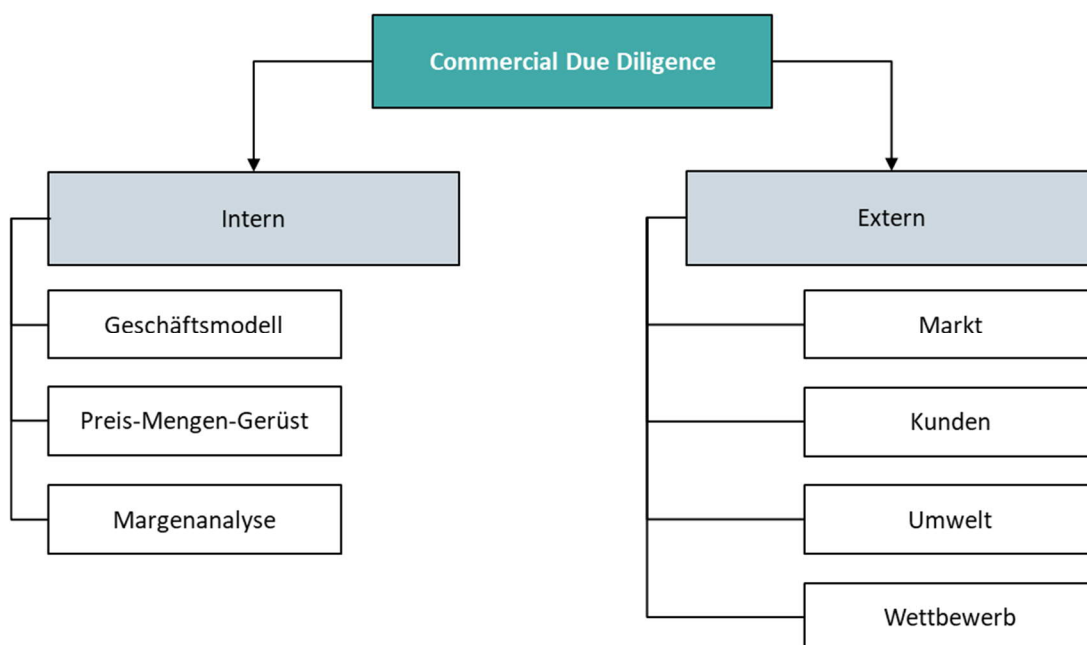


Abbildung 7: Analysen einer Commercial Due Diligence (Quelle: Eigene Darstellung)

2.4.4.6. Strategic Due Diligence

Die Strategic Due Diligence spielt besonders für die hier dargestellten Strategischen Investoren eine bedeutende Rolle, da mögliche Synergieeffekte geprüft bzw. identifiziert werden (vgl. Berens et al., 2016, S. 393; vgl. Remy, 2011, S. 34f). Finanzinvestoren hingegen betrachten dabei Restrukturierungspotenziale, um den Unternehmenswert zu steigern. Zentrale Aspekte, die in einer Strategic Due Diligence überprüft werden, sind unter anderem die Organisationsstrukturen, Wertschöpfungsketten, die Produkte sowie die jeweilige Branche und die Wettbewerbspositionierung (vgl. Brauner; Grillo, 2019, S. 307ff). Je nach dem Analysegrad kann sich die Strategic Due Diligence auch zu einer Operational Due Diligence ausweiten. Die folgende Darstellung (Tab. 4) soll einen Überblick über die Bereiche geben, die im Rahmen einer Strategic Due Diligence untersucht werden (vgl. Weber; Hohaus, 2010, S. 162).

Bereich	Fragestellung	Instrumente	Quellen
Markt und Wettbewerb	<ul style="list-style-type: none"> • Marktvolumen, -struktur, -wachstum • Wettbewerbsintensität 	<ul style="list-style-type: none"> • Marktanalyse • Branchenanalyse 	<ul style="list-style-type: none"> • Verbände • Institute • Fachzeitschriften
Strategische Ausrichtung	<ul style="list-style-type: none"> • Stärken und Schwächen • Chancen und Risiken • Marktposition 	<ul style="list-style-type: none"> • Benchmark • SWOT-Analyse 	<ul style="list-style-type: none"> • Befragung von Experten • Strategiepapiere
Operativ	<ul style="list-style-type: none"> • Größe • Plausibilität • Businessplan 	<ul style="list-style-type: none"> • Sensitivitätsanalyse • Szenarioanalyse • Finanzanalyse <ul style="list-style-type: none"> • Pensionen 	<ul style="list-style-type: none"> • Businessplan • Studien zur Plausibilisierung der getroffenen Annahmen
Portfolio	<ul style="list-style-type: none"> • Spektrum des Portfolios • Deckungsbeitragsanalyse 	<ul style="list-style-type: none"> • ABC-Analyse • Deckungsbeitragsrechnung 	<ul style="list-style-type: none"> • Controlling • Produktbeschreibungen
Marketing und Vertrieb	<ul style="list-style-type: none"> • Analyse der Kundenstruktur und der Vertriebsstruktur • Preispolitik 	<ul style="list-style-type: none"> • Benchmarking • Deckungsbeitragsrechnung 	<ul style="list-style-type: none"> • Gespräche mit Kunden, Management, Vertriebscontrolling

Tabelle 4: Untersuchungsgebiete der Strategic Due Diligence (Quelle: Eigene Darstellung nach Weber; Hohaus, 2010, S. 162)

Neben den aufgeführten Bereichen können weitere Handlungsfelder im Rahmen einer Optimierungsanalyse hinzukommen. So können beispielsweise bestimmte Unternehmensfunktionen bei einer Akquisition miteinander verschmolzen werden. Illustrativ kann hier die Zentralisierung des Einkaufs genannt werden, da durch eine Akquisition das Einkaufsvolumen und ceteris paribus die Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten gestärkt werden. Als weiterer Bereich kann die Optimierung der Logistik genannt werden, wodurch die durch den Unternehmenskauf erweiterte Wertschöpfungskette analysiert und verbessert wird.

Das Hauptaugenmerk einer Strategic Due Diligence liegt auf der Verfolgung von strategischen Fragestellungen. Hinsichtlich der Wirtschaftlichkeit des jeweiligen Targets können Pensionsverpflichtungen allerdings erhebliche Auswirkungen haben. Im Rahmen der Strategic Due Diligence sollten daher auch die Pensionspläne bzw. deren Einfluss bewertet werden. So kann anhand einer Szenarioanalyse untersucht werden, wie sich bestimmte künftige Annahmen bezüglich des Verpflichtungsumfangs auswirken. Darüber hinaus kann evaluiert werden, wie sich mögliche Optimierungen hinsichtlich der Pensionslandschaft auf die Finanzkennzahlen auswirken.

2.4.5. Vertragsabschluss und Integration

Die im Rahmen der Due Diligence und der Unternehmensbewertung gewonnenen Erkenntnisse werden mit dem Managementteam diskutiert. Sind sich beide Parteien über den Kaufpreis sowie alle anderen Bedingungen einig geworden, werden die Rechte und Pflichten der Parteien festgelegt und rechtlich bindend verabschiedet. Auch der ausgehandelte Kaufpreis ist Bestandteil des Vertrages, der auch als Sales-and-Purchase-Agreement (SPA) bezeichnet wird (vgl. Wirtz, 2017, S. 275ff; vgl. Kästle; Oberbracht, 2010, S. 1ff). Eine besondere Stellung im SPA nehmen die Garantien ein, die sich beispielsweise auf die Korrektheit und Vollständigkeit aufgeführter Pensionsverpflichtungen beziehen können (vgl. Schröder, 2019, S. 29). Wird nach erfolgter Transaktion ein bislang nicht offengelegter Pensionsplan identifiziert, so kann im Rahmen einer Garantieklausel eine entsprechende Entschädigung eingeklagt werden. In der Praxis wird die Begleichung des Kaufpreises oft an sogenannte Earn-out-Regelungen gekoppelt (vgl. Müller-Stewens; Schäfer, 2016b, S. 218; vgl. Exler, 2013b, S. 241). Hierunter werden variable Kaufpreisanpassungen verstanden, die den Kaufpreis von bestimmten zukünftigen

Ereignissen abhängig machen. Der Verkäufer erhält einen festgesetzten Teil des Kaufpreises bei Vertragsabschluss, der restliche Teil wird abhängig von einem operativen Erfolgsindikator ausbezahlt (vgl. Glaum; Hutzschenreuter, 2010, S. 177f). Je nachdem, wie exakt die Istzahlen mit den Sollzahlen übereinstimmen, werden die restlichen Anteile vom Kaufpreis beglichen (vgl. Exler, 2013a, S. 42). Nachdem sich alle Beteiligten geeinigt haben, findet die Unterzeichnung des SPA statt. Dies wird in der Praxis auch als Signing bezeichnet (vgl. Müller-Stewens; Schäfer, 2016b, S. 218). Dem Signing folgt das Closing, das den Zeitpunkt der Übertragung aller Rechten und Pflichten sowie der unternehmerischen Verantwortung an den Käufer bezeichnet (vgl. Müller-Stewens; Schäfer, 2016b, S. 218). Damit definiert das Closing den zeitlichen Punkt, an dem die im SPA geregelten qualitativen sowie quantitativen Kriterien erfüllt sind (vgl. Lucks; Meckl, 2015, S. 194f).

Nachdem das Unternehmen akquiriert wurde, wird die Integration geplant und umgesetzt (vgl. Furtner, 2012, S. 93ff). Um mögliche Wertschaffungen zu generieren, werden die Prozesse der einzelnen Unternehmensfunktionen analysiert (vgl. Studt, 2008, S. 19f). Für die künftige Verwaltung der übernommenen Pensionsverpflichtungen sind unter anderem Systemeinbindungen notwendig, um administrative Tätigkeiten wie Pensionsauszahlungen durchführen zu können. Hierunter fallen auch die monatlichen Buchungen der relevanten Kostenkomponenten. Eine weitere Tätigkeit liegt in der jährlichen Beauftragung der Pensionsgutachten, für die eine Datenmeldung des Personalbestandes erfolgen muss. Auch die Harmonisierung mit bestehenden Pensionsplänen kann im Rahmen der Integration bewertet werden. Darüber hinaus wird in der Integrationsphase geprüft, ob möglicherweise Pensionspläne durch die Unternehmensakquisition übernommen wurden, die während der Transaktionsphase nicht offengelegt wurden.

2.5. Einordnung von Pensionspezifika in den Mergers-and-Acquisitions-Prozess

Im Folgenden werden die pensionspezifischen Komponenten in den M&A-Prozess eingeordnet. Der Fokus der Experten für die Analyse der Pensionsthemen liegt während der Due Diligence auf der Identifizierung der wesentlichen Chancen und Risiken, die sich aus der Pensionslandschaft ergeben. Mit den gewonnenen Erkenntnissen aus der Analyse der Pensionslandschaft wird die Berechnung bzw. Validierung der pensionspezifischen Wertgrößen durchgeführt. Im Rahmen der Due Diligence kann zudem eine dezidierte Expert-Session zu dem Themenblock ‚Pensionen‘ stattfinden. Im Rahmen der Expert-

Session werden die aus der Due Diligence gewonnenen Erkenntnisse diskutiert. Ferner werden noch offene Fragen durchgesprochen. Das Hauptziel der Expert-Session ist es, die gesamte Pensionslandschaft sowie die Annahmen zur Berechnung der Verbindlichkeiten transparent auszuarbeiten.

Die transparente Ausarbeitung der Pensionslandschaft nimmt auch für die Ausarbeitung der Verhandlungsstrategie eine Schlüsselfunktion ein. Neben der Berechnung des Verpflichtungsumfangs spielt hierbei auch die Frage nach dem tatsächlichen Umfang der Pensionspläne sowie der involvierten Länder eine bedeutende Rolle. Abhängig von der jeweiligen Rechtsprechung besteht die Möglichkeit, Pensionspläne beim Verkäufer ‚zurückzulassen‘. Dieser Aspekt kann beispielsweise für Pensionspläne bedeutend sein, deren Transfer mit hohen Risiken oder Kosten verbunden ist. Als Beispiel kann hier der US-Raum genannt werden. Für den Fall, dass ein bestehender Pensionsplan vom Verkäufer an den Erwerber übertragen wird, ist es möglicherweise notwendig, einen neuen Pensionsplan aufzusetzen. Die Implementierungskosten dieser Planstrukturen können unter Umständen die eigentliche Pensionsrückstellung übersteigen. In der Praxis ist daher zu beobachten, dass einzelne Pensionspläne beim Verkäufer verbleiben, vorausgesetzt, dass die Rechtslage dies zulässt. Nach der Due Diligence sowie Verhandlung erfolgt, wie in Abschnitt 2.4.5 aufgeführt, die Integrationsphase. Unter der Integrationsphase werden alle notwendigen Aktivitäten umgesetzt, um die übernommenen Pensionspläne adäquat zu implementieren und die Administration zu gewährleisten. In internationalen M&A-Transaktionen gestaltet sich die Integration der Pensionspläne komplex, daher ist es empfehlenswert, ein dezidiertes länderspezifisches Integrationskonzept zu erstellen. Dabei kann im ersten Schritt eine Bestandsaufnahme der einzelnen bestehenden Unternehmensstrukturen auf Länderebene erfolgen. Im Anschluss können die Integrationsoptionen aufgezeigt werden. Die nachfolgende Grafik (Abb. 8) ordnet die pensionspezifischen Prozesskomponenten in die einzelnen M&A-Phasen ein.

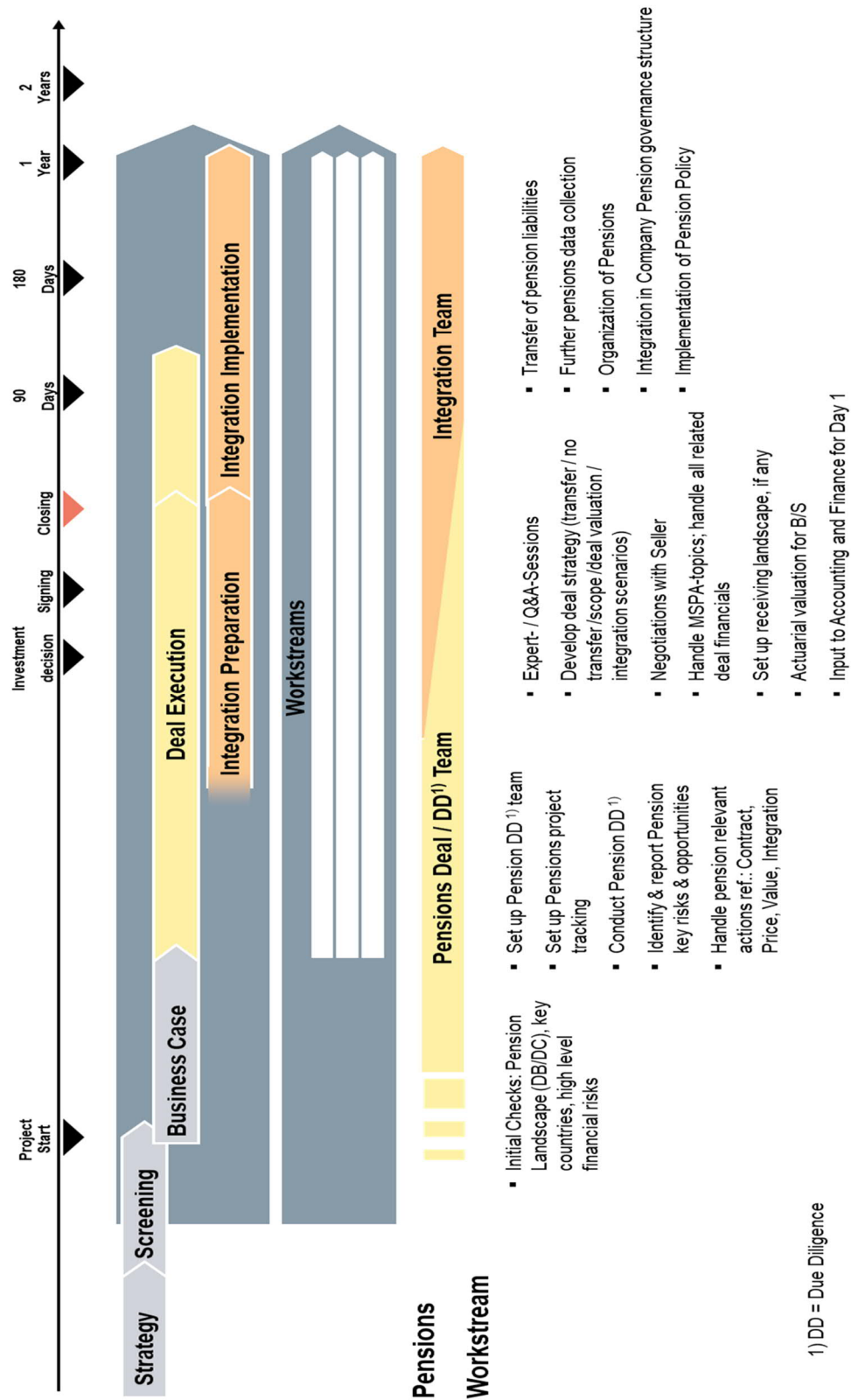


Abbildung 8: Einordnung der pensionsspezifischen Prozesskomponenten in die M&A-Phasen (Quelle: Eigene Darstellung)

2.6. Zusammenfassung und Erkenntnisgewinn

Wie im Kapitel 2 aufgezeigt wurde, ist es im Rahmen der Planung eines M&A-Projektes notwendig, in zahlreichen Bereichen pensionsrelevante Themen zu berücksichtigen und frühzeitig einzuplanen. In der vorliegenden Forschungsarbeit ist der Fokus auf die dargestellten Share-Deals ausgerichtet und liegt dabei insbesondere auf Strategischen Investoren. Die diskutierte pensionspezifische Problematik greift allerdings auch bei Transaktionsstrukturen wie Fusionen oder Kooperationen. Bereits durch eine erste grobe Evaluierung zu Beginn eines M&A-Vorhabens können Investoren die Pensionsrisiken des Zielunternehmens anhand von öffentlich zugänglichen Jahresabschlüssen indikativ einschätzen. Wie in den Ausführungen dargestellt wurde, unterstützt ein ausgewählter Expertenstab das Management bei der geplanten Transaktion. Während der Due Diligence ist es von hoher Relevanz, Pensionsexperten hinzuzuziehen, um alle Details zu analysieren und mögliche identifizierte Risiken vertraglich abzusichern. Hierunter fallen speziell die pensionsbezogenen Erkenntnisse der Due Diligence aus dem Bereich des Arbeitsrechtes, um mögliche Rechtsstreitigkeiten abzusichern. Auch für die Unternehmensbewertung ist die Mandatierung von Aktuaren mit Fachkenntnissen im Pensionsbereich unerlässlich, um beispielsweise bestehende Istzahlen zu plausibilisieren und die künftigen erwarteten Pensionszahlungsströme bestmöglich einschätzen zu können. Relevante Informationen können im Idealfall durch testierte Pensionsgutachten sowie aus den Jahresabschlussdaten bezogen werden. Da M&A-Projekte von Internationalität geprägt sind, ist zudem im Rahmen einer grenzüberschreitenden Due Diligence bedeutend, mögliche internationale Aspekte wie Steuerauswirkungen sowie politische Risiken zu untersuchen (vgl. Glaum, Hutzschenreuter, 2010, S. 128f). Hinsichtlich der in Kapitel 2.4.4 dargestellten Gebiete der Due Diligence bleibt festzuhalten, dass es sich hierbei um ein ausgewähltes Spektrum handelt und darüber hinaus weitere Unternehmensteilbereiche analysiert werden können.

Hinsichtlich der Integrationsphase ist es empfehlenswert, bestehende Strukturen einzubinden und die übernommenen Pensionspläne sowie administrativen anfallenden Tätigkeiten effizient mit der bestehenden Pensionslandschaft zu harmonisieren.

Wie aus den Erläuterungen hervorgeht, stellen neben dem nominierten Expertenstab auch Berater einen Schlüsselfaktor für M&A-Projekte dar. Aus diesem Grund wurden im Rahmen der empirischen Studie diese Gruppen als Gesprächspartner miteinbezogen.

Die erfolgte Darstellung der Kerncharakteristika von M&A-Projekten festigt das theoretische Grundwissen, um die definierten Forschungsfragen zielgerecht einzuordnen und diese im weiteren Verlauf der Dissertation näher zu untersuchen. Im Folgenden wird die theoretische Ausarbeitung mit der Thematisierung von Pensionsverpflichtungen fortgesetzt.

3. Pensionsverpflichtungen

In diesem Kapitel werden die Charakteristika von Pensionsverpflichtungen näher untersucht. Zu Beginn des Kapitels werden die Motive von gewährten Pensionszusagen dargestellt. Im zweiten Unterkapitel wird das internationale System der betrieblichen Altersversorgung und anschließend die Systematik im nationalen Raum beschrieben. Ein maßgebender Aspekt für die dezidierte Analyse der Pensionsverpflichtungen wird durch die bilanziellen Bestandteile abgebildet. Daher wird der Fokus in den Kapiteln 3.4 bis 3.9 auf die Bewertungsmethodik von Pensionsverbindlichkeiten sowie die Bilanzierung gelegt. Im Zuge dessen wird ein Vergleich der HGB-, IFRS- sowie der US-GAAP-Rechnungslegungen erfolgen. Die detaillierte Untersuchung der Bilanzkomponenten ist von hoher Relevanz, um im späteren Verlauf der Dissertation eine adäquate Einordnung der Pensionsverpflichtungen in die Unternehmensbewertung vornehmen zu können. Die Erläuterungen sind darüber hinaus für eine fundierte Interpretation der Jahresabschlüsse notwendig und relevant, um eine stringente Durchführung der Unternehmensbewertung zu ermöglichen. Es werden zunächst die internationalen, IAS 19-relevanten Aspekte und dann die lokalen HGB-Regelungen erläutert. Abschließend werden die wesentlichen Unterschiede zwischen den US-GAAP-Richtlinien und IAS 19 dargestellt.

3.1. Motive für Pensionszusagen

Mittels der Pensionszusagen eines Unternehmens für die Mitarbeiter werden diverse unternehmerische Ziele verfolgt. Gegenüber den Mitarbeitern dienen Pensionszusagen als ein personalpolitisches Bindungsinstrument an das Unternehmen (vgl. Klein; Euler, 2016, S. 19). Als weiteres Motiv kann aufgezählt werden, dass Pensionszusagen einen Anreiz für die Akquise neuer Mitarbeiter bedeuten. Aus finanzwirtschaftlichen Gesichtspunkten können rückerstattungsfinanzierte Pensionszusagen für Unternehmen ein Instrument der Innenfinanzierung darstellen (vgl. Koesling et al., 2018, S. 222f). Dabei wird von der Hypothese ausgegangen, dass ein Teil des bereits verdienten Pensionsanspruches nicht sofort ausbezahlt, sondern erst mit dem Eintrittszeitpunkt der Rente an den Mitarbeiter überführt wird, und somit die finanziellen Mittel im Unternehmen verfügbar sind. Dies entspricht prinzipiell einem Kredit durch den Arbeitnehmer an den Arbeitgeber. Ein weiteres Motiv für Pensionszusagen stellt die Tatsache dar, dass Unternehmen durch später fällige Pensionsleistungen steuerlich profitieren, da Pensionsaufwendungen unter

bestimmten steuerlichen Voraussetzungen als betriebliche Ausgaben abgezogen werden können (vgl. Klein; Euler, 2016, S. 20). Der Abzug führt für das Unternehmen zu einer Minderung der Steuerlast.

3.2. System der betrieblichen Altersversorgung im internationalen Raum

Das internationale System der betrieblichen Altersversorgung (bAV) ist bedeutend, da M&A-Transaktionen vornehmlich länderübergreifend stattfinden. Im Allgemeinen kann der Term ‚Altersversorgung‘ anhand eines Drei-Säulen-Konzepts beschrieben werden. Hierbei erfolgt die Aufgliederung je nach dem jeweiligen Träger der Altersversorgung (vgl. Klein; Euler, 2016, S. 7; vgl. Asmis et al., 2013, S. 26). Bei den einzelnen Säulen handelt es sich um i) die gesetzliche Rentenversicherung, ii) die betriebliche Altersversorgung sowie iii) die private Altersversorgung (vgl. Sultana, 2018, S. 73; vgl. Gieg, 2008, S. 12; vgl. Kiepe, 2014, S. 498). Das grundsätzliche Ziel einer Altersversorgung ist es, dem Individuum eine volle Versorgung im Rentenalter zu gewährleisten. Wie eine aktuelle Statistik von Pensions Europe aufzeigt, befindet sich ein Volumen von Planvermögen in Höhe von 4000 Mrd. EUR im europäischen Raum (vgl. 2020, S. 2). Dieses Volumen verdeutlicht die internationale Relevanz der Pensionsthematik.

Wie im späteren Verlauf der Arbeit dargestellt wird, bestehen in Abhängigkeit von den länderspezifischen Rechnungslegungsstandards unterschiedliche Handhabungen hinsichtlich der Bilanzierung von Pensionsplänen, die aus einer betrieblichen Altersversorgung resultieren. Eine betriebliche Pensionszusage im klassischen Sinn wird durch das Unternehmen auf einer freiwilligen Basis gewährt. Typischerweise stellt neben dem europäischen Raum auch der US-amerikanische Raum ein pensionsintensives Gebiet dar, in dem eine hohe Anzahl von Pensionsplänen aufkommen kann. Bedeutend in den USA ist zudem die rechtliche Vorgabe ‚Employee Retirement Income Security Act (ERISA)‘, die arbeits- sowie steuerrechtliche Schwerpunkte zu den Pensionsplänen beinhaltet. Diese US-spezifische Regelung zeigt auf, dass auch im internationalen Kontext zahlreiche Herausforderungen aufkommen. Die daraus resultierende Komplexität ist ein besonders zu berücksichtigender Faktor und sollte im Rahmen der Due Diligence sorgfältig geprüft werden, um im Zusammenhang mit einer Bestandsaufnahme alle Pensionspläne transparent darzustellen.

Wie in Kapitel 3.4.1 detailliert aufgezeigt wird, werden Pensionspläne in Abhängigkeit von der Risikoverteilung bilanziert. Hierbei ist anzumerken, dass staatliche Pensionszusagen aufgrund von Risikokomponenten auch als unternehmensinterne Pensionspläne analog einer betrieblich zugesagten Altersversorgung bilanziert werden. Wie Forschungsfragen 5.1 und 5.2 in Kapitel 1.6 zeigen, ist es zudem bedeutend, zu verstehen, wie mit der internationalen Länderkomplexität und damit verbundenen unterschiedlichen Pensionsplänen umgegangen wird. Diese Frage wird im Rahmen der empirischen Analyse untersucht.

3.3. System der betrieblichen Altersversorgung in Deutschland

In der Praxis ist Deutschland für die betrachtete Pensionsthematik ein bedeutendes geografisches Gebiet, da im Rahmen von M&A-Projekten oftmals hohe Pensionsrückstellungen ausgewiesen werden. Auch in der Literatur wird das Pensionssystem in Deutschland als äußerst komplex bezeichnet (vgl. Keßler, 2009, S. 24). In der wissenschaftlichen Literatur besteht keine eindeutige Definition für den Term Pensionsverpflichtung. Auch die HGB-Rechnungslegung bietet keinen expliziten Begriff für die betriebliche Altersversorgung (vgl. Meier; Recktenwald, 2006, S. 2; vgl. Stirtz, 2014, S. 35). Das HGB bezieht sich für die Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen auf das Betriebsrentengesetz (BetrAVG), in dem Pensionszusagen als eine mögliche Form der betrieblichen Altersversorgung beschrieben werden. Als Pensionsplan kann grundsätzlich eine formale Vereinbarung zwischen dem Unternehmen und den Mitarbeitern verstanden werden (vgl. Pochmann, 2020, S. 41ff). Das BetrAVG unterscheidet dabei fünf Durchführungswege (vgl. Wortmann, 2015, S. 865f). Diese können in unmittelbare (§ 1 Abs. 1 Satz 2 BetrAVG) sowie mittelbare Versorgungszusagen (§ 1b Abs. 2 Satz 2 bis 4 BetrAVG) gegliedert werden. Vom gewählten Durchführungsweg ist es abhängig, ob das Unternehmen die zu erbringende Leistung unmittelbar aus eigenem Vermögen erbringt oder die Leistung durch einen externen Versorgungsträger bedient (vgl. Derbort et al., 2016, S. 22; vgl. Doetsch; Lenz, 2017, S. 107). Für diese Pensionszusagen sowie für laufende Ansprüche aus unmittelbaren Versorgungszusagen wird nach handelsrechtlichen Bilanzierungsgrundsätzen eine Pensionsrückstellung gebildet (vgl. § 249 Abs. 1 HGB). Das BetrAVG definiert den Terminus ‚betriebliche Altersversorgung‘ wie folgt:

„Aus Anlass eines Arbeitsverhältnisses wird durch den Arbeitgeber einem Arbeitnehmer eine Leistung der Alters-, Invaliditäts- oder Hinterbliebenenversorgung zugesagt“ (§ 1 Abs. 1 BetrAVG).

Für die lokale HGB-Rechnungslegung hat das BetrAVG somit eine hohe Relevanz, da die Definitionen im BetrAVG die Grundlage für die handelsrechtliche Bilanzierung darstellen. Wie angeführt, werden mittels HGB Pensionszusagen in unmittelbare Verpflichtungen sowie in mittelbare Verpflichtungen untergliedert, wobei diese Kategorisierung wiederum in Alt- und Neuzusagen unterteilt werden kann (vgl. Melcher et al., 2013, S. 228). Nach § 1 Abs. 1 Satz 3 BetrAVG besteht bei mittelbaren Zusagen eine Haftung des Arbeitgebers dafür, die Pensionsansprüche gegenüber dem Arbeitnehmer zu erfüllen. Aus bilanzieller Sicht bestehen bei mittelbaren Durchführungswegen keine allgemeinen Bilanzierungspflichten. Die folgende Grafik (Abb. 9) stellt die fünf Durchführungswege sowie die Einteilung in unmittelbare sowie mittelbare Pensionszusagen dar, die im weiteren Verlauf dieses Kapitels näher beschrieben werden.

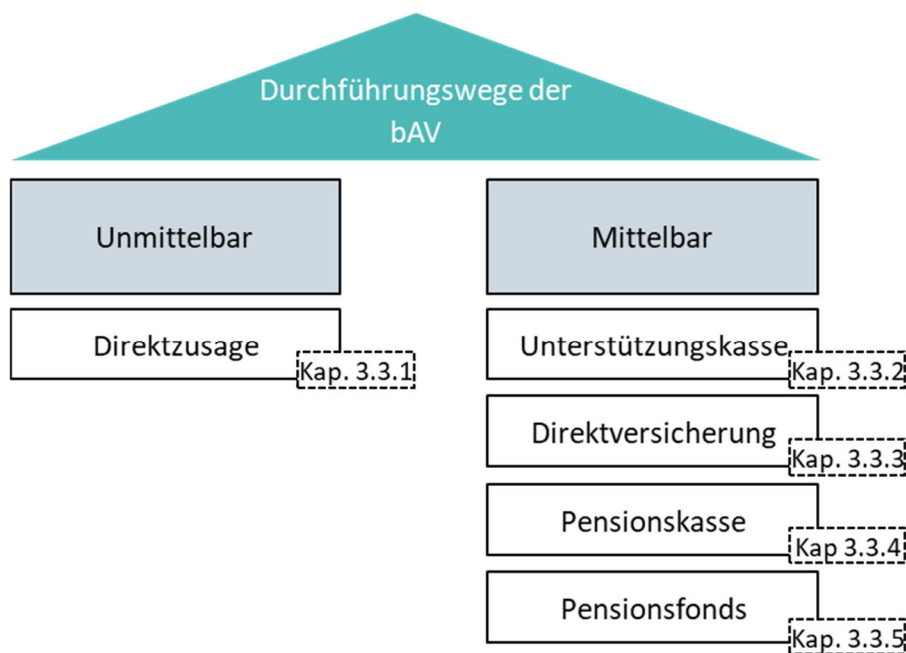


Abbildung 9: Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung (Quelle: Eigene Darstellung nach Derbort et al., 2016, S. 23)

3.3.1. Direktzusage

Durch eine Direktzusage räumt der Arbeitgeber dem Arbeitnehmer das Recht ein, bei Renteneintritt die Versorgungsleistung in Form einer Betriebsrente unmittelbar aus dem

Vermögen des Betriebes aufzuwenden (vgl. Keßler, 2009, S. 25f; vgl. Buttler; Keller, 2017, S. 131; vgl. Pochmann, 2020, S. 23f; vgl. Kiepe, 2014, S. 501f). Der Arbeitgeber gibt somit dem Arbeitnehmer ein Versprechen, die Pensionszusage aus eigenen betrieblichen Mitteln zu bedienen (vgl. Thüsing; Granetzny, 2019, S. 38f). Durch dieses Versprechen entsteht ausschließlich eine Rechtsbeziehung zwischen dem Arbeitnehmer und dem Arbeitgeber (vgl. Langohr-Plato, 2016, S. 22ff). Direktzusagen werden in der unternehmerischen Praxis auch als ‚Pensionszusage‘ bezeichnet (vgl. Beck, 2005, S. 519f). Die folgende Grafik (Abb. 10) skizziert den Durchführungsweg einer Direktzusage.



Abbildung 10: Direktzusage (Quelle: Eigene Darstellung nach Derbort et al., 2016, S. 26)

Für die Arbeitnehmer liegt der Vorteil in Form einer Direktzusage in der Insolvenzsicherheit. Im konkreten Fall bedeutet dies, dass bei einer Insolvenz des Arbeitgebers die Ansprüche bzw. die bereits angesammelten Anwartschaften durch den Staat gesetzlich festgelegten Pensionssicherungsverein (PSV) geschützt sind (vgl. Weth, 2019, S. 411f). Für Unternehmen stellt die Direktzusage das höchste finanzielle Risiko dar, da der zeitliche Eintritt eines möglichen Versorgungsfalles nicht vorher absehbar ist. Vor diesem Hintergrund besteht für Unternehmen die Möglichkeit, Direktzusagen durch eine Rückdeckungsversicherung abzusichern. Neben Rückdeckungsversicherungen können auch Contractual-Trust-Arrangements (CTA) für die Finanzierung herangezogen werden (vgl. Keßler, 2009, S. 65). Rückdeckungsversicherungen dienen hierbei als ein Finanzierungsinstrument für die Pensionszusage des Arbeitnehmers. In der Regel sind Rückdeckungsversicherungen verpfändete Rechte zugunsten des Mitarbeiters und werden mit der Pensionsverpflichtung entsprechend saldiert (vgl. Thomsen, 2010, S. 278). Im BGB wird diese Form von Verträgen auch als ‚Vertrag zugunsten Dritter‘ bezeichnet (vgl. § 328 BGB).

Im Jahr 2018 betrug das Volumen an Deckungsmitteln in Deutschland insgesamt 631 Mrd. Euro (vgl. Klein, 2020, S. 316f).

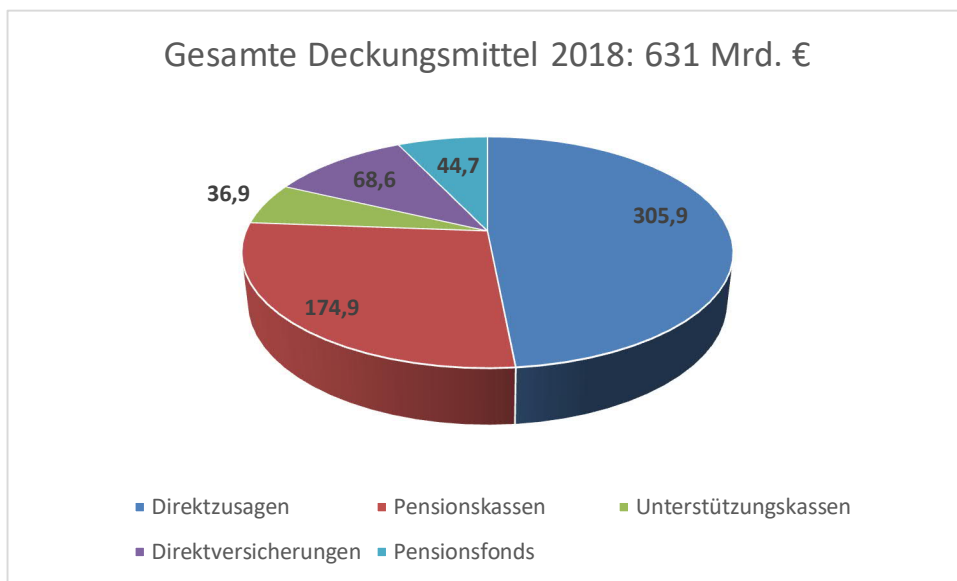


Abbildung 11: Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung 2018 in Mrd. EUR (Quelle: Klein, 2020, S. 316)

Wie Abbildung 11 aufzeigt, stellen Direktzusagen mit 305,9 Mrd. EUR, d. h. einem Anteil von 48,5 % am gesamten Volumen, den bedeutendsten Durchführungsweg dar (vgl. Klein, 2020, S. 316f). Für Unternehmenstransaktionen ist der Durchführungsweg durch eine Direktzusage der bedeutendste Teil, da hier die wesentlichen Risiken im Unternehmen liegen. Der Durchführungsweg anhand der Direktzusage begründet sich unter anderem durch zwei wesentliche Vorteile für Unternehmen:

1. Durch die Bildung von Rückstellungen in den Unternehmensbilanzen entstehen finanzwirtschaftliche Auswirkungen in Form von Innenfinanzierungsmöglichkeiten (vgl. Meier; Recktenwald, 2006, S. 23ff; vgl. Koesling et al., 2018, S. 222f; vgl. Wonnenberg, 2013, S. 11).
2. Die Direktzusage dient als personalwirtschaftliches Instrument und macht Arbeitgeber somit attraktiver (vgl. Meier; Recktenwald, 2006, S. 23ff; vgl. Koesling et al., 2018, S. 222f).

3.3.2. Unterstützungskasse

Nach § 1b Abs. 4 BetrAVG sind Unterstützungskassen eigenständige, rechtsfähige Versorgungseinrichtungen, die keinen Rechtsanspruch auf die tatsächliche Leistung der

bAV gewähren (vgl. Derbort et al., 2016, S. 28). Eine Unterstützungskasse weist drei wesentliche Merkmale auf: die Rechtsfähigkeit, den expliziten Ausschluss eines Rechtsanspruches sowie ein Sondervermögen.

Wie auch Direktversicherungen, Pensionskassen sowie Pensionsfonds gehört der Durchführungsweg der Unterstützungskasse den mittelbaren Versorgungsformen an (vgl. Doetsch et al., 2010, S. 17; vgl. Thüsing; Granetzny, 2019, S. 40; vgl. Langohr-Plato, 2016, S. 39; vgl. Hofelich, 2019, S. 97f; vgl. Kiepe, 2014, S. 503f). Der Grund für diese Klassifizierung liegt darin, dass die Aufbringung der Leistungen nicht durch das entsprechende Unternehmen, sondern durch die Unterstützungskasse gewährleistet wird (vgl. Birk, 2015, S. 5). Es können unterschiedliche Formen der Unterstützungskasse angewendet werden: Neben Betriebs-, Unternehmens-, sowie Konzernunterstützungskassen sind auch Gruppenunterstützungskassen vorhanden (vgl. Birk, 2015, S. 5). Unterstützungskassen existieren seit langer Zeit: So wurde beispielsweise 1858 durch das Unternehmen Krupp eine betriebliche Unterstützungskasse gegründet (vgl. Birk, 2015, S. 5; vgl. Böhm; Schu, 2014, S. 15). Die Mitarbeiter von Siemens waren zudem an der Verwaltung der unternehmenseigenen Unterstützungskasse beteiligt (vgl. Böhm; Schu, 2014, S. 5). Die nachfolgende Grafik (Abb. 12) stellt die Unterstützungskasse dar.

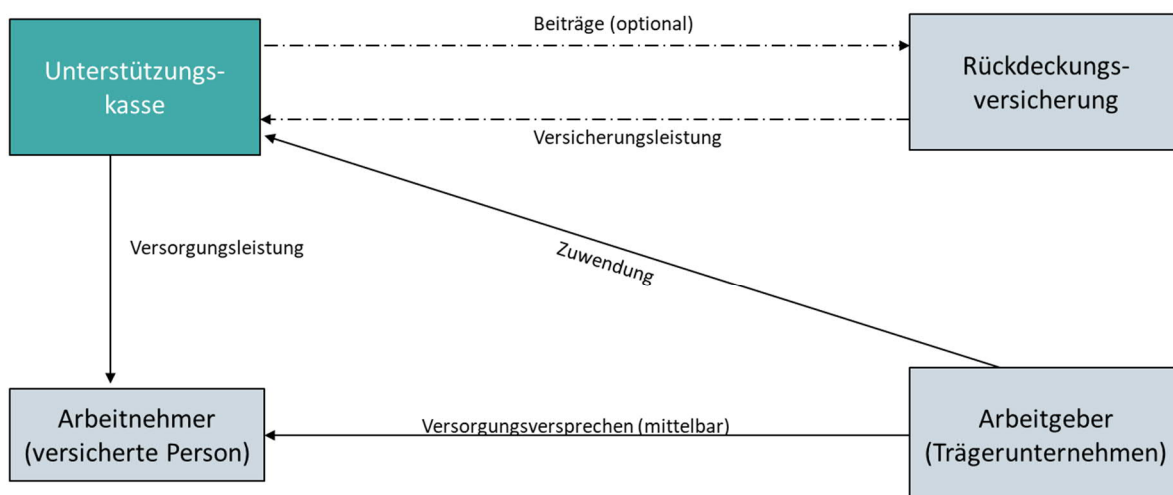


Abbildung 12: Unterstützungskasse (Quelle: Eigene Darstellung nach Derbort et al., 2016, S. 28)

3.3.3. Direktversicherung

In § 1b Abs. 2 S. 1 BetrAVG wird der Begriff der Direktversicherung definiert (vgl. Birk, 2015, S. 9; vgl. Griebeling; Griebeling, 2003, S. 64; vgl. Kiepe, 2014, S. 506f). Demnach kann von einer Direktversicherung ausgegangen werden, wenn ein Arbeitgeber bzw. das Unternehmen für seine Mitarbeiter eine Lebensversicherung abschließt, die der bAV dient (vgl. Klein; Euler, 2016, S. 15; vgl. Thüsing; Granetzny, 2019, S. 42; vgl. Hofelich, 2019, S. 114f; vgl. Pochmann, 2020, S. 30). Dabei gilt der Arbeitnehmer oder seine Hinterbliebenen als vollständig bzw. teilweise Bezugsberechtigter (vgl. Doetsch et al., 2010, S. 18f). Als Formen der Direktversicherungen können Rentenversicherungen, Risikoversicherungen oder fondsgebundene Lebensversicherungen abgeschlossen werden (vgl. Derbort et al., 2016, S. 33f). Durch den Abschluss einer Direktversicherung entsteht ein Dreiecksverhältnis mit Rechtsbeziehungen zwischen (vgl. Langohr-Plato, 2016, S. 33f):

- dem Unternehmen bzw. dem Arbeitgeber, das bzw. der als Versicherungsnehmer bezeichnet werden kann,
- dem Arbeitnehmer, der als versicherte Person bezugsberechtigt wird,
- sowie dem Arbeitgeber und dem Arbeitnehmer aus dem Arbeitsvertrag.

Auf Grundlage des Versicherungsvertrags führt der Arbeitgeber Prämien an den Versicherer ab. Der Versicherer ist wiederum dazu verpflichtet, Leistungen resultierend aus der Versicherungssumme an den Versicherten (Arbeitnehmer) abzuführen. Die nachfolgende Grafik (Abb. 13) stellt den Durchführungsweg der Direktversicherungen dar.

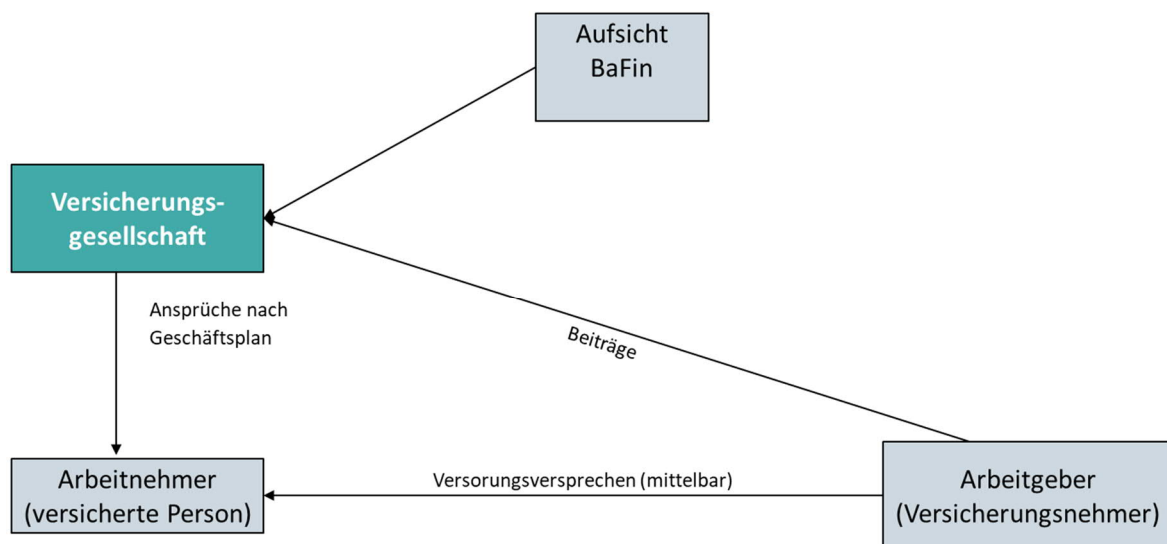


Abbildung 13: Direktversicherung (Quelle: Eigene Darstellung nach Derbort et al., 2016, S. 33)

3.3.4. Pensionskasse

Pensionskassen stellen gemäß § 1b Abs. 3 BetrAVG rechtsfähige Versorgungseinrichtungen dar, die dem Arbeitnehmer oder den Hinterbliebenen einen Rechtsanspruch auf die vereinbarten Leistungen zusichern (vgl. Klein; Euler, 2016, S. 16; vgl. Langohr-Plato, 2016, S. 36; vgl. Pochmann, 2020, S. 32; vgl. Kiepe, 2014, S. 507f). Als eine Form von Versicherungsunternehmen unterliegen Pensionskassen der Versicherungsaufsicht nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz und werden von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) reguliert. Pensionskassen sind in der Regel ein Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit (VVG) oder eine Aktiengesellschaft (AG) (vgl. Doetsch et al., 2010, S. 20f). Auch die Pensionskasse zählt wie die Direktversicherung sowie die Unterstützungskasse zum mittelbaren Durchführungsweg (vgl. Derbort et al., 2016, S. 30f; vgl. Birk, 2015, S. 14; vgl. Thüsing; Granetzny, 2019, S. 44f). In der Regel stellen Pensionskassen beitragsorientierte Versorgungssysteme dar, bei dem der Arbeitgeber einen gewissen Betrag abführt. Aus den abgeführten Beträgen wird für den Arbeitnehmer zum Renteneintritt bzw. beim Eintritt des Versorgungsfalls die Leistung berechnet. Neben diesen beitragsorientierten Pensionskassen können auch leistungsorientierte Pensionskassen existieren. Im Falle einer leistungsorientierten Pensionskasse wird eine fixe Leistung zugesagt. Der Arbeitgeber unterliegt dabei der Pflicht, diesen vereinbarten Betrag an die Pensionskasse abzuführen (vgl. Birk, 2015, S. 14). Pensionskassen finanzieren sich

durch Kapitaldeckungsverfahren. Dies bedeutet, dass die später fälligen Leistungen bzw. Auszahlungen an den Arbeitnehmer bereits vor dem Eintritt des Versicherungsfalls angesammelt werden. Die notwendigen Beiträge für die Auszahlung werden durch die Unternehmen sowie die Vermögenserträge angesammelt. Auch Arbeitnehmer können einen gewissen Beitrag einzahlen: Beispielsweise kann vereinbart werden, dass ein Drittel der Beitragslast beim Arbeitnehmer liegt. Anhand der folgenden Grafik (Abb. 14) wird der Durchführungsweg der Pensionskasse dargestellt.

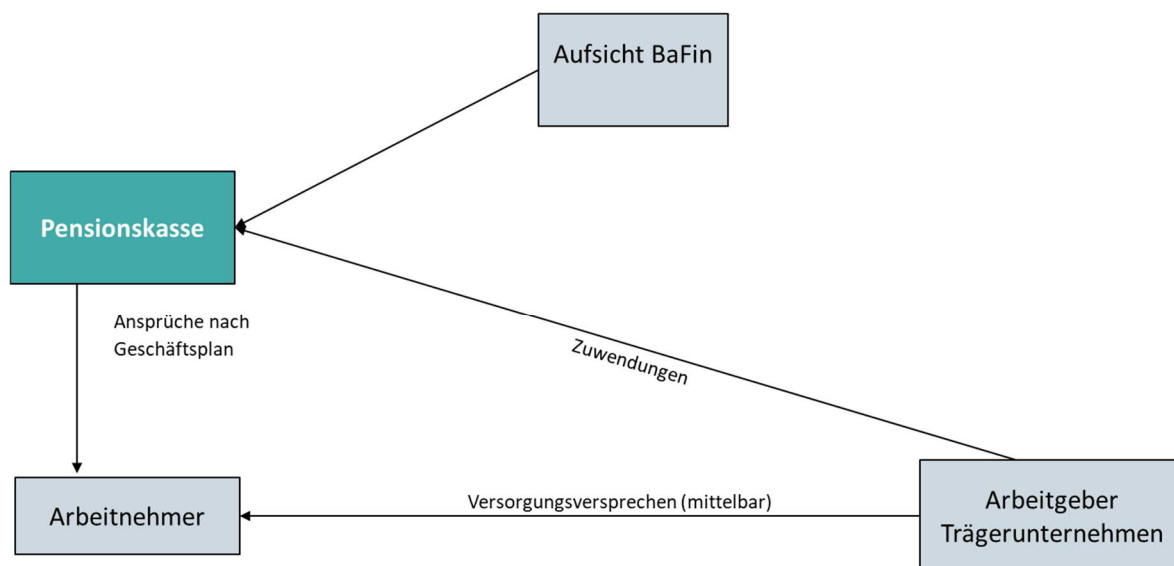


Abbildung 14: Pensionskasse (Quelle: Eigene Darstellung nach Derbort et al., 2016, S. 30)

3.3.5. Pensionsfonds

Als fünfter Durchführungsweg in der bAV wurde auf Grundlage des Altersvermögensgesetzes im Jahr 2002 der Pensionsfonds eingeführt (vgl. Klein; Euler, 2016, S. 17; vgl. Thüsing; Granetzny, 2019, S. 46; vgl. Langohr-Plato, 2016, S. 47; vgl. Pochmann, 2020, S. 36). Wie bei einer Pensionskasse stellt der Pensionsfonds eine rechtsfähige Institution dar, die mit Eintritt eines definierten Versorgungsfalles einen Anspruch auf eine Versorgungsleistung gestattet (vgl. § 1b Abs. 3 BetrAVG; vgl. Birk, 2015, S. 16; vgl. Pohl; Schneider, 2012, S. 373). Nach § 112 Versicherungsvertragsgesetz (VVG) werden folgende Voraussetzungen für ein Pensionsfonds gestellt (vgl. Doetsch et al., 2010, S. 22):

- Durch das Kapitaldeckungsverfahren werden Leistungen der bAV für einen oder auch mehrere Arbeitgeber zugunsten der Arbeitnehmer erbracht.
- Der Betrag der Leistungen bzw. die künftigen Beiträge für die zugesagten Leistungen dürfen nicht durch Garantien zugesagt werden.
- Der Pensionsfonds gewährt dem Arbeitnehmer einen eigenen Anspruch auf die Leistung gegen den Pensionsfonds.
- Der Pensionsfonds ist verpflichtet, die Leistung als lebenslange Zahlung zu erbringen.

Die Finanzierung wird analog dem Verfahren bei der Pensionskasse durch ein Kapitaldeckungsverfahren durchgeführt, bei dem die geleisteten Beiträge sowie die Investitionserträge angesammelt werden (vgl. Klein; Euler, 2016, S. 18; vgl. Birk, 2015, S. 16f). In der folgenden Abbildung (Abb. 15) wird der Durchführungsweg durch einen Pensionsfonds dargestellt.

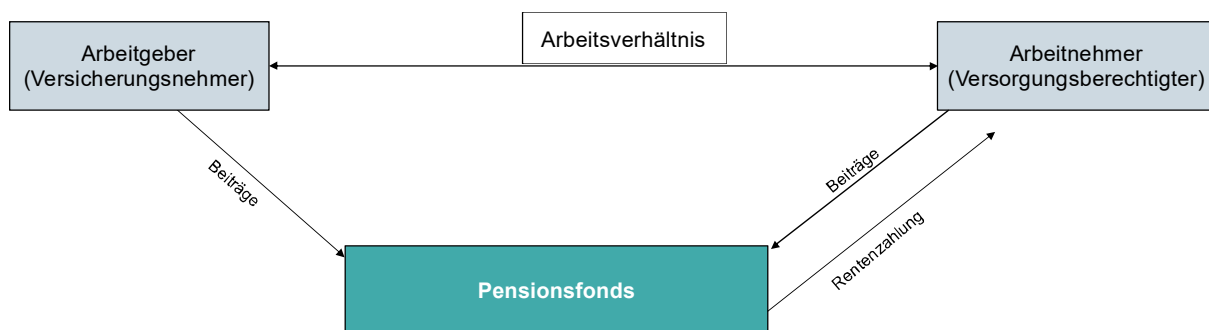


Abbildung 15: Pensionsfonds (Quelle: Eigene Darstellung nach Derbort et al., 2016, S. 32)

3.4. Klassifizierung der Pensionspläne nach IFRS-Rechnungslegung

Das internationale Regelwerk für die Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen bilden die International Accounting Standards 19 (vgl. IAS, 2019) ‚Leistungen an Arbeitnehmer‘ (Employee Benefits). Die derzeit gültige Fassung des Standards ist für Geschäftsjahre anzuwenden, die am oder nach dem 01.01.2013 begannen. Wie die nachfolgende Abbildung (Abb. 15) aufzeigt, werden im Rahmen der IFRS-Rechnungslegung für Pensionsleistungen zwei Arten von Pensionsplänen unterschieden: beitragsorientierte Pensionspläne (Defined-Contribution-Plans) sowie leistungsorientierte Pensionspläne (Defined-Benefit-Plans) (vgl. IAS, 2019, 19.8).

3.4.1. Beitragsorientierter Pensionsplan (Defined Contribution)

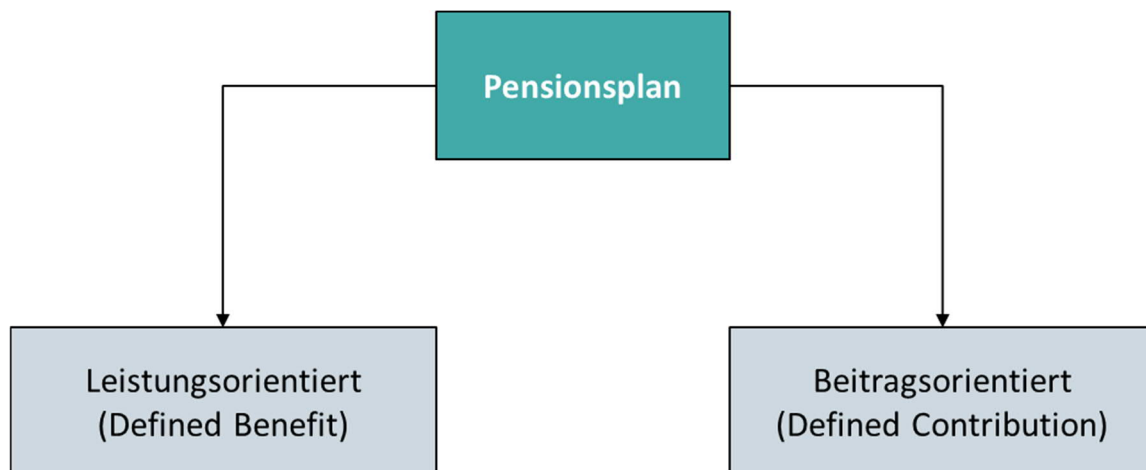


Abbildung 15: Klassifizierung von Pensionsplänen nach IAS 19.8 (Quelle: Eigene Darstellung nach Faßhauer, 2010, S. 115)

Beitragsorientierte Pensionspläne beschreiben die Art von Pensionszusagen, in denen ein Arbeitgeber gegenüber dem Arbeitnehmer verspricht, einen fixen Beitrag an einen externen Versorgungsträger abzuführen (vgl. Thüsing; Granetzny, 2019, S. 61ff; vgl. Andersch, 2018, S. 18). Die Besonderheit an diesem Konstrukt liegt in der Risikoverteilung, da für die Zusage bzw. für deren resultierenden Verpflichtung der externe Versorgungsträger verantwortlich ist. Für den Arbeitgeber entfallen damit zukünftige Verpflichtungen, auch falls der externe Pensionsplan bzw. der externe Versorgungsträger die Leistungszusagen nicht erbringen kann. Dies führt dazu, dass das komplette Risiko einschließlich des Anlagerisikos bezüglich der zu erwartenden Leistungen aus der Pensionszusage durch den Arbeitnehmer getragen wird (vgl. IAS, 2019, 19.28; vgl. Böhm; Schu, 2014, S. 411). Das Unternehmen hat für beitragsorientierte Pensionspläne lediglich die abgeführten Beiträge an den externen Versorgungsträger als Aufwand in der Gewinn- und-Verlust-Rechnung aufzuführen. Es entstehen keine weiteren bilanziellen Konsequenzen.

3.4.2. Leistungsorientierter Pensionsplan (Defined Benefit)

Sofern dem Arbeitnehmer keine bestimmten Zahlungen bzw. Beiträge, sondern bestimmte Leistungen durch den Arbeitgeber zugesagt werden, wird diese Art der Zusage als leistungsorientierter Pensionsplan bezeichnet (vgl. Thüsing; Granetzny, 2019, S. 59f). Nach IAS 19.8 werden alle Pensionspläne als leistungsorientierte Pläne klassifiziert, die nach einem Ausschlussverfahren nicht eindeutig als beitragsorientierte Pläne klassifiziert

werden können (vgl. IAS, 2019, 19.8). Die Rechnungslegungsvorschriften für leistungsorientierte Pensionspläne werden auch für faktische Verpflichtungen (Constructive Obligations) angewendet, die auf keiner rechtlichen Verpflichtung des Unternehmens beruhen, sondern aus einer betriebsüblichen Praxis entstehen (vgl. IAS, 2019, 19.61).

Die nachfolgende Tabelle (Tab. 5) zeigt die Klassifizierung von Pensionsplänen nach IAS 19.8.

Beitragsorientierte Pläne	Leistungsorientierte Pläne
<p>„Beitragsorientierte Pläne sind Pläne für Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses, bei denen ein Unternehmen festgelegte Beiträge an eine eigenständige Einheit (einen Fonds) entrichtet und weder rechtlich noch faktisch zur Zahlung darüber hinausgehender Beiträge verpflichtet ist. Dies trifft zu, wenn der Fonds nicht über ausreichende Vermögenswerte verfügt, um alle Leistungen in Bezug auf Arbeitsleistungen der Arbeitnehmer in der Berichtsperiode und in früheren Perioden zu erbringen.“</p>	<p>„Leistungsorientierte Pläne sind Pläne für Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses, die nicht unter die Definition der beitragsorientierten Pläne fallen.“</p>

Tabelle 5: Klassifizierung von Pensionsplänen nach IAS 19.8 (Quelle: Eigene Darstellung nach IAS, 2019, 19.8)

Die Finanzierung eines leistungsorientierten Pensionsplans kann entweder durch unternehmensinterne oder unternehmensexterne Wege erfolgen. Führt das Unternehmen eine interne Finanzierung durch, so werden die Pensionsverpflichtungen in der Bilanz abgebildet. Im Rahmen einer externen Finanzierung werden Beiträge an einen externen, rechtlich unabhängigen Versorgungsträger abgeführt (vgl. Keßler, 2009, S. 52). Nimmt der Arbeitgeber keine Finanzierung vor und belässt die Rückstellung ohne dahinterliegende Vermögenswerte, wird von einem ‚Book-Reserve‘ bzw. ‚Unfunded Pension-Plan‘ gesprochen. Es bleibt anzumerken, dass einige Länder aufgrund von regulatorischen Anforderungen vorschreiben, Pensionspläne mit Planvermögen zu finanzieren.

3.5. Versicherungsmathematische Bewertungsverfahren

Für die Berechnung der Pensionsverpflichtungen bzw. des Erfüllungsbetrags stehen zwei wesentliche versicherungsmathematische Verfahren zur Verfügung. Grundsätzlich können das Teilwertverfahren sowie die international verbreitete Projected-Unit-Credit(PUC)-Methode herangezogen werden (vgl. Gräfer, 2016, S. 140). Mittels dieser versicherungsmathematischen Verfahren soll die gesamte Pensionsverpflichtung auf einzelne Zeitabschnitte periodengerecht verteilt werden (vgl. Derbort et al., 2016, S. 73). Der grundlegende Gedanke ist, dass der Arbeitnehmer seine Pensionsleistung nicht in Gänze in einem bestimmten Moment erlangt, sondern diese über seine Dienstzeit periodengerecht anspart.

Für die Berechnung der Pensionsverpflichtungen bestehen einige Herausforderungen (vgl. Derbort et al., 2016, S. 64):

- Der Zeitpunkt für den Beginn sowie für das Ende der Zahlungsströme bzw. der Pensionszahlungen ist nicht bekannt. Beide Zeitpunkte sind vom individuellen Lebensschicksal des Arbeitnehmers und, je nach Ausgestaltung der Pensionszusage, auch von dessen Hinterbliebenen abhängig (vgl. Derbort et al., 2016, S. 64).
- Für die Berechnung der Pensionsverpflichtung sind zahlreiche externe Einflussfaktoren zu berücksichtigen, beispielsweise die Inflation, mögliche Gehaltsentwicklungen etc. (vgl. Derbort et al., 2016, S. 65).
- Die Pensionsauszahlungen werden über einen weit gestreckten Zeitraum zu verschiedenen Zeitpunkten getätigt. Durch diese Unvergleichbarkeit wird die Berechnung zusätzlich erschwert (vgl. Derbort et al., 2016, S. 65).

Für die Unternehmensbewertung gilt es, zu untersuchen, inwiefern die dargestellten Herausforderungen bezüglich der Bestimmung von weit in der Zukunft liegenden Zahlungen in der Bewertung berücksichtigt werden könnten. Diese Analyse wird im Rahmen der empirischen Studie mit den Experten evaluiert. Die dargestellten Berechnungsverfahren unterscheiden sich in der Systematik der Errechnung des Rückstellungswertes. Während das PUC-Verfahren den Barwert der zum Bilanzstichtag verdienten Pensionsansprüche (Defined-Benefit-Obligation) ermittelt, wird beim

Teilwertverfahren lediglich der Aufwand auf die Laufzeit und nicht die absolute Höhe am Ende des Rückstellungszeitraums verteilt (vgl. Baetge et al., 2019, S. 444). Das HGB lässt beide relevanten Bewertungsverfahren, d. h. die PUC-Methode sowie das Teilwertverfahren, zur Ermittlung des Verpflichtungsumfangs zu (vgl. Doetsch et al., 2010, S. 86). Im folgenden Abschnitt wird zunächst das Teilwertverfahren erläutert. Daran schließend wird die PUC-Methode betrachtet.

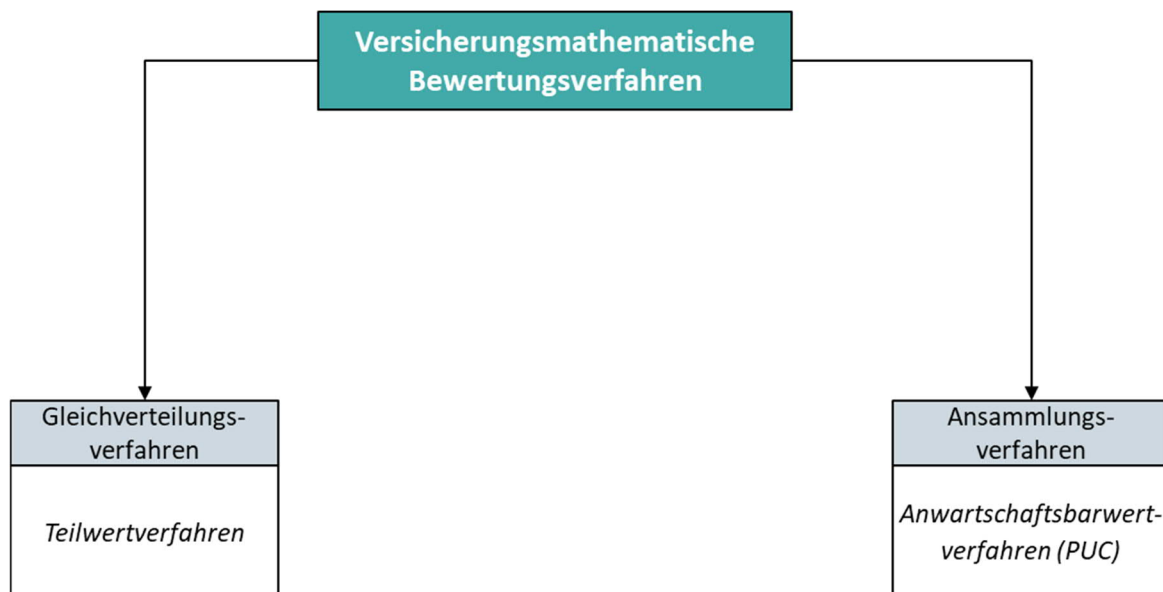


Abbildung 16: Versicherungsmathematische Verfahren (Quelle: Eigene Darstellung)

3.5.1. Teilwertverfahren

Das Teilwertverfahren wird für die Steuerbilanz obligatorisch vorgeschrieben und ist daher ein in der Praxis bekanntes Verfahren für die Berechnung der Pensionsverpflichtungen (vgl. Planert, 2006, S. 49f; vgl. § 6a EstG). Der herangezogene Abzinsungssatz für das Teilwertverfahren ist einkommensteuerrechtlich auf 6 % festgesetzt (vgl. Kiesewetter; Schätzlein, 2019, S. 313). Das Teilwertverfahren ist dem Gleichverteilungsverfahren zuzuordnen, das von dem Grundgedanken ausgeht, dass die gesamte Pensionsverpflichtung in gleichbleibenden Jahresprämien über die Dienstzeit des Arbeitnehmers verteilt wird (vgl. Keßler, 2009, S. 121ff; vgl. Derbort et al., 2016, S. 77; vgl. Gräfer, 2016, S. 140). Die Prämisse des Gleichverteilungsverfahrens ist im Umkehrschluss, dass der Arbeitnehmer den gewährten Pensionsanspruch gleichmäßig während seiner Dienstzeit verdient. Mit der Anwendung des Teilwertverfahrens wird zur Ermittlung der

Pensionsrückstellung von der Hypothese ausgegangen, dass ein Finanzierungsvertrag anhand einer abgeschlossenen Lebensversicherung existiert (vgl. Derbort et al., 2016, S. 73). Daraus resultiert, dass die Pensionsrückstellung das analoge Prinzip der Deckungsrückstellung eines Lebensversicherungsunternehmens einnimmt. Das Einkommensteuergesetz (EstG) bezeichnet diese fiktiven Beiträge mit dem Term der ‚betragsmäßig gleichbleibenden Jahresbeiträge‘ (vgl. § 6a Abs. 3 Satz 2 Nr. 1 Satz 1 EStG). Die Höhe der anzusetzenden Bruttorekstellung bei Anwendung des Teilwertverfahrens ergibt sich aus den mit biometrischen Wahrscheinlichkeiten gewichteten aufgezinnten Prämiensummen, die die Gegenleistung für die bereits erbrachte Arbeitsleistung des Arbeitnehmers darstellen (vgl. Keßler, 2009, S. 121).

3.5.2. Projected-Unit-Credit-Methode

Das versicherungsmathematische PUC-Verfahren stellt die bilanzielle Verteilung der gesamten arbeitsrechtlich zugesagten Pensionsleistung auf die einzelnen Dienstjahre dar (vgl. Keßler, 2009, S. 316; vgl. Derbort et al., 2016, S. 73).

Sellhorn definiert die Logik der PUC-Methode wie folgt:

Im Kern geht es darum, für jeden einzelnen Arbeitnehmer künftige Pensionsleistungen in ihrer absoluten Höhe zu schätzen, sie in einem zweiten Schritt auf den Pensionseintrittstermin abzuzinsen und sie in einem dritten Schritt auf die Perioden der aktiven Dienstzeit des betreffenden Arbeitnehmers zu verteilen (2007, S. 18).

Die IFRS lassen nach IAS 19.67 ausschließlich die Methode der laufenden Einmalprämien (PUC-Methode) zu. Der Grundgedanke der PUC-Methode liegt darin, dass die Verpflichtung des Unternehmens gegenüber dem Arbeitgeber als Austausch für die erbrachte Arbeitsleistung aufgebracht wird. Der Arbeitnehmer erwirbt somit mit zunehmenden Dienstjahren eine wachsende Anwartschaft. Diese Anwartschaft führt zu einer passivierenden Verpflichtung. Bei der PUC-Methode wird somit davon ausgegangen, dass der Arbeitnehmer in jedem Dienstjahr einen zusätzlichen Baustein bzw. Teil seines finalen Pensionsanspruches verdient (vgl. Peng, 2009, S. 62ff). Hierbei wird jeder Leistungsbaustein, den ein Arbeitnehmer durch die in einem Geschäftsjahr geleistete Arbeit verdient hat, separat bewertet. Das hypothetische Ziel eines Arbeitnehmers ist es

somit, die Summe aller Bausteine zu verdienen, um die endgültige Pensionszusage zu erhalten (vgl. Keßler, 2009, S. 316f). Der bis zum Stichtag verdiente Teilanspruch ist auf den Bilanzstichtag abzuzinsen. Der so errechnete Betrag stellt die Defined Benefit Obligation (DBO) dar, der als Grundlage für die Rückstellungsbewertung genutzt wird.

3.6. Einordnung der Durchführungswege betrieblicher Altersversorgung in IAS 19

Die in Kapitel 3.3 dargestellten Durchführungswege werden im Rahmen der IFRS-Jahresabschlussstellung durch eine Einordnung als leistungsorientierte (Defined Benefit) oder als beitragsorientierte (Defined Contribution) Pläne klassifiziert. Wie in Tabelle 5 dargestellt, findet die Einordnung in Abhängigkeit der Risikoverteilung statt. In der Regel handelt es sich bei der in Deutschland existierenden Direktzusage um einen leistungsorientierten Pensionsplan, wohingegen bei den restlichen Konstrukten lediglich Beiträge an einen externen Versorgungsträger abgeführt werden und diese somit als beitragsorientierte Pensionspläne charakterisiert werden. Anzumerken ist jedoch, dass durch bestimmte Regelungen für einen Defined-Contribution-Plan mögliche subsidiäre Ansprüche der Arbeitnehmer bzw. Versorgungsberechtigten gegenüber dem Arbeitgeber entstehen könnten (vgl. § 1 Abs. 1 Satz 3 BetrAVG; vgl. Derbort et al., 2016, S. 23). Für diesen Fall können unter Umständen auch mittelbare Versorgungszusagen als Defined-Benefit Plan klassifiziert werden. In Abbildung 17 werden die fünf Durchführungswege in beitrags- und leistungsorientierte Pensionspläne klassifiziert.

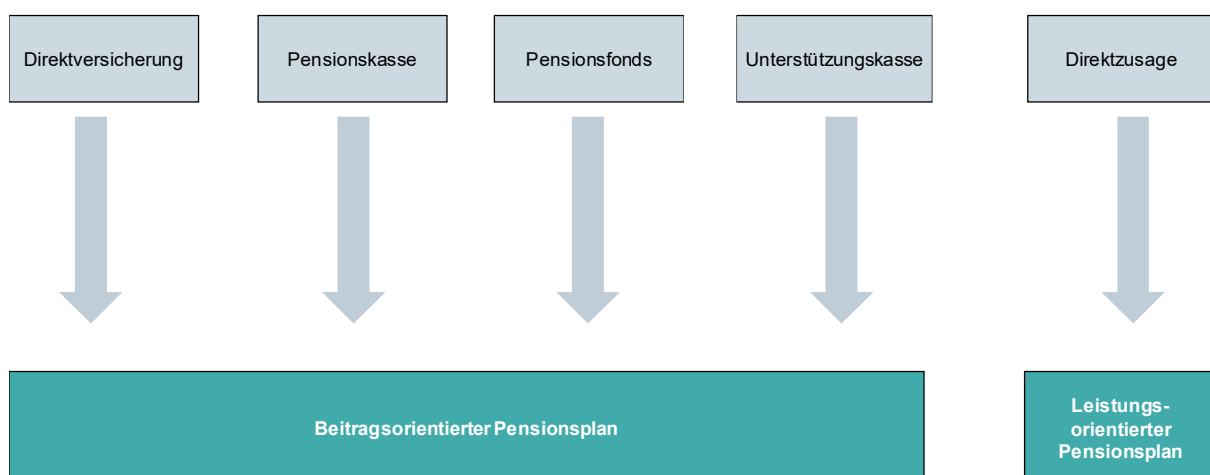


Abbildung 17: Einordnung der Durchführungswege in beitrags- und leistungsorientierte Pläne (Quelle: Eigene Darstellung nach IAS, 2019, 19.8)

3.7. Klassifizierung der Versorgungsberechtigten

Die Höhe der gesamten bilanzierten Pensionsverpflichtung kann grundsätzlich in drei Komponenten eingeteilt werden. Die erste Teilkomponente spiegelt den Teil wider, für den die ehemaligen Arbeitgeber bereits das Renteneintrittsalter erreicht haben. In diese Kategorie werden somit Personen eingestuft, die bereits das Unternehmen verlassen haben und Pensionsleistungen beziehen. Für diese Gruppe ist der volle Barwert anzusetzen. Die zweite Kategorie wird durch Personen abgebildet, die aus dem Unternehmen ausgeschieden sind und eine unverfallbare Anwartschaft besitzen (vgl. Langohr-Plato, 2016, S. 93; vgl. Wortmann, 2015, S. 926). Der Begriff ‚Anwartschaft‘ bezeichnet dabei das Recht auf eine zu beziehende, in der Zukunft liegende Pensionsleistung. Für diesen Personenkreis wird der vollumfängliche Anwartschaftsbarwert angesetzt. Dieser Personenkreis wird als ‚passiv‘ bezeichnet, da diese Personen nicht mehr im Unternehmen tätig sind und keine neuen Pensionsbeiträge ansparen.

Der dritte Baustein der Pensionsverpflichtungen stellt Verpflichtungen gegenüber Pensionsberechtigten dar, die aktuell in den Unternehmen beschäftigt sind und Arbeitsleistungen erbringen. Für diesen Personenkreis ist nur der Teil der Anwartschaft anzusetzen, der die Dienstzeit bis zum Bilanzstichtag widerspiegelt. Dieser Personenkreis wird als ‚aktiv‘ bezeichnet, da ein aktives Beschäftigungsverhältnis besteht. Die nachfolgende Abbildung (Abb. 18) kategorisiert die einzelnen Personengruppen.

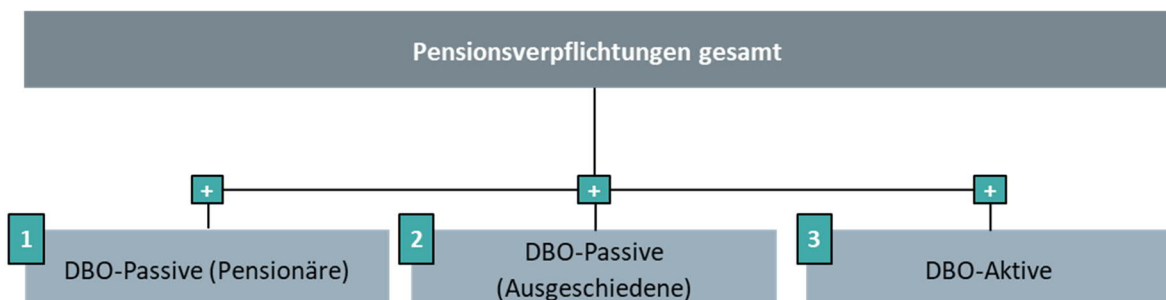


Abbildung 18: Kategorisierung der Personengruppen für Pensionsverpflichtungen (Quelle: Eigene Darstellung)

3.8. Bilanzansatz und Ermittlung der Pensionsverpflichtungen nach IAS

19

Im Dezember 2004 wurde eine umfangreiche Überarbeitung der IAS 19 vorgenommen, die den Unternehmen ein Wahlrecht zur Erfassung von versicherungsmathematischen Gewinnen und Verlusten zur Verfügung stellte. Diese Methode wurde auch als Korridormethode bezeichnet. Das Wahlrecht konnte für Geschäftsjahre, die am oder nach dem 16.12.2004 begannen, angewendet werden. Durch die zweite Änderungswelle der IAS 19, die für Geschäftsjahre mit oder nach Beginn vom 01. Januar 2013 greift, wurden diese Vereinfachungsvorschriften bzw. Wahlrechte verboten (vgl. IAS, 2019, 19.172). Diese Wahlrechte konnten in der Vergangenheit dazu führen, dass die bilanzierten Rückstellungen nicht den realen Verpflichtungsumfang widerspiegeln. Insbesondere ist hier die Korridormethode nach IAS 19.92 ff. (alte Fassung) sowie die Möglichkeit zu nennen, den nachzuerrechnenden Dienstzeitaufwand (Past-Service-Cost) über mehrere Geschäftsjahre zu verteilen. Dieses Wahlrecht wurde mit der Novellierung von IAS 19 und mit deren Veröffentlichung am 16.06.2011 abgeschafft. Da der Fokus der vorliegenden Dissertation auf die aktuellen IAS 19 gelegt wird, findet im Folgenden die alte Version keine Berücksichtigung. Es ist jedoch anzumerken, dass mit den Änderungen der bilanzpolitische Spielraum eingeengt wurde und dem Unternehmen somit nun keine offensichtlichen Instrumente zur Bilanzverschönerung pensionsabhängiger Kennzahlen vorliegen. Die Modifikation der IAS 19 führt somit zu einem transparenteren Bilanz- sowie Ertragsbild und dadurch wird die Unternehmensbewertung vereinfacht.

Wie in den vorhergehenden Erläuterungen dargestellt, ist eine Klassifizierung der Pensionspläne notwendig, um eine sorgfältige bilanzielle Einordnung vorzunehmen. Die Klassifizierung des Pensionsplans kann dabei in einen leistungs- bzw. beitragsorientierten Plan erfolgen. Weisen die Charakteristika des Pensionsplans darauf hin, dass es sich um einen beitragsorientierten Plan handelt, führt das Unternehmen lediglich die Beiträge an den externen Versorgungsträger ab und bezeichnet diese Abführungen in der GuV als periodischen Aufwand. Da keine Risiken im Unternehmen verbleiben, ist kein Ausweis von Pensionsverpflichtungen in der Bilanz notwendig (vgl. IAS, 2019, 19.50).

Wird im Rahmen der Klassifizierung ein Pensionsplan als leistungsorientierter Plan identifiziert, wird die zukünftige Zahlungsverpflichtung in der Unternehmensbilanz passiviert (vgl. IAS, 2019, 19.57). Die Begründung für die Bilanzierung der Verpflichtung liegt darin, dass der Arbeitgeber beim Renteneintritt die Leistung aus dem Pensionsplan zu finanzieren hat. Für die Finanzierung eines leistungsorientierten Plans können Finanzierungsinstrumente wie Rückdeckungsversicherungen oder CTAs eingesetzt werden. In diesem Fall vermindert das vorhandene Vermögen die Pensionsrückstellung entsprechend.

Die vorangegangenen Erläuterungen zur Bilanzierung gemäß IAS 19 zeigen auf, dass lediglich leistungsorientierte Pensionspläne zu signifikanten bilanziellen Auswirkungen bzw. Verpflichtungen führen. Nach IAS 19.51 sind für beitragsorientierte Pensionspläne lediglich Rechnungsabgrenzungsposten zu bilden. Für eine Unternehmensbewertung sind beitragsorientierte Pensionspläne weniger bedeutend. Aus diesem Grund werden diese im weiteren Verlauf der Dissertation nicht näher untersucht. Die nachfolgenden Erläuterungen sind somit auf leistungsorientierte Pensionspläne ausgerichtet.

Für die Ermittlung der zu bilanzierenden Pensionsverpflichtung (Defined-Benefit-Liability) aus einem leistungsorientierten Pensionsplan kann folgendes Berechnungsschema herangezogen werden (Abb. 19):

Berechnungsschema für die Ermittlung von Pensionsverpflichtungen
Anwartschaftsbarwert (Berechnung auf Basis der vorgeschriebenen PUC-Methode)
- Planvermögen
= Verpflichtung aus leistungsorientierten Pensionsplänen = Bilanzansatz

Abbildung 19: Berechnungsschema für den Bilanzansatz einer Pensionsverpflichtung (Quelle: Eigene Darstellung nach IAS, 2019, 19.57)

Mit IAS 19 wird lediglich der bilanzielle Ausweis des Unterschieds zwischen dem Barwert der Pensionsverpflichtung (DBO) sowie dem Betrag des Planvermögens vorgeschrieben (vgl. IAS, 2019, 19.57). Abhängig davon, welcher Betrag höher ist, wird eine Schuld auf der Passivseite (Unterdeckung der Verpflichtung) oder ein Vermögensgegenstand auf der Aktivseite (Überdeckung) ausgewiesen. Die Herausforderung im Rahmen einer Unternehmensbewertung liegt darin, den tatsächlichen Bruttoverpflichtungsumfang der

Pensionsverbindlichkeiten zu bestimmen, da, wie angeführt, in der Bilanz lediglich die saldierte Nettoposition aufgeführt wird.

Für die Ermittlung der Pensionsverpflichtung aus einem leistungsorientierten Pensionsplan wird das PUC-Verfahren zwingend vorgeschrieben (vgl. IAS, 2019, 19.57; vgl. IAS, 2019, 19.68). Die Berechnung der Verpflichtung wird in IAS 19.75–19.98 geregelt und ist, wie in Kapitel 3.5.2 beschrieben, eine dreistufige Ermittlung bestehend aus den folgenden Schritten:

- 1.) Schätzung der absoluten Höhe der zukünftigen Rentenzahlungen
- 2.) Abzinsung dieses absoluten Betrags auf den voraussichtlichen Pensionseintrittstermin
- 3.) Verteilung des im zweiten Schritt ermittelten Barwertes der zukünftigen Rentenzahlungen auf die aktive Dienstzeit der Arbeitnehmer

3.8.1. Pensionspezifische Kostenkomponenten

Um die pensionspezifischen Parameter in die Unternehmensbewertung einordnen zu können, werden im Folgenden die wesentlichen Kostenkomponenten dargestellt.

Pos.	Kostenart	Definition	IAS-Sektion	Kategorie
1	Laufender Dienstzeitaufwand (Service-Cost)	Periodisch zusätzlich verdienter Barwert für die Anwartschaft	19.122A	Erfolgswirksam (= GuV; operatives Ergebnis)
2	Nachzuerrechnender Dienstzeitaufwand (Amortization of Prior Service Costs)	Änderung des bestehenden Pensionsplans, wodurch Effekte für vergangene Dienstjahre entstehen; Anpassung Pos. 1 ‚laufender Dienstzeitaufwand‘ notwendig.	19.99–19.101 und 102–112	Erfolgswirksam (= GuV; operatives Ergebnis)

Pos.	Kostenart	Definition	IAS-Sektion	Kategorie
3	Nettozinsen (Net-Interest-Cost)	Saldierung folgender Positionen: I) Zinsaufwand = Verzinsung der Anwartschaft (DBO x Discount-Rate) II) Zinsertrag = Erwartete Verzinsung aus dem Planvermögen (Marktwert Planvermögen x Discount-Rate)	19.123 und 19.134	Erfolgswirksam (= GuV operatives Ergebnis <u>oder</u> Finanzergebnis)
4	Neubewertungen (Remeasurements)	Effekte aus versicherungsmathematischen Gewinnen und Verlusten sowie aus dem tatsächlichen Ertrag aus Planvermögen (sofern dieser nicht in Pos. 3 berücksichtigt ist)	19.127	Erfolgsneutral / direkte Erfassung im Other Comprehensive Income (OCI)

Tabelle 6: Pensionsspezifische Komponenten (Quelle: Eigene Darstellung)

Wie in der Tabelle dargestellt, ist eine Unterscheidung zwischen erfolgswirksamen Ergebniskomponenten sowie erfolgsneutralen Ergebniskomponenten vorzunehmen. Die einzelnen Positionen werden im Folgenden erläutert.

3.8.1.1. Dienstzeitaufwand (Current-Service-Cost)

Der laufende Dienstzeitaufwand stellt den jährlichen Barwert dar, den sich ein Arbeitnehmer durch die erbrachte Arbeitsleistung in der jeweiligen Periode hinzuverdient. Der Dienstzeitaufwand wird als Personalaufwand im operativen Ergebnis erfasst und ergibt sich aus einer vom Unternehmen definierten Leistungsformel (vgl. Derbort et al., 2016, S. 176).

3.8.1.2. Nachzuerrechner Dienstzeitaufwand (Prior-Service-Cost)

Im Vergleich zum laufenden Dienstzeitaufwand (Current-Service-Cost), der sich auf die aktuelle Geschäftsperiode bezieht, zielt der nachzuerrechner Dienstzeitaufwand auf die vorangegangenen Geschäftsjahre ab. Ein nachzuerrechner Dienstzeitaufwand entsteht somit, wenn ein bestehender leistungsorientierter Pensionsplan verändert wird. Der anzupassende Betrag für die Anwartschaft wird durch den Aktuar ermittelt und zur Verfügung gestellt.

3.8.1.3. Zinsaufwand (Interest-Costs)

Für den ermittelten Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung (Defined-Benefit-Obligation, DBO) wird ein Zinsaufwand erfasst. Dabei wird der in Kapitel 3.8.2 dargestellte Abzinsungsfaktor herangezogen. Es ist zu beachten, dass in der Praxis der Zinsaufwand, der sich durch die Abzinsung der DBO ergibt, mit dem Ertrag aus dem Planvermögen saldiert und zu einer Position (Nettozinsaufwand) zusammengefasst wird. Für die Unternehmensbewertung ist darauf zu achten, dass der Nettozinsaufwand nicht doppelt ausgewiesen wird. Dieser kann entweder im Finanzergebnis oder im operativen Ergebnis ausgewiesen werden (vgl. Derbort et al., 2016, S. 176).

3.8.1.4. Neubewertungen (Remeasurements)

Die Berechnungen der pensionspezifischen Aufwände werden durch den Aktuar zu Beginn einer Geschäftsperiode erstellt. Entsprechend basieren die Annahmen auf Schätzungen, wodurch eine Ex-post-Betrachtung zu Schwankungen der Werte führt. Dadurch entstehen im Laufe eines Geschäftsjahres versicherungsmathematische Gewinne und Verluste (vgl. Derbort et al., 2016, S. 179f). Die folgenden versicherungsmathematischen Annahmen sind für die Berechnung der pensionspezifischen Werte relevant.

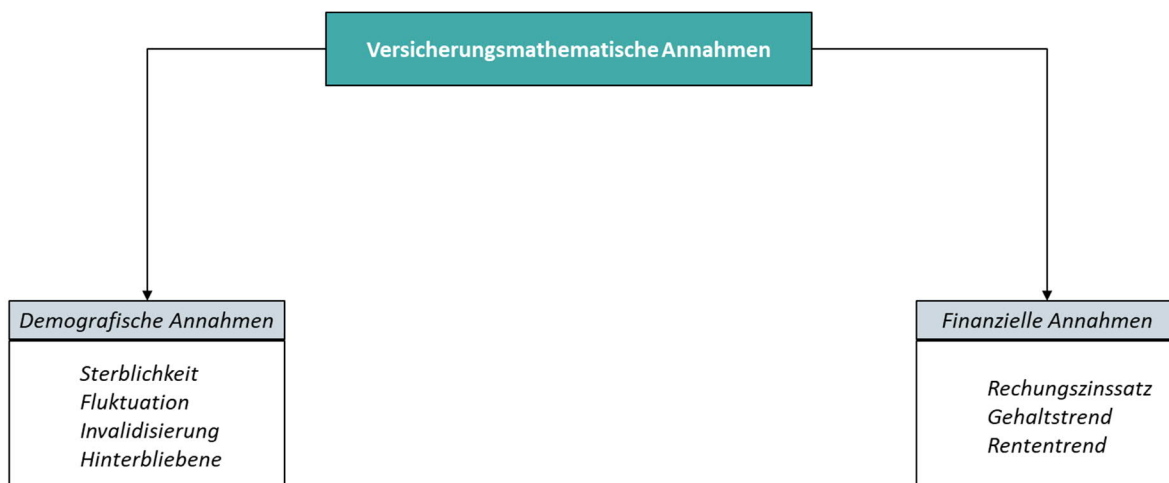


Abbildung 20: Versicherungsmathematische Annahmen (Quelle: Eigene Darstellung nach IAS, 2019, 19.128; Derbort et al., 2016, S. 180)

Wie Abbildung 20 zeigt, können versicherungsmathematische Parameter unter anderem demografische Annahmen, beispielsweise die Sterbewahrscheinlichkeit sowie Fluktuationsraten von Mitarbeitern, darstellen. Auch finanzielle Annahmen wie der Abzinsungssatz, die erwartete zukünftige Gehaltsentwicklung und die erwartete Rendite

des Pensionsvermögens können Bestandteile der versicherungsmathematischen Parameter sein (vgl. IAS, 2019, 19.128). Ein versicherungsmathematischer Gewinn entsteht durch eine niedrigere Verpflichtung als erwartet, ein Verlust hingegen durch eine höhere Verpflichtung als am Jahresbeginn erwartet. Die novellierten IAS 19 schreiben vor, dass mögliche Effekte aus der Veränderung von versicherungsmathematischen Parametern nicht erfolgswirksam in der GuV dargestellt werden dürfen. Durch diese Änderungsmaßnahme der IAS 19 werden diese Effekte nun direkt ergebnisneutral als sonstiges Ergebnis (Other Comprehensive Income, OCI) im Eigenkapital gebucht (vgl. IAS, 2019, 19.120 c) und direkt mit dem Eigenkapital verrechnet. Diese Maßnahme bewirkt, dass eine Erfassung im Jahresergebnis nicht mehr zulässig ist. Die Änderung, die am 16.06.2011 veröffentlicht wurde, führte zu einem transparenteren Ausweis des Betriebsergebnisses. In den alten IAS 19 war die sofortige ergebniswirksame Erfassung von versicherungsmathematischen Gewinnen und Verlusten in der GuV zulässig, wodurch das Jahresergebnis beeinflusst wurde. Die Restriktion, versicherungsmathematische Gewinne und Verluste nicht mehr in der GuV auszuweisen, führt nun zu dem positiven Effekt, dass das Betriebsergebnis nicht durch mögliche Schwankungen beeinflusst werden kann. Vor dieser Änderung waren Anpassungen des EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) notwendig, da versicherungsmathematische Gewinne bzw. Verluste als Einmaleffekte nicht zum operativen Ergebnis zählten. Diese Komplexität entfällt durch die Modifikation der IAS 19 und erleichtert so die Unternehmensbewertung. Durch die Erfassung im OCI wird die GuV von Wertänderungen freigehalten.

3.8.2. IFRS-Abzinsungsfaktor

Der Rechnungszins- bzw. Kapitalisierungszinssatz stellt, wie auch in der HGB-Rechnungslegung, einen bedeutenden Parameter für die Bewertung von Pensionsverpflichtungen dar. Für die Abzinsung der Pensionsverpflichtung wird gemäß IFRS-Vorgabe ein Kapitalisierungszinssatz herangezogen, der die Rendite von erstklassigen Unternehmensanleihen zum Bilanzstichtag widerspiegelt (vgl. IAS, 2019, 19.83). Die Verwendung eines solchen Kapitalisierungszinssatzes führt dazu, dass das versicherungsmathematische Risiko sowie das Anlagerisiko unberücksichtigt bleiben. Durch die Heranziehung eines risikoarmen Kapitalisierungszinssatzes wird das Ziel verfolgt, den Zeitwert des Geldes möglichst akkurat darzustellen (vgl. IAS, 2019, 19.84). Damit Unternehmensanleihen als erstklassig eingestuft werden, ist mindestens ein AA-Rating

notwendig. Bei der Selektion dieser erstklassigen Unternehmensanleihen ist vorgesehen, dass die durchschnittliche Laufzeit sowie Währung kongruent zu der zeitlichen Verteilung der Pensionszahlungen sowie der Währung sind, in der die Pensionszahlungen zukünftig geleistet werden müssen (vgl. IAS, 2019, 19.85). Falls die Laufzeitkongruenz aufgrund fehlender oder zu geringer Marktdaten für erstklassige Unternehmensanleihen nicht gewährleistet wird, kann alternativ die Rendite von kürzer laufenden erstklassigen Anleihen für längere Laufzeiten extrapoliert werden (vgl. IAS, 2019, 19.86). Es ist hierbei anzumerken, dass der Abzinsungszinssatz monatlich durch Aktuardienstleister wie AON Hewitt, Mercer oder Willi Towers Watson veröffentlicht wird.

3.8.3. Planvermögen nach IAS 19

Wie in Abbildung 19 dargestellt, wird der beizulegende Zeitwert des Planvermögens von dem errechneten Verpflichtungsumfang abgezogen (vgl. Flurschütz, 2008, S. 27). Das Planvermögen dient zur Bedienung von zukünftigen Versorgungsansprüchen der Arbeitnehmer und darf ausschließlich für diesen Zweck verwendet werden. Um Vermögen gemäß IFRS als Planvermögen zu klassifizieren und bilanziell anzusetzen, sind nach IAS 19.7 folgende Kriterien vorgeschrieben (vgl. Wonnenberg, 2013, S. 15):

- Die Vermögenswerte dürfen ausschließlich für die Erfüllung der Versorgungsverpflichtung des Arbeitgebers herangezogen werden. Hierfür wird auch der Begriff der Zweckbindung verwendet.
- Der Zugriff auf die Vermögenswerte muss von anderen Gläubigern entzogen sein.
- Die Vermögenswerte dürfen nicht an den Arbeitgeber ausgezahlt werden. Eine Ausnahme bildet hier die Rückerstattung von bereits geleisteten Pensionszahlungen.
- Die Vermögenswerte müssen sich in einer vom Trägerunternehmen rechtlich unabhängigen Einheit befinden.

Der beizulegende Zeitwert des Planvermögens entspricht grundsätzlich den Marktpreisen der im Planvermögen enthaltenen Vermögenswerte. Sollten für diese Vermögenswerte keine Marktpreise verfügbar sein, wird der beizuliegende Zeitwert geschätzt (vgl. IAS, 2019, 19.113). Für die Berechnung der Renditeerwartung aus Planvermögen ist derselbe Zinssatz heranzuziehen, der für die Abdiskontierung der Pensionsverpflichtungen genutzt wurde.

Die berechnete Renditeerwartung wird im Finanzergebnis als Nettozinsaufwand dargestellt. Durch diese Saldierungsmöglichkeit wird nur ein eventuell verbleibender Saldo (Nettobetrag der Rückstellung) in der Unternehmensbilanz ausgewiesen. Dies entspricht einer Bilanzverkürzung nach IAS 19.57 (a) (iii). Ein Vorteil der Bilanzverkürzung liegt in der Verbesserung der Ratingkennzahlen sowie der Bilanzkennzahlen. Für die Unternehmensbewertung ist daher die dezidierte Analyse der im nächsten Kapitel dargestellten Anhangangaben unerlässlich, um den tatsächlichen Verpflichtungsumfang der Pensionsverbindlichkeit nach Bereinigung des Planvermögens zu ermitteln.

3.8.4. Angaben im Anhang

Wie angeführt, haben die Angaben im Anhang für die betrachtete Thematik eine hohe Relevanz. Dies ist damit zu begründen, dass die isolierte Bilanzposition in der Regel eine saldierte Position darstellt. Die tatsächliche Pensionsverpflichtung ist daher anhand der Anhangangaben zu determinieren. Aus diesem Grund schreiben die IAS 19 einige Informationen im Anhang vor (vgl. IAS, 2019, 19. 135). Hierunter fallen beispielsweise Erläuterungen, die sich auf die Entwicklung eines Pensionsplans beziehen. Neben dem Barwert der bereits verdienten Pensionsverpflichtung wird auch der Zeitwert des herangezogenen Planvermögens dargestellt (vgl. Weber, 2009, S. 104). Des Weiteren ist es vorgeschrieben, die wesentlichen Parameter offenzulegen, die zur Berechnung der Pensionsverpflichtung sowie des Pensionsvermögens dienen. Im Wesentlichen handelt es sich bei dieser Darstellung um den Diskontierungszinssatz, die Annahmen bezüglich der Inflation, mögliche Gehalts- und Rententrends sowie die erwartete Rendite aus dem Planvermögen. Darüber hinaus sind alle versicherungsmathematischen Gewinne sowie Verluste des nachzuerrechnenden Dienstaufwands zu veröffentlichen. Ein weiterer Inhalt der Anhangangaben stellt die Information bezüglich möglicher Finanzierungswege der Pensionsverpflichtung dar (vgl. Mühlberger; Schwinger, 2012, S. 92ff).

Diese Detailangaben sind für die Durchführung der Due Diligence von großer Bedeutung, da alle Effekte im Zusammenhang mit Pensionsverpflichtungen transparent dargestellt und ausgearbeitet werden können. Daher ist die akkurate Analyse der Anhangangaben für die Bewertung unerlässlich.

3.8.5. Unterschiede zwischen der US-GAAP- und IFRS-Rechnungslegung

Der Vollständigkeit halber werden nachfolgend mögliche Differenzierungsmerkmale von IAS 19 und dem US-Standard ‚Accounting Standard Codification 715 (ASC)‘ dargestellt. Bei der Bilanzierung von Pensionsplänen nach US-GAAP existieren marginale Unterschiede im Vergleich zu der IFRS-Sichtweise (vgl. Clausen, 2014, S. 46). Dies liegt an der nahen Ausrichtung von IAS 19 an ASC 715. Grundsätzlich weicht der Bilanzansatz zwischen ASC 715 und IAS 19 nicht ab, da in beiden Standards der Saldo der leistungsorientierten Pensionsverpflichtung bilanziert wird (vgl. Derbort et al., 2016, S. 199). Anders als in der alten Fassung der IAS 19 war die Anwendung der Korridormethode zur Erfassung der versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste im US-Standard vorgeschrieben.

Darüber hinaus wurde im US-Standard vorgeschrieben, eine Mindestrückstellung anzusetzen, die erfolgsneutral gebildet werden durfte (vgl. Clausen, 2014, S. 46). Die Bildung dieser Mindestrückstellung sollte dazu dienen, dass bei der Anwendung der Korridormethode mögliche hohe versicherungsmathematische Verluste den Bilanzansatz der Pensionsrückstellung nicht maßgeblich verringern. Im Jahr 2006, zeitgleich mit einer Reformierung der IAS 19, wurde der US-Standard überarbeitet. Seitdem ist ausschließlich ein Verfahren zur Erfassung von versicherungsmathematischen Gewinnen und Verlusten zulässig. Bei diesem Verfahren wird die Korridormethode mit der ergebnisneutralen Verrechnung kombiniert. Es folgt dadurch zwar ein saldierter Nettoausweis der Pensionsverpflichtungen mit dem beizulegenden Zeitwert des Planvermögens in der Bilanz, allerdings ergibt sich in der Zulassung des Korridors ein wesentlicher Unterschied zu IAS 19: Der nachzuverrechnende Dienstzeitaufwand sowie die über den Korridor hinausgehenden, noch nicht erfolgswirksam erfassten versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste werden in den folgenden Berichtsperioden erfolgswirksam erfasst (vgl. Derbort et al., 2016, S. 199). Dies ist nach IAS 19 nicht zulässig.

Ein weiterer Unterschied zu IFRS besteht in der Terminologie. Während der US-GAAP den Anwartschaftsbarwert als Projected-Benefit-Obligation (PBO) bezeichnet, wird dieser nach IFRS Defined-Benefit-Obligation (DBO) genannt. Die nachfolgende Tabelle (Tab. 7) stellt die wesentlichen Unterschiede zwischen US-GAAP (ASC Topic 715) und IAS 19 dar. Für weitere Unterschiede wird auf die einschlägige Literatur verwiesen.

	ASC Topic 715	IAS 19
Annahmen	Annahmen stellen die „Beste Schätzung durch das Management dar. Annahmen müssen in sich konsistent sein.	Annahmen werden unvoreingenommen und aufeinander abgestimmt durch das Unternehmen bestimmt.
Discount-Rate	„Zinssatz, zu dem die Verpflichtung abgegolten werden kann“; alternativ: High Quality Bond Yields mit gleicher Fristigkeit	Aktuelle Rendite von „High Quality Corporate Bonds“
Zinsertrag auf das Planvermögen	Erwarteter langfristiger Ertrag des Planvermögens	Discount-Rate
Begrenzung des Nettovermögenswertes („Asset Ceiling“)	Nicht vorhanden	IFRIC 14
Verbuchung Gewinne/Verluste	Sofort im Eigenkapital – danach Korridormethode, d.h. aufgeschobene aufwandswirksame Erfassung	Sofort im EK – kein anschließendes erfolgswirksames „Recyclen“ der Gewinne/Verluste
Past Service Cost	Erfolgswirksame Verbuchung über zukünftige Lebensarbeitszeit der Betroffenen	Sofortige, vollständige erfolgswirksame Erfassung
Definition – Plankürzung	Maßnahme, die die Mitarbeiterzahl oder das zukünftig erdienbare Leistungsniveau reduziert	Signifikante Reduzierung der Mitarbeiterzahl im Rahmen einer einzelnen Maßnahme
Definition – Abgeltung	Planmäßige Kapitalzahlungen werden als Abgeltung erfasst	Planmäßige Kapitalzahlungen werden nicht als Abgeltung erfasst

Tabelle 7: Tabellarische Kurzübersicht ASC Topic 715 IAS 19 (Quelle: Derbort et al., 2016, S. 200)

3.9. Bilanzansatz nach HGB

Das HGB unterscheidet sich in der Abbildung der Pensionsverpflichtungen im Jahresabschluss durch Begrifflichkeiten sowie eine divergierende Systematik. Das IFRS-Regelwerk differenziert beispielsweise nach leistungsorientierten und beitragsorientierten Pensionsplänen (vgl. IAS, 2019, 19.8), während im Handelsrecht die Bilanzierung mittels den in Kapitel 3.3 dargestellten Durchführungswegen vorgenommen wird. In den folgenden Abschnitten wird aufgezeigt, wie die unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards die Pensionsthematik bilanziell behandeln und abbilden. Die akkurate Untersuchung der Unterschiede stellt für die Forschungsthematik insoweit einen bedeutenden Teil dar, als im Rahmen einer IFRS-konformen Unternehmensbewertung HGB-Spezifika in IFRS-Spezifika transformiert werden müssen.

Das HGB bietet im Gegensatz zu den IFRS keine exakte Definition für Pensionsverpflichtungen. Der relevante Bezugspunkt wird in § 249 Abs. 1 HGB aufgeführt,

in dem vorgeschrieben wird, dass für ungewisse Verpflichtungen Rückstellungen mit dem nach angemessener kaufmännischer Beurteilung notwendigen Erfüllungsbetrag anzusetzen sind (vgl. Langohr-Plato, 2016, S. 24; vgl. Gräfer, 2016, S. 137). Pensionsrückstellungen können hierunter subsumiert werden.

3.9.1. HGB-Abzinsungsfaktor

Wie auch in IAS 19 geregelt, wird im ersten Schritt der errechnete Erfüllungsbetrag durch einen Rechnungszins abgezinst, da die Pensionsverpflichtung erst in der Zukunft fällig wird (vgl. Koesling et al., 2018, S. 224f). Das HGB schreibt für die Berechnung der Pensionsverbindlichkeit kein bestimmtes Verfahren vor, allerdings werden in der Praxis überwiegend das PUC- sowie – zu steuerlichen Berechnungen – das Teilwertverfahren herangezogen (Koesling et al., 2018, S. 224f; vgl. Pieper, 2010, S. 24f)

Nach Walz ergeben sich durch marginale Veränderungen des Abzinsungsfaktors erhebliche Auswirkungen auf die Pensionsverpflichtungen (vgl. 1999, S. 202). Die Höhe des Abzinsungszinssatzes unterscheidet sich in der HGB-Rechtslegung des IFRS-Regelwerks IAS 19 signifikant. Im Folgenden wird auf die historische Entwicklung der HGB-Regelung bezüglich der Anwendung des Abzinsungszinssatzes eingegangen.

Der Deutsche Bundestag beschloss am 21. März 2016 das Gesetz zur Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie (vgl. Deutscher Bundestag, 2017, S. 1). Das Gesetz beinhaltet unter anderem eine relevante Anpassung des Rechnungszinses für die Pensionsrückstellungen (vgl. HGB 253 Abs. 2 Satz 1). Da durch die anhaltende Niedrigzinsphase die Pensionsrückstellungen von Unternehmen ansteigen, wurde im Rahmen der Wohnimmobilienkreditrichtlinie beschlossen, den Betrachtungszeitraum für den Durchschnittszinssatz von sieben auf zehn Jahre zu erhöhen. Das Resultat der neuen Richtlinie führt zu einem höher ausfallenden durchschnittlichen Marktzinssatz, was bei der Abdiskontierung des Erfüllungsbetrags eine Minderung der Pensionsrückstellungen bzw. des Barwertes ergibt. Eine weitere Regelung des Gesetzes betrifft die Ausschüttungssperre der durch die Abänderung der Laufzeiten entstehenden Differenzbeträge. Dies bedeutet, dass mögliche Differenzen aufgrund der Änderung des Abzinsungsfaktors vom Sieben- auf den Zehnjahresdurchschnitt in den Barwerten der Pensionsrückstellungen nicht

ausgeschüttet werden dürfen. Die Beträge sind in den Bilanzen oder im Anhang auszuweisen. Diese Maßnahme dient dazu, das Bilanzbild nicht durch Sondereffekte aus der Zinsänderung abzufälschen. Auf Basis der Rückstellungsabzinsungsverordnung (vgl. RückAbzinsV § 1) werden die Abzinsungssätze monatlich durch die Bundesbank veröffentlicht. Die Zinssätze entwickelten sich entsprechend der Ermittlung der Deutschen Bundesbank bei einer angenommenen Restlaufzeit (Duration) von 15 Jahren wie folgt:

Stichtag	Siebenjahres-Ø in %	Zehnjahres-Ø in %	Differenz in %
31. Dez. 15	3,89	4,31	0,42
31. Dez. 16	3,24	4,01	0,77
31. Dez. 17	2,8	3,86	1,06
31. Dez. 18	2,32	3,21	0,89
31. Dez. 19	1,97	2,71	0,74
31. Dez. 20	1,60	2,30	0,70

Tabelle 8: Übersicht über die Zinssätze (Sieben- vs. Zehnjahresdurchschnitt) (Quelle: Eigene Darstellung nach Bundesbank, <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/zinssaetze-und-renditen/abzinsungzinssaetze/abzinsungzinssaetze-772442> [abgefragt am 20.03.2020])

3.9.2. Weitere mathematische Parameter für die Berechnung

Um den versicherungsmathematischen Erfüllungsbetrag der Pensionsverpflichtungen zu ermitteln, sind weitere Annahmen heranzuziehen. Neben Lohn- und Gehaltstrends sind auch Annahmen zu Rententrends zu schätzen. Anders als bei der strikten Vorgabe zur Verwendung des Abzinsungssatzes nach § 253 Abs. 2 HGB können die Unternehmen Einkommens- sowie Rententrends schätzen. Diese vorzunehmende Schätzung stellt für Unternehmen eine große Herausforderung dar, da insbesondere künftige Rentenanpassungen sowie Einkommenssteigerungen schwer zu evaluieren sind (vgl. Melcher et al., 2013, S. 235). Gemäß § 16 Abs. 1 und 2 BetrAVG basieren erforderliche Rentenanpassungen im Wesentlichen auf der Inflationsentwicklung (vgl. Langohr-Plato 2016, S. 200ff). Aus diesem Grund wird in der Praxis überwiegend die Erhöhung der Rentenanpassung analog zur Entwicklung der Verbraucherpreise unter Einbeziehung entsprechender Indizes geschätzt (vgl. Melcher et al., 2013, S. 236).

Für die Sterbewahrscheinlichkeit der Personen werden in der Praxis die Richttafeln herangezogen, die durch Modifikationen an den Mitarbeiterbestand des Unternehmens

angepasst werden können. Mögliche Gründe für eine Anpassung der Sterberichttafeln können beispielsweise die stetig ansteigende Lebenserwartung oder auch die Hypothese sein, dass aufgrund der zunehmenden Ehescheidungen das Risiko einer Witwenrente abnimmt. In der Zeit vor der Erlangung der Unverfallbarkeit hat das Unternehmen zudem die Wahrscheinlichkeit der Mitarbeiterfluktuation zu schätzen. Um bewerten zu können, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass die Mitarbeiter das Arbeitsverhältnis kündigen und die Zusage somit verfällt (vgl. Melcher et al., 2013, S. 247).

3.9.3. Bilanzansatz

Für Pensionsrückstellungen besteht nach den handelsgesetzlichen Regelungen eine Passivierungspflicht in Abhängigkeit vom gewählten Durchführungsweg. Die folgende Grafik (Abb. 21) stellt diese Thematik dar.

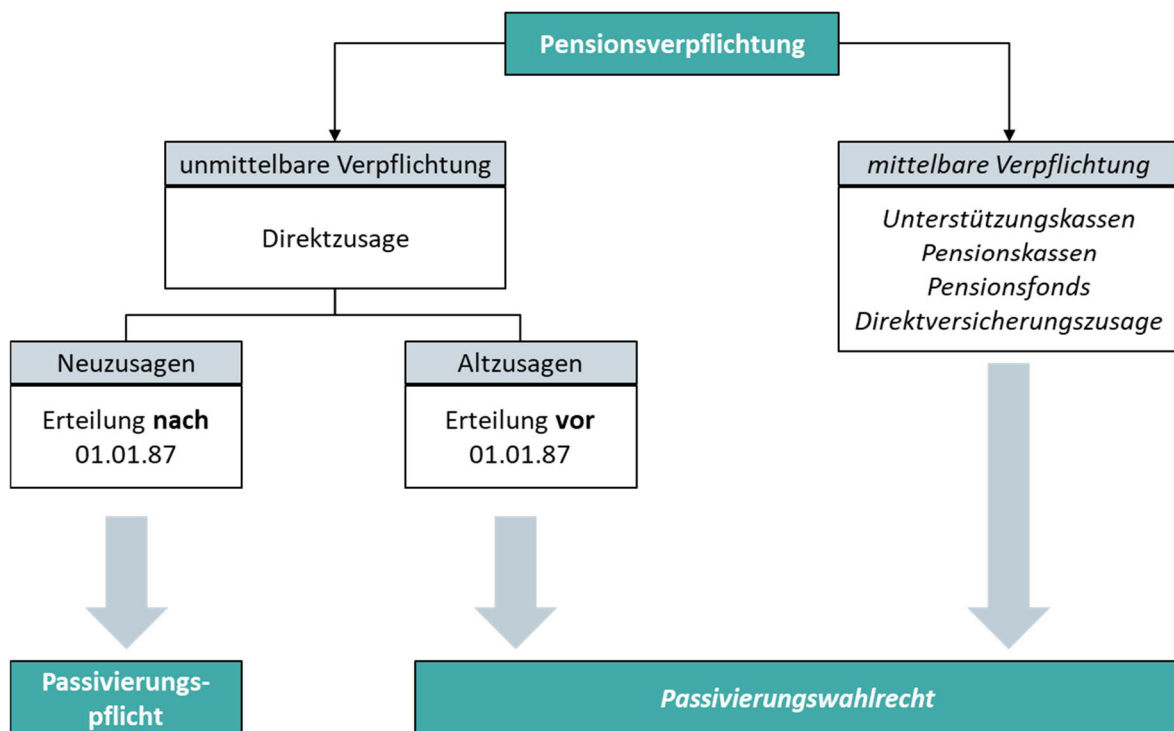


Abbildung 21: Passivierungspflichten und -wahlrechte nach EGHGB (Quelle: Eigene Darstellung)

Wie die Grafik aufzeigt, besteht die Möglichkeit eines Wahlrechts lediglich für Altzusagen. Unter dem Begriff ‚Altzusagen‘ werden Pensionszusagen verstanden, die vor dem 1. Januar 1987 gewährt wurden (vgl. Art. 28 Abs. 1 Satz 1 EGHGB; vgl. Derbort et al., 2016, S. 83). Auch für mittelbare Verpflichtungen, beispielsweise bei einer Unterdeckung von Pensionskassen, besteht das Passivierungswahlrecht (vgl. Derbort et al., 2016, S. 83; vgl. Kohs, 2014, S. 3). Falls Unternehmen von diesem Wahlrecht Gebrauch machen, sind diese Informationen entsprechend im Anhang offenzulegen. Im Rahmen der Due Diligence sowie

der Risikobewertung ist eine dezidierte Analyse der Informationen im Anhang von hoher Relevanz, um mögliche Pensionsdefizite zu identifizieren. Die Anhangangaben werden in Kapitel 3.9.4 näher erläutert.

3.9.3.1. Gewinn- und Verlustrechnungskostenkomponenten

Analog zu den Ausführungen der IFRS-Kostenkomponenten in Kapitel 3.8.1 wird im Folgenden der HGB-spezifische Aspekt dargestellt. Da im Rahmen der IFRS-Erläuterungen eine ausführliche Definition der einzelnen Kostenarten erfolgte, ist der Fokus der folgenden Erläuterungen auf die wesentlichen Differenzierungsmerkmale zwischen HGB und IFRS ausgerichtet. Die relevanten Kostenkomponenten lassen sich dabei wie folgt der GuV zuordnen.

Pos.	Kostenart	GuV-Zuordnung
1	Laufender Dienstzeitaufwand	Erfassung im operativen Ergebnis
2	Zinsaufwand	Erfassung im Finanzergebnis
3	Versicherungsmathematische Gewinne und Verluste: <ul style="list-style-type: none"> 1) Änderung des Rechnungszinssatzes 2) Aufwände/Erträge aus der Anlage des Deckungsvermögens 3) Wertschwankungen des Deckungsvermögens 	Wahlrecht der Erfassung zwischen operativem Ergebnis oder Finanzergebnis

Tabelle 9: Zuordnung der Kostenarten in die Ergebnisrechnung (Quelle: Eigene Darstellung)

Anders als in der IFRS-Rechnungslegung besteht für versicherungsmathematische Gewinne und Verluste ein Wahlrecht für die Zuordnung in das operative Ergebnis bzw. in das Finanzergebnis. Dieses Wahlrecht gilt für Effekte, die sich aus der Änderung des Rechnungszinses ergeben. Auch für die Aufwände und Erträge sowie mögliche Wertschwankungen, die aus der Anlage des Deckungsvermögens resultieren, kann das Wahlrecht ausgeübt werden. Anzumerken ist, dass das Wahlrecht nur einheitlich auf die Komponenten angewendet werden darf und keine ‚Vermischung‘ stattfinden kann. Die Wahl des Ansatzes ist zudem im Anhang offenzulegen (vgl. § 284 Abs. 2 Nr. 1 HGB).

Für den Fall, dass die Effekte im Finanzergebnis erfasst werden, ist darauf hinzuweisen, dass Schwankungen im operativen Ergebnis reduziert werden. Dies führt zur Beeinflussung

der Unternehmenskennziffern (vgl. Kanitz, 2014, S. 270f). Die dezidierte Analyse der einzelnen Komponenten ist daher auch wie bei der IFRS-Bilanzierung von hoher Bedeutung, um mögliche Fehlbewertungen durch Doppelzählungen zu vermeiden. Es bleibt ergänzend festzuhalten, dass, wie in Tabelle 9. dargestellt, für die Komponente des laufenden sowie nachzuerrechnenden Dienstzeitaufwandes kein Wahlrecht besteht. Diese Bestandteile sind unter dem GuV-Posten ‚Aufwendungen für Altersversorgung‘ im operativen Ergebnis aufzuführen. Der in Position 2 dargestellte Aufwand, der aus der Abzinsung des Erfüllungsbetrags resultiert, wird im Finanzergebnis als Zinsaufwand abgebildet (vgl. § 277 Abs. 5 HGB).

Für den Fall von unmittelbaren Pensionszusagen, die unter IAS-19-Gesichtspunkten als ‚Defined-Contribution-Plan‘ klassifiziert werden, werden die Beiträge im Personalaufwand unter dem Posten ‚Aufwendungen für Altersversorgung‘ ausgewiesen (vgl. Derbort et al., 2016, S. 112).

3.9.3.2. Deckungsvermögen

Da in Deutschland oftmals Deckungsvermögen vorzufinden ist, werden im Folgenden zu berücksichtigende Aspekte hinsichtlich der Bilanzierung erläutert. Stehen Vermögensgegenstände ausschließlich zur Erfüllung der Pensionsverpflichtungen zur Verfügung und sind diese dem Zugriff der übrigen Gläubiger entzogen, wird die Pensionsverpflichtung mit dem Wert des Vermögens saldiert (vgl. Kohs, 2014, S. 107). Diese Regelung wird im HGB festgelegt und kann als ‚Nettoausweisregelung‘ bezeichnet werden:

Vermögensgegenstände, die dem Zugriff aller übrigen Gläubiger entzogen sind und ausschließlich der Erfüllung von Schulden aus Altersversorgungsverpflichtungen oder vergleichbaren langfristig fälligen Verpflichtungen dienen, sind mit diesen Schulden zu verrechnen; entsprechend ist mit den zugehörigen Aufwendungen und Erträgen aus der Abzinsung und aus dem zu verrechnenden Vermögen zu verfahren (§246 Abs. 2 Satz 2 HGB).

Durch diese Regelung wird das im HGB strikt verankerte Saldierungsverbot aufgehoben (vgl. Gräfer, 2016, S. 142). Für den Saldierungsvorgang ist es demnach notwendig, die Vermögenswerte als Planvermögen zu klassifizieren. Wie auch im Rahmen der IAS-

Erläuterungen bereits dargestellt worden ist, gibt der Gesetzgeber für die Generierung von Deckungs- bzw. Planvermögen restriktive Prämissen vor. Die folgenden drei handelsrechtlichen Kriterien sind dabei, wie zuvor beschrieben, zwingend zu erfüllen:

- 1) In einem möglichen Insolvenzfall hat kein Gläubiger auf das geschützte Deckungsvermögen Zugriff. Das Deckungsvermögen steht lediglich den Arbeitnehmern, die einen Rechtsanspruch durch die Pensionszusage haben, zu.
- 2) Das Deckungsvermögen bzw. die Vermögensgegenstände dürfen ausschließlich für die Begleichung der Schulden resultierend aus den Pensionsverpflichtungen herangezogen werden. In der Literatur wird hier der Begriff ‚Zweckgebundenheit‘ verwendet.
- 3) Für die Schaffung von Deckungsvermögen darf kein betriebsnotwendiges Vermögen wie Anlagen und Maschinen angesetzt werden.

In Deutschland steht für die Erzeugung von solchem Planvermögen ein weitverbreitetes Finanzierungskonstrukt zur Verfügung (=CTA) (vgl. Langohr-Plato, 2016, S. 147; vgl. Wonnenberg, 2013, S. 16). Das Ziel eines CTA ist die Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen (vgl. Neuhaus, 2009, S. 185). Der Begriff ‚Ausfinanzierung‘ beschreibt dabei die Auslagerung von Vermögensgegenständen an einen externen Versorgungsträger (vgl. Brixner, 2009, S. 92f). Die im CTA befindlichen Vermögensgegenstände dienen ausschließlich der Erfüllung von Pensionszusagen nach BetrAVG und sind exklusiv für die Begleichung von Pensionsverpflichtungen gedacht (vgl. Miklar, 2013, S. 22ff; vgl. Begiebing, 2010, S. 107ff). Durch die Erfüllung dieser Kriterien kann das Vermögen, das sich in einem CTA befindet, als Planvermögen klassifiziert werden. Die folgende Abbildung (Abb. 22) zeigt den Mechanismus eines CTA.

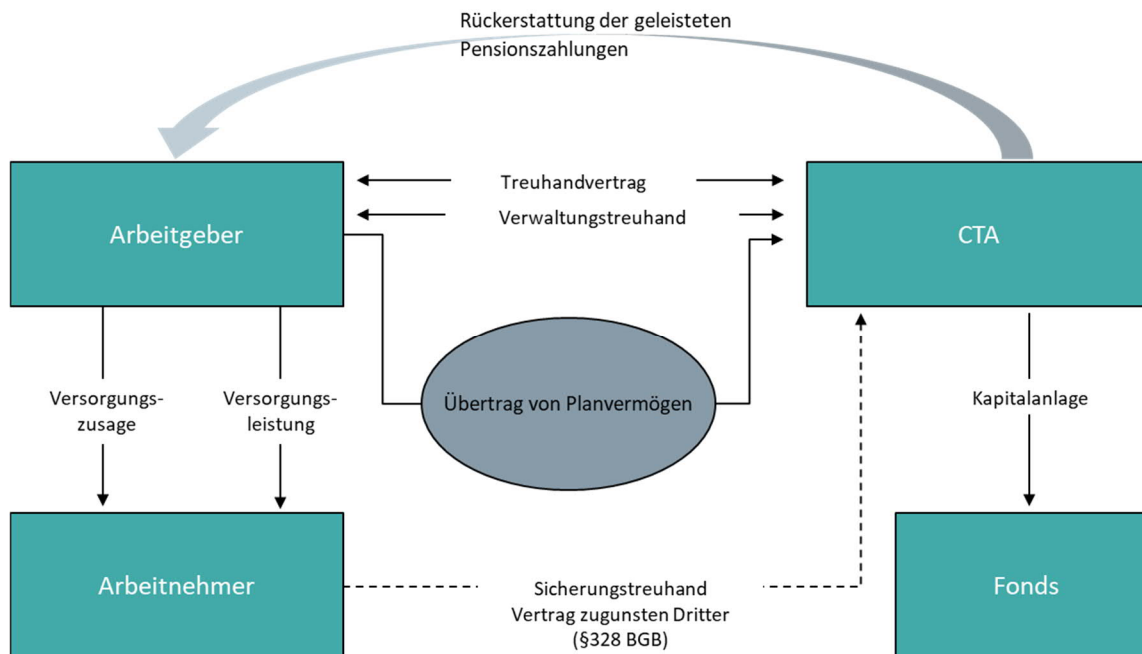


Abbildung 22: Das Modell eines Contractual-Trust-Arrangement (Quelle: Eigene Darstellung nach Keßler, 2009, S. 72)

Neben dem dargestellten CTA können auch weitere Finanzierungsinstrumente in Betracht gezogen werden, beispielsweise Wertpapiere oder Rückdeckungsversicherungen. Damit auch diese Finanzierungsvehikel als Planvermögen klassifiziert werden können, ist die zuvor erwähnte Erfüllung der drei Kriterien notwendig. Der anzusetzende Wert für das Deckungsvermögen erfolgt jährlich zum Bilanzstichtag, in dessen Rahmen der beizulegende Zeitwert ermittelt wird. Durch das Saldieren der Brutto-Pensionsverpflichtung mit Deckungsvermögen fällt die Nettorückstellung in der Bilanz geringer aus. Für die Praxis ist es daher von hoher Relevanz, den tatsächlichen Pensionsverpflichtungsumfang zu identifizieren. Es ist hierbei festzuhalten, dass das zu bilanzierende Unternehmen die Bruttoverpflichtung im Anhang auszuweisen hat. Die nachfolgende Darstellung illustriert den Saldierungsvorgang anhand eines dynamischen Bilanzbeispiels.

Das auf der Aktivseite der Bilanz separat ausgewiesene Deckungsvermögen von 100 EUR sowie die passivierte Pensionsrückstellung von 150 EUR sind am Bilanzstichtag zum 31.12.2019 vorzufinden.

Aktiva		Passiva	
Anlagevermögen		Eigenkapital	150
Deckungsvermögen	100	Pensionsrückstellungen	150
Sonstiges Anlagevermögen	200	Sonstiges Fremdkapital	100
Umlaufvermögen	100		
Bilanzsumme	400	Bilanzsumme	400

Abbildung 23: Bilanz vor Saldierungsvorgang (Quelle: Eigene Darstellung)

Durch die Anwendung des Saldierungsgebots kann nun das Deckungsvermögen mit 100 EUR mit der Pensionsrückstellung mit 150 EUR gegengerechnet werden, woraus eine Nettorückstellung von 50 EUR resultiert. Die modifizierte Bilanz wird nach dem Saldierungsvorgang wie folgt abgebildet (Abb. 24):

Aktiva		Passiva	
Anlagevermögen	200	Eigenkapital	150
Umlaufvermögen	100	Pensionsrückstellungen	50
		Sonstiges Fremdkapital	100
Bilanzsumme	300	Bilanzsumme	300

Abbildung 24: Bilanz nach Saldierungsvorgang (Quelle: Eigene Darstellung)

Die Bilanz weist, wie abgebildet, nach der Saldierung lediglich die Differenz zwischen Pensionsverpflichtungen und Pensionsvermögen aus. Das anzusetzende Vermögen wird mit dem Zeitwert bewertet. Hier greift im HGB eine Ausnahme, da vom Niederstwertprinzip abgewichen wird. Für den Fall, dass die Pensionsverpflichtungen höher sind als der Zeitwert des Deckungsvermögens, wird eine Pensionsrückstellung bilanziert (vgl. Kohs, 2014, S. 107). Für den umgekehrten Fall wird ein Aktivposten ausgewiesen. Diese Handhabung entspricht auch den IFRS-Regelungen. Der Saldierungsvorgang führt im Ergebnis zu einer Bilanzverkürzung und wirkt sich somit positiv auf die Unternehmensbilanz aus. Angaben

über mögliches Planvermögen werden im Rahmen der Anhangangaben erläutert bzw. ausgewiesen.

3.9.4. Anhangangaben im HGB

Wie angeführt, ist die Analyse der Anhangangaben von hoher Bedeutung, um mögliche Informationen für die Ermittlung des Pensionsverpflichtungsumfangs offenzulegen. Kapitalgesellschaften sowie Personengesellschaften, die nach § 264a HGB wie Kapitalgesellschaften behandelt werden, da sie möglicherweise haftungsbeschränkt sind, haben zu bestehenden Pensionsverpflichtungen seit dem Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) im Anhang erweiterte Informationen zu veröffentlichen. Eine wesentliche anzugebende Information stellt die Erläuterung des verwendeten versicherungsmathematischen Verfahrens als Grundlage für die Ermittlung der Pensionsrückstellungen dar (vgl. § 285 Nr. 24 und Nr. 25 HGB). In diesem Kontext sind auch die getroffenen Annahmen über Lohn-, Gehalts- und Rententrends sowie die verwendete Sterbetafel zu erläutern (vgl. Pochmann, 2020, S. 80ff). Für die Transparenz der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens, insbesondere im Kontext der Nettoausweisregelung, wird darüber hinaus die Angabe zu einem möglichen Deckungsvermögen gefordert. Zudem sind im Anhang die Informationen zu den dargestellten Passivierungswahlrechten offenzulegen (vgl. Derbort et al., 2016, S. 115ff).

3.10. Zusammenfassung und Erkenntnisgewinn

Die gewonnenen Erkenntnisse hinsichtlich Berechnungsmethodik und Bilanzierungsvorschriften für Pensionsverpflichtungen sind für die zielgerichtete Analyse der Forschungsfragen bedeutend. Die detaillierten Ausführungen zur Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen im nationalen sowie internationalen Kontext zeigen, dass einige Aspekte für die Unternehmensbewertung elementarer Natur sind. Neben grundlegenden Parametern wie einer adäquaten Heranziehung des Abzinsungsfaktors sind auch die demografischen sowie biometrischen Parameter zu berücksichtigen. Die Berechnung der relevanten Anwartschaft, die auch als Erfüllungsbetrag bezeichnet werden kann, erfolgt durch ausgebildete Aktuarien. Dabei stehen zwei Bewertungsverfahren zur Verfügung, das Teilwertverfahren sowie das Anwartschaftsbarwertverfahren (PUC), wobei die letztere Methode den in der Praxis etablierten und international akzeptierten Standard darstellt.

Für die Unternehmensbewertung stellt die finanzwirtschaftliche Behandlung der Pensionsthematik einen bedeutenden Aspekt dar. Dies liegt darin begründet, dass eine hohe Komplexität durch die zahlreichen Komponenten gegeben ist. Es ist daher wesentlich, die einzelnen Komponenten buchhalterisch korrekt einzuordnen, um eine stringente Unternehmensbewertung vornehmen zu können. Im Rahmen der pensionspezifischen Due Diligence ist es bedeutend, die durchgeführten Buchungen zu plausibilisieren. Die folgende Grafik (Abb. 25) stellt eine zusammenfassende Zuordnung der relevanten Komponenten dar, die sich nach IAS 19 ergeben.

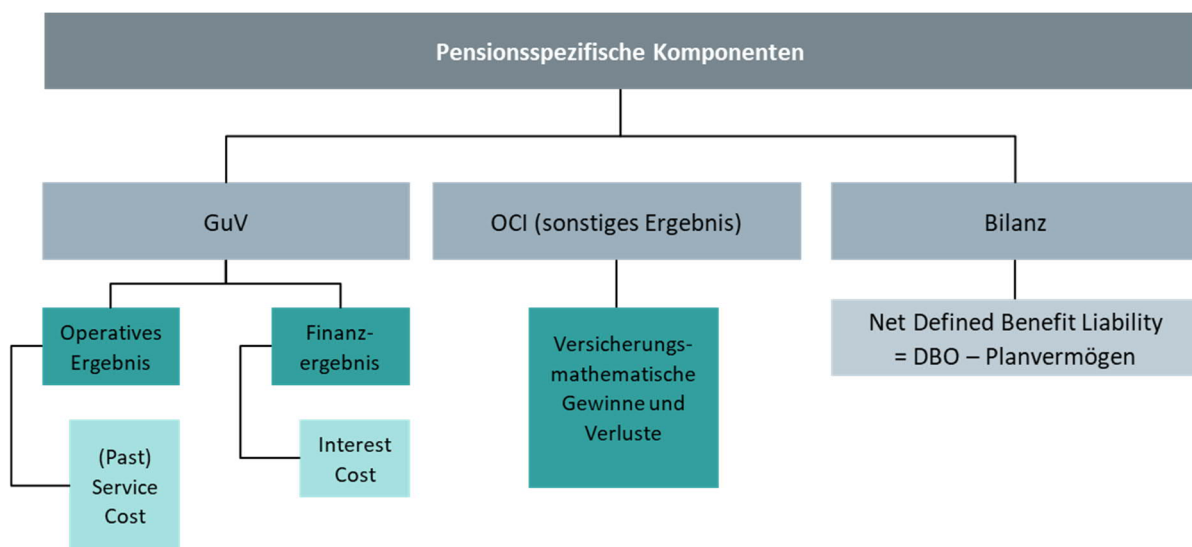


Abbildung 25: Buchhalterische Zuordnung der pensionspezifischen Komponenten in die Ergebnisrechnung (Quelle: Eigene Darstellung)

Einen weiteren bedeutenden Aspekt stellen die Anhangangaben zu den Pensionsverpflichtungen dar. Mögliche Risikoentwicklungen sowie die herangezogenen Parameter zur Berechnung der Pensionskennzahlen werden im Anhang offengelegt. Hierbei ist es unerlässlich, die Informationen akkurat zu bewerten und gegebenenfalls zu adjustieren. Auch mögliche Angaben zu Finanzierungsvehikeln wie CTAs oder Rückdeckungsversicherungen sind im Anhang aufgeführt und im Rahmen der Due Diligence zu analysieren, um den tatsächlichen Bruttoumfang der Pensionsverpflichtungen zu ermitteln.

Die Reform der IAS 19 im Jahr 2011 ermöglicht eine zielgerichtete Unternehmensbewertung, da die Abbildung der versicherungsmathematischen Gewinne

und Verluste im OCI vorgeschrieben sind und somit ein ‚Recyceln‘ durch die ergebniswirksame Abbildung in der GuV nicht mehr möglich ist. Die Gegenüberstellung von IAS 19 und ASC 715 zeigt zudem, dass sich beide Standards inhaltlich überwiegend decken. Der wesentliche Unterschied zwischen den IFRS und dem HGB besteht in der Heranziehung des Zinssatzes. Während das HGB einen konservativeren (höheren) Zinssatz nutzt, fällt dieser unter den IFRS signifikant niedriger aus. Dadurch sind unter dem HGB errechnete Pensionsverpflichtungen signifikant niedriger als in der IFRS-Rechnungslegung.

Das theoretisch erlangte Wissen wird im nächsten Kapitel in das Themengebiet der Unternehmensbewertung einfließen. Die in Abbildung 25 dargestellten Komponenten sind für den weiteren Verlauf der Forschungsarbeit bedeutend, da einzelne Parameter mögliche Implikationen für die Cashflow-Größen nehmen können. Es stellt sich dabei die Frage, wie dies im Rahmen der Unternehmensbewertung gehandhabt wird. Diese Thematik wird nach den Grundlagen sowie den Verfahren der Unternehmensbewertung in Kapitel 4.6.4 näher analysiert.

4. Grundlagen und Verfahren der Unternehmensbewertung

Eine übergreifende Definition für den Term ‚Unternehmensbewertung‘ konnte bis heute nicht etabliert werden. Das Themengebiet der Unternehmensbewertung wird sowohl in der Praxis als auch in der wissenschaftlichen Literatur intensiv diskutiert (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 1; vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 5). Unternehmensbewertungen können in der Praxis beispielsweise für die Analyse von möglichen strategischen Optionen zur Erhöhung des Unternehmenswertes bedeutend sein (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 1). Empirische Analysen belegen zudem, dass für einen großen Anteil der Unternehmenstransaktionen ein zu hoher Kaufpreis gezahlt wurde (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 1). Mögliche Gründe für diese Fehlbewertung können unter anderem zu hoch eingepreiste Synergieeffekte, zu hohe Gewinnerwartungen in den Unternehmensplanungen oder keine akkuraten Annahmen bezüglich der Bewertung sowie fehlerhafte Bewertungsmethoden sein (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 1). Diese Gründe reflektieren die hohe Bedeutung der primären Forschungsfrage: Welche Auswirkungen haben Pensionsverpflichtungen auf die Unternehmensbewertung? Um diese Frage adäquat beantworten zu können, werden im folgenden Kapitel die Grundlagen der Unternehmensbewertung dargestellt. Da eine tiefgehende Betrachtung aller Bewertungsmethoden den vorgegebenen Umfang dieser Arbeit übersteigen würde und nicht alle Verfahren für die zu untersuchende Thematik relevant sind, wird der Schwerpunkt auf die praxisrelevanten Discounted-Cashflow(DCF)-Verfahren gelegt. Dabei unterscheiden sich die relevanten DCF-Methoden zwischen der Netto- sowie Bruttomethode, die in Abschnitt 4.6.3.3 näher erläutert werden.

4.1. Abgrenzung der Begrifflichkeiten ‚Unternehmenswert‘ und ‚Kaufpreis‘

Das primäre Ziel einer Unternehmensbewertung ist es, den Unternehmenswert und damit einhergehend einen möglichen Kaufpreis für das bewertete Unternehmen zu kalkulieren. Da die hier relevanten Termini ‚Wert‘ und ‚Preis‘ in der Praxis nicht denselben absoluten Betrag darstellen, wird im Folgenden eine begriffliche Differenzierung vorgenommen (vgl. Ihlau; Duscha, 2019, S. 18; vgl. Wöltje, 2021, S. 26).

Unter einem Preis wird der Tauschwert für Geld gegen Ware bzw. das Austauschverhältnis von Gütern oder Leistungen verstanden. Der Preis für ein Unternehmen ist in der Praxis der Betrag, der bei einem Eigentümerwechsel übertragen wird. Der Preis kann als das Ergebnis des Verhandlungsprozesses zwischen Käufer und Verkäufer definiert werden (vgl. Ernst et al., 2014, S. 9).

Der Wert eines Unternehmens hingegen drückt in der Betriebswirtschaftslehre den Nutzen eines Gutes zur Befriedigung der Bedürfnisse dieses bestimmten Individuums aus. Aus dieser Betrachtungsweise resultiert, dass Unternehmen, die als Güter angesehen werden, für einen bestimmten Nutzen erworben werden (vgl. Peemöller, 2009a, S. 3ff). Mandl und Rabel definieren den Wert eines Unternehmens auf Grundlage des Barwertes aller künftig erwarteten Zahlungen an die Kapitalgeber (vgl. 1997, S. 18). In einem vollkommenen Markt würde der Preis mit dem Wert übereinstimmen. In der Praxis ist dies allerdings nicht der Fall, denn dabei ist die Höhe des Nutzens nicht allein von objektiven Eigenschaften abhängig, sondern vielmehr von den Nutzeneinschätzungen des Investors (vgl. Bolz, 2016, S. 51f).

4.2. Bewertungsanlässe

Die Bewertungstheorie beinhaltet eine Vielzahl von Systematisierungsansätzen. In der Literatur wird häufig eine Untergliederung in transaktionsbezogene und nicht transaktionsbezogene Anlässe vorgenommen (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 13f; vgl. Wöltje, 2021, S. 37f; vgl. Rausch, 2008, S. 20ff). Dabei kann unter transaktionsbezogenen Bewertungsanlässen die Art von Anlässen verstanden werden, die zu einer Änderung in den Eigentumsverhältnissen am Bewertungsobjekt führen (vgl. Schultze, 2003, S. 13f). Eine weitere Unterteilung in entscheidungsabhängige sowie entscheidungsunabhängige Anlässe kann vorgenommen werden (vgl. Peemöller, 2009b, S. 19). Erstere wird dann durchgeführt, wenn eine Umstrukturierung der Eigentümerkonstellation vorgenommen wird. Eine weitere Differenzierung der Bewertungsanlässe lässt sich durch die Einordnung in dominierte bzw. nicht dominierte Situationen vornehmen (vgl. Peemöller, 2009b, S. 19; vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 3f). In solch einer Situation kann eine Person auch gegen den Willen der restlichen Eigentümer eine Unternehmensbewertung anordnen lassen (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 4f). In einer nicht dominierten Situation hingegen ist eine Unternehmensbewertung nur dann möglich, wenn alle Betroffenen bzw. verantwortlichen

Personen dem zustimmen (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 3). Das Ergebnis der Unternehmensbewertung wird im Wesentlichen durch den abgeleiteten Bewertungszweck beeinflusst. Die nachfolgende Matrix (Tab. 10) stellt die diskutierte Klassifizierung übersichtlich dar.

	Änderung der Eigentümerverhältnisse (entscheidungsabhängig)	Keine Änderung der Eigentümerverhältnisse (entscheidungsunabhängig)
Abhängig vom Willen der Eigentümer (nicht dominiert)	<ul style="list-style-type: none"> • Kauf/Verkauf von Unternehmen bzw. Anteilen • Verschmelzung • Eintritt neuer Gesellschafter • Börseneinführung 	<ul style="list-style-type: none"> • Buchwertermittlung • Wertorientierte strategische Planung • Wertorientierte Vergütung von Managern
Unabhängig vom Willen der Eigentümer (dominiert)	<ul style="list-style-type: none"> • Ausscheiden von Personengesellschaftern • Abfindung von Minderheitsgesellschaftern • Enteignung 	<ul style="list-style-type: none"> • Sanierung • Kreditwürdigkeitsprüfung

Tabelle 10: Klassifizierung der Bewertungsanlässe (Quelle: Eigene Darstellung nach Mandl; Rabel, 1997, S. 14)

Der Normalfall für eine Unternehmensbewertung ist ein nicht dominierter Anlass, bei dem alle partizipierenden Parteien freie Entscheidungen treffen können und mögliche Veränderungen in den Eigentumsverhältnissen nicht gegen den Willen der Parteien umgesetzt werden. Sowohl Käufer als auch Verkäufer müssen sich bezüglich der Rahmenbedingungen sowie des Kaufpreises einig sein.

4.3. Funktionale Unternehmensbewertung

Der in der Mitte der Siebzigerjahre stattgefundene Paradigmenwechsel führte zum Konzept der funktionalen Unternehmensbewertungstheorie (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 9). Nach diesem Konzept werden die Anlässe einer Unternehmensbewertung bzw. der Unternehmenswert nunmehr nach ihrem Zweck bzw. ihrer Funktion unterschieden, was die folgende Abbildung (Abb. 26) veranschaulicht (vgl. Matschke; Brösel, 2013, S. 52ff).

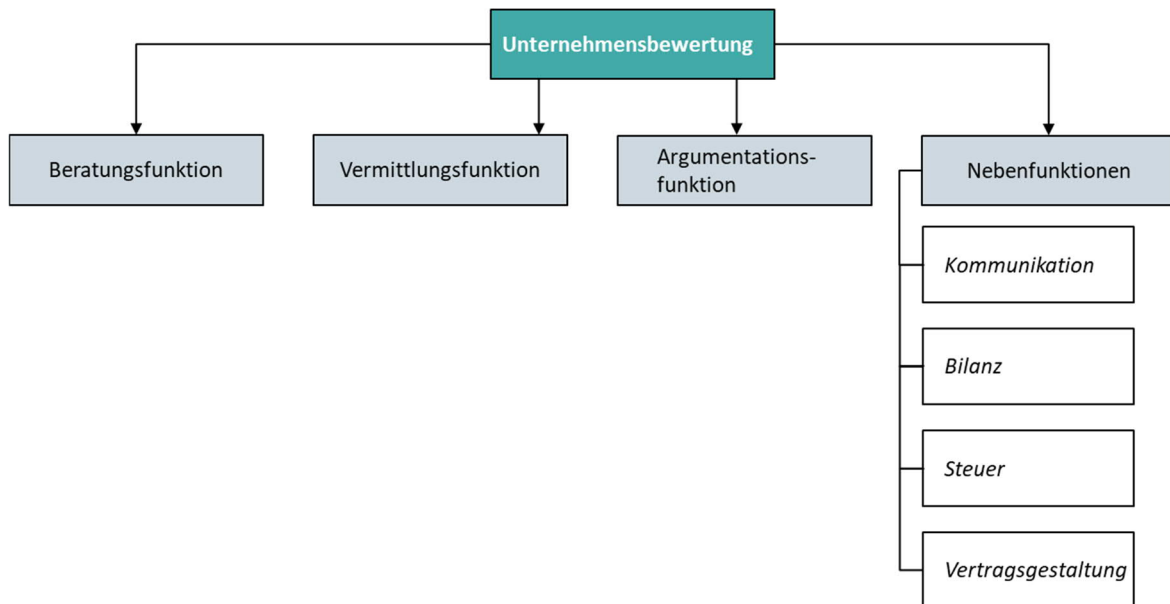


Abbildung 26: Funktionalitäten der Unternehmensbewertung (Quelle: Eigene Darstellung nach Mandl; Rabel, 1997, S. 15)

Dieser Theorie zufolge wird der Unternehmenswert je nach Zweck ermittelt (vgl. Voigt et al., 2005, S. 18). Dadurch ergeben sich entsprechende Unterschiede. Die Bewertungsfunktionen werden in der Theorie in zwei wesentliche Kategorien unterteilt: Haupt- und Nebenfunktion. Dabei werden entscheidungsabhängige Anlässe der Hauptfunktion zugeordnet, entscheidungsunabhängige Anlässe hingegen der Nebenfunktion. Die funktionsorientierte Unternehmensbewertungslehre unterscheidet die folgenden drei Hauptfunktionen: Beratungs-, Argumentations- und Vermittlungsfunktion (vgl. Ernst et al., 2014, S. 13). Mit der Beratungsfunktion wird der Zweck verfolgt, im Falle eines konkreten Sachverhalts wie der vorliegende betrachtete Fall eines Unternehmensverkaufs einen Entscheidungswert zu ermitteln (vgl. Thommen et al., 2020, S. 401). Der ermittelte Wert dient vornehmlich dazu, eine aus Verkäufersicht gesetzte Preisuntergrenze bzw. eine aus Käufersicht gesetzte Preisobergrenze zu ermitteln. Dieser Wert, der auch als Entscheidungswert deklariert wird, ist daher subjektiv und nicht der finale Unternehmenswert. Die Beratungsfunktion soll somit eine Entscheidungsgrundlage gewährleisten (vgl. Ernst et al., 2014, S. 14). Die Vermittlungsfunktion soll einen unparteiischen Wert ermitteln, der von den Interessen aller beteiligten Parteien losgelöst ist (vgl. Bysikiewicz, 2008, S. 58f). Der im Rahmen der Vermittlungsfunktion berechnete Wert, der auch als Schiedsspruchwert oder Arbitriumwert bezeichnet wird, kann beispielsweise durch einen vom Gericht beauftragten Sachverständigen erstellt werden, um einen fairen Einigungswert zu ermitteln (vgl. Ernst et al., 2014, S. 14). Er dient im

Rahmen einer Unternehmensbewertung dazu, eine Einigung zwischen dem Käufer und Verkäufer über die Bedingungen der Eigentumsänderung des Unternehmens zu erleichtern bzw. zu bewirken (vgl. Matschke; Brösel, 2013, S. 479). Die dritte aufgezählte Funktion dient zur Berechnung eines Argumentationswertes. Diese Größe dient als Instrument während der Verhandlungen und soll somit das optimale Ergebnis erzielen. Der Argumentationswert stellt folglich einen parteiischen Wert dar, der zur Objektivierung der eigenen Argumente dient (vgl. Ernst et al., 2014, S. 14f; vgl. Bysikiewicz, 2008, S. 56). Als Prämisse für die Ermittlung des Argumentationswertes führen Matschke und Brösel an, dass zum einen der eigene Entscheidungswert und zum anderen Vermutungen über den gegnerischen Entscheidungswert bekannt sein müssen (vgl. 2013, S. 659). Aus Sicht des Verkäufers empfiehlt es sich, den Argumentationswert mit einem möglichst hohen Puffer zum Entscheidungswert zu wählen, um für die Verhandlungen einen großen Spielraum zu haben und den bestmöglichen Kaufpreis zu erzielen (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 10f).

Neben diesen dargestellten Hauptfunktionen werden, wie bereits erwähnt, auch Nebenfunktionen in der Literatur diskutiert. Als Nebenfunktionen werden die Bilanzfunktion, die Steuerbemessungsfunktion sowie die Vertragsgestaltung genannt (vgl. Ernst et al., 2014, S. 13).

4.4. Spezielle Anforderungen für Strategische Investoren

Die Bewertung von Unternehmen unterstützt Strategische Investoren primär dabei, einen Wert zu ermitteln, der als entscheidungsorientierter Grenzpreis dient. Dieser Grenzpreis wird für Argumentationszwecke bezüglich der Verhandlungen des Kaufpreises herangezogen (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 10f). Zusätzlich zu den bereits dargestellten Anforderungen an Unternehmensbewertungen kommen die folgenden speziellen Aspekte hinzu, die sich durch die Akquisition von Strategischen Investoren ergeben (vgl. Achleitner; Lutz, 2004, S. 5ff):

- **Abbildungsadäquanz:** Unter dieser Prämisse ist die Abbildung der gesamten Chancen sowie Risiken eines potenziellen Unternehmens zu verstehen.
- **Praktikabilität:** Der erbrachte Aufwand für die vorzunehmende Unternehmensbewertung soll in einem angemessenen Verhältnis zum Resultat stehen. Sind beispielsweise die Rohdaten, die zur Bewertung benötigt werden, nur

mit einem erheblichen Aufwand zu beschaffen, ist die Bewertung anhand der ausgewählten Methode suboptimal.

- Akzeptanz: Die ausgewählte Methode sollte in der speziellen Branche des Zielunternehmens bekannt bzw. akzeptiert sein.
- Flexibilität: Da der Strategische Investor auch nach einer erfolgten Akquisition das Unternehmen kontinuierlich bewerten möchte, um die Entwicklung des Unternehmenswertes zu verfolgen, sollte eine Bewertung durch einfache Schritte aktualisierbar sein. Dazu empfiehlt sich ein integriertes Bewertungsmodell, das den gesamten Prozess erleichtert und eine neue Modellierung vermeidet.

4.5. Equity-Value vs. Enterprise-Value

Um den Terminus ‚Unternehmenswert‘ in den folgenden Abschnitten sowie bei der Differenzierung der DCF-Verfahren korrekt einzuordnen, folgt eine definitorische Abgrenzung der Begriffe ‚Equity-Value‘ und ‚Enterprise-Value‘. Dabei wird der Equity-Value als Marktwert des Eigenkapitals eines Bewertungsobjekts bezeichnet. Der Equity-Value steht nach Befriedigung aller Ansprüche der Kapitalgeber – inklusive Eigenkapitalgebern – zur Verfügung. Der Enterprise-Value hingegen wird als der Wert bezeichnet, der dem gesamten operativen Geschäft eines Unternehmens entspricht und allen Kapitalgebern, sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalgebern, zur Verfügung steht (vgl. Ernst et al., 2018, S. 226). Dieser Sachverhalt wird bei der Betrachtung der folgenden Grafik (Abb. 27) ersichtlich.

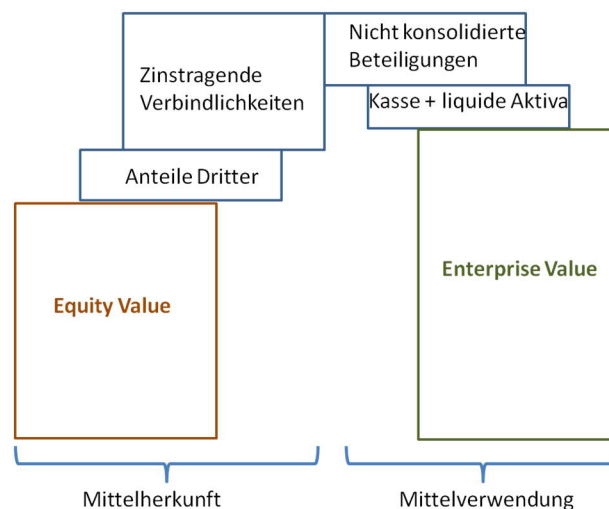


Abbildung 27: Grafische Überleitung vom Equity-Value zum Enterprise-Value (Quelle: Ernst et al., 2018, S. 226)

Die schematische Berechnung kann wie folgt abgebildet werden:

Equity Value
+ Anteile Dritter an Konzerntochterunternehmen
– zinstragende Verbindlichkeiten (inkl. Pensionsverpflichtungen)
– Anteile an nicht vollkonsolidierten Beteiligungen
– Kasse bzw. liquide Aktivposten
= Enterprise Value

Abbildung 28: Schematische Überleitung vom Equity-Value zum Enterprise-Value (Quelle: Eigene Darstellung nach Ernst et al., 2018, S. 225)

Abhängig von der herangezogenen Cashflow-Bezugsgröße können Pensionsverbindlichkeiten eine unterschiedlich bedeutende Rolle einnehmen. Dieser Aspekt wird im Folgekapitel näher gewürdigt.

4.6. Verfahren der Unternehmensbewertung

Nachdem die Grundlagen der Unternehmensbewertung beschrieben wurden, wird in diesem Abschnitt der Fokus auf die unterschiedlichen Verfahren gelegt. Zunächst werden die Bewertungsverfahren und ihre Methodik dargestellt. Anschließend werden in Kapitel 4.6.4 die Pensionsspezifika eingeordnet. Die Analyse der pensionsspezifischen Einflüsse ist dabei auf die DCF-Brutto- sowie DCF-Nettomethode ausgerichtet, da die DCF-Methode in der Praxis das zentrale Verfahren darstellt.

Bewertungsverfahren lassen sich grundsätzlich in drei Kerngruppen einteilen: das Gesamtbewertungsverfahren, das Mischverfahren sowie das Einzelbewertungsverfahren (vgl. Wollny, 2010, S. 19; vgl. Ernst et al., 2018, S. 2). Die nachfolgende Grafik (Abb. 29) veranschaulicht diese Kategorisierung.

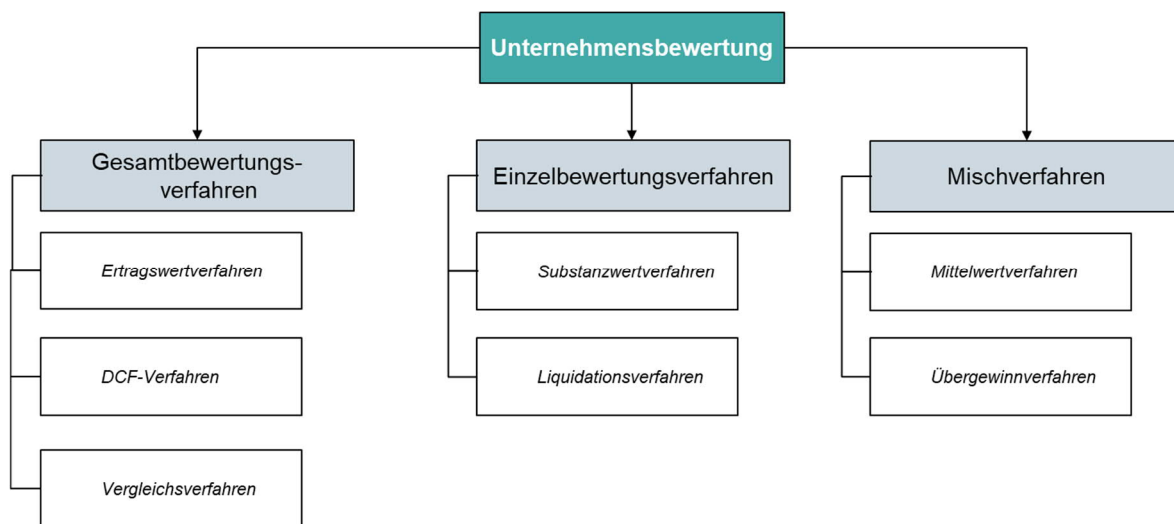


Abbildung 29: Kategorisierung der Bewertungsverfahren (Quelle: Eigene Darstellung nach Ernst et al., 2018, S. 2)

4.6.1. Einzelbewertungsverfahren

Beim Einzelbewertungsverfahren wird die vorhandene Substanz des Unternehmens evaluiert, die sich aus der Bilanz und aus den einzelnen Vermögensgegenständen bzw. den Schulden ableiten lässt (vgl. Thommen et al., 2020, S. 402f; vgl. Ernst et al., 2018, S. 2; vgl. Wöltje, 2021, S. 49f). Der Grundgedanke dieses Verfahrens besteht darin, das vorhandene Unternehmen nachzubauen. Grundsätzlich lassen sich bei den Einzelbewertungsverfahren zwei Gruppen unterscheiden, die im Folgenden kurz erläutert werden (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 47f).

4.6.1.1. Substanzwertverfahren durch Reproduktionswerte

Der Substanzwert wird auf Basis von Reproduktionswerten ermittelt. Bei diesem Ansatz wird der Wert abgebildet, der benötigt wird, um das bestehende Unternehmen zu reproduzieren (vgl. Schmitz, 2011, S. 56; vgl. Fleischer, 2015, S. 230). In der Annahme, dass das Unternehmen reproduziert wird (Substanzwertverfahren), wird der Substanzwert wie folgt berechnet (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 47):

Reproduktionswerte des betriebsnotwendigen Vermögens + Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	Brutto
– Wert der Schulden (inkl. Pensionsverpflichtungen)	
= Substanzwert auf Basis von Reproduktionswerten	Netto

Abbildung 30: Berechnungsschema Reproduktionswerte (Quelle: Eigene Darstellung nach Mandl; Rabel, 1997, S. 47)

Hierbei ist die Aufgliederung des Vermögens in betriebsnotwendiges und nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorzunehmen. Der Bruttosubstanzwert stellt die Summe aus dem betriebsnotwendigen Vermögen und dem Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens dar. Für die Ermittlung des Nettosubstanzwertes werden die Schulden inklusive möglicher Pensionsverpflichtungen abgezogen.

4.6.1.2. Substanzwertverfahren durch Liquidationswerte

Während beim Substanzwertverfahren mit Reproduktionswerten von einer Going-Concern-Prämisse ausgegangen wird, fällt diese im Rahmen des absatzmarktorientierten Liquidationsverfahrens weg, da eine vollständige Aufgabe des Unternehmens unterstellt wird (vgl. Ernst et al., 2018, S. 4f; vgl. Fleischer, 2015, S. 229; vgl. Schmiedlin, 2020, S. 241). Das Liquidationsverfahren ist dann anzuwenden, wenn die Liquidation des Unternehmens einen höheren Wert generiert als die Fortführung (vgl. Wagner, 2007, S. 4). Der ermittelte Unternehmenswert bildet die Wertuntergrenze des Unternehmens. Der errechnete Wert wird im Wesentlichen durch das Liquidationskonzept getrieben (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 48). Gemäß diesem Ansatz wird ein Zerschlagungswert ermittelt. Um diesen zu bestimmen, wird das folgende Schema herangezogen (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 48):

Liquidationserlöse des gesamten betrieblichen Vermögens
– Wert der Schulden (inkl. Pensionsverpflichtungen)
– Liquidationskosten
= Substanzwert auf Basis der Liquidation

Abbildung 31: Berechnungsschema Liquidationswerte (Quelle: Eigene Darstellung nach Mandl; Rabel, 1997, S. 48)

Anzumerken ist, dass durch die Liquidation des Unternehmens spezifische Verbindlichkeiten entstehen können, beispielsweise Abfindungszahlungen oder Kosten für einen Sozialplan (vgl. Wagner, 2007, S. 141). Die Anwendung dieses Verfahrens ist nur dann sinnvoll, wenn das betrachtete Unternehmen liquidiert oder falls eine Preisuntergrenze bestimmt werden soll (vgl. Bolz, 2016, S. 71; vgl. Fox, 2010, S. 92).

Beide dargestellten Einzelbewertungsverfahren haben für Strategische Investoren eine geringe Bedeutung, da die geplanten Unternehmensakquisitionen mit der Absicht einer Fortführung sowie Weiterentwicklung des Unternehmens durchgeführt werden.

4.6.2. Mischverfahren

Mischverfahren werden in der Literatur als eine modifizierte Methode der Einzelbewertungsverfahren bezeichnet (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 280). Dies wird damit begründet, dass neben der betrachteten Substanz eines Unternehmens auch dessen Ertragskraft in die Bewertung mit einfließt.

4.6.2.1. Mittelwertverfahren

Beim Mittelwertverfahren wird der Unternehmenswert anhand der Kombination von Ertragswert und Substanzwert berechnet (vgl. Ballwieser; Hachmeister, 2016, S. 206). Da diese Methode angesichts ihrer formalen Einfachheit in der Praxis weit verbreitet ist, wird sie oft auch als Praktiker-Methode bezeichnet. Formal kann dieses Verfahren wie folgt abgebildet werden (vgl. Ballwieser; Hachmeister, 2016, S. 206):

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{\text{Substanzwert} + \text{Ertragswert}}{2}$$

Formel 1: Berechnung Unternehmenswert

Die grundlegende Voraussetzung für das Mittelwertverfahren ist, dass der Ertragswert mindestens ebenso groß wie der Substanzwert ist. Falls dies nicht gegeben ist, wird der niedrigere Ertragswert als Unternehmenswert herangezogen, falls dieser den Liquidationswert nicht unterschreitet (vgl. Bolz, 2016, S. 70). Der Ertragswert wird beim Mittelwertverfahren mithilfe der Prämisse ermittelt, dass das Unternehmen eine unbegrenzte Lebensdauer aufweist. Nach Ernst et al. spielt das Mittelwertverfahren in der Praxis eine unbedeutende Rolle (vgl. 2018, S. 5).

4.6.2.2. Übergewinnverfahren

Mithilfe des Übergewinnverfahrens wird der Unternehmenswert aus dem Substanzwert zuzüglich des Barwertes von Übergewinnen aus einer Reihe von Jahren ermittelt (vgl. Ernst et al., 2018, S. 6; vgl. Heesen, 2020, S. 99). Grundgedanke des Übergewinnverfahrens ist es, dass das betrachtete Unternehmen langfristig nur eine Normalverzinsung des investierten Kapitals generieren kann (vgl. Ernst et al., 2018, S. 6). Erträge, die über diese Normalverzinsung des Substanzwertes hinausgehen, werden als Übergewinne bezeichnet (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 50). Die generierten Übergewinne werden dabei mit einem

erhöhten Zinssatz kapitalisiert. Als angemessener Risikozuschlag wird dabei ein Zinssatz zwischen 25 und 50 % gewährt. Die entstandenen Übergewinne werden als Firmenwert bzw. Goodwill bezeichnet. Daraus resultiert das folgende Schema zur Berechnung (vgl. Ernst et al., 2018, S. 6):

Substanzwert (Teilreproduktionswert)
+ Barwert der Übergewinne („Firmenwert“)
= Unternehmenswert

Abbildung 32: Berechnungsschema Übergewinnverfahren (Quelle: Eigene Darstellung nach Ernst et al., 2018, S. 6)

Nach Ballwieser und Hachmeister hat das Übergewinnverfahren in der Praxis nur eine geringe Bedeutung (vgl. 2016, S. 207).

4.6.2.3. Stuttgarter Verfahren

Das Stuttgarter Verfahren wird auch als eine Sonderform des Übergewinnverfahrens bezeichnet und beruht auf einem Beschluss des Finanzpräsidenten von Stuttgart (vgl. Ernst et al., 2018, S. 7f). Ähnlich wie beim Übergewinnverfahren wird der Unternehmenswert mittels zweier Elemente definiert: durch den Vermögenswert sowie den Ertragswert. Das Stuttgarter Verfahren eignet sich für die Durchführung einer Unternehmensbewertung nur bedingt, da es ein oberflächliches Verfahren darstellt. Wie dargestellt wurde, kombiniert das Verfahren zwei Ansätze.

4.6.3. Gesamtbewertungsverfahren

Die Kategorie der Gesamtbewertungsverfahren nimmt in der Praxis den bedeutendsten Teil ein. Bei diesen Verfahren wird das zu bewertende Unternehmen als eine gesamte Einheit betrachtet (vgl. Ernst et al., 2018, S. 8). Gesamtbewertungsverfahren bestimmen den Unternehmenswert mittels des Gesamtertrags, der durch alle im Unternehmen vorhandenen Vermögens- sowie Schuldenpositionen (Aktiv und Passiv) in Zukunft erwartet wird (vgl. Ballwieser; Hachmeister, 2016, S. 9). Das Gesamtbewertungsverfahren ist in drei Ansätze unterteilt: das Ertragswertverfahren, das DCF-Verfahren sowie das Vergleichsverfahren. Sowohl das Ertrags- als auch das DCF-Verfahren basieren auf dem Kapitalwertkalkül aus der Investitionstheorie, wonach sich der Unternehmenswert aus der künftigen Ertragskraft ableitet (vgl. Ernst et al., 2018, S. 8; vgl. Heesen, 2020, S. 103; vgl.

Kreyer, 2009, S. 18). Der investitionstheoretische Ansatz besagt, dass die zu erwartenden künftigen Erträge mit einem Kalkulationszinssatz auf den Stichtag der Bewertung abgezinst werden. Rechentechnisch lassen sich die drei DCF-Verfahren zudem in Netto- und in Bruttomethoden gliedern (vgl. Ernst et al., 2018, S. 9; vgl. Kreyer, 2009, S. 18). Für die Forschungsthematik steht dabei der Equity-Ansatz (Nettomethode) sowie der WACC-Ansatz (Bruttomethode) im Vordergrund. Um der Vollständigkeit Rechnung zu tragen, werden alle Kategorien der Gesamtbewertungsverfahren erläutert.

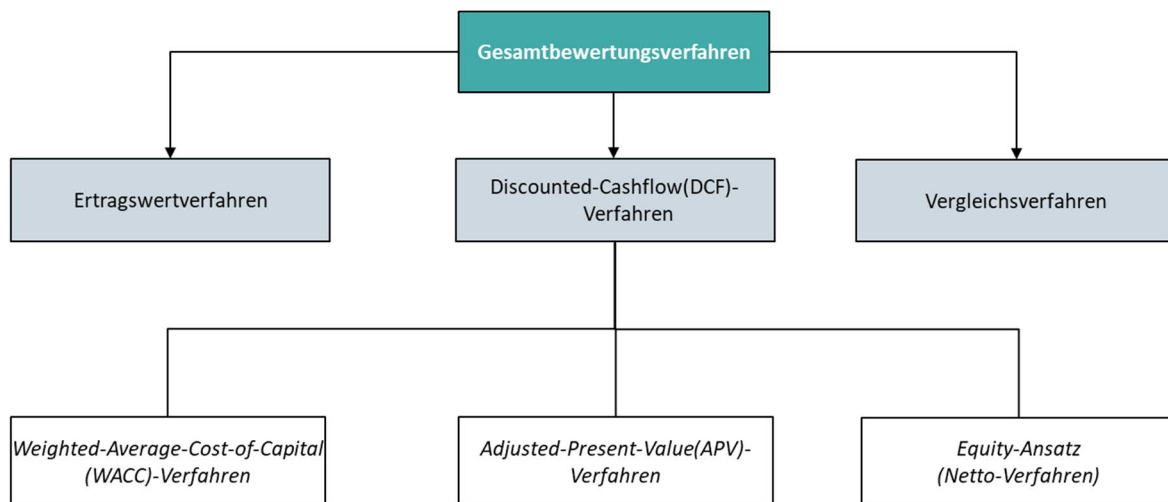


Abbildung 33: Gesamtbewertungsverfahren im Überblick (Quelle: Eigene Darstellung nach Ballwieser; Hachmeister, 2016, S. 8)

4.6.3.1. Zwei-Phasen-Modell

Für die Planung der finanziellen Überschüsse im Rahmen der Ertragswertmethode sowie der DCF-Methoden wird ein Zwei-Phasen-Modell herangezogen, das vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) empfohlen wird (vgl. Exler, 2006, S. 90ff). Mittels des Zwei-Phasen-Modells sollen die Überschüsse bzw. Cashflows möglichst nah an der Realität abgebildet werden. Eine Unternehmensanalyse ist basierend auf vergangenheits-, stichtags- sowie zukunftsorientierter Information durchzuführen (vgl. Wagner, 2007, S. 47f). In der ersten Phase – der Detailplanungsphase – werden die zu erwartenden finanziellen Überschüsse mit einem risikoäquivalenten Diskontierungssatz abgezinst. In der Regel werden diese Annahmen für drei bis fünf Jahre geplant und die Überschüsse (bzw. Cashflows) lassen sich vergleichsweise detailliert prognostizieren (vgl. Meitner, 2009, S. 493). Als Diskontierungsszinssatz wird der WACC zugrunde gelegt, der die durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten wiedergibt (vgl. Exler, 2013a, S. 102ff). Die zweite Phase stellt

den letzten prognostizierten Planwert dar, der auch als Residualwert bzw. Terminal-Value bezeichnet wird. Der Terminal-Value repräsentiert das im Anschluss der Phase 1 (Detailplanungszeitraum) nachhaltig erzielbare Unternehmensergebnis (vgl. Meitner, 2009, S. 493f; vgl. Drefke, 2016, S. 78f). Den konzeptionellen Rahmen für dieses Verfahren liefert die Kapitalwertmethode der Investitionsrechnung. Das Prognostizieren der finanziellen Überschüsse gestaltet sich mit zunehmender zeitlicher Entfernung als komplex. Für die Bestimmung der relevanten Pensionsverbindlichkeiten trifft dieser Sachverhalt auch zu. Gründe hierfür können unter anderem die Veränderung der Markt- bzw. Wettbewerbsbedingungen sein. Hinsichtlich der langen zeitlichen Horizonte von Pensionsverbindlichkeiten ist es zudem herausfordernd, beeinflussende Faktoren wie den Abzinsungszinssatz, die Fluktuation sowie die Inflation zu prognostizieren. Der auf Basis des Zwei-Phasen-Modells aufgeteilte Unternehmenswert kann wie folgt dargestellt werden (Abb. 34):

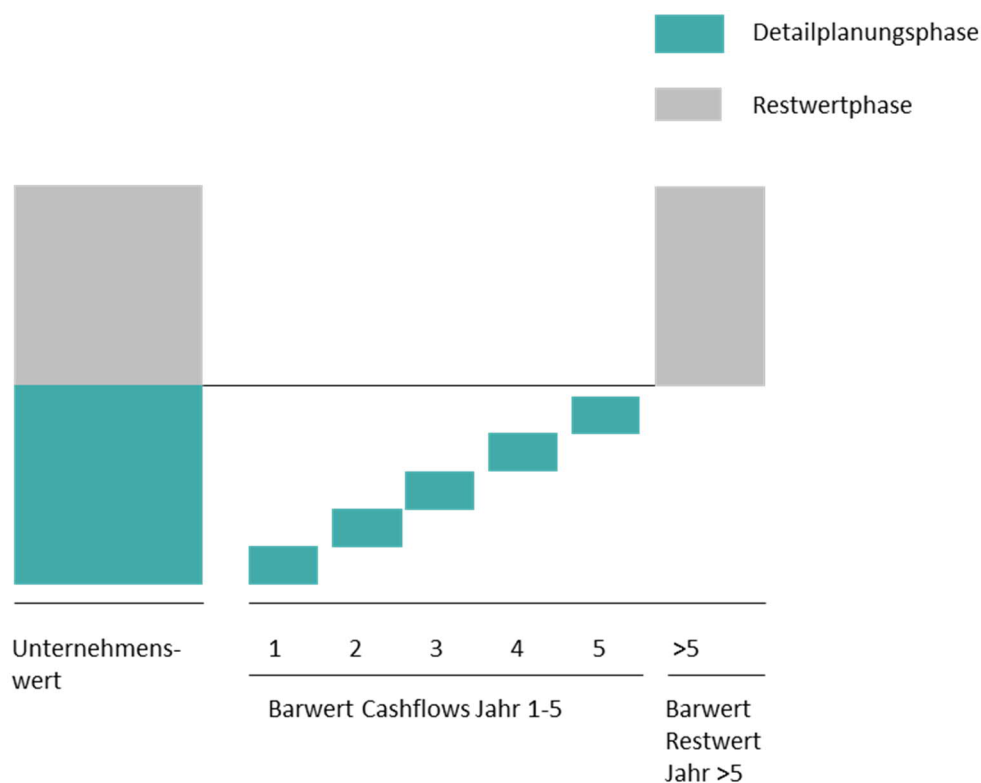


Abbildung 34: Zusammensetzung des Unternehmenswertes nach 2-Phasen-Modell (Quelle: Eigene Darstellung nach Ernst et al., 2018, S. 38)

Ausgehend von dieser investitionstheoretischen Betrachtungsweise können folglich durch Nutzung verschiedener Ertrags- oder Cashflow-Größen sowie unterschiedlicher Kapitalisierungszinssätze verschiedene Betrachtungen modelliert werden (vgl. Ernst et al., 2014, S. 33). Das dargestellte Zwei-Phasen-Modell wird im Businessplan berücksichtigt.

Dieser bildet die Grundlage für die Verhandlungen im Rahmen des M&A-Projekts (vgl. Lucks; Meckl, 2015, S. 131f).

4.6.3.2. Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren war in Deutschland über lange Zeit das am weitesten verbreitete Verfahren zur Unternehmensbewertung. Dies ist darauf zurückzuführen, dass für die Wirtschaftsprüfer sowie Steuerberater in Deutschland dieses Verfahren zwingend vorgeschrieben war (vgl. Peemöller; Kunowski, 2009, S. 268ff; vgl. Ernst et al., 2018, S. 10). In Anbetracht der Anerkennung des Ertragswertverfahrens durch das IDW erwarten Peemöller und Kunowski eine weiterhin zunehmende Bedeutung des Ertragswertverfahrens (vgl. 2009, S. 271).

Der Unternehmenswert wird beim Ertragswertverfahren durch die Diskontierung der zu erwartenden finanziellen Ertragsüberschüsse E_t ermittelt (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 32; vgl. Dück-Rath, 2004, S. 80f). Die für die Bewertung grundlegenden Ertragsüberschüsse werden anhand eines Kalkulationszinssatzes i auf den Bewertungsstichtag abdiskontiert. Die einzelnen künftigen periodischen Ertragsüberschüsse E_t repräsentieren die Nettozahlungen an die Eigentümer und können vor diesem Hintergrund auch als maßgebliche Erfolgsgröße definiert werden. Die Berechnung des Ertragswertes wird anhand der nachfolgenden Formel dargestellt (vgl. Ballwieser; Hachmeister, 2016, S. 68f):

$$\text{Ertragswert} = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+i)^t} + \frac{E_{T+1}}{i(1+i)^T}$$

Formel 2: Berechnung Ertragswert

Hierzu sind folgende Erläuterungen anzuführen:

- E_t bezeichnet den Zukunftserfolg für die Periode t (vgl. Ballwieser; Hachmeister, 2016, S. 68f).
- E_{T+1} stellt die Ausschüttung nach dem Planungshorizont dar (vgl. Ballwieser; Hachmeister, 2016, S. 68f).

Wie aus Formel 2 ersichtlich wird, gliedert sich der Ertragswert in zwei Bausteine gemäß dem erläuterten IDW-Zwei-Phasen-Modell auf. Die erste Phase stellt dabei variable Ausschüttungen im Detailplanungshorizont dar, während die zweite Phase den Zeitraum nach dem Planungshorizont repräsentiert. Die relevanten Werte für E_t sowie E_{T+1} werden in der Regel aus dem erstellten Businessplan entnommen. Der Kalkulationszinssatz stellt üblicherweise den Eigenkapitalzinssatz dar, da das Ertragswertverfahren ein eigenkapitalorientierter Bewertungsansatz ist.

4.6.3.3. Discounted-Cashflow-Verfahren

Nach Ernst et al. werden DCF-Verfahren im internationalen Raum am häufigsten für die Bewertung von Unternehmen herangezogen (vgl. 2018, S. 9). Dies liegt unter anderem in der Notwendigkeit begründet, international vergleichbare Bewertungsverfahren zu verwenden. Ein weiterer Grund für die häufige Anwendung der DCF-Methoden liegt im traditionell angelsächsisch geprägten Investmentbankensektor, da diese Akteure die M&A-Prozesse mit begleiten und in der Bewertungspraxis die DCF-Verfahren anwenden.

Im Folgenden werden die wesentlichen DCF-Verfahren erläutert und mögliche Implikationen von Pensionsverpflichtungen untersucht. Das DCF-Verfahren baut auf der Grundlage der modernen amerikanischen Finanzierungstheorie auf (vgl. Baetge et al., 2009, S. 342). Als Grundstein für das DCF-Verfahren wird in der Literatur oft die aus der Investitionsrechnung bekannte Kapitalwertmethode aufgeführt. Diese beruht auf der Diskontierung künftiger Zahlungsströme zum Stichtag der Bewertung sowie auf Subtraktion der Anfangsinvestition (vgl. Baetge et al., 2009, S. 343).

Grundsätzlich lässt sich das DCF-Verfahren in Brutto- und Nettoverfahren unterteilen (vgl. Wagner, 2007, S. 81f; vgl. Ernst et al., 2018, S. 9; vgl. Hering, 2006, S. 206; vgl. Dück-Rath, 2004, S. 38; vgl. Seppelfricke, 2020, S. 35f). Das DCF-Verfahren unterscheidet dabei drei Ansätze, abhängig davon, welcher Cashflow im Vordergrund steht (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 38; vgl. Siebert, 2020, S. 137). Geht es um den Free Cashflow, also dem Cashflow, der die Ausschüttung an alle Kapitalgeber darstellt, wird das Bruttoverfahren (WACC-Ansatz) bzw. der APV-Ansatz als Grundlage der Bewertung herangezogen (vgl. Baetge et al., 2009, S. 346f; vgl. Dück-Rath, 2004, S. 38). Das Nettoverfahren (Equity-Ansatz) hingegen berücksichtigt lediglich die Ausschüttung an die Anteilseigner des Unternehmens (vgl.

Baetge et al., 2009, S. 351; vgl. Dück-Rath, 2004, S. 39). Tabelle 11 stellt die wesentlichen Unterschiede der beiden relevanten DCF-Verfahren einander gegenüber. Dabei wird das APV-Verfahren nicht betrachtet.

	Bruttoverfahren	Nettoverfahren
	WACC-Ansatz	Equity-Ansatz
Cashflow	Operativer Free Cashflow; Zahlungsstrom an alle Kapitalgeber	Flow-to-Equity; Zahlungsstrom an Eigenkapitalgeber
Kapitalkostensatz	Gewichtet	Eigenkapitalkostensatz ohne Berücksichtigung von Pensionen
Berücksichtigung von Steuern	Im Kapitalkostensatz	Bereits im Cashflow
Berücksichtigung von Pensionsverpflichtungen	Im WACC als einzelne Komponente; Pensionsrückstellung fließt als Schuldenabzugsposition ein	Bereits im Cashflow

Tabelle 11: Gegenüberstellung der beiden Discounted-Cashflow-Verfahren (WACC vs. Equity) (Quelle: Eigene Darstellung nach Caumanns, 2018, S. 10)

Die DCF-Verfahren führen im Allgemeinen alle zum selben Ergebnis, vorausgesetzt, dass identische Ausgangswerte für die Berechnung verwendet werden (vgl. Baetge et al., 2009, S. 343). Ein Grund für die unterschiedlichen Ausprägungen ist, dass abhängig von der vorzufindenden Finanzierungsstruktur und Berechnungsmethode ausgewählte Verfahren einfacher anzuwenden sind (vgl. Baetge et al., 2009, S. 343). Für die betrachtete Pensionsthematik eignet sich aus verhandlungstechnischer Sicht das Bruttoverfahren besser. Der Grund liegt in der isolierten Betrachtung der Schulden und somit auch der Pensionsverbindlichkeiten. Während bei der Nettomethode die Rückstellungen bereits in der Berechnung des Flow-to-Equity-Cashflows berücksichtigt werden und die Berechnung des Unternehmenswertes unmittelbar in einem Schritt erfolgt (vgl. Baetge et al., 2009, S. 351), finden bei der zweistufigen Bruttomethode Rückstellungen eine gesonderte Betrachtung in Form eines separaten Abzugspostens (vgl. Baetge et al., 2009, S. 347). In

den nachfolgenden Abschnitten werden die Parameter der DCF-Bewertungsverfahren determiniert.

4.6.3.3.1 Entity-WACC-Ansatz (Bruttomethode)

Der WACC-Ansatz wird in der Bewertungspraxis als das am meisten verbreitete Verfahren der DCF-Verfahren angesehen (vgl. Baetge et al., 2009, S. 347). Das Bruttoverfahren berechnet dabei den Wert des Eigenkapitals. Hierfür wird zunächst der Marktwert des gesamten Kapitals (GK_{MW}) im Unternehmen festgelegt (vgl. Ballwieser; Hachmeister, 2016, S. 138). Um den GK_{MW} zu bestimmen, werden im ersten Schritt die Free Cashflows durch eine Prognose bestimmt. Der Free Cashflow dient dabei der Befriedigung der Interessen aller Kapitalgeber und somit der Befriedigung der Eigen- und Fremdkapitalgeber (vgl. Ernst et al., 2018, S. 28). Anhand der gewichteten Kapitalkosten (WACC) werden die prognostizierten Free Cashflows diskontiert (vgl. Wagner, 2007, S. 84; vgl. Langenkämper, 2000, S. 57ff). Der Mischzinssatz bzw. der WACC lässt sich grundsätzlich wie folgt darstellen (vgl. Baetge et al., 2009, S. 348):

$$WACC = r_{EK} \cdot \frac{EK}{GK} + r_{FK} \cdot (1 - t) \cdot \frac{FK}{GK}$$

Formel 3: Berechnung der Kapitalkosten (WACC)

mit:

- r_{EK} = Renditeforderung der Eigenkapitalgeber/Eigenkapitalkosten
- r_{FK} = Renditeforderung der Fremdkapitalgeber
- $r_{FK} \cdot (1-t)$ = Fremdkapitalkosten des Unternehmens
- EK = Marktwert Eigenkapital
- FK = Marktwert Fremdkapital
- $GK = EK + FK$ = Marktwert des gesamten Kapitals

An dieser Stelle ist anzumerken, dass eine Modifizierung des WACC notwendig ist, um Pensionsverpflichtungen adäquat abzubilden. Dabei wird die Fremdkapitalkomponente entsprechend angepasst. Dieser Vorgang wird im Folgeabschnitt dargestellt.

Die Summe der errechneten Barwerte (Free Cashflows) mit dem separat bewerteten Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens stellt den GK_{MW} dar (vgl. Baetge et al., 2009, S. 347). Um den finalen Marktwert des Eigenkapitals zu erhalten, ist die Bestimmung des Marktwertes des Fremdkapitals notwendig (vgl. Baetge et al., 2009, S.

348). Dieser stellt den zum Bewertungsstichtag bestehenden Betrag von verzinslichen Verbindlichkeiten dar (vgl. Ernst et al., 2018, S. 47). Zusammenfassend lässt sich der Prozess wie folgt darstellen (Abb. 35):

+ Summe der Barwerte der Cashflows
+ Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
= Marktwert des Gesamtkapitals
– Marktwert des Fremdkapitals
= Marktwert des Eigenkapitals

Abbildung 35: Schema zur Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals (Quelle: Eigene Darstellung nach Mandl; Rabel, 1997, S. 40)

Die folgende Abbildung (Abb. 36) stellt alle Komponenten der DCF-Bruttomethode zusammenfassend dar.

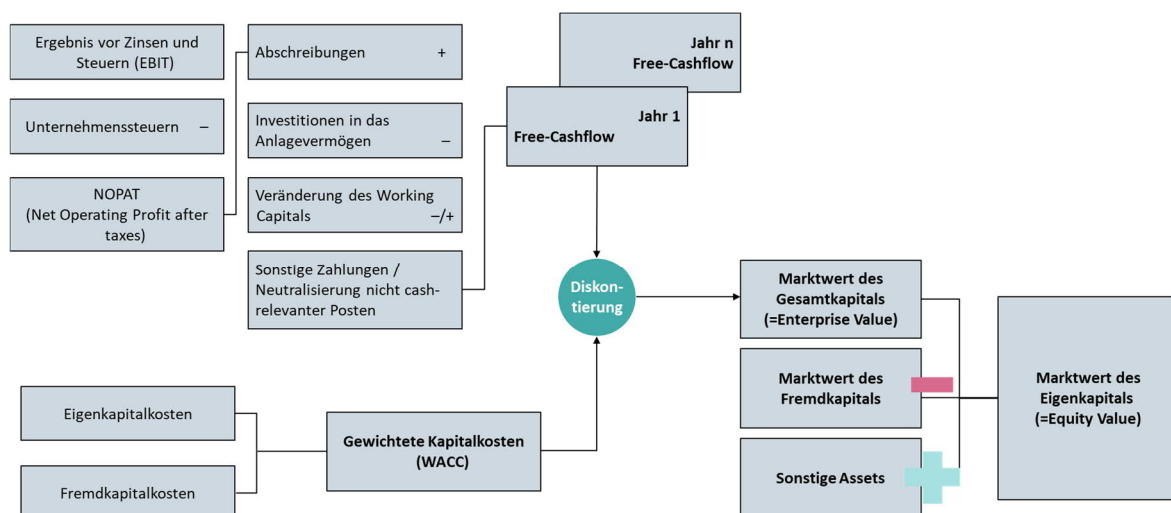


Abbildung 36: Komponenten der DCF-Bewertung (Quelle: Eigene Darstellung nach Caumanns, 2018, S. 19)

4.6.3.3.1.1 Berechnung WACC

Damit der Wert bestimmt werden kann, den die Free Cashflows für die Kapitalgeber zum Bewertungsstichtag haben, muss ein angemessener Diskontierungszinssatz ermittelt werden (vgl. Ernst et al., 2018, S. 45; vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 321ff). Dieser Mischzinssatz berücksichtigt sowohl die Fremd- als auch die Eigenkapitalkosten im bewerteten Unternehmen und wird als WACC bezeichnet (vgl. Heesen, 2020, S. 6). Die Ermittlung erfolgt durch die Gewichtung der Eigen- und Fremdkapitalkostensätze auf Grundlage von Marktwerten (vgl. Ernst et al., 2018, S. 45). Um die Pensionsverbindlichkeiten im WACC adäquat abzubilden, ist eine separate Berücksichtigung bzw. Ermittlung der Pensionskosten notwendig. Die errechneten Pensionskosten werden zusammen mit den Eigenkapitalkosten sowie den klassischen Fremdkapitalkosten gewichtet, um als Ergebnis

den WACC zu erhalten. Als essenzielles Instrument zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten ist das Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) zu erwähnen, das im nächsten Abschnitt detailliert dargestellt wird (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 54f; vgl. Dück-Rath, 2004, S. 66f). Die nachfolgende Grafik (Abb. 37) zeigt die einzelnen Komponenten des modifizierten WACC.

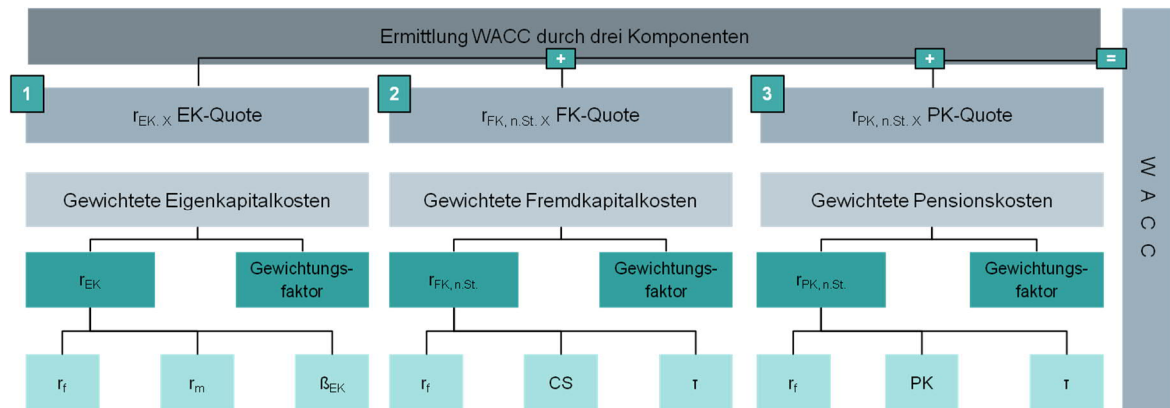


Abbildung 37: Zusammensetzung des WACC (Quelle: Eigene Darstellung nach Ernst et al., 2018, S. 46)

- r_{EK} = Eigenkapitalkosten
- r_f = risikoloser Zinssatz
- r_M = Marktrisikoprämie
- β_{EK} = Aktienbeta
- CS = Credit-Spread
- τ = Gesamtsteuersatz (Tax-Shield)
- r_{FK} = Fremdkapitalkosten nach Steuern
- r_{PK} = Pensionskosten nach Steuern

Die Pensionskosten lassen sich wie folgt berechnen:

$$PK = \frac{\text{Zinsaufwand für Pensionen}}{\text{Pensionsrückstellung}}$$

Formel 4: Berechnung der Pensionskosten

4.6.3.3.1.2 Berechnung der Eigenkapitalkosten durch das Capital-Asset-Pricing-Modell
Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten im Rahmen einer Unternehmensbewertung dient das CAPM (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 54; vgl. Ernst et al., 2018, S. 57). Es unterteilt die Renditeforderung, die die Kosten für die Eigenkapitalmittel darstellt, in zwei Bausteine: in die Rendite einer risikolosen Anleihe (r_f) und in eine mit dem Betafaktor (β_{EK}) gewichteten Marktrisikoprämie ($r_m - r_f$) (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 55; vgl. Wagner, 2007, S. 67; vgl. Caumanns, 2018, S. 16; vgl. Neumeier, 2015, S. 128).

$$r_{EK} = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Formel 5: Berechnung Eigenkapitalkosten

mit:

- r_{EK} = von den EK-Gebern erwartete unternehmensspezifische Rendite
- r_f = risikolose Verzinsung
- $(r_m - r_f)$ = Marktrisikoprämie
- β = unternehmensspezifisches Risiko

Der risikofreie Zinssatz (r_f) stellt den hypothetischen Zins dar, der einem Wertpapierportfolio ohne Ausfallrisiko zugrunde liegt (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 55; vgl. Dück-Rath, 2004, S. 67f). In der Praxis wird hier der Zinssatz bzw. die Rendite auf Basis von Bundesanleihen mit erstklassiger Bonität herangezogen, da davon ausgegangen wird, dass diese kein Ausfallrisiko besitzen (vgl. Dück-Rath, 2004, S. 73).

In Anlehnung an das CAPM müssen zur Berechnung der Eigenkapitalkosten neben der Rendite einer risikofreien Anlage (r_f) zusätzlich die Marktrisikoprämie (r_m) sowie der unternehmensbezogene Betafaktor (β) bestimmt werden (vgl. Ernst et al., 2018, S. 58). Da der Erwerb eines Unternehmens für die Investoren grundsätzlich mit Risiken verbunden ist, werden bei der Berechnung der Risikoprämie zwei Risiken unterschieden: das systematische und das unsystematische Risiko. Ein unsystematisches Risiko ist abhängig vom Investitionsobjekt, d. h., dass durch das Unternehmen solche Risiken entstehen können. Als Beispiel sind typische Fehlentscheidungen durch das Management zu nennen. Der Kapitalmarkt hat auf das unsystematische Risiko keine Auswirkungen, weshalb dieser Parameter nicht vergütet wird (vgl. Wagner, 2007, S. 66).

Das systematische Risiko hingegen wird durch die Marktrisikoprämie vergütet (vgl. Wagner, 2007, S. 66; vgl. Dück-Rath, 2004, S. 68). Unter einem systematischen Risiko ist das Risiko zu verstehen, dem die Gesamtheit der Investitionsobjekte eines Markts ausgesetzt ist. Investoren verwenden diese Prämie bzw. diesen Zuschlag, um das Risiko abzusichern, das anstelle einer Investition in einer sicheren Anlage aufkommt (vgl.

Caumanns, 2018, S. 16). Mögliche systematische Risiken können durch politische oder wirtschaftliche Ereignisse auftreten.

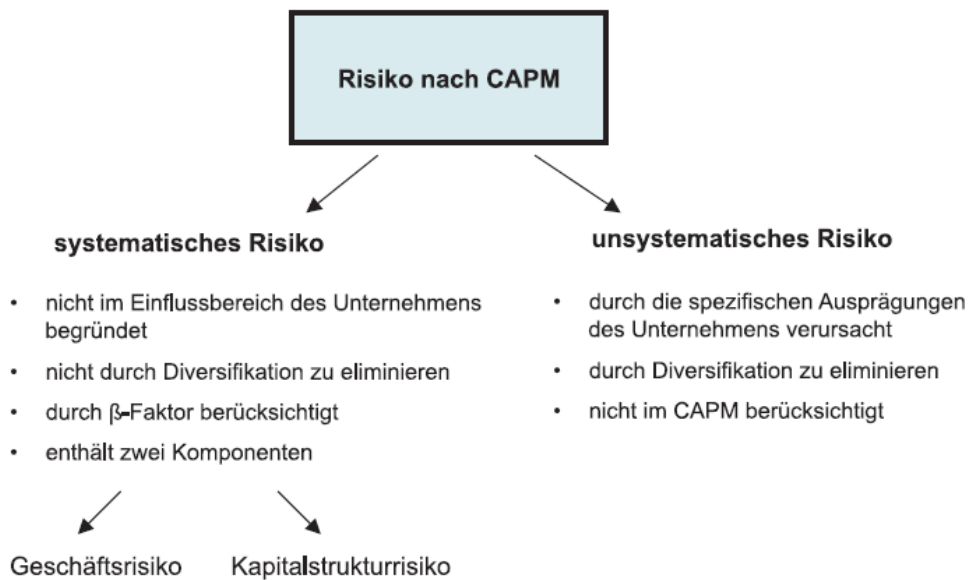


Abbildung 38: Unterteilung der Risiken nach Capital-Asset-Pricing-Modell (Quelle: Radinger; Heinze, 2011, S. 49)

Formal wird der Betafaktor wie folgt berechnet (vgl. Wagner, 2007, S. 67; vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 297; vgl. Dück-Rath, 2004, S. 69f):

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_i, r_M)}{\sigma^2_M}$$

Formel 6: Berechnung Betafaktor

Die zentrale Erkenntnis des CAPM lässt sich durch die formale Berechnung des Betafaktors darstellen: Die zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten relevante Risikomenge ist nicht das gesamte Risiko (σ_i) einer Aktie, sondern das Kovarianzrisiko $\text{Cov}(r_i, r_M)$ aus der erwarteten Rendite der Aktie und dem zu erwartenden Ertrag aus dem Marktportfolio (vgl. Wagner, 2007, S. 67; vgl. Heesen, 2020, S. 121). Dieses systematische Risiko, das selbst durch perfekte Diversifikation nicht eliminiert werden kann, ist durch die Varianz der Rendite des Marktportfolios standardisiert, weshalb der Betafaktor dimensionslos im Verhältnis zum Risiko des Markts interpretiert werden kann. Im übertragenen Sinn dient der Betafaktor somit als Maß der Volatilität von Unternehmensveränderungen. Die Eigenkapitalrenditeanforderungen eines Unternehmens können zusammenfassend als

Summe der risikofreien Zinsen und des anhand des Beta-korrigierten Marktrisikos definiert werden (vgl. Caumanns, 2018, S. 17).

Dabei lassen sich je nach Grad des Betafaktors die folgenden Werte interpretieren (vgl. Wagner, 2007, S. 67):

- $\beta > 1$ → Die Investition bewegt sich in größeren Schwankungen als der gesamte Investitionsmarkt.
- $\beta = 1$ → Die Investition bewegt sich gleich dem gesamten Investitionsmarkt.
- $\beta < 1$ → Die Investition bewegt sich weniger stark als der gesamte Investitionsmarkt.

Für börsennotierte Unternehmen kann der zugehörige Betafaktor durch historische Werte vergleichsweise einfach berechnet werden. Für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) fällt die Ermittlung wesentlich komplexer aus, da in der Praxis keine historischen Kapitalmarktdaten vorhanden sind (vgl. Ernst et al., 2018, S. 65).

Auch wenn die auf Grundlage des CAPM ermittelte Risikoprämie eine gute Orientierungsgröße darstellt, stößt das CAPM oft auf Kritik (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 291). Die Berechnung des Betafaktors auf Basis des CAPM basiert auf restriktiven Annahmen, die in der Realität kaum vorzufinden sind (vgl. Ernst et al., 2018, S. 71):

- Die Investoren beeinflussen nicht die Marktpreise.
- Die Investoren haben homogene Erwartungen bezüglich der Rendite.
- Es gibt risikolose Anlagen.
- Geld kann unbegrenzt zu einem sicheren Zinssatz angelegt werden.
- Es existiert ein vollkommener Markt, d. h. es entstehen keine Kosten für Transaktionen von Wertpapieren.

Nachdem die Eigenkapitalaspekte dargestellt wurden, liegt der Fokus des folgenden Abschnittes auf der Fremdkapitalkomponente.

4.6.3.3.1.3 Fremdkapitalkosten

Im Vergleich zur Berechnung der Eigenkapitalkosten bzw. der Renditekosten sind die Fremdkapitalkosten in der Regel bekannt, da diese aus Kreditverträgen entnommen werden können (vgl. Ernst et al., 2018, S. 74). Allerdings empfiehlt es sich, die aus den bestehenden Verträgen identifizierten Zinssätze mit adäquaten, aktuellen Marktwerten zu ersetzen. Dabei wird die Heranziehung eines Zinssatzes empfohlen, der zur Finanzierung

des Fremdkapitals unter aktuellen Marktbedingungen anzuwenden wäre (vgl. Ernst et al., 2018, S. 74).

Die Fremdkapitalkosten im WACC bestehen aus einem risikolosen Zinssatz und aus der Addition einer Risikoprämie, die auch als Credit-Spread (CS) bezeichnet wird, wobei der CS von der Bonität des Unternehmens abhängt (vgl. Ernst et al., 2018, S. 75). Für börsennotierte Unternehmen kann der Fremdkapitalkostensatz aus den öffentlichen Kapitalmarktinformationen entnommen werden, vorausgesetzt, dass Anleihen des Unternehmens auf dem Kapitalmarkt notieren. Falls keine Marktinformationen vorliegen, können unterschiedliche Verfahren zur Berechnung der Fremdkapitalkosten durchgeführt werden (vgl. Ernst et al., 2014, S. 56). Hierzu können die Fremdkapitalkosten durch Rückgriff des durchschnittlich bezahlten Zinssatzes bestimmt werden (vgl. Ernst et al., 2018, S. 74f). Für die Berechnung werden die einzelnen Fremdkapitalposten aus den Jahresabschlüssen analysiert und dadurch wird ein gewogener Durchschnitt ermittelt. Kritisch bei diesem Vorgehen ist jedoch, dass bei Abweichungen dieses Zinssatzes von der Markttrendite Verzerrungen beim ermittelten Unternehmenswert auftreten können. Eine weitere Methode stellt die einzelne Betrachtung jeder Fremdkapitalposition dar. Hierbei werden die einzelnen Fremdkapitalkategorien mit ihren dazugehörigen Zinssätzen betrachtet und fließen so in die WACC-Ermittlung ein. Als Prämisse für die dargestellten Verfahren gilt, dass die Fremdkapitalstruktur im Zeitverlauf konstant bleibt. Kurzfristige Fremdkapitalpositionen wie Lieferantenverbindlichkeiten dürfen nicht in die Berechnung der Fremdkapitalkosten einfließen, da hier keine Verzinsung stattfindet. Die Formel für die Bestimmung der Fremdkapitalkosten kann wie folgt abgebildet werden (vgl. Ernst et al., 2018, S. 76):

$$r_{FK} = r_{FK} \times (1 - \tau) = (r_f + CS) \times (1 - \tau)$$

Formel 7: Berechnung Fremdkapitalkosten

- r_{FK} = Fremdkapitalkosten
- r_f = risikoloser Zinssatz
- CS = Credit-Spread
- τ = Gesamtsteuersatz (Tax-Shield)

4.6.3.3.1.4 Pensionskosten

Wie in Abbildung 37 angeführt, ist neben der Bestimmung der Eigen- sowie Fremdkapitalkosten auch die Bestimmung der Pensionskosten für den WACC notwendig. In der Praxis wird dies oftmals vernachlässigt, indem Pensionskosten als klassisches Fremdkapital klassifiziert werden (vgl. Caumanns, 2018, S. 18). Allerdings unterscheiden sich Pensionskosten in vielerlei Hinsicht vom klassischen Fremdkapital. Beispielsweise handelt es sich nicht um klassisches, verzinsliches Kapital. Hinzu kommen nicht vorhersehbare Laufzeiten der Pensionsverpflichtungen. Bei einem klassischen Finanzierungsvertrag sind diese Konditionen bereits im Vorfeld fixiert. Aufgrund dieser Gegebenheiten ist es notwendig, dass Pensionsverbindlichkeiten als separater Baustein im WACC bewertet werden. Für die Bestimmung der Pensionskosten wird der WACC um die folgende Komponente r_{PK} erweitert:

$$WACC = r_{EK} + r_{FK} + r_{PK}$$

Formel 8: Berechnung WACC inkl. Pensionskosten

Die ergänzte Komponente r_{PK} spiegelt die Pensionskosten wider und wird zu den beiden Bausteinen r_{EK} und r_{FK} hinzugerechnet. Wurden die Fremdkapitalkosten sowie die Pensionskosten berechnet, so werden diese um den Grenzsteuersatz τ (Tax-Shield) durch dessen Multiplikation verringert, da der Zinsaufwand steuerlich abzugsfähig ist. Somit ergibt sich für die Berechnung der Pensionskosten im WACC die folgende Formel:

$$r_{PK} = r_{PK} \times (1 - \tau) = (r_f + PK) \times (1 - \tau)$$

Formel 9: Berechnung Pensionskosten als WACC-Komponente

- r_{PK} = Pensionskosten nach Steuern
- r_f = risikoloser Zinssatz
- τ = Gesamtsteuersatz (Tax-Shield)
- PK = Pensionskosten; $PK = \frac{\text{Zinsaufwand für Pensionen}}{\text{Pensionsrückstellung}}$

4.6.3.3.1.5 Bestimmung der Free Cashflows

Die Free Cashflows stellen den auszahlbaren Überschuss an die Eigen- sowie die Fremdkapitalgeber dar und bilden die grundlegende Bezugsgröße für die WACC-

Bruttomethode (vgl. Baetge et al., 2009, S. 357; vgl. Ernst et al. 2018, S. 32). Das IDW definiert den Free Cashflow wie folgt:

„Die künftigen Free Cashflows sind jene finanziellen Überschüsse, die unter Berücksichtigung gesellschaftsrechtlicher Ausschüttungsgrenzen allen Kapitalgebern des Unternehmens zur Verfügung stehen“ (2008, Tz. 127).

Wie hoch dieser Überschuss letztendlich ist, hängt im Wesentlichen davon ab, wie profitabel das Unternehmen wirtschaftet. Die Ermittlung kann anhand des folgenden Schemas (Abb. 39) erfolgen:

Betriebliches Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)
– Steuern auf das betriebliche Ergebnis vor Zinsen
= Operatives Ergebnis vor Zinsen und nach Steuern (NOPAT)
+/- Abschreibungen/Zuschreibungen
+/- Aufwände/Erträge aus dem Abgang von Anlagevermögen
+/- Erhöhung/Verminderung langfristige Rückstellungen (inkl. Pensionsverpflichtungen)
= Brutto Cashflow
+/- Veränderung im Working Capital
+/- Investitionen/Desinvestitionen
= operativer Cashflow
+/- nicht operativer Free Cashflow
= Free Cashflow

Abbildung 39: Berechnung des Free Cashflows (Quelle: Eigene Darstellung nach Baetge et al., 2009, S. 358)

Bei der Betrachtung des Schemas wird ersichtlich, dass durch die Verwendung der Free-Cashflows Fremdkapitalzinsen sowie pensionspezifische Kosten keine Berücksichtigung finden. Der Cashflow wird unter der Prämisse ermittelt, dass es sich bei dem zu bewertenden Objekt um ein rein eigenfinanziertes Unternehmen handelt und somit auch die entsprechende Steuerlast durch das Unternehmen getragen wird, unabhängig davon, ob es fremdfinanziert ist (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 39). Anzumerken ist, dass die Steuern nicht völlig außer Acht gelassen werden. Bei der Berechnung des durchschnittlich gewichteten Kapitalkostensatzes findet der steuerliche Effekt Berücksichtigung. Der Diskontierungszinssatz wird entsprechend um die Steuerersparnis (Tax-Shield) gemindert (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 39). Ziel dieses Vorgehens ist es, dass der Free Cashflow nicht durch Außenfinanzierungen manipuliert bzw. verfälscht wird (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 39).

4.6.3.3.1.6 Total-Cashflow-Ansatz

Der Total-Cashflow-Ansatz ist ebenfalls wie der Free-Cashflow-Ansatz eine Unterart der Gruppe der WACC-Ansätze (vgl. Baetge et al., 2009, S. 345). Im Gegensatz zum Free-

Cashflow-Ansatz hat der Total-Cashflow-Ansatz in der Praxis kaum Relevanz. Der konzeptionelle Unterschied zum Free-Cashflow-Ansatz liegt in der Berücksichtigung des Tax-Shield. Beim Total Cashflow werden die Steuervorteile bereits im Cashflow und nicht als separate Abzugsposition berücksichtigt (vgl. Baetge et al., 2009, S. 359). Die folgende Abbildung (Abb. 40) stellt die Berechnung des Total Cashflows dar:

Free Cashflow
+ Tax-Shield aus Fremdkapitalzinsen
= Total Cashflow

Abbildung 40: Berechnung des Total Cashflows (Quelle: Eigene Darstellung nach Ernst et al., 2018, S. 36)

4.6.3.3.2 Der Adjusted-Present-Value-Ansatz

Der APV-Ansatz stellt eine weitere bruttotheoretische DCF-Methode zur Bewertung von Unternehmen dar (vgl. Baetge et al., 2009, S. 360; vgl. Schmitz, 2011, S. 121; vgl. Hering, 2006, S. 206; vgl. Spremann; Ernst, 2011, S. 94). Er ist durch zwei Berechnungsschritte charakterisiert. Im ersten Schritt wird der Marktwert des Eigenkapitals unter der Voraussetzung erstellt, dass das Unternehmen vollständig eigenfinanziert ist (vgl. Baetge et al., 2009, S. 360; vgl. Ernst et al., 2014, S. 37). Der zweite Schritt repräsentiert den Wertbeitrag, der aus der mittels der Fremdfinanzierung bewirkten Steuerersparnis aufkommt (vgl. Baetge et al., 2009, S. 360). Dieser Effekt der Steuerersparnis, der auch die Bezeichnung ‚Tax-Shield‘ hat, wird somit auf den Unternehmenswert addiert (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 42). Somit wird beim APV-Ansatz ein steuerangepasster Marktwert des Gesamtkapitals ermittelt (vgl. Mandl; Rabel, 1997, S.42). Nach Mandl und Rabel kann der Unternehmenswert anhand des APV-Ansatzes wie folgt berechnet werden (vgl. 1997, S. 42):

Barwert der Free Cashflows
+ Marktwert von nicht betriebsnotwendigem Vermögen
= Marktwert vom unverschuldeten Unternehmen
+ Marktwertenerhöhung durch Fremdfinanzierung („Tax-Shield“)
= Marktwert des Gesamtkapitals (verschuldetes Unternehmen)
– Marktwert des Fremdkapitals (inkl. Pensionsverpflichtungen)
= Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value)

Abbildung 41: Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals nach dem APV-Ansatz (Quelle: Eigene Darstellung nach Mandl; Rabel, 1997, S. 42)

4.6.3.3.3 Equity-Ansatz (Nettomethode)

Der Equity-Ansatz wird auch als Nettoverfahren bzw. Flow-to-Equity(FtE)-Verfahren bezeichnet (vgl. Baetge et al., 2009, S. 360; vgl. Dück-Rath, 2004, S. 77). Das Nettoverfahren ermittelt den Marktwert des Eigenkapitals ohne Interimsschritte und somit ohne Abzug der Nettofinanzverbindlichkeiten (vgl. Ernst et al., 2018, S. 36; vgl. Schmitz, 2011, S. 66). Um diesen Marktwert zu bestimmen, werden die entsprechenden Cashflows an die Eigentümer (Flow-to-Equity) mit der dazugehörigen Eigenkapitalrendite bzw. den Eigenkapitalkosten diskontiert (vgl. Hering, 2006, S. 212). Vom konzeptionellen Rahmen her entspricht der Equity-Ansatz dem Ertragswertverfahren, mit dem Unterschied, dass beim Equity-Ansatz Cashflow-Größen und keine Ertragsüberschüsse als Diskontierungsbasis dienen. Durch die Verwendung der Cashflow-Größe ‚Flow-to-Equity‘ wird ersichtlich, dass auch Fremdkapitalzinsen berücksichtigt werden. Auch pensionspezifische Parameter finden analog zu den Fremdkapitalkosten Berücksichtigung und fließen in die Berechnung des Flow-to-Equity-Cashflows mit ein. Eine weiterführende dezidierte Analyse der Auswirkungen von Pensionsverpflichtungen in der Equity-Methode wird in Kapitel 4.6.4 durchgeführt. Die schematische Berechnung des Flow-to-Equity-Cashflow kann wie folgt abgebildet werden (Abb. 42):

Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)
– Fremdkapitalzinsen
= Operatives Ergebnis vor Steuern (EBT)
– Unternehmenssteuern auf das positive Ergebnis vor Steuern
= Operatives Ergebnis nach Steuern
+ Abschreibungen
+ Erhöhung (– Verminderung) der Rückstellungen (inkl. Pensionsrückstellungen)
– Investitionen in das Anlagevermögen
– Erhöhung (+ Verminderung) des Working-Capital
– Tilgung (+ Aufnahme) von verzinslichem Fremdkapital
= Flow to Equity (FtE)

Abbildung 42: Schema zur Berechnung von Flow-to-Equity(FtE)-Cashflows (Quelle: Eigene Darstellung nach Mandl; Rabel, 1997, S. 368)

4.6.3.4. Berücksichtigung von Synergieeffekten

Die Synergiepotenziale, die in der Regel einen wesentlichen Beweggrund für die Unternehmensakquisition darstellen, werden im Rahmen der Unternehmensbewertung quantifiziert und fließen somit in die Bewertung bzw. die Ermittlung des Unternehmenswertes ein (vgl. Schirmer, 2015, S. 216). Es kann grundsätzlich zwischen

kostenorientierten sowie marktorientierten Synergieeffekten unterschieden werden. Mittels kostenorientierter Synergieeffekte wird das Ziel von Kosteneinsparungen anhand der Unternehmensakquisition verfolgt. Marktorientierte Synergieeffekte hingegen entstehen beispielsweise aufgrund der Erweiterung von Märkten bzw. Produkten (vgl. Schirmer, 2015, S. 216). Neben diesen zwei möglichen Effekten können zudem steuerliche Synergieeffekte aufkommen. Eine weitere Differenzierung der Synergieeffekte kann vorgenommen werden: echte sowie unechte Effekte (vgl. Schirmer, 2015, S. 216). Unter echten Synergieeffekten können alle Effekte subsumiert werden, die ausschließlich aus dem tatsächlichen Unternehmenszusammenschluss resultieren. Diese Effekte können beispielsweise durch die Erweiterung des Produktportfolios entstehen. Unechte Synergien hingegen sind nicht ausschließlich auf den Unternehmenszusammenschluss zurückzuführen und führen beispielsweise zu einer optimierten Nutzung von Ressourcen (vgl. Schirmer, 2015, S. 216). Die Synergieeffekte werden im Rahmen der Unternehmensbewertung quantifiziert und bei der Berechnung des Unternehmenswertes berücksichtigt. Der zu berücksichtigende Synergieeffekt kann durch einen Vergleich von zwei Szenarien determiniert werden. Im ersten Szenario wird der Wert ermittelt, den das Zielunternehmen als ein nicht verbundenes Unternehmen isoliert einnimmt. Das zweite Szenario determiniert den Unternehmenswert unter der Prämisse, dass das Zielunternehmen als ein verbundenes Unternehmen geführt wird. Bei diesem Szenario sind die prognostizierten Free Cashflows resultierend aus den Synergieeffekten in der Bewertung enthalten. Die Diskrepanz zwischen den errechneten Unternehmenswerten bzw. Marktwerten kann als Synergieeffekt bezeichnet werden (vgl. Schirmer, 2015, S. 216).

4.6.3.5. Vergleichswertverfahren

Marktpreisorientierte Verfahren, die auch als Multiplikator- oder Vergleichsverfahren bezeichnet werden, sind Methoden einer marktorientierten Unternehmensbewertung (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 419f; vgl. Mandl; Rabel, 1997, S. 42f). Anhand von Vergleichsverfahren werden Unternehmenswerte durch spezielle Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen bzw. aus Marktpreisen von vergleichbaren Unternehmen hergeleitet (vgl. Drukarczyk; Schüler, 2016, S. 419; vgl. Obermeier; Gasper, 2008, S. 165f; vgl. Wagner, 2005, S. 5). Neben den sogenannten Trading-Multiples können als weitere Variante zudem der Vergleich mit ähnlichen Unternehmenstransaktionen (Transaction-Multiples) sowie Branchen-Multiples herangezogen werden (vgl. Caumanns, 2018, S. 28).

Oft wird aufgrund der simplen Anwendbarkeit diese Methode genutzt, um einen ersten indikativen Kaufpreis zu ermitteln (vgl. Ernst et al., 2018, S. 223). Zudem werden die Multiplikatorverfahren als Preisfindungsverfahren bezeichnet (vgl. Ernst et al., 2014, S. 25).

4.6.3.5.1 Vorgehensweise bei der Multiplikatorbewertung

Im Folgenden wird die Unternehmensbewertung anhand der Multiplikatormethode skizziert und erläutert. Der Prozess lässt sich anhand der folgenden Grafik (Abb. 43) darstellen.

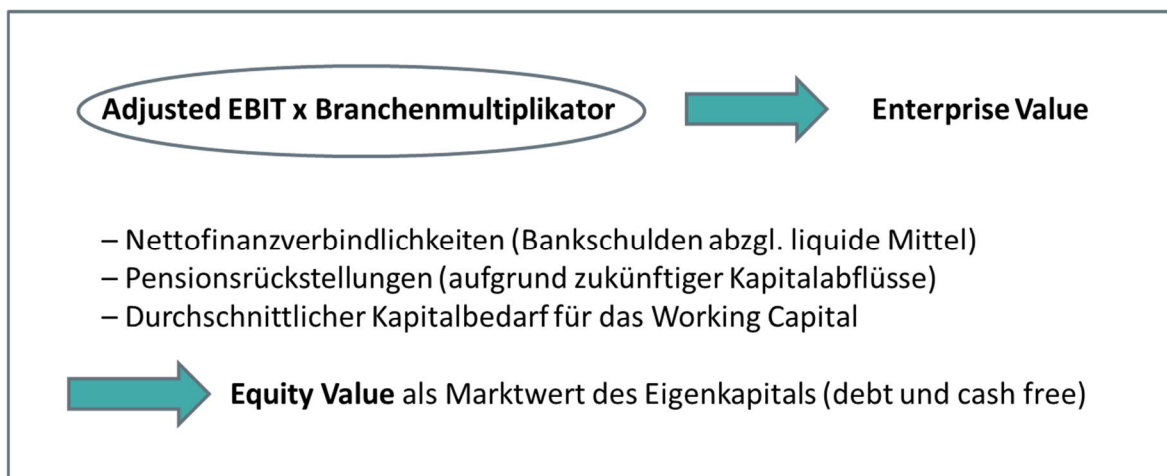


Abbildung 43: Die Multiplikatormethode als Vergleichswertverfahren (Quelle: Eigene Darstellung nach Exler, 2010, S. 324)

Dabei wird ein bereinigter bzw. adjustierter EBIT berechnet und mit dem jeweiligen Branchenmultiplikator multipliziert. Um den finalen Equity-Value zu erhalten, müssen von dem resultierenden Enterprise-Value die drei abgebildeten Positionen Nettofinanzverbindlichkeiten, Pensionsrückstellungen sowie der durchschnittliche Kapitalbedarf für das Working-Capital subtrahiert werden. Um einen passenden Multiplikator zu wählen, sind im Wesentlichen vier Schritte notwendig, die der nachfolgenden Abbildung (Abb. 44) entnommen werden können.



Abbildung 44: Prozess einer Multiplikatorbewertung (Quelle: Eigene Darstellung nach Ernst et al., 2018, S. 224)

Als erster zentraler Erfolgsfaktor zur Ermittlung eines adäquaten (Branchen-)Multiplikators ist die Vergleichbarkeit der Unternehmen zu nennen (vgl. Wagner, 2005, S. 10). Auf den ersten Blick ist die Bewertung anhand dieser Methode einfach praktizierbar. Wird der Multiplikator jedoch selbstständig ermittelt, so wird auch bei diesem Verfahren die Komplexität erkenntlich. Für die angemessene Wahl von vergleichbaren Unternehmen ist eine akkurate Analyse des bewertenden Unternehmens unverzichtbar. Für die Auswahl werden zwei wesentliche Eigenschaften vorausgesetzt: Aus bewertungstheoretischer Sicht handelt es sich dann um ein vergleichbares Unternehmen, wenn die zu erwartenden finanziellen Ausschüttungen an die Anteilseigner einander ähnlich sind und die Branchenzugehörigkeit äquivalent zum Target sind. Des Weiteren sind vergleichbare Eigenschaften wie die Risikostruktur des Unternehmens, Geschäftsstrategie, Rechnungslegung, Gesellschafterstruktur, Kundenstruktur, Unternehmensgröße und Wachstumspotenzial sowie Profitabilität von großer Bedeutung (vgl. Caumanns, 2018, S. 29f). Im Rahmen der Risikostruktur sind auch die Risiken aus den Pensionsplänen zu untersuchen. Dies ist allerdings eine Herausforderung, da unter Umständen bedeutende Informationen zur Risikostruktur von Pensionsplänen nicht öffentlich zugänglich sind (vgl. Schmitt, 2005, S. 117).

Wurden die wesentlichen Eigenschaften des Bewertungsobjektes herausgearbeitet und vergleichende Unternehmen (Peergroup) identifiziert, erfolgt im nächsten Schritt die Identifikation einer geeigneten Kennzahl, um den Multiple bilden zu können (vgl. Wagner, 2005, S. 13f; vgl. Caumanns, 2018, S. 28). Die ausgewählte Referenzgröße sollte den bedeutendsten Werttreiber widerspiegeln und zugleich einen sinnvollen Zusammenhang zum Wert darstellen. In der Praxis ist dies eine finanzwirtschaftliche Kennzahl, die den Cash-Kreislauf stark beeinflusst. Als mögliche Ergebnismultiplikatoren werden in der Praxis beispielsweise EBIT bzw. EBITDA herangezogen (vgl. Löhnert; Böckmann, 2009, S. 576). Der Unternehmenswert anhand der Multiplikatormethode lässt sich wie folgt abbilden (vgl. Ernst et al., 2018, S. 225):

Unternehmenswert = *aggregierter Multiplikator* × *Bezugsgröße*

Formel 10: Berechnung Unternehmenswert

Multiplikatoren lassen sich abhängig vom Marktwert in Equity-Value- bzw. in Enterprise-Value-Multiplikatoren gliedern. Die Auswahl ist davon abhängig, welche Bezugsgröße verwendet wird (vgl. Löhnert; Böckmann, 2009, S. 577). Kommt eine Bezugsgröße zum

Einsatz, die ausschließlich durch das Eigenkapital generiert wird, so wird diese ins Verhältnis mit dem Equity-Value gesetzt. Wird hingegen eine Kenngröße verwendet, die durch das gesamte Kapital erwirtschaftet wird und somit allen Kapitalgebern zusteht, ist für die Multiplikatorermittlung der Enterprise-Value heranzuziehen (vgl. Ernst et al., 2018, S. 228). Im Folgenden werden die verschiedenen Multiplikatoren vorgestellt.

4.6.3.5.2 Equity-Value-Multiple

Wie im vorangegangenen Abschnitt erläutert, beziehen sich Equity-Multiplikatoren auf den Marktwert des Eigenkapitals. Letzterer wird im Rahmen dieses Verfahrens in Beziehung zu einem ausgewählten Indikator gesetzt. Als möglicher Indikator können diverse Unternehmenskennzahlen verwendet werden (vgl. Löhnert; Böckmann, 2009, S. 577). Das in der Praxis gängigste Verfahren ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis (vgl. Löhnert; Böckmann, 2009, S. 576; vgl. Adrian, 2005, S. 60f). Bei dieser Methode wird der Aktienkurs in Relation des erzielten Gewinns je Aktie gesetzt (vgl. Löhnert; Böckmann, 2009, S. 576). Im übertragenen Sinn kann der Aktienkurs als Marktkapitalisierung des zu bewertenden Unternehmens und der Jahresüberschuss als Gewinn je Aktie bezeichnet werden. In der unten stehenden Tabelle (Tab. 12) werden neben dem Kurs-Gewinn-Verhältnis weitere Ansätze und die dazugehörigen Vor- bzw. Nachteile skizziert, die der Kategorie der Equity-Value-Multiplikatoren zuzuordnen sind.

Bezugsgröße	Ermittlung	Vor-/Nachteil
Jahresüberschuss	Bereinigter Jahresüberschuss	(+) Steht zur Ausschüttung zur Verfügung (-) Beeinflussung durch bilanzpolitische Effekte (-) Beeinflussung durch Verschuldungsgrad
Eigenkapitalbuchwert	Eigenkapital aus Bilanz	(-) Ertragswert wird nicht berücksichtigt (-) Beeinflussbare Größe durch Verschuldungsgrad

Tabelle 12: Equity-Value-Multiples (Quelle: Eigene Darstellung nach Löhnert; Böckmann, 2009, S. 577)

4.6.3.5.3 Enterprise-Value-Multiple

Im Gegensatz zum Equity-Value-Multiplikator wird bei Enterprise-Value-Multiplikatoren der Marktwert des gesamten Kapitals herangezogen (vgl. Löhnert; Böckmann, 2009, S. 576; vgl. Krolle, 2005, S. 20). Das Gesamtkapital kann durch die Addition des Eigenkapitals und der Nettofinanzverbindlichkeiten errechnet werden. Wie bereits angeführt, wird in der Praxis häufig das EBIT als Multiplikator verwendet. Dabei wird der Unternehmenswert in Relation zum EBIT bzw. dem operativen Gewinn gesetzt (vgl. Löhnert; Böckmann, 2009, S.

576). Um einen Überblick über die gängigsten Enterprise-Value-Multiplikatoren geben zu können, wurde die folgende Tabelle (Tab. 13) erstellt.

Bezugsgröße	Ermittlung	Vor-/Nachteil
Umsatz	Aus der GuV	(+) Auch anwendbar bei unbekanntem Gewinn (+) Auch bei Krisenunternehmen anwendbar
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Abschreibungen und Ertragssteuern	(+) Keine Beeinflussung durch unterschiedliche Abschreibungsmethoden (-) Keine Berücksichtigung der unterschiedlichen Kapitalintensität und somit Reinvestitionserfordernisse
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Ertragssteuern	(+) Berücksichtigt unterschiedliche Kapitalintensität (-) Verfälschung durch unterschiedliche Abschreibungsmethoden

Tabelle 13: Enterprise-Value-Multiples (Quelle: Eigene Darstellung nach Löhnert; Böckmann, 2009, S. 577)

4.6.3.5.4 Transaction-Multiple

Multiplikatoren vergleichbarer, bereits durchgeführter M&A Transaktionen haben für die Bewertung im Rahmen einer Unternehmenstransaktion eine hohe Relevanz. Die Systematik ist grundsätzlich dieselbe wie bei Multiplikatoren von börsennotierten Unternehmen, mit dem Unterschied, dass als Marktwert der Transaktionswert verwendet wird (vgl. Caumanns, 2018, S. 35).

4.6.3.5.5 Branchen-Multiple

Bei diesem Faktor werden für mehrere Unternehmen einer gemeinsamen Branche Multiplikatoren berechnet, die im Anschluss zu einem gemeinsamen Wert bzw. zu einem Multiplikator aggregiert werden (vgl. Caumanns, 2018, S. 37). Grundlage hierfür bilden bereits durchgeführte Transaktionen. Branchenmultiplikatoren werden durch Plattformen im Internet veröffentlicht, was unter Umständen die selbstständige Berechnung erspart (vgl. Exler, 2013a, S. 84). Der finale Unternehmenswert wird durch die Multiplikation eines EBIT-Multiple und einer ausgewählten Bezugsgröße wie des Umsatzes bzw. des Gewinns berechnet.

4.6.4. Berücksichtigung von Pensionsverpflichtungen in der Unternehmensbewertung

Nachdem die Darstellung der grundlegenden Konzepte und Inhalte der Unternehmensbewertung sowie Erläuterungen zur bilanziellen Handhabung von Pensionsverpflichtungen erfolgten, wird eine Einordnung der pensionspezifischen Einflussparameter in die Unternehmensbewertung vorgenommen. Wie angeführt, werden in der Praxis im Wesentlichen die Brutto-DCF-Methode (WACC) sowie die Nettomethode (Flow-to-Equity) verwendet. Diese beiden Verfahren werden hinsichtlich zu berücksichtigender Pensionsspezifika nachfolgend dargestellt.

4.6.4.1. Analyse des Bruttoansatzes

In Kapitel 4.6.3.3 wurde die Verfahrensweise des Bruttoansatzes dargestellt. Dabei wird im ersten Schritt der Wert des gesamten Unternehmens berechnet. Im zweiten Schritt wird der Wert der Schulden abgezogen, um den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln. Die WACC-DCF-Methode kann anhand folgender Formel abgebildet werden:

$$W_{EK,0} = \frac{oFCF_1}{1 + WACC_1} + \frac{oFCF_2}{1 + WACC_2} + \frac{oFCF_n}{1 + WACC_n} + TV - \text{Wert}_{\text{Schulden (inkl. Pensionsdefizit)}}$$

Formel 11: Berechnung Unternehmenswert nach WACC-Bruttomethode

Hinsichtlich des im Zähler dargestellten operativen Free Cashflows sowie des im Nenner abgebildeten WACC ist zu analysieren, welche Implikationen Pensionsverpflichtungen für diese Größen haben. Wie die theoretische Ausarbeitung in Kapitel 4.6.3.3.1 aufgezeigt hat, sollten pensionspezifische Kosten als separater Baustein im WACC abgebildet werden. Der hier dargestellte operative Free Cashflow sollte hinsichtlich einer stringenten Unternehmensbewertung weder Finanzierungseffekte (Interest-Cost) sowie Dienstzeitaufwände (Service-Cost) beinhalten und daher entsprechend bereinigt werden. In der nachfolgenden Grafik (Abb. 45) werden pensionspezifische Aufwands- sowie Ertragsgrößen in die buchhalterische Jahresabschlussstellung eingeordnet.

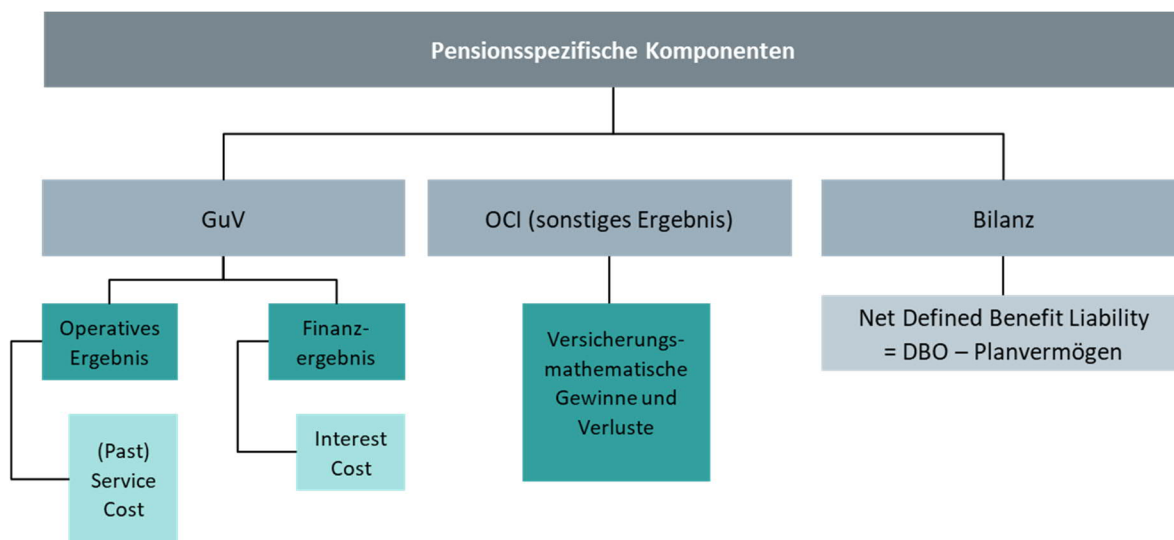


Abbildung 45: Pensionspezifische Komponenten im Jahresabschluss (Quelle: Eigene Darstellung)

Wie aus der Grafik hervorgeht, fließen die beiden Komponenten ‚Service-Cost‘ sowie ‚Past-Service-Cost‘ in das operative Ergebnis ein und sind somit im operativen Free Cashflow enthalten. Um die zuvor erläuterte Methodik hinsichtlich eines bereinigten operativen Free Cashflows umzusetzen, ist im Rahmen der Unternehmensbewertung eine Bereinigung der Kapitalflussrechnung notwendig. Die Bereinigung des Cashflows sieht dabei vor, dass Zahlungsgrößen, die nicht tatsächlich abgeflossen und somit nicht zahlungswirksam sind, addiert werden. Dies sind beispielsweise Effekte aus den Abschreibungen von Sachanlagen. Auch die beiden Positionen ‚Service-Cost‘ und ‚Past-Service-Cost‘ können als nicht zahlungswirksame Effekte bezeichnet werden. Tatsächlich fließen keine liquiden Mittel vom Unternehmen ab, es werden lediglich die Rückstellungen erhöht.

Wie ausführlich dargestellt wurde, werden im Rahmen des WACC-Verfahrens die zugehörigen Schulden (= Pensionsrückstellungen) in einem separaten Schritt abgezogen, um den Unternehmenswert zu berechnen. Mittels dieses Berechnungsschrittes werden somit die Pensionsrückstellungen und dementsprechend der Dienstzeitaufwand, der am Ende eines jeden Geschäftsjahres in die Pensionsrückstellungen hinzugeführt wird, berücksichtigt. Es wäre somit ein systematischer Fehler, den Cashflow um die dargestellten Positionen (Service-Cost und Past-Service-Cost) zu bereinigen und im Nachgang nochmals die korrespondierende Zuführung der Rückstellung abzuziehen. Dies würde zu einer doppelten Berücksichtigung führen. Die nachfolgende vereinfachte Grafik (Abb. 46) verdeutlicht diesen Sachverhalt.

Cashflow-Adjustments		in EUR
Umsatzerlöse		400
Personalkosten		-200
	<i>davon Zuführung in Pensionsrückstellung (Service-Cost und Past-Service-Cost)</i>	- 100
= operatives Betriebsergebnis		200
Bereinigung nicht zahlungswirksamer Größen (+)		(+ 100)
= operativer Free Cashflow (nach Bereinigung)		300

Abbildung 46: Cashflow-Anpassungen (Quelle: Eigene Darstellung)

Für den Fall, dass die dargestellten 100 EUR aus den Positionen ‚Service-Cost‘ bzw. ‚Past-Service-Cost‘ in der Kapitalflussrechnung bereinigt (hinzuaddiert) werden, ist darauf zu achten, dass der adjustierte Betrag entsprechend in der Zuführung der Pensionsrückstellung (600 EUR – 100 EUR) beachtet (abgezogen) wird, um eine doppelte Berücksichtigung zu vermeiden.

Die alternative und empfohlene Methode besteht darin, keine Bereinigung der Kapitalflussrechnung vorzunehmen und die entsprechende Zuführung in der Pensionsrückstellung entsprechend zu berücksichtigen (vgl. Ernst et al., 2018, S. 156). Neben den dargestellten operativen Cashflow-Komponenten kommt als weiterer zu berücksichtigender Parameter der Aufwand hinzu, der dem Finanzierungsbereich

zuzuordnen ist. Diese Komponente wird durch die Interest-Costs gebildet und stellt den periodischen Zinsaufwand für die Pensionsverpflichtungen dar. Dabei ergibt sich der Aufwand aus der Multiplikation der Pensionsverpflichtung mit dem entsprechenden Abzinsungszinssatz. Der jeweilige Zinsaufwand wird analog dem Dienstzeitaufwand (Service-Cost) in die Pensionsrückstellungen zugeführt. Hierbei ist anzumerken, dass der Zinsaufwand nicht im operativen Cashflow abgebildet wird und daher keine gesonderte Berücksichtigung notwendig ist. Es ist allerdings festzuhalten, dass unter IFRS-Gesichtspunkten im Rahmen der Due Diligence geprüft werden sollte, ob der Zinsaufwand dem Finanzergebnis korrekt zugeordnet worden ist. Der in die Pensionsrückstellung zugeführte Zinsaufwand wird im Rahmen des Schuldenabzugs subtrahiert. Da der operative Free Cashflow vom Zinsaufwand unberührt bleibt, ist eine weitere Adjustierung des Cashflows somit nicht notwendig.

Wie auch in Kapitel 4.6.3.3.1 erläutert, werden im Rahmen des Bruttoansatzes die Pensionsrückstellungen als separate Abzugsposition vom errechneten Gesamtunternehmenswert subtrahiert, um den Marktwert des Eigenkapitals zu bestimmen. Dies wird in der folgenden Grafik (Abb. 47) dargestellt:

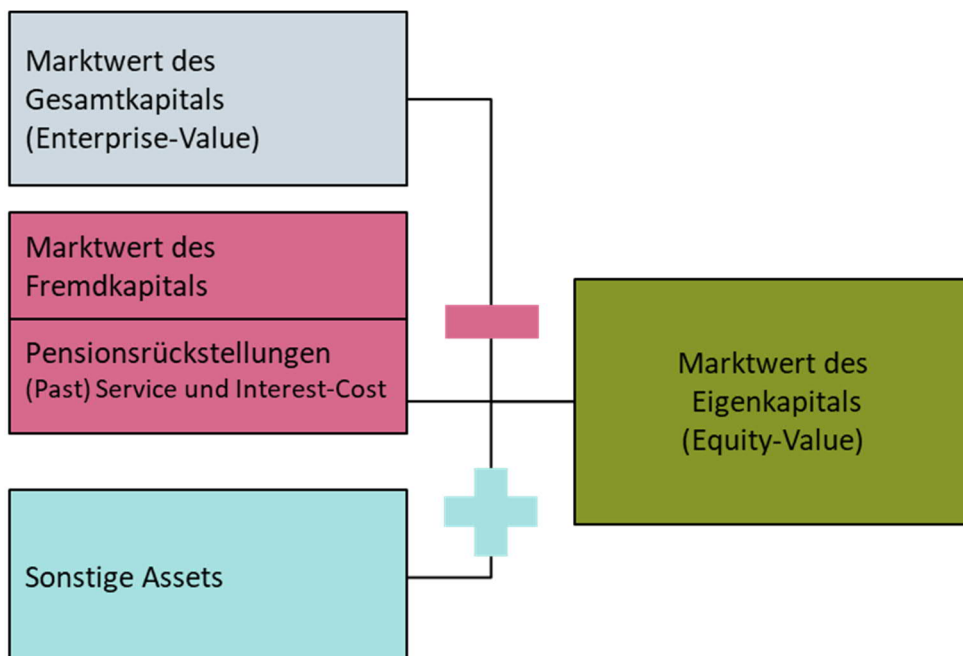


Abbildung 47: Berechnung des Equity-Value (Quelle: Eigene Darstellung nach Ernst et al., 2018, S. 226)

Wie der Grafik zu entnehmen ist, werden im Rahmen der Bruttomethode Fremdkapitalpositionen nicht in der korrigierten Kapitalflussrechnung berücksichtigt, da

diese durch den separaten Schuldenabzug in die Bewertung einfließen. Die Kosten für das Fremdkapital finden anders als bei der Nettomethode im Abzinsungsfaktor (WACC) Berücksichtigung. Wie in Kapitel 4.6.3.3.1 aufgezeigt, bildet der WACC die durchschnittlichen Kapitalkosten ab. Da Pensionsverbindlichkeiten einen schuldnerischen Charakter aufweisen und übergeordnet als Fremdkapital bezeichnet werden können, ist es notwendig, die anfallenden pensionspezifischen Kosten im WACC zu berücksichtigen. Für eine stringente WACC-Ermittlung wird empfohlen, den Finanzierungssatz für die Pensionsverpflichtungen getrennt vom verzinslichen Fremdkapital zu betrachten. Dies liegt im Wesentlichen an den unterschiedlichen Charakteristika der beiden Positionen: Während Fremdkapital, beispielsweise in Form eines Darlehens, an feste Konditionen wie Laufzeit, Zinssatz etc. gekoppelt ist, stellen Pensionsverpflichtungen ein volatiles Konstrukt dar. Für die Berechnung der pensionspezifischen Kapitalkosten im WACC wird der Gesamtbestand an Pensionsrückstellungen mit dem spezifischen Kapitalkostensatz der Pensionsverpflichtungen multipliziert. Die Berechnung des pensionspezifischen Kapitalkostensatzes für die Pensionskomponente kann wie folgt durchgeführt werden (vgl. Ernst et al., 2018, S. 156):

$$WACC_{\text{Pensionen}} = \frac{\text{Zinsaufwand für Pensionen}_n}{\text{Pensionsrückstellungen}_n} - \text{Tax Shield}$$

Formel 12: Berechnung der Pensionskosten für WACC

Eine weitere Besonderheit für die Berechnung des pensionspezifischen WACC ergibt sich aus möglichen Steuereffekten der Zinsaufwendungen der Finanzierungskosten für Pensionen. Der Effekt der Unternehmenssteuerersparnisse (Tax-Shield) ist dabei im WACC zu berücksichtigen (vgl. Mugler; Zwirner, 2013, S. 306).

4.6.4.2. Analyse des Nettoansatzes

Im Rahmen des DCF-Nettoansatzes wird der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals direkt durch die Diskontierung des Flow-to-Equity-Cashflows ermittelt. Für die Diskontierung wird dabei der in Kapitel 4.6.3.3.1.2 dargestellte Eigenkapitalzinssatz verwendet. Die Berechnung des Marktwertes EK wird formal wie folgt durchgeführt:

$$W_{EK,0} = \frac{FTE_1}{1 + EKr_1} + \frac{FTE_2}{1 + EKr_2} + \frac{FTE_n}{1 + EKr_n} + TV$$

Formel 13: Berechnung Eigenkapitalmarktwert durch Nettoansatz

Mit:

- EK = Eigenkapital
- FtE = Flow-to-Equity-Cashflow
- EK_r = Abzinsungsfaktor für das Eigenkapital, basierend auf dem CAPM-Ansatz
- TV = Terminal-Value

Der FtE-Cashflow wird als der Überschuss bezeichnet, der den Eigenkapitalgebern zur Verfügung steht. Analog zum DCF-Bruttoansatz werden die Kapitalkosten periodenspezifisch berechnet. Die wesentliche Abweichung in der Berechnungslogik von der Bruttowertmethode liegt darin, dass durch die Heranziehung des FTE-Cashflows bereits alle Schuldenpositionen berücksichtigt werden und kein separater Abzug durchgeführt wird. Der Cashflow ‚FtE‘ berücksichtigt somit bereits sämtliche pensionsspezifische Parameter in der grundlegenden Kalkulation. Durch die Abdiskontierung mit dem Eigenkapitalzinssatz ist damit auch keine weitere Anpassung pensionsspezifischer Kosten im Abzinsungzinssatz erforderlich.

4.6.4.3. Berücksichtigung des Terminal-Value

Eine detaillierte Planung der Cashflows erfolgt im Rahmen des Businessplans für die ersten fünf Jahre – der letzte Teil der Cashflow Zeitreihe wird als Terminal-Value bezeichnet (vgl. Ernst et al., 2018, S. 38f). Hinsichtlich der Ermittlung des pensionsspezifischen Bausteins für den Terminal-Value ist anzuführen, dass hierbei grundsätzlich von einem Gleichgewichtszustand ausgegangen wird, sobald die Detailplanungsphase von fünf Jahren abgeschlossen ist. Für die pensionsspezifischen Komponenten bedeutet dies, dass die Zuführungen in die Pensionsrückstellungen (Pensionsaufwendungen) äquivalent zur Auflösung der Pensionsrückstellungen (Pensionsauszahlungen) sind (vgl. Ernst et al., 2018, S. 157). Eine alternative Bestimmung des pensionsspezifischen Teils im Terminal-Value kann durch eine Annuität erfolgen. Hierbei werden die ermittelten Annuitäten als jährliche Pensionsaufwendungen in den Personalkosten abgebildet (vgl. Ernst et al., 2018, S. 158). In der Praxis werden für solche Berechnungen oftmals Aktuarien als Berater hinzugezogen,

um eine adäquate Prognosekalkulation anhand von pensionspezifischen Parametern durchzuführen.

4.6.4.4. Zusammenfassung der Unterschiede und Implikationen der Discounted-Cashflow-Methoden

In der nachfolgenden Tabelle (Tab. 14) werden die wesentlichen Unterschiede sowie die Implikationen der beiden DCF-Verfahren zusammengefasst.

Methode	Bruttoansatz (WACC-Ansatz)	Nettoansatz (Equity-Ansatz)
Herangezogener Cashflow	FCF	FtE
Zinssatz für Cashflow	WACC – drei Komponenten: - Eigenkapitalkosten - Fremdkapitalkosten - Pensionskosten	EK-Zinssatz (Berechnung erfolgt auf Basis des CAPM)
Berücksichtigung der bilanzierten Pensionsrückstellung	Separater Abzug vom errechneten Unternehmensgesamtwert als Finanzverbindlichkeit; Pensionsrückstellungen enthalten die Positionen i) Past-Service-Cost, ii) Service-Cost sowie iii) Interest-Cost	Vollständige Berücksichtigung in der Flow-to-Equity-Cashflow-Berechnung

Tabelle 14: Differenzierungsmerkmale der Discounted-Cashflow-Methoden Entity vs. Equity (Quelle: Eigene Darstellung)

Mit beiden untersuchten DCF-Verfahren soll der Unternehmenswert als Marktwert des Eigenkapitals ermittelt werden. Hierzu werden die jeweiligen Cashflows mit entsprechenden Zinssätzen diskontiert. Die Bruttomethode stellt dabei den komplexeren Teil dar, da neben der Heranziehung unterschiedlicher Zinssätze für Eigen-, Fremd- sowie Pensionskosten auch darauf zu achten ist, bestimmte Zahlgrößen nicht doppelt in die Bewertung aufzunehmen. Während bei der Bruttomethode der pensionsrelevante Teil der bilanziellen Rückstellungen in einem separaten Schritt vom errechneten Gesamtunternehmenswert abgezogen wird, erfolgt die Berücksichtigung der

Pensionsrückstellung im Rahmen der Nettomethode direkt in der Berechnung des Flow-to-Equity-Cashflows.

4.7. Zusammenfassung und Erkenntnisgewinn

Eine akkurate Abgrenzung der beiden Begrifflichkeiten ‚Equity-Value‘ und ‚Enterprise-Value‘ ist für die Unternehmensbewertung unerlässlich, da der tatsächlich bezahlte Kaufpreis den Marktwert des errechneten Eigenkapitals (Equity-Value) widerspiegelt und sachlogisch vom Unternehmenswert (Enterprise-Value) abweichen kann. Da Pensionsverpflichtungen bzw. die entsprechenden Rückstellungen als Finanzverbindlichkeit klassifiziert werden, ist darauf zu achten, dass diese vom Gesamtunternehmenswert subtrahiert werden. Auch ein möglicher Bestand an liquiden Mitteln fließt nicht in den Kaufpreis ein. In der Praxis wird der Begriff ‚Cash and Debt Free‘ verwendet, der Kaufpreis beinhaltet somit weder liquide Mittel noch Schulden (vgl. Exler, 2010, S. 324). Aus Sicht der Strategischen Investoren ist es zudem notwendig, an die Bewertungsmodellierung spezielle Anforderungen zu adaptieren. Der Investor prüft nach erfolgter Akquisition kontinuierlich, ob die geplanten Zielwerte erreicht werden. Als Grundlage dient ein integriertes Bewertungsmodell. In diesem sind auch Implikationen der Pensionsverpflichtungen akkurat abzubilden. Im Rahmen der Empirie werden diese Erkenntnisse diskutiert.

Zur Ermittlung von Unternehmenswerten können neben den relevanten DCF-Verfahren auch Vergleichswertverfahren in Form von Multiplikatorenverfahren angewendet werden. Bei der Anwendung dieser Verfahren wird eine Multiplikation von ausgewählten Finanzkennzahlen mit definierten ‚Multiples‘ durchgeführt, um einen Unternehmenswert zu erhalten. Die Bandbreite des Multiplikators wird durch den Vergleich mit ähnlichen Unternehmen (Peer Group) gebildet. Hinsichtlich der betrachteten Pensionsverpflichtungen ist anzumerken, dass sich Vergleichsunternehmen nur schwer definieren lassen, da in der Regel Informationen zur genauen Risikonatur von Unternehmen, insbesondere zu deren Pensionsrisiken, nicht transparent offengelegt sind. Die Multiplikatormethode eignet sich daher als ergänzendes Instrument zur Plausibilisierung der auf Basis des DCF errechneten Unternehmenswerte. Auch für eine erste indikative Unternehmenswertermittlung kann die Multiplikatormethode genutzt werden.

Wie zudem in Kapitel 4.3 dargestellt wurde, existieren unterschiedliche Zwecksetzungen für die Durchführung von Unternehmensbewertungen. Für ein M&A-Projekt ist die Argumentationsfunktion entscheidend, da der ermittelte Wert die Ausgangsbasis für die Kaufpreisverhandlung darstellt. Inwiefern Verhandlungsspielraum für die pensionspezifischen Einflussgrößen besteht, wird im Rahmen der empirischen Analyse untersucht.

Die theoretische Ausarbeitung der Bewertungsverfahren hat aufgezeigt, dass die Bruttomethode den weitaus komplexeren Teil hinsichtlich sich ergebender Implikationen für Pensionsverpflichtungen darstellt. Im Rahmen des Bruttoansatzes ist insbesondere auf die Berechnungsmethodik des operativen Free Cashflows zu achten, da hier gegebenenfalls nicht zahlungswirksame Positionen (Service-Cost) im operativen Free Cashflow korrigiert werden und der entsprechende Teil zusätzlich in der Rückstellung verbleibt. Dies führt zu einer doppelten Berücksichtigung und einer systematischen Fehlbewertung.

5. Empirische Untersuchung

Um die Implikationen von Pensionsverpflichtungen für die Unternehmensbewertung im weiteren Forschungsverlauf adäquat einordnen zu können, wird im Folgenden eine Bestandsaufnahme der bisher erlangten theoretischen Erkenntnisse durchgeführt. Durch die theoretische Detailanalyse der Kerngebiete i) Pensionsverpflichtungen sowie ii) Unternehmensbewertung konnte bestätigt werden, dass Pensionsverpflichtungen auf bestimmte Parameter der Unternehmensbewertung Einfluss nehmen.

Eine bedeutende Rolle nimmt hierbei die Fragestellung ein, welches Verfahren sich vornehmlich für einen Strategischen Investor eignet. Diese Fragestellung wird im empirischen Teil näher analysiert, die theoretisch erlangten Erkenntnisse fließen dabei mit ein. Die dezidierte Analyse der einzelnen Pensionsparameter zeigte die zahlreichen Stellschrauben für die Berechnung der Pensionsverpflichtungen auf. Zudem können auch unterschiedliche Bilanzierungsrichtlinien (HGB vs. IFRS) einen starken Einfluss auf den berechneten Pensionsverpflichtungsumfang nehmen. Während die HGB-Rechnungslegung konservativere Annahmen widerspiegelt, orientieren sich die Parameter der IAS stärker am Kapitalmarkt.

Mit den nachfolgenden Erläuterungen sowie Analysen wird das Ziel verfolgt, die in der Theorie dargestellten Themenschwerpunkte zu untersuchen und dezidierte Antworten auf die definierten Forschungsfragen (vgl. Kapitel 1.6) zu erarbeiten. Als empirisches Instrumentarium zur Auswertung der durchgeführten Studie wurde die qualitative Inhaltsanalyse nach Mayring (2015) angewandt. Wie in Kapitel 1.3 dargestellt wurde, existieren bis dato ausschließlich quantitative Studien zum hier untersuchten Forschungsgebiet. Mittels des angewendeten qualitativen Ansatzes sollen somit offengebliebene Frage- sowie Aufgabenstellungen aus den bestehenden Studien aufgegriffen und qualitativ analysiert werden. Die hier vorgelegte qualitative Methodik stellt weitgehend ein Alleinstellungsmerkmal im hier betrachteten Forschungsgebiet dar.

Im vorliegenden Kapitel wird zu Beginn die theoretischen Grundlagen von Experteninterviews beschrieben. Wie angeführt, erfolgte die Auswertung auf Basis der qualitativen Inhaltsanalyse nach Mayring (2015), dessen Charakteristika in Kapitel 5.2.1

skizziert werden. Für die Interviews wurde zudem ein eigens entwickeltes Praxisbeispiel herangezogen, das in Abschnitt 5.2.2 dargestellt wird. Die den Untersuchungen zugrunde liegende Stichprobe stellt eine wesentliche Komponente dieser empirischen Prüfung dar. Aus diesem Grund wird die Zusammenstellung der Stichprobe in Abschnitt 5.2.3 näher erläutert. Die Gütekriterien der empirischen Studie werden in Abschnitt 5.2.4 beschrieben. Die Auswertung der durchgeführten Experteninterviews anhand eines eigens entwickelten Ablaufmodells erfolgt in Kapitel 5.3 gefolgt von der Interpretation in Kapitel 5.4. Auf Basis der theoretischen sowie empirischen Erkenntnisse folgt in Kapitel 6 eine Schlussbetrachtung sowie mögliche Implikationen für die Wissenschaft und Praxis.

Die Struktur des Kapitels für die empirische Untersuchung wird in der folgenden Abbildung (Abb. 48) zusammenfassend skizziert.



Abbildung 48: Struktur der empirischen Untersuchung (Quelle: Eigene Darstellung)

Das primäre Ziel der Befragungen ist es, Herausforderungen der Pensionsbewertung sowie Implikationen der Pensionsverpflichtungen für die Unternehmensbewertung zu erarbeiten. Die Auswertungen und Interpretationen, die in Kapitel 5.3 sowie Kapitel 5.4 präsentiert werden, dienen der wissenschaftlichen Forschung und der betrieblichen Praxis.

5.1. Theoretische Grundlagen des Experteninterviews

Das Interview durch Befragung von Experten stellt eine qualitative Methode der Datenerhebung in der empirischen Sozialforschung dar (vgl. von dem Berge, 2020, S. 276). In der Literatur bestehen unterschiedliche Definitionen für den Begriff ‚Experteninterview‘. Es können dabei drei grundlegende Arten des Experteninterviews unterschieden werden: das explorative, das theoriegenerierende sowie das systematisierende Interview (vgl. Bogner, 2002, S. 37). Diese Untergruppen des Experteninterviews werden in den folgenden Abschnitten kurz dargestellt.

5.1.1. Exploratives Experteninterview

Durch die Funktion der Exploration hat sich das Experteninterview in der empirischen Sozialforschung etabliert und hat an Beliebtheit gewonnen (vgl. Bogner, 2002, S. 37). Experteninterviews können sowohl in quantitativ als auch in qualitativ ausgerichteten Forschungsprojekten dazu dienen, eine erste Orientierung in thematisch unberührten Themenbereichen herzustellen. Als eine wesentliche Zielsetzung der explorativen Funktion kann aufgeführt werden, dass Experteninterviews dazu dienen können, Problemstellungen zu schärfen und dem Forschungsinteressenten somit die Bedeutung des untersuchten Sachverhalts näherzubringen (vgl. Bogner, 2002, S. 37). Explorative Experteninterviews werden somit dafür verwendet, eine thematische Strukturierung für das Forschungsgebiet herzustellen und dadurch Hypothesen abzuleiten (vgl. Bogner, 2002, S. 37). An dieser Stelle ist anzumerken, dass die vorliegende Forschungsarbeit keine Hypothesen beinhaltet, sondern als Ziel die Beantwortung der gestellten Forschungsfragen gemäß Kapitel 1.6 enthält.

Es empfiehlt sich, explorative Experteninterviews weitestgehend offen zu führen. Aus Gründen der demonstrativen Professionalität gegenüber den Befragten ist es jedoch ratsam, einen Leitfaden für den Gesprächsablauf zu strukturieren (vgl. Bogner, 2002, S. 37). Der wesentliche Unterschied des explorativen Interviews zu den nachfolgenden Arten liegt darin, dass der Fokus nicht auf Vergleichbarkeit, Vollständigkeit oder Standardisierbarkeit der Daten gelegt ist, sondern für eine erste grobe Orientierung im Forschungsgebiet dient (vgl. Bogner, 2002, S. 37).

5.1.2. Theoriegenerierendes Experteninterview

Das theoriegenerierende Experteninterview ist ein von Meuser und Nagel (2002) entwickeltes Konzept. Im Rahmen eines theoriegenerierenden Experteninterviews wird der Experte nicht isoliert als Katalysator des Forschungsprozesses gesehen, sondern vielmehr als eine subjektiv erkenntnisbringende Quelle. Bogner (2002, S.38) führt an, dass diese Erkenntnis durch eine „kommunikative Erschließung und analytische Rekonstruktion der subjektiven Dimension“ erreicht wird. Die Vergleichbarkeit der Expertenmeinungen wird durch die gemeinsame organisatorische Zugehörigkeit gesichert. Ziel des Verfahrens

ist die Theoriegenerierung anhand einer interpretativen Generalisierung einer Typologie (vgl. Bogner, 2002, S. 38).

5.1.3. Systematisierendes Experteninterview

Mit dem systematisierenden Experteninterview wird wie mit dem explorativen Experteninterview das Ziel verfolgt, an Expertenwissen zu gelangen und so eine bestehende Thematik zu diskutieren (vgl. Bogner, 2002, S. 37). Bei dieser Variante des Experteninterviews steht eine systematische und ganzheitliche Informationsgewinnung im Vordergrund (vgl. Bogner, 2002, S. 37). Dabei stellt der Experte seine Sichtweise zum Thema dar. Die befragten Experten werden hier als Ratgeber eingestuft. Sie verfügen somit über spezielles Fachwissen, das dem Forscher nicht vorliegt (vgl. Bogner, 2002, S. 37; vgl. Helfferich, 2009, S. 162). Das Interview kann anhand eines Leitfadens durchgeführt werden. Es besteht auch die Möglichkeit, eine standardisierte Befragung in Form der Delphi-Methode zu verwirklichen (vgl. Bogner, 2002, S. 38). Anders als beim explorativen Experteninterview steht bei einem systematisierenden Experteninterview die thematische Vergleichbarkeit der untersuchten Daten im Fokus (vgl. Bogner, 2002, S. 38).

Im nachfolgenden Abschnitt wird das angewendete Forschungsinstrument in Form des teilstandardisierten Interviews erläutert. Letzteres lehnt sich an das beschriebene systematisierende Experteninterview an, da durch die Expertenbefragungen definierte Themenbereiche untersucht werden. Die Charakteristika des explorativen sowie theoriegenerierenden Experteninterviews sind hierbei von nachgelagerter Natur.

5.2. Charakteristika des angewandten Instrumentariums

Die Durchführung der Interviews erfolgte durch teilstandardisierte Interviews, die anhand eines Leitfadens geführt wurden. Nach Gläser und Laudel stellt das teilstandardisierte Interview in Anlehnung an einen Leitfaden ein bedeutendes Instrument zur Erhebung von qualitativen Daten dar (vgl. 2010, S. 142). Auf Basis der Erkenntnisse, die durch die theoretische Ausarbeitung des Forschungsgebietes generiert wurden, wurde ein teilstandardisierter Leitfaden konzipiert. Auch die in Kapitel 5.2.4 dargestellte Güte sowie die daraus resultierende Qualität der erhobenen Daten sind von der Konzeption des standardisierten Fragebogens abhängig (vgl. Helfferich, 2019, S. 669). Der vollständige

Fragebogen kann dem Anhang entnommen werden. Nachfolgend ist eine komprimierte Kategorisierung der im Leitfaden enthaltenen Fragen abgebildet.

Kategorie	Frage	Zielsetzung
Allgemeine Fragen zur Person	A. Allgemeine Fragen zur Person bezüglich des beruflichen Profils sowie zum M&A-Track-Record	Nachweis, dass es sich um einen Experten handelt
Unternehmensbewertung	1. Welches Bewertungsverfahren eignet sich im Allgemeinen für die Bewertung eines Unternehmens?	Relevante Verfahren in der Praxis identifizieren
Bewertung von Pensionsverpflichtungen (national und international)	2. Wie werden Pensionsverpflichtungen international bewertet?	Besonderheiten in internationalen Transaktionen identifizieren
Bewertung/Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen	3. Welche Herausforderungen entstehen durch internationale Pensionspläne für die Bewertung, existieren ein einheitlicher länderübergreifender Ansatz für die Bewertung von Pensionsverpflichtungen? Beispiel: Ein Pensionsplan in den USA, einer in China, einer in Deutschland. Wie wird das bewertet?	Umgang mit Pensionsverpflichtungen in internationalen M&A-Transaktionen

Kategorie	Frage	Zielsetzung
Implikation von Pensionsverpflichtungen für die Unternehmensbewertung bzw. Verhandlung	<p>4. Wird ein mögliches Risiko durch Pensionsverpflichtungen in der Bewertung bzw. im Kaufpreis berücksichtigt?</p> <p>5. Wie werden die versicherungsmathematischen Parameter durch die Gegenpartei (Verkäufer) akzeptiert? Beispiel: Die Diskont-Rate ist der größte Hebel für die Berechnung von Pensionsverpflichtungen und wird wohl am stärksten diskutiert.</p>	Akzeptanz der Parameter in der Praxis
Deal-Breaker	6. Können Pensionsverpflichtungen dazu führen, dass die geplante Transaktion scheitert? (= Deal-Breaker)	Analyse ob Pensionsverpflichtungen tatsächlich als Deal-Breaker aufkommen
Externe Berater	7. Wie stark führen M&A-Berater/externe Berater wie beispielsweise Pensionsexperten zum Erfolg der Transaktion bei?	Einfluss externer Berater auf den Erfolg einer M&A-Transaktion
Synergieeffekte	8. Synergiepotenziale: Können hierdurch mögliche höhere Pensionsverpflichtungsumfänge kompensiert werden?	Einfluss von Synergieeffekten; Einschätzung, ob diese ein Pensionsdefizit kompensieren können

Kategorie	Frage	Zielsetzung
Risikobereitschaft Strategischer Investor vs. Finanzinvestor	9. Ist ein Strategischer Investor im Vergleich zum Finanzinvestor bereit, höhere Pensionsverpflichtungen und damit einhergehend auch höhere Risiken zu übernehmen?	Analyse, ob einer der beiden Investoren höhere Risiken eingeht
Mögliche Anpassungen der Bewertungsparametrik für die Abbildung von Pensionsrisiken	10. Wie kann eine Unternehmensbewertung hinsichtlich der Pensionsrisiken angepasst werden? Wo könnte Ihrer Meinung nach eine adäquate Abbildung des Risikos stattfinden? (Planung der Cashflows, WACC, pauschaler Abschlag vom Unternehmenswert etc.) 11. Gibt es aus Ihrer Sicht weitere Parameter, die adjustiert werden sollten?	Identifizierung von Parametern, die einer Anpassung in der Bewertungsparametrik bedürfen
Herausforderungen und Trends	12. Worin sehen Sie die künftigen Herausforderungen sowie Trends für die diskutierte Problemstellung, werden Pensionsverpflichtungen weiter in ihrer Bedeutung zunehmen?	Identifizierung künftiger Herausforderungen sowie allgemeine Trends

Tabelle 15: Inhalte des Interviewleitfadens (Quelle: Eigene Darstellung)

Für die Entwicklung des Leitfadens dienten primär die forschungsleitenden Fragen als Orientierungsrahmen. Mit dem Leitfaden wurde somit das primäre Ziel verfolgt, die Relevanz von Pensionsverpflichtungen bezüglich der Unternehmensbewertung und damit

im Kontext stehenden M&A-Transaktionen aufzuzeigen. Dabei sollten mittels des Leitfadens die Implikationen von Pensionsverpflichtungen für die Unternehmensbewertung untersucht werden. Die Thematik war zudem auf die Sichtweise der Strategischen Investoren ausgerichtet.

Durch Pretests wurden die Formulierungen der einzelnen Fragen optimiert (vgl. Weichbold, 2019, S. 349; vgl. Schnell et al., 2013, S. 339). Dabei wurde der erste Entwurf mit zwei qualifizierten Interviewpartnern durchgesprochen. Aus den Pretests resultierten lediglich unwesentliche Änderungen am Leitfaden. Neben Anpassungen im Layout wurde das Praxisbeispiel komprimiert, um die Komplexität zu verringern. Zudem wurden die Fragestellungen zum Teil bezüglich des Satzbaus angepasst, damit diese übersichtlicher wurden.

Die Frage (A) hilft dabei, sicherzustellen, dass es sich beim Interviewten tatsächlich um einen Experten handelt. Hierzu wurde durch die erste Frage der M&A-Track-Record geprüft, worunter die Anzahl der abgeschlossenen M&A-Deals verstanden wird. Da es in der Praxis oftmals vorkommt, dass geplante und fortgeschrittene Unternehmenstransaktionen in einer bestimmten Phase abgebrochen werden, wurde der Fokus primär auf tatsächlich abgeschlossene Projekte gelegt. Falls bedeutende Erfahrungswerte aus gestoppten Projekten aufkamen, wurden diese ebenfalls aufgenommen. Der Track-Record wurde durch eine exakte Angabe quantifiziert. In den Fällen, in denen dies durch den Experten nicht zu nennen war, wurde eine entsprechende Bandbreite angegeben. Zudem wurde analysiert, wie viele Jahre Berufserfahrung der Experte vorweisen konnte und in welchem Bereich diese Erfahrung gemacht wurde, da dies für die Verleihung des Expertenstatus von hoher Relevanz war und für die Qualität ausschlaggebend erschien. Die Ergebnisse dieser Fragen werden in Kapitel 5.2.3 dargestellt.

Nach den ersten kurzen persönlichen Fragen wurde der erste fachliche Themenkomplex angesprochen. Dabei ging es beim ersten relevanten Schwerpunkt um die Bewertungsmethodik. Vor diesem Hintergrund untersuchte die erste fachliche Frage, welches Bewertungsverfahren für die Unternehmensbewertung angewendet wird. Da in

der Theorie das DCF-Verfahren als bedeutendstes Verfahren dargestellt wird, sollte diese Aussage durch Frage 1 gestützt werden.

Die zweite Frage zielte auf die Ermittlung der Pensionsverpflichtungen ab. Diese Frage sollte klären, ob historische Werte aus Bilanzen und GuV herangezogen werden, um den Verpflichtungsumfang abzuleiten. Ein alternativer Ansatz besteht darin, eigene Berechnungen anhand von Aktuaren durchzuführen. Dieser Ansatz stellt allerdings einen höheren Aufwand dar und ist auch hinsichtlich der in M&A-Deals fehlenden Zeit herausfordernd. Zudem sollte analysiert werden, welche Informationen im Rahmen der Due Diligence offengelegt werden, da für die Durchführung von eigenen Berechnungen gewisse Ausgangsdaten notwendig sind. Bei Nichtvorhandensein dieser Daten wird die Bewertung entsprechend verkompliziert, daher ist eine Analyse dieser Problemstellung bedeutend.

Die dritte Frage in diesem Themenkomplex prüfte, wie in internationalen Transaktionen hinsichtlich unterschiedlicher Rechnungslegungsstandards vorgegangen wird. Wie im theoretischen Teil der Dissertation aufgezeigt, bestehen besonders zwischen lokalen HGB-Rechnungslegungsstandards und internationalen Regelwerken wie den IFRS oder den US-GAAP wesentliche Unterschiede. Diese Komplexität ist besonders dann von Relevanz, wenn beispielsweise ein mittelständisches in Deutschland ansässiges Unternehmen lediglich nach HGB bilanziert und von einem international agierenden, nach IFRS-bilanzierendem Konzern akquiriert wird. Ziel dieser Frage war es, einen aufschlussreichen Überblick in die Praxis zur genannten Problemstellung zu erhalten. Da in Transaktionen mehrere Länder involviert sein können und die Pensionspläne länderspezifische Regularien haben, ist es zudem bedeutend, zu verstehen, wie mit dieser komplexen Herausforderung umgegangen wird. Hier stellt sich die Frage, ob einheitliche mathematische Bewertungsansätze für Pensionspläne länderübergreifend angewendet werden können, oder eine Berechnung auf Länderebene durchzuführen ist. Zudem stellt sich die Frage, ob für die Bewertung der Pensionspläne Aktuare in den entsprechenden Ländern kontaktiert werden können, oder ob auf ein verfügbares Netzwerk zurückgegriffen werden kann. Diese Sachverhalte zur internationalen Bewertung von Pensionsplänen wurden in der dritten Frage analysiert. Zudem wurde untersucht, wie sich die konkreten Schritte in so einem komplexen Fall gestalten.

Auf die Diskussion dieser Fragen folgte Frage 4 hinsichtlich des in Pensionsverpflichtungen verborgenen Risikos. Es wurde untersucht, inwiefern ein Risikozuschlag in der Bewertung der Pensionsverpflichtung oder in der übergreifenden Unternehmensbewertung berücksichtigt wird. Da der Diskontierungsfaktor den wesentlichen Treiber für die Ermittlung der Pensionsverpflichtungen darstellt, ist es bedeutend, zu untersuchen, wie ein schwankendes in der Zukunft liegendes Zinsniveau in der Unternehmensplanung bzw. Bewertung abgebildet wird.

In der fünften Frage wurden die praktischen Erfahrungen des Experten hinsichtlich der Akzeptanz der versicherungsmathematischen Parameter geprüft. Es sollte herausgefunden werden, welche Bewertungsparameter bei Vertragsabschluss tatsächlich Berücksichtigung finden. Da nach ‚IAS 19‘ die Discount-Rate auch durch das Unternehmen berechnet werden kann und dadurch eine Diskrepanz im Pensionsverpflichtungsumfang entstehen kann, ist es von großer Bedeutung, diese Frage zu analysieren, um die Implikationen für den Unternehmenswert darzustellen.

Mittels Frage 6 wurde die Erfahrung bezüglich gescheiteter Transaktionen aufgrund von Pensionsverpflichtungen untersucht. Wie im einleitenden Kapitel dargestellt, wurden die Pensionsverpflichtungen als kritischer Aspekt klassifiziert und führten knapp zum Scheitern der PSA-Transaktion. Somit kann auch dieses Element in Unternehmenstransaktionen grundsätzlich als Deal-Breaker aufgeführt werden.

Mit der siebten Frage wurde analysiert, wie die Auswirkungen der unterschiedlichen Stakeholder bzw. Berater zum Erfolg einer Unternehmenstransaktion führen. Es wurde geprüft, inwieweit die externen Berater bei der Unternehmensbewertung unterstützen können und in welchen Aspekten diese für den Erfolg entscheidend sind. Zudem wurde der Frage nachgegangen, wie entscheidungsmächtig das Management ist.

Mittels Frage 8 wurde die Bedeutung der Synergiepotenziale untersucht. Da in den Unternehmensbewertungen insbesondere bei Strategischen Investoren Potenziale hinsichtlich Synergien mit einfließen, können möglicherweise hohe Verpflichtungsumfänge teilweise oder komplett kompensiert werden. Es ist daher bedeutend, die Berücksichtigung

der Synergien zu analysieren und darüber hinaus zu untersuchen, ob ein Finanzinvestor die Option hat, mögliche Synergien zu nutzen.

Mit Frage 9 wurde untersucht, ob ein Finanzinvestor im Vergleich zu einem Strategischen Investor bereit ist, höhere Risiken und somit möglicherweise eine risikofreudigere Unternehmensbewertung zu akzeptieren. Dabei wurde die Käufersicht betrachtet. Diese Frage wurde offen gestellt, es könnte somit die Antwort geben, dass die Strategischen Investoren als risikoaverser eingestuft werden.

Inwieweit die Methodik und einzelne Stellschrauben der Unternehmensbewertung angepasst werden können, um mögliche Pensionsrisiken adäquat abzubilden, wurde in Frage 10 näher analysiert. Die darauf aufbauende elfte Frage sollte weitere Aspekte bezüglich Modifikationen in der Unternehmensbewertung erarbeiten, daher war diese Fragestellung offen formuliert.

Die abschließende Frage 12 bezog sich auf die künftigen Herausforderungen sowie Trends zur betrachteten Thematik der Pensionsverpflichtungen. Die Experten wurden mit dieser Frage aufgefordert, ihre persönliche Einschätzung zu den Treibern von Pensionsplänen bzw. von Pensionsverpflichtungen der Zukunft darzustellen.

5.2.1. Entwickeltes Ablaufmodell

Für die Interpretation der Interviews wurde das Konzept der qualitativen Inhaltsanalyse nach Mayring (2015) herangezogen. Der im Folgenden dargestellte Bereich repräsentiert das Kodierparadigma der Studie. Den Begriff der Kodierung definieren Strauss und Corbin dabei wie folgt: „Die Vorgehensweise [...], durch die die Daten aufgebrochen, konzeptualisiert und auf neue Art zusammengesetzt werden. Es ist der zentrale Prozess, durch den aus den Daten Theorien entwickelt werden“ (1996, S. 39). Nach Meuser und Nagel liegt das Ziel der Auswertung im Allgemeinen darin, Gemeinsamkeiten hinsichtlich der Expertenaussagen zu den einzelnen Themenbereichen auszuarbeiten (vgl. 2002, S. 80). An dieser Stelle ist anzumerken, dass im Rahmen der Ergebnisauswertung auch Aussagen dargestellt werden, die Einzelmeinungen der befragten Experten darstellen.

Im betrachteten Kapitel ist der Fokus zunächst auf das entwickelte Ablaufschema gerichtet und die einzelnen Arbeitsschritte werden skizziert. Nach erfolgter Detaildarstellung des

Ablaufschemas erfolgt die Darlegung eines Praxisbeispiels, das im Rahmen der Befragungen verwendet wurde. Als weiteres Hilfsmittel wurde zudem eine Finanzanalyse durchgeführt, die zusammen mit dem Praxisbeispiel in Kapitel 5.2.2 erläutert wird. In Abschnitt 5.2.3 wird die Auswahl der Experten erläutert. Um die Validität für die Studie zu evaluieren, erfolgt in Kapitel 5.2.4 eine Analyse, inwiefern die definierten Gütekriterien greifbar sind. Die Stärken sowie Schwächen des konzipierten Forschungsinstruments werden in Kapitel 5.2.4.5 evaluiert. Im Anschluss erfolgt die Darstellung der Interviewergebnisse in Kapitel 5.3 sowie die dazugehörigen Interpretationen in Abschnitt 5.4. Abschließend werden die Grenzen der Untersuchung in Kapitel 5.5 erläutert. Die dokumentierten Arbeitsschritte für die Entwicklung des Kategoriensystems sind im Anhang aufgeführt.

Nachfolgend werden das individuell entwickelte Ablaufmodell und dessen einzelne Sektionen skizziert. Dabei ist anzumerken, dass sich die Kerneigenschaften an Mayrings (2015) Instrument der qualitativen Inhaltsanalyse anlehnen.

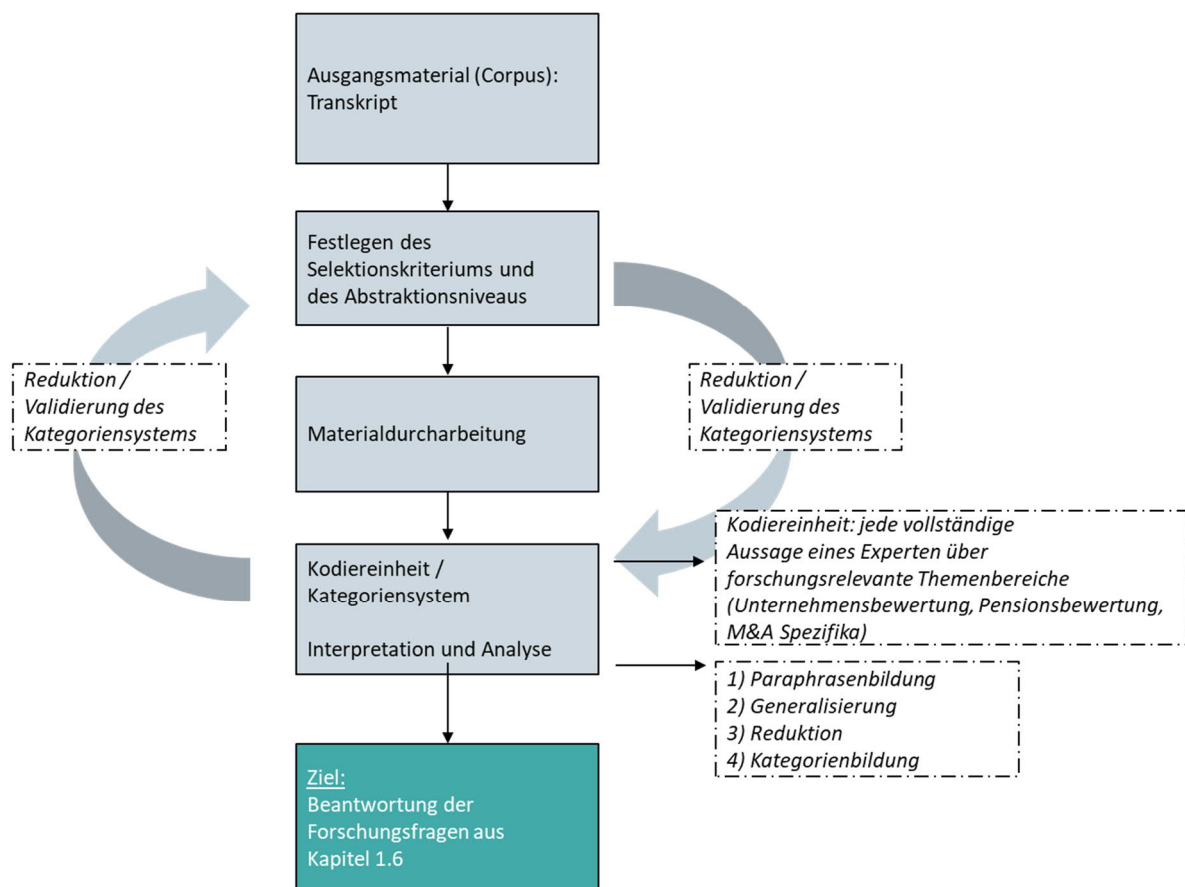


Abbildung 49: Entwickeltes Ablaufschema für die Materialauswertung (Quelle: Eigene Darstellung nach Mayring, 2015, S. 62)

5.2.1.1. Definition der Fragestellung

Um eine Inhaltsanalyse durchzuführen, ist im ersten Schritt die Definition einer ausgehenden Fragestellung notwendig (vgl. Mayring, 2015, S. 58). Nach Przyborski und Wohlrab-Sahr dient die Fragestellung dazu, „einen Sinnzusammenhang und die (persönlichen, institutionellen oder situativen) Mechanismen, [...] zu erfassen“ (2019, S. 109). Die Fragestellungen wurden in Kapitel 1.6 skizziert und hinreichend präzise gestellt. Diese repräsentieren den für die Inhaltsanalyse bedeutenden Grundstein.

5.2.1.2. Festlegung und Interpretation des Ausgangsmaterials

Nach Mayring ist es zu Beginn der Inhaltsanalyse notwendig, das Ausgangsmaterial (Korpus) zu bestimmen, anhand dessen einzelne Paraphrasen gebildet werden (vgl. 2015, S. 54f). Für die durchgeführte Studie entspricht dieses Korpus den transkribierten Interviews. Für die Interpretation des sprachlichen Materials sind folgende drei Grundformen relevant:

- 1) Zusammenfassung: Das Ziel der Analyse ist die Reduzierung des Ausgangsmaterials, sodass die wesentlichen Kernaussagen bestehen bleiben. Dies gelingt durch Abstraktion (vgl. Mayring, 2015, S. 67).
- 2) Explikation: Im Falle von fraglichen Textteilen wird im Rahmen der Explikation zusätzliches Material hinzugefügt, um das Verständnis auszuweiten und so die nicht klare Textstelle zu erklären (vgl. Mayring, 2015, S. 67).
- 3) Strukturierung: Ausgewählte Aspekte aus dem Ausgangsmaterial (Transkripte) werden herausgefiltert und unter im Vorfeld definierten Kriterien eingeschätzt (vgl. Mayring, 2015, S. 67).

Für die Auswertung bzw. die Kategorienbildung sind Position 1 (Zusammenfassung) sowie Position 2 (Explikation) bedeutend. Diese Formen werden in den folgenden Kapiteln näher erläutert. Der Vollständigkeit halber wird auch auf die von Mayring erwähnte Position 3 (Strukturierung) eingegangen (vgl. 2015, S. 67).

5.2.1.3. Zusammenfassung und induktive Kategorienbildung

Mayring beschreibt den Prozess der induktiven Kategorienbildung in Anlehnung an die von Glaser und Strauss (1998) entwickelte ‚Grounded Theory‘, die einen

sozialwissenschaftlichen Ansatz zur systematischen Sammlung sowie Auswertung von qualitativen Daten darstellt (vgl. 2015, S. 86). Mit der Grounded Theory wird dabei das Ziel der Theoriegewinnung verfolgt, die durch die drei bereits dargestellten Schritte ausgeführt wird: Durch die Datenerhebung und -analyse werden einzelne Kategorien gebildet (vgl. Strübing, 2008, S. 21). Die erarbeiteten Kategorien werden im zweiten Schritt miteinander in Beziehungen gesetzt, wodurch im letzten Schritt eine Theoriebildung erfolgt (vgl. Glaser; Strauss, 1998, S. 42ff; vgl. Bogner, 2002, S. 39). Die Grounded Theory ist im Grundsatz somit auch auf diese Studie übertragbar. Im Folgenden wird die umgesetzte Kategorienbildung in der angewandten Studie skizziert.

Im Rahmen der Zusammenfassung wurden bestimmte Textstellen zu einzelnen Kategorien gruppiert und analysiert (vgl. Mayring, 2015, S. 71; vgl. Flick, 2007, S. 391). Die nach Mayring beschriebene Kategorienbildung wurde für die angewendete empirische Analyse wie folgt genutzt: Im ersten Schritt wurde ein Selektionskriterium festgesetzt, um nicht relevante Teile aus dem Ausgangsmaterial streichen zu können (vgl. 2015, S. 87). Das Selektionskriterium lehnt sich dabei an die ausgehenden Fragestellungen an (vgl. Mayring, 2015, S. 87). Hierfür wurden Aussagen selektiert, welche einen relevanten Kontext zu der Forschungsthematik aufweisen. Im nächsten Schritt war es bedeutend, ein Abstraktionsniveau festzulegen, um den Grad der Konkretisierungen für die Kategorien zu bestimmen. Hierzu wurde für die erste Ausarbeitung bewusst ein niedriges Niveau gewählt, da für die Analyse auch allgemeine Erfahrungen der Experten bedeutend sind und eine zu beschränkte Sichtweise möglicherweise relevante Informationen ausgrenzen würde. In der Reduktionsphase wurde das Abstraktionsniveau heraufgesetzt. Nach der Festlegung des Selektionskriteriums sowie des Abstraktionsniveaus erfolgte die Kategorienbildung anhand der Paraphrasen.²

Wie erläutert, ist das Ergebnis der Kategorienbildung ein System bestehend aus einzelnen Kategorien und dazugehörigen Textpassagen. Die einzelnen Passagen wurden im nächsten Schritt interpretiert (vgl. Mayring, 2015, S. 87). Die nachfolgende Grafik (Abb. 50) fasst die durchgeführte Kategorienbildung schematisch zusammen.

² Die Materialausarbeitung kann dem Anhang entnommen werden.

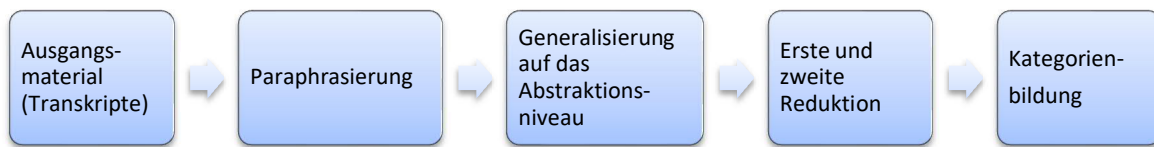


Abbildung 50: Prozess der Kategorienbildung (Quelle: Eigene Darstellung nach Mayring, 2015, S. 85)

Einen bedeutenden Arbeitsschritt nimmt die Reduktionsphase ein, die nach der Kategorienbildung erfolgt. Dabei wurden die definierten Paraphrasen erneut geprüft und gegebenenfalls reduziert. Hierbei wurde die Abstraktion am zuvor festgelegten Abstraktionsniveau validiert. Dies bedeutet, dass alle Paraphrasen unterhalb des Abstraktionsniveaus verallgemeinert wurden, die oberhalb des Niveaus liegenden Paraphrasen wurden belassen (vgl. Mayring, 2015, S. 71). Auch wenig oder nichtssagende sowie unbedeutende Paraphrasen wurden reduziert. In der Reduzierungsphase wurden zudem doppelte sowie sich aufeinander beziehende Paraphrasen zu einem Punkt zusammengefasst. Mit Abschluss der Reduktionsphase erfolgte eine erneute Prüfung des erstellten Kategoriensystems auf Vollständigkeit. Zudem wurde geprüft, inwieweit die zusammengestellten Aussagen repräsentativer Natur waren (vgl. Mayring, 2015, S. 71).

Im Folgenden wird das erstellte Kategoriensystem präsentiert. In der Konzeption lag der Fokus neben den theoretischen Erkenntnissen darauf, fehlende Themenbereiche aus dem aktuellen Forschungsstand aufzugreifen und einfließen zu lassen. Es ist hierbei festzuhalten, dass der Stand der Forschung in Kapitel 1.3 die Kategorien 1 bis 6 nicht analysiert hat. Daraus ergeben sich folgende, bis dato nicht analysierte Kategorien.

Kategorien-nummer	Kategorie	Subkategorien	Begründung der Kategorie in Bezug auf bestehende Studien
K1	Unternehmensbewertung	Bewertungsverfahren, mögliche Modifikation der Bewertungsverfahren, Unternehmensplanung, Risikoabbildung, Cashflow-Prognose	Fehlende Analyse in bestehenden Studien

Kategorien-nummer	Kategorie	Subkategorien	Begründung der Kategorie in Bezug auf bestehende Studien
K2	Pensionsbewertung	Annahmen, Abbildung in Unternehmensplanung, Extremzinsphasen	Bewertungsmechanismus wurde nicht analysiert
K3	Internationale Komplexität	Rechnungslegung, Komplexität der Pensionspläne	Fokus auf isolierte Länder sowie Rechnungslegungsstandards, fehlender holistischer Ansatz
K4	M&A-Spezifika	Due Diligence, Deal-Breaker, DCF-brutto vs. netto, SPA-Mechanismus, rechtliche Aspekte	M&A-Komponente wurde in keiner existierenden Studie analysiert
K5	Strategische Investoren	Risikobereitschaft Herausforderungen, Synergieeffekte hinsichtlich Pensionsplanlandschaft	Fehlende Berücksichtigung der Investorenperspektive (Strategie/Finanzinvestor)
K6	Trends	Alternative Bewertungsansätze	Keine Aufzählung von Trends

Tabelle 16: Entwickeltes Kategoriensystem (Quelle: Eigene Darstellung)

Die erarbeitete Kategorienmatrix kann nun herangezogen werden, um die im Transkript angesprochenen Textstellen zu extrahieren (vgl. Mayring, 2015, S. 97). Wie bereits angeführt, ist das Ziel der Kategorienbildung, die einzelnen definierten Kategorien mit Textstellen aus dem Transkript zu verknüpfen (vgl. Mayring, 2015, S. 87). Nach der Verknüpfung erfolgt die Interpretation des Kategoriensystems (vgl. Mayring, 2015, S. 87) in Kapitel 5.4.

5.2.1.4. Explikation

Mittels der von Mayring beschriebenen Explikation sollen fragliche Textstellen mit zusätzlichem Material ergänzt werden, um diese verständlich zu gestalten und zu explizieren (vgl. 2015, S. 90). Dies war eine sinnvolle Maßnahme für die vorliegenden Transkripte und kam entsprechend zum Einsatz. Bedeutend für die Explikation ist es, adäquat zu definieren, welches Material zur Ergänzung zugelassen wird, da die Selektion auch auf die Güte der Forschung einen Einfluss nimmt (vgl. Mayring, 2015, S. 90). Grundsätzlich gilt bei der Explikationstechnik, lückenhafte spezifische Aussagen des Interviewten anhand des Kontextes zu erschließen. Für den Fall, dass Begrifflichkeiten in

den Transkripten aufkommen, die nicht bekannt sind, ist es notwendig, diese anhand von Lexika zu bestimmen, um dadurch Transparenz bezüglich der relevanten Textstelle zu erhalten (vgl. Mayring, 2015, S. 92). Auch mögliche grammatikalische Unklarheiten werden mit diesem Schritt aufbereitet und klargestellt.

Nachdem die Textstelle bestimmt und aufbereitet wurde, wird im nächsten Schritt analysiert, ob eine enge oder weite Kontextanalyse stattfinden soll. Bei der engen Kontextanalyse wird ausschließlich zusätzliches Material zugelassen, das aus dem Text beziehbar ist. Die weite Kontextanalyse lässt dahingegen solches Material zu, das über den eigentlichen Text hinausgeht (vgl. Mayring, 2015, S. 92). Dabei kann es sich beispielsweise um Material aus dem theoretischen Vorverständnis handeln, aus dem explizierendes Material abgeleitet wird (vgl. Mayring, 2015, S. 92). Abschließend erfolgt die Paraphrase: Für das ausgewählte Material wird eine Formulierung gebildet, um die unklare Textstelle transparent zu erklären (vgl. Mayring, 2015, S. 93). Um die Sinnhaftigkeit der Formulierung zu validieren, wird diese im letzten Schritt an die zu erklärende Textstelle gesetzt, um den Gesamtzusammenhang zu prüfen (vgl. Mayring, 2015, S. 93).

5.2.2. Praxisbeispiel und Finanzanalyse

Um den Fragebogen bzw. das Interview mit Informationen aus der Praxis zu erweitern, wurde neben der Nennung eines Praxisbeispiels eine Finanzanalyse durchgeführt. Für die Finanzanalyse wurden Finanzinformationen ausgewertet, die von der Datenbank ‚Thomson Reuters‘ bezogen worden sind. Die folgenden Informationen wurden während des Interviews mit den Experten geteilt. Diese Vorgehensweise führte dazu, die Diskussionen anzuregen.

Mittels des entwickelten Praxisbeispiels wird in Form einer Excel-Übersicht aufgezeigt, wie sich HGB- und IFRS-Berechnungsparameter auf die Ermittlung einer Pensionsverpflichtung auswirken. Neben dem HGB- und IFRS-Wert erfolgt zudem die Darstellung eines Buy-out-Ansatzes, bei dem davon ausgegangen wird, dass die bestehende Verpflichtung an einen externen Lebensversicherer abgegeben wird. Der bei dem Praxisbeispiel zugrunde liegende Pensionsplan umfasst Pensionszusagen gegenüber dem Management eines Unternehmens, das in Deutschland ansässig ist. Die Personen aus dem Management stellen

zudem die Eigentümer dar, die entsprechend hohe Pensionszusagen halten. Im Detail besteht die Pensionszusage aus den folgenden Elementen:

- Witwenrente
- Rentenzahlung Pensionierung in Form einer Festgeldzusage
- Invalidenrente

Für die einzelnen Pensionszusagen wurden zur Ausfinanzierung Rückdeckungsversicherungen abgeschlossen, die an die Pensionsberechtigten verpfändet sind. Diese Tatsache ist aus dem Grund von Bedeutung, um zu prüfen, ob ein möglicher Buy-out arbeitsrechtlich zulässig ist. Auch dieser Aspekt wurde mit den Experten diskutiert und die Diskussion diente dazu, Erfahrungswerte offengelegt zu bekommen. Es wurde detailliert untersucht, ob im beschriebenen Praxisbeispiel der Verkauf an einen externen Versicherer möglich ist und unter welchen Voraussetzungen dieser Verkauf ausgeführt wird, falls er stattfindet. Zudem wurde der arbeitsrechtliche Sachverhalt mit einem spezialisierten Rechtsanwalt diskutiert.

	Date	in Mio. EUR
1. Pension calculation under HGB assumptions (DR: 3,21%)		
Pension Liabilities	31.12.2018	3,33
Pension Assets	31.12.2018	1,68
<u>Net pension liability - HGB</u>	<u>31.12.2018</u>	<u>1,65</u>
2. Pension calculation under IFRS assumptions (DR: 1,88%)		
Pension Liabilities	31.12.2018	4,06
Pension Assets	31.12.2018	1,68
<u>Net pension liability - IFRS</u>	<u>31.12.2018</u>	<u>2,38</u>
Δ in EUR compared to HGB		-0,73
3. Pension calculation under Buy-Out assumptions (DR: 0,90%)		
Pension Liabilities	31.12.2018	5,36
Pension Assets	31.12.2018	1,68
<u>Net pension liability - Buy-out</u>	<u>31.12.2018</u>	<u>3,68</u>
Δ in EUR compared to HGB		-2,03

Abbildung 51: Praxisbeispiel Pensionsverpflichtungen HGB, IFRS und Buy-out (Quelle: Eigene Darstellung)

Wie das Rechenbeispiel aus der Praxis darlegt, weichen die aufgezeigten Pensionswerte signifikant voneinander ab. Wie auch im theoretischen Teil angeführt, beinhaltet das HGB

konservativere Annahmen als die IFRS-Regelung, wodurch für HGB ein geringerer Verpflichtungsumfang resultiert. Der Buy-out-Ansatz repräsentiert aufgrund der niedrigsten Discount-Rate von 0,90 % den höchsten Pensionswert.

Neben dem Praxisbeispiel wurde des Weiteren eine Recherche durchgeführt. Im Folgenden wird die Vorgehensweise dieser Recherche erläutert.

Um die qualitative Studie mit quantitativen Werten zu stützen, wurde anhand der Finanzdatenbank Reuters eine Analyse zur Bedeutung der betrachteten Pensionsthematik durchgeführt. Hierzu wurde im ersten Schritt untersucht, welche Kennzahl sich als Nachweis für die Bedeutung der betrachteten Thematik eignet. Dabei wurde die Finanzkennzahl ‚Pension Obligation‘ identifiziert. Wie im Theorieteil aufgezeigt, stellt diese Kennzahl die Brutto-Pensionsverbindlichkeit dar. Die Auswahl dieser Kennzahl eignet sich, um zu untersuchen, wie hoch der Anteil der Unternehmen ist, die eine Pensionsverbindlichkeit ausweisen.

Im zweiten Schritt wurde definiert, welche Unternehmen in die Auswertung einbezogen werden sollten. Hierzu wurden bedeutende Aktienindizes identifiziert, die im gesamten internationalen Raum Anwendung finden. Die folgende Tabelle (Tab. 17) stellt die Auswahl der Aktienindizes sowie die identifizierte Anzahl der Unternehmen dar.

Aktienindex	Anzahl der untersuchten Unternehmen
DAX 30	30
MDAX	60
CDAX	427
CAC 40 France	40
CAC MID 60 France	60
ATX Österreich	20
AEX Netherlands	24
AMX Netherlands	25
AScX Netherlands	25
PSI-20 Portugal	18
IBEX 35 Spain	35

Tabelle 17: Darstellung der Aktienindizes (Quelle: Eigene Darstellung)

Im weiteren Verlauf wurden Unternehmen aus den zugehörigen Indizes ausgewählt, um die definierte Kennzahl zu untersuchen. Dabei wurden Finanzdaten von insgesamt 764 Unternehmen analysiert, das untersuchte Geschäftsjahr war 2018.³

Die Untersuchung durch die von Reuters bereitgestellte Kennzahl ‚Pension Obligation‘ hat ergeben, dass ein signifikanter Anteil (406 von insgesamt 764 Unternehmen) eine Pensionsunterdeckung ausweist. Die nachfolgende Abbildung (Abb. 52) stellt den durchgeführten Prozess der Finanzanalyse zusammenfassend dar.



Abbildung 52: Analyse der Kennzahl ‚Pension Obligation‘ durch Reuters (Quelle: Eigene Darstellung)

Vor dem Hintergrund des hohen Anteils von Unternehmen mit einer Pensionsunterdeckung ist es von hoher Relevanz, die entsprechenden Feinheiten zur Thematik der adäquaten Bewertung von Pensionsverpflichtungen im Rahmen von M&A-Transaktionen zu betrachten. Zahlreiche Unternehmen sind sich dieser Problematik nicht bewusst und werden erst in M&A-Projekten darauf hingewiesen. Daher ist es bedeutend, das Thema mit entsprechender Sensibilität zu behandeln. Für die Investoren ist zudem die korrekte Risikobewertung der dargestellten Pensionsverbindlichkeiten bedeutend. Diese Erkenntnisse wurden auch im Rahmen der empirischen Auswertung berücksichtigt.

5.2.3. Auswahl der Experten

Die Qualität der Informationen wird substantiell durch die ausgewählten Interviewpartner beeinflusst (vgl. Gläser; Laudel, 2010, S. 117). Meuser und Nagel bezeichnen Experten als Individuen, die ein Teil des untersuchten Handlungsfeldes sind (vgl. 2002, S. 73). Der Status ‚Experte/Expertin‘ wird in Anlehnung an eine spezifische Fragestellung vom Forscher vergeben (vgl. Meuser; Nagel, 2002, S. 73). Für die Verleihung des Expertenstatus geben Meuser und Nagel als relevantes Beispiel an, dass sowohl ein Personalrat als auch ein Geschäftsführer als Experte befragt werden können, wenn es sich beispielsweise um die

³ Aufgrund lizenzrechtlicher Aspekte werden die Rohdaten nicht dargestellt.

Analyse eines Entscheidungsmusters bei einer Personalauswahl handelt (vgl. 2002, S. 73). Grundsätzlich werden die folgenden zwei Anforderungen für die Verleihung des Expertenstatus gestellt:

- 1) Die Personen tragen zur Lösung einer Problemstellung bei und
- 2) es handelt sich um Personen, die Einfluss auf bestimmte Entscheidungsprozesse nehmen (vgl. Meuser; Nagel, 2002, S. 73).

Auch wenn Entscheidungen letztlich durch die oberste Ebene einer Organisation getroffen werden, ist für die Befragung von Experten die zweite oder dritte Funktionsebene relevant. Dies liegt darin begründet, dass sich das relevante Detailwissen oftmals in den vorgelagerten Organisationsstufen befindet. Eine weitere Kategorisierung der Experten wird durch Meuser und Nagel nach der Art des Wissens vorgenommen (vgl. 2002, S. 75). Handelt es sich bei dem Wissen des Experten um ein forschungsrelevantes Handlungsfeld und agieren diese Experten in dem Bereich, wird dies als Betriebswissen eingeordnet. Die zweite Kategorie ergibt sich aus einer Zielgruppe, die komplementäres Wissen besitzt. Das Wissen der Experten der zweiten Kategorie wird als Kontextwissen bezeichnet (vgl. Meuser; Nagel, 2002, S. 76). Mittels des Instrumentariums ‚Experteninterview‘ sollen Strukturen sowie Strukturzusammenhänge des Expertenwissens untersucht werden (vgl. Meuser; Nagel, 2002, S. 76). Für die Studie konnten Experten gewonnen werden, die beiden Kategorien zuzuordnen sind. Zudem charakterisieren sich die Experten durch mehrjährige Berufserfahrungen. Wie von Meuser und Nagel empfohlen, werden darüber hinaus Experten aus unterschiedlichen Hierarchieleveln befragt (vgl. 2002, S. 73).

In Summe wurden vierzehn Interviews durchgeführt. Zwölf davon fanden im Zeitraum von Juni 2019 bis Oktober 2019 statt. Zwei weitere Interviews wurden im Dezember 2020 und im Februar 2021 abgehalten. Die zeitliche Spanne der durchgeführten Interviews lag bei bis zu 90 Minuten. Neben den vierzehn tatsächlich durchgeführten Interviews wurden im Vorfeld zwei Gespräche als Pretests geführt. Das Ziel, das mittels der zwei durchgeführten Interviews verfolgt wurde, war es, den Leitfaden optimal zu strukturieren und verständlich zu modifizieren. Im Rahmen der Pretests wurden die Zweckmäßigkeit des Fragebogens und die Einhaltung der Restriktionen bestätigt.

Für die Akquise der Experten wurde zunächst das berufliche Umfeld des Autors der vorliegenden Dissertation genutzt. Da bedingt durch die berufliche Position in den vergangenen sechs Jahren zahlreiche Kontakte zu M&A-Beratern, Aktuaren sowie Anwälten aufgebaut werden konnten, erschien diese Methode zur Auswahl der Experten im ersten Schritt als effektiv. Darüber hinaus wurden weitere Experten über die sozialen Netzwerke ‚LinkedIn‘ sowie ‚XING‘ akquiriert. Zu diesem Zweck wurden Experten im ersten Schritt anhand der Suchfunktionen ermittelt. Nach der Durchsicht der einzelnen Profile wurde entschieden, ob die Person angeschrieben werden sollte. Für den Fall einer Zusage wurde die akquirierte Person in die Stichprobe der Experten aufgenommen. Die nachfolgende Grafik (Abb. 53) zeigt die Verteilung der Experten nach dem zugehörigen Akquisitionskanal.



Abbildung 53: Segmentierung der Experten nach Akquisitionskanälen (Quelle: Eigene Darstellung)

Zusammengefasst liegt der Fokus der Auswahl der Experten auf den folgenden Bereichen:

- Gruppe A: Internationale M&A-Berater aus Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die als externe Berater mandatiert werden (Anzahl: 5)
- Gruppe B: Interne M&A-Akteure aus Industrieunternehmen, unter anderem aus den Bereichen ‚Pension-M&A‘ sowie M&A-Projektleiter, die die Verhandlungen durchführen (Anzahl: 4)

- Gruppe C: Externe Aktuare, die als Pension-M&A-Berater aus Aktuargesellschaften agieren und einen Titel als ‚Aktuar DAV (Deutsche Aktuarvereinigung) / Aktuarin DAV‘ führen (Anzahl: 3)
- Gruppe D: Vertreter, die Strategische Investoren und Finanzinvestoren repräsentieren (Anzahl: 2)

Die folgende Grafik (Abb. 54) stellt die einzelnen Gruppen in einem Diagramm dar.

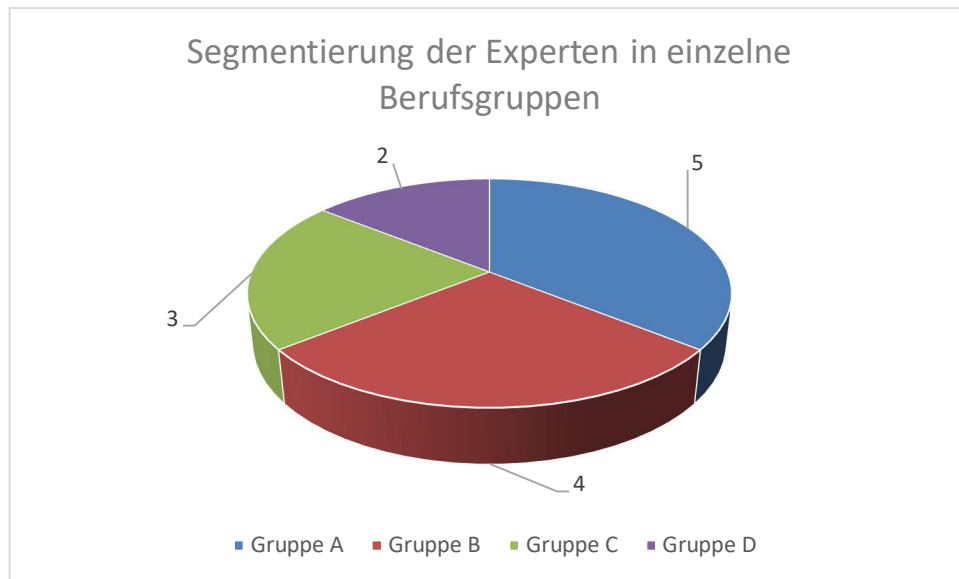


Abbildung 54: Segmentierung der Experten in Berufsgruppen (Quelle: Eigene Darstellung)

Im Folgenden werden die anonymisierten Profile der Experten aus den dargestellten einzelnen Gruppen beschrieben, damit der Status ‚Experte‘ ausreichend belegt wird.

Experte A1 ist als ‚Senior Manager Transaction Services‘ in einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tätig. A1 begleitet seit neun Jahren Unternehmenstransaktionen und hat einen Track-Record von achtzehn abgeschlossenen Unternehmenstransaktionen. A1 besitzt neben dem akademischen Master of Science auch einen Chartered-Financial-Analyst(CFA)-Titel. Experte A1 ist zudem Dozent an einer österreichischen Fachhochschule im Fach ‚Finanzierung und Investition‘.

Experte A2 ist als ‚Valuation Manager‘ für eine internationale Beratungsgesellschaft tätig und führt das Financial Modelling für Unternehmensbewertungen durch. A2 publizierte zudem einen wissenschaftlichen Artikel bezogen auf die Auswirkungen des Betafaktors in

einem Wirtschaftsfachmagazin und führte Bewertungen für mehr als 30 Unternehmen durch. A2 verfügte zum Zeitpunkt der Befragung insgesamt über 14 Jahre Berufserfahrung.

Experte A3 hat mehrjährige Erfahrung im Bereich der M&A-Beratung. Aktuell ist A3 als ‚Senior Manager M&A‘ für ein internationales Beratungsunternehmen tätig. Neben sieben Jahren M&A-Beratung eignete sich Experte A3 zudem Wissen im Bereich der Restrukturierungsberatung an. Neben tiefgehender Erfahrung in den Bereichen Due Diligence und Financial Modelling besitzt A3 zudem Expertise in den Deal-Verhandlungen und darüber hinaus verfügt er über einen ‚Master-in-Business-Administration (MBA)‘ Titel. Der Track-Record von vollständig durchgeführten M&A-Projekten liegt bei zwölf.

Experte A4 ist seit zwölf Jahren als Partner des Geschäftsbereichs ‚Corporate Finance‘ für eine M&A-Beratungsgesellschaft tätig. A4 hat insbesondere im Bereich der Verhandlungsstrategie große Erfahrung und führte zahlreiche Verhandlungen erfolgreich bis zur Vertragsunterzeichnung. Nach eigenen Angaben hat A4 ca. 15 Transaktionen bis zum Signing begleitet. A4 besitzt darüber hinaus die Qualifikation ‚CFA‘.

Experte A5 ist als ‚Manager Deal Services‘ für ein internationales Beratungsunternehmen im Bereich von M&A-Rechtsberatung tätig, mit Spezialisierung auf die Verhandlung sowie Vertragsgestaltung für Unternehmenstransaktionen. A5 hat einen Track-Record von 28 abgeschlossenen Transaktionen und eine Qualifikation zum ‚Associate Chartered Accountant (ACA)‘. Die Berufserfahrung liegt bei insgesamt 21 Jahren.

Experte B1 stammt aus Großbritannien und befindet sich seit dem Jahr 2016 in Deutschland, um speziell Transaktionen mit dem Länderfokus ‚Großbritannien‘ durchzuführen. Da Großbritannien durch zahlreiche Restriktionen als eines der komplexesten Länder für die Pensionslandschaft gilt, ist die Befragung von Experte B1 besonders gewinnbringend. Neben einem Studium in Mathematik besitzt B1 die Qualifikation eines Aktuars. Der Titel seiner Position ist ‚Senior M&A Manager Pensions M&A‘. Die kumulierte Berufserfahrung von Experte B1 beträgt 23 Jahre, davon fallen 15 Jahre auf M&A-spezifische Transaktionsberatung. B1 hat mehr als 30 Transaktionen abgeschlossen.

Experte B2 ist als ‚Manager Pensions M&A‘ in einem DAX-30-Industrieunternehmen tätig und besitzt einen Dokortitel. B2 hat langjährige Erfahrung als Projektleiter für M&A-Projekte. Kumuliert liegt die Berufserfahrung bei 24 Jahren, von denen 8 Jahre in einer M&A-Boutique gesammelt wurden. Darüber hinaus besitzt B2 ein detailliertes Wissen über Finanzmärkte, da B2 auch bei einer internationalen Investmentbank tätig war. Insgesamt hat B2 zum Zeitpunkt der Befragung 23 Transaktionen abgeschlossen.

Experte B3 ist als ‚Transaction Valuation Manager‘ für die durchzuführende Unternehmensbewertung tätig. B3 hat acht Jahre in einer internationalen Beratungsgesellschaft Erfahrung im Bereich ‚Valuation‘ gesammelt und ist im Jahr 2013 zu einem Industriekonzern gewechselt, um hier Unternehmensbewertungen durchzuführen. B3 hat für mehr als 30 Unternehmen eine Bewertung durchgeführt.

Experte B4 hat die leitende Funktion als ‚Head of Pensions M&A‘ in einem Technologiekonzern. B4 hat insgesamt 17 Jahre Berufserfahrung, davon 5 Jahre in einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft im Bereich ‚Bankenprüfung‘. B4 ist zudem im Besitz eines CFA-Titels. B4 hat nach eigenen Angaben in mindestens 35 M&A-Projekten mitgewirkt und davon 20 von Anfang an bis zum Signing begleitet.

Experte C1 kommt ursprünglich aus einem Industriekonzern und wechselte zu einer Aktuargesellschaft. Hier betreut Experte C1 seit sieben Jahren einen internationalen Dienstleistungskonzern. Im Speziellen liegt die Verantwortung von C1 in der Begleitung und Beratung innerhalb von M&A-Projekten. C1 besitzt ebenfalls die Qualifikation des Aktuars. Sein Titel lautet ‚Pension Consultant M&A‘. C1 wirkte während seiner Berufslaufbahn in 19 M&A-Projekten mit.

Experte C2 ist als ‚Senior Consultant Pensions‘ für ein internationales Unternehmen im Bereich von Aktuardienstleistungen tätig. C2 hat Erfahrungen in den Bereichen der Pension-Due-Diligence, von Vertragsgestaltungen sowie der Erstellung von Integrationskonzepten bezüglich Pensionsplänen nach erfolgten Akquisitionen. Auch in der Erstellung von Separierungskonzepten für Unternehmensverkäufe besitzt C2 umfassendes Wissen. C2 hat im Jahr 2015 die Zusatzqualifikation für den Aktuar abgeschlossen. In der insgesamt 24-jährigen Berufszeit begleitete C2 mehr als 30 M&A-Projekte.

Experte C3 ist als ‚Manager Pensions M&A‘ bei einer internationalen Aktuargesellschaft tätig. C3 besitzt die Qualifikation zum Aktuar (DAV) und hat internationale Erfahrung im Bereich der Pensions-M&A sowie in der Konzeption von Stand-alone-Lösungen für Unternehmen, die von einem Konzern durch einen Carve-out separiert und anschließenden verkauft werden. C3 hat zudem drei Jahre in Amerika als Berater für eine Unternehmensberatung gearbeitet. Insgesamt wirkte C3 in mehr als 25 M&A-Projekten mit.

D1 ist Gründer und Eigentümer (CEO) einer Private-Equity-Gesellschaft, die sich auf die Investition in Unternehmen mit Restrukturierungspotenzial konzentriert. Zuvor war D1 neun Jahre als Investmentpartner in einer Beteiligungsgesellschaft tätig. D1 als Experte ist für die Dissertation ein bedeutender Interviewpartner, da D1 zuvor auch in einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft mehrjährige M&A-Erfahrung sammelte. Somit besitzt D1 eine weitreichende Berufserfahrung sowie einen Track-Record von mindestens 30 M&A-Projekten.

Experte D2 ist seit 18 Jahren als ‚Vice President M&A‘ für ein internationales Industrieunternehmen tätig und besitzt Erfahrungen sowie umfassendes Wissen bezüglich Verhandlungen von M&A-Deals sowie bezüglich strategischer Entscheidungen. Neben Börsengängen begleitete D2 zahlreiche Akquisitionen, Spin-offs sowie Divestments und entwickelte bedeutende Strategiekonzepte bezüglich der Pensionslandschaften mit. D2 gab als Track-Record an, mindestens 25 M&A-Transaktionen durchgeführt zu haben.

Mit der zuvor aufgeführten Auswahl an Experten aus dem Bereich der M&A-Beratung für Unternehmenstransaktionen sowie aus dem Bereich von Versicherungsmathematikern kann die Wahl als ausgewogen bezeichnet werden. Durch die getroffene Auswahl von unterschiedlichen Interessengruppen sind die bedeutenden Facetten für die vorliegende Forschungsthematik abgedeckt. Aufgrund der geografischen Streuung der Experten werden zudem internationale Aspekte berücksichtigt und der Fokus wird auch auf länderübergreifende Transaktionen gelenkt. Vier der Interviews fanden persönlich in München statt, die restlichen Interviews wurden telefonisch durchgeführt. Auch in Hinblick auf die Unternehmen bzw. Arbeitgeber zeigt sich ein ausgeglichenes Bild. Die Experten sind unter anderem für DAX-Konzerne tätig.

5.2.4. Gütekriterien

Im Folgenden wird erläutert, wie die angemessene Qualität und damit die Anwendbarkeit des genutzten empirischen Verfahrens sichergestellt wurden. Um die durchgeführte Validierung zu skizzieren, werden nachfolgend die Gütekriterien aufgezählt, die für den angewendeten Ansatz bedeutend sind. Flick empfiehlt für die qualitative Studie eine Reformulierung der klassischen Gütekriterien (vgl. 2007, S. 487). Die klassischen Gütekriterien, anhand derer die Beurteilung der Qualität erfolgt, werden durch folgende Aspekte dargestellt: die Objektivität (vgl. Flick, 2007, S. 499), die Reliabilität (vgl. Flick, 2007, S. 489) sowie die Validität (vgl. Flick, 2007, S. 492). Im Anschluss erfolgen die Darstellung sowie die Reformulierung dieser Kriterien, um diese adäquat für die hier verwendete qualitative Studie anwenden zu können.

5.2.4.1. Objektivität

In der qualitativen Forschung wird das klassische Kriterium der Objektivität als kritisch und als nicht bzw. nur teilweise umsetzbar angesehen (vgl. Flick, 2007, S. 499f; vgl. Glaser; Strauss, 1979, S. 92). Dies ist damit zu begründen, dass die Datenerhebung als soziale Interaktion zwischen zwei Individuen gesehen werden kann. Dadurch kann keine Standardisierung bzw. Objektivität gegeben sein. In der qualitativen Forschung wird aus diesem Grund das Konzept der Intersubjektivität genutzt. Bei diesem Konzept besteht die Prämisse, dass für den hypothetischen Fall unterschiedlicher Interviewer die Ergebnisse der geführten Interviews identisch ausfallen (vgl. Steinke, 2000, S. 326f). Anhand dieses Konzepts bzw. Kriteriums wird die Objektivität durch die intersubjektive Einstimmigkeit der Ergebnisse gewährleistet.

5.2.4.2. Reliabilität

Nach Friedrichs (1973, S. 102) wird Reliabilität als „Genauigkeit der Messung“ definiert. Darunter wird die Wiederholbarkeit der Messung verstanden, bei der sich die messenden Merkmale über die Zeit konstant verhalten (vgl. Renner; Jacob, 2020, S. 87). Für die Messung werden beim definierten Gütekriterium folgende Tests unterschieden:

- Re-Test: Die Auswertung der Forschung wird zweifach durchgeführt, um zu bewerten, ob die Resultate identisch sind (vgl. Mayring, 2015, S. 123).

- Paralleltest (Äquivalentform): Die Forschung wird mit denselben Interviewpartnern anhand eines anderen Instruments vorgenommen, um die Gleichheit der Resultate zu überprüfen (vgl. Mayring, 2015, S. 123).
- Innere Konsistenz (Split-Half): Das Material wird in zwei identische Teile separiert, um zu bewerten, inwieweit diese zu vergleichbaren Resultaten führen (vgl. Mayring, 2015, S. 123).

Die Umsetzbarkeit der aufgeführten Aspekte in Bezug auf die qualitative Forschungsmethode wird in der Literatur als kritisch eingestuft (vgl. Mayring, 2015, S. 124; vgl. Flick, 2007, S. 492; vgl. Flick, 2019, S. 474f). Die Reliabilität anhand von Paralleltests zu belegen wird als herausfordernd beschrieben, da die Auswertung der Transkripte bzw. des sprachlichen Materials durch zwei Instrumente nicht durchführbar ist (vgl. Mayring, 2015, S. 124). Die Prüfung anhand der Split-Half-Methode erscheint als nicht geeignet, da durch die Teilung der Stichprobe bzw. des Transkriptes zentrale Ergebnisse verzerrt werden können und somit das Gesamtbild nicht korrekt interpretiert werden kann (vgl. Mayring, 2015, S. 124).

Mayring empfiehlt aufgrund der herausfordernden Aspekte eine Anpassung des Kriteriums ‚Reliabilität‘ (vgl. 2015, S. 124). Diese Anpassung wird durch den Begriff ‚Intercoderreliabilität‘ beschrieben. Der Prozess sieht vor, dass unterschiedliche Personen die Auswertung vornehmen und die Ergebnisse verglichen werden (vgl. Mayring, 2015, S. 124). Dieser Vorgang wurde in der betrachteten Forschungsthematik angewandt. Hierzu werteten unterschiedliche Personen wesentliche Teile des Forschungsvorhabens aus und glichen die Resultate miteinander ab. Dies ergab, dass die Reliabilität als zutreffend klassifiziert werden kann.

Die von Mayring beschriebene Intercoderreliabilität kann auch auf das zuvor erläuterte Gütekriterium der Objektivität angewendet werden (vgl. 2015, S. 124). Wie zuvor dargelegt, werteten unterschiedliche Personen die Interviews aus und verglichen die zentralen Ergebnisse miteinander. Dieser Vorgang hat aufgezeigt, dass die Ergebnisse Ähnlichkeiten auswiesen. Hierbei ist jedoch anzumerken, dass ein Maß an Objektivität stets gegeben ist, da es sich bei Personen um Individuen handelt.

Flick empfiehlt zudem, die Reliabilität anhand einer durchgehenden, reflexiven Sichtweise während des gesamten Forschungsvorhabens sicherzustellen (vgl. 2007, S. 492). Auch diese Empfehlung wurde in der Studie entsprechend berücksichtigt.

5.2.4.3. Validität

Das bedeutendste Gütekriterium stellt die Validität bzw. Gültigkeit dar (vgl. Flick, 2007, S. 492). Nach Kirk und Miller (1986, S. 21) wird Validität anhand der folgenden Aussage definiert: „[...] ob der Forscher sieht, was er zu sehen meint [...]“.

Eine fehlerhafte bzw. ungenügende Validität kann durch die folgenden drei Fehlertypen entstehen (vgl. Flick, 2007, S. 493):

- 1) einen nicht existierenden Zusammenhang darzustellen,
- 2) einen zutreffenden Zusammenhang zurückzuweisen,
- 3) falsche Fragen zu stellen.

Die größte Herausforderung bei der Überprüfung der Validität im Rahmen von qualitativen Forschungen liegt darin, das Verhältnis zwischen den analysierten Zusammenhängen und der durchgeführten Interpretation durch den Forscher zu bestimmen (vgl. Flick, 2007, S. 493). Die Validität zeigt in anderen Worten auf, inwieweit die Resultate aus der Studie auf Zustände wie beispielsweise Personen oder Situationen übertragen werden können und ob diese für andere Personen nachvollziehbar sind (vgl. Flick, 2007, S. 493). Können somit die gewonnenen Ergebnisse aus der Studie auch außerhalb der Untersuchungssituation auf dieselbe Thematik übertragen werden, so ist die Validität gegeben. Die Durchführung der qualitativen Studie erfolgt in einem natürlichen Umfeld und stellt damit eine Realsituation dar. Diese Prämisse ist bei den durchgeführten Experteninterviews ausreichend gegeben.

Nach Flick kann zudem eine angemessene Validität durch die Analyse der Interviewsituation gewährleistet werden, wodurch im Wesentlichen der Grad an Authentizität bestimmt wird (vgl. 2007, S. 494). Die Validität der Datenerhebung ist in der hier angewendeten Form des Experteninterviews hoch. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Grundsubstanz aus einem nicht standardisierten Interviewleitfaden besteht und dadurch Gedanken der Interviewten authentisch Berücksichtigung finden. Die Experten verstanden die Fragen ohne Komplikationen korrekt und gaben mit profundem Wissen

selbstsichere Antworten. Auch dies ist ein Indiz, das für die Validität der Datenerhebung spricht. Mittels zwei Pretest wurde die Validität sichergestellt.

5.2.4.4. Weitere Gütekriterien

In der Literatur wird neben den zuvor aufgeführten klassischen Gütekriterien auch eine Anzahl an alternativen Kriterien diskutiert (vgl. Flick, 2007, S. 500). Dazu zählen Vertrauenswürdigkeit, Glaubwürdigkeit, Zuverlässigkeit sowie Bestätigbarkeit (vgl. Flick, 2007, S. 500). Einige dieser Kriterien werden bereits, wie aufgezeigt, durch die Modifizierung der klassischen Gütekriterien berücksichtigt. Flick greift die Glaubwürdigkeit als weiteres Kriterium auf und führt an, dass hierzu diverse Instrumente eingesetzt werden sollten (vgl. 2007, S. 500). Als Beispiel werden regelmäßige Besprechungen mit externen, nicht forschungsinvolvierten Personen angeführt. Dies soll dazu verhelfen, eventuell unbekannte Erkenntnisse aufzudecken und die Ergebnisse regelmäßig zu überprüfen. Flick bezeichnet dies als „Peer-Debriefing“ (2007, S. 500). Dieses Kriterium wurde in der durchgeführten Studie angewendet.

Auch Krippendorff hat Gütekriterien für die Durchführung von Inhaltsanalysen entwickelt (vgl. 1980, S. 158). Dabei kann das Modell von Krippendorff wie folgt abgebildet werden (vgl. 1980, S. 158):

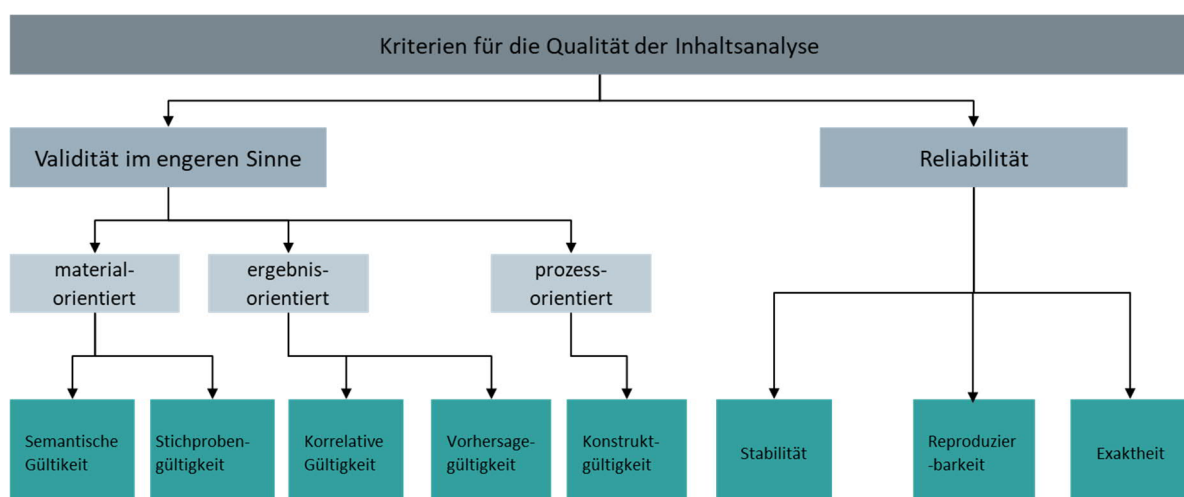


Abbildung 55: Gütekriterien (Quelle: Krippendorff, 1980, S. 158)

Da die beiden relevanten Kriterien ‚Validität‘ sowie ‚Reliabilität‘ und deren Modifikationen im Rahmen der angewendeten qualitativen Studie bereits erläutert wurden, wird im Folgenden eine kurze ergänzende Aufzählung ausgeführt. Mayring (2015) definiert die von Krippendorf (1980) entwickelten Kriterien wie folgt:

- Semantische Gültigkeit: Dieses Kriterium prüft, ob die definierten Kategorien für die Untersuchung adäquat sind (vgl. Mayring, 2015, S. 126).
- Stichprobengültigkeit: An dieser Stelle ist auf Kapitel 5.2.1.2. zu verweisen, in dem die Kriterien zur Auswahl des Ausgangsmaterials dargestellt wurden.
- Korrelative Gültigkeit: Für diese Evaluierung erfolgt die „Validierung durch Korrelation mit einem Außenkriterium“ (Mayring, 2015, S. 126). Für die Prüfung dieses Kriteriums ist allerdings notwendig, dass bereits Studien mit ähnlichen Fragestellungen bestehen (vgl. Mayring, 2015, S. 126).
- Vorhersagegültigkeit: Dieses Kriterium beschreibt die Möglichkeit, Prognosen aus dem Interviewmaterial abzuleiten (vgl. Mayring, 2015, S. 127).
- Konstruktgültigkeit: Hierdurch wird die Validität anhand von bisherigen, ähnlichen Untersuchungsmodellen gemessen (vgl. Mayring, 2015, S. 127).
- Stabilität: Dieses Kriterium entspricht der in Kapitel 5.2.4.4 dargestellten Interoderreliabilität (vgl. Mayring, 2015, S. 127).
- Reproduzierbarkeit: Die Messung dieses Kriteriums erfolgt durch die diskutierte Interoderreliabilität und stellt dar, inwiefern die durchgeführte Untersuchung in anderen Situationen verwendet werden kann (vgl. Mayring, 2015, S. 127).
- Exaktheit: Hierunter wird der Grad der Analyse verstanden, der einem vordefinierten funktionellen Standard entspricht (vgl. Mayring, 2015, S. 128). Dieses Kriterium ist nach Mayring am schwierigsten nachzuprüfen (vgl. 2015, S. 128).

Zusammenfassend kann angeführt werden, dass die Objektivität, die Reliabilität sowie die Validität als Gütekriterien Anwendung finden und für die vorliegende Studie als positiv eingestuft werden können.

5.2.4.5. Stärken und Schwächen des entwickelten Ansatzes

Die dargestellte Methodik der Interviewauswertung nach Mayring (2015) zeichnet sich sowohl durch Stärken als auch Schwächen aus, die im Folgenden skizziert werden. Durch

die kontinuierliche Berücksichtigung des Kommunikationszusammenhangs findet eine kommunikationswissenschaftliche Verankerung statt, die einen besonderen Vorteil der Inhaltsanalyse nach Mayring (2015) darstellt. Dabei berücksichtigt der Interviewer die jeweilige Sektion des Kommunikationsprozesses bei der Definition der Schlussfolgerungen. Dieses Merkmal wird bei quantitativen Untersuchungen oftmals nicht berücksichtigt (vgl. Rhein et al., 2020, S. 4). Durch diese Charakteristik ist sichergestellt, dass die Auswertung kontextbezogen erfolgt und das zugrunde liegende Material auch hinsichtlich der Entstehung sowie Wirkung analysiert wird (vgl. Mayring, 2015, S. 50).

Eine weitere wesentliche Stärke der durchgeführten qualitativen Inhaltsanalyse liegt darin, dass das Vorgehen durch eine festgelegte Systematik definiert ist. Für diese Systematik ist es notwendig, ein im Vorfeld konzipiertes Ablaufmodell zu entwickeln (vgl. Abb. 49). Dabei ist die Ausrichtung am zu untersuchenden spezifischen Gegenstand sowie an den klar definierten Fragestellungen erforderlich (vgl. Mayring, 2015, S. 51). Diese Vorgehensweise führt zu einer stringent anwendbaren Systematik und somit zur Überprüfbarkeit für andere Personen, wodurch auch die zuvor diskutierte Validität gewährleistet wird (vgl. Flick, 2007, S. 492f). Die systematisierende Vorgehensweise stellt zudem sicher, dass eine Vielzahl an Materialien (in der vorliegenden Analyse in Form von Transkripten) ausgewertet werden kann und sich die Qualität konstant auf einem hohen Niveau befindet (vgl. Mayring, 2015, S. 131).

Ein weiterer Vorteil der qualitativen Inhaltsanalyse liegt in der theoriegeleiteten Ausrichtung. Das Material wird unter einer theoretisch definierten Fragestellung analysiert, die Resultate werden unter dem kontinuierlichen Einfluss der theoretischen Fragestellung interpretiert (vgl. Mayring, 2015, S. 13). Diese Vorgehensweise stellt sicher, dass forschungsirrelevante Themen nicht mit einfließen.

Eine Schwäche des ausgewählten Instruments kann hingegen entstehen, wenn die Inhaltsanalyse nicht ausreichend flexibel gestaltet ist. Um dies zu vermeiden, wurde im Rahmen des Forschungsprozesses kontinuierlich darauf geachtet, den Fokus auf den im Vorfeld klar definierten Forschungsgegenstand auszurichten (vgl. Mayring, 2015, S. 131).

Eine weitere Schwäche ergibt sich in Anlehnung an dem von Mayring dargestellten Punkt, bei dem es entscheidend ist, dass der Fokus auf der Gegenstandsangemessenheit bei der

Auswahl des Forschungsinstruments liegt (vgl. 2015, S. 131). Dies wurde im Rahmen einer detaillierten Analyse sowie durch intensive Überlegungen zum spezifischen Forschungsstand eruiert und folglich wurde die angewendete Methodik in Form einer qualitativen Inhaltsanalyse als zielgerichtet klassifiziert. Sollte diese Bewertung nicht stattfinden, besteht die Gefahr, dass das gewählte Instrument womöglich nicht geeignet ist.

Es gilt, anzumerken, dass die aufgezählten Schwächen berücksichtigt wurden. Diese ergaben jedoch keine Qualitätsminderung der durchgeführten Studie. Die dargestellten Punkte belegen, dass sich das ausgewählte Instrument für die Analyse der vorliegenden Forschungsthematik eignet.

5.3. Interviewergebnisse

Im vorliegenden Kapitel werden die Ergebnisse der Interviews zu definierten Themengebieten zusammengefasst. Die daraus resultierenden Schlussfolgerungen sowie Handlungsempfehlungen werden in Kapitel 5.4 dargestellt.

Wie in Kapitel 5.2.1.3 erläutert, wurde für die Untersuchung ein Kategoriensystem entwickelt (vgl. Tab. 16). Der Fokus der Konzeption lag neben den theoretischen Erkenntnissen darauf, fehlende Themenbereiche aus dem aktuellen Forschungsstand aufzugreifen und einfließen zu lassen. Es ist hierbei anzumerken, dass in den in Kapitel 1.3 aufgeführten Studien die entwickelten Kategorien K1 bis K6 nicht analysiert wurden, dies wurde bei dem Kategoriensystem berücksichtigt.

Im Folgenden werden die ausgewerteten Interviews anhand des konzipierten Ablaufmodells dargestellt und diskutiert. Hierfür wird die erarbeitete Kategorienmatrix herangezogen. Im Prozess der Auswertung ist vorgesehen, die definierten Kategorien mit Textstellen aus dem Transkript zu verknüpfen (vgl. Mayring, 2015, S. 87). Nach der Verknüpfung erfolgt die Interpretation der einzelnen Kategorien (vgl. Mayring, 2015, S. 87). Neben der Analyse der Aussagen fließen auch die Erkenntnisse aus der Theorie ein. Die Auswertung bildet eine Brücke zwischen dem aktuellen Forschungsstand sowie offengebliebenen Fragestellungen aus den bestehenden Studien. Es ist festzuhalten, dass aufgrund der Datenschutzgrundverordnung (DSGVO) sowie der zugesicherten Anonymität gegenüber den Experten Zitate mit den dazugehörigen Pseudonymen präsentiert werden.

Zudem wurden die Unternehmensinformationen der Interviewpartner aus den Transkripten entfernt, da dies im Vorfeld zugesichert worden war. Die Anonymisierung wird auch aus forschungsethischen in der Sozialforschung empfohlen (vgl. Richter et al., 2021, S. 153).

Der Fokus der in Kapitel 1.3 aufgeführten Werke liegt auf der Auswirkung bestimmter pensionspezifischer Parameter auf den Eigenkapitalwert. Die Methodik zur Bestimmung des Eigenkapitalwertes im Rahmen einer M&A-Transaktion wurde dabei nicht analysiert. Eine weitere Lücke ergibt sich aus dem Sachverhalt, dass die herangezogenen Eigenkapitalwerte überwiegend aus der Bilanz abgeleitet wurden. Die Studien sind somit bilanzgetrieben. Im Rahmen einer M&A-gerechten Unternehmensbewertung ist allerdings vielmehr entscheidend, eigenständige Bewertungen durchzuführen. Um diese fehlenden Informationen zu erarbeiten, wurde der erste thematische Schwerpunkt auf den Bereich der Unternehmensbewertung gelegt. Dabei wurden die verknüpften Textstellen aus den Transkripten zur gebildeten Kategorie (K1) ausgewertet. Im Folgenden findet die Interpretation der Subkategorien statt, die auf Basis des Kategoriensystems abgeleitet wurden:

Kategorien-nummer	Kategorie	Subkategorien
K1	Unternehmensbewertung	SK 1.1) Anwendung Bewertungsverfahren SK 1.2) Unternehmensplanung SK 1.3) Abbildung der pensionspezifischen Größen in DCF-Verfahren SK 1.4) Risikoabbildung/Niedrigzinsphase/mögliche Modifikation der Bewertung SK 1.5) Umgang mit der Prognose von pensionspezifischen Zahlungsflüssen

Tabelle 18: Kategorie 1 (Quelle: Eigene Darstellung)

Zur Fragestellung, welche Bewertungsverfahren für die Unternehmensbewertung herangezogen werden können, führte Experte A2 Folgendes an: „Als Ausgangspunkt ist es natürlich so, dass man an gewisse Verfahren gebunden ist, gerade als Wirtschaftsprüfer hat man als Grundlage den IDW S1 als Bewertungsstandard“ (2019, Anlage II, S. 258).

Diese Aussage wird auch von anderen Experten bestätigt. Damit gilt der Grundsatz, dass die in Kapitel 4.6 dargestellten Verfahren in der Theorie angewendet werden können. In der Praxis wird allerdings vornehmlich das DCF-Verfahren angewendet. Wie aus Kapitel 4.4 hervorgeht, unterscheiden sich dabei die beiden DCF-Verfahren (Nettomethode vs. Bruttomethode) durch die Heranziehung unterschiedlicher Cashflow-Größen. Somit ist die Fragestellung, wie sich die pensionspezifischen Komponenten innerhalb der beiden Verfahren auswirken, von besonderer Relevanz. Experte A4 antwortete auf die Frage, ob die unterschiedlichen Cashflow-Größen bzw. die Anwendung der diversen DCF-Methoden Auswirkungen auf den Unternehmenswert haben, wie folgt:

Nein, denn in der einen Cashflow-Größe haben Sie beispielsweise Ihre untersuchten Pensionsverpflichtungen bereits abgezogen, bei der anderen Methode ziehen Sie diese eben im nächsten Schritt ab – in Summe müssen Sie in der Theorie nach kaufmännischer Vorsicht auf denselben Wert kommen (2019, Anlage IV, S. 274).

Aus bewertungstheoretischer Sicht ist der Aussage von A4 zuzustimmen. Gemäß dem IDW Standard 1 führen alle Bewertungsverfahren zum selben Ergebnis (vgl. IDW, 2008). A2 bestätigt zudem, dass der IDW Standard 1 für die Unternehmensbewertung als „Grundlage“ dient (2019, Anlage II, S. 258).

Als Ausgangsbasis sollten alle Gesamtbewertungsverfahren denselben Unternehmenswert liefern. In Bezug auf die Bewertungspraxis sowie auf die hier durchgeführten Recherchen ist diese Tatsache allerdings weniger relevant, da in den M&A-Transaktionen nicht sämtliche Bewertungsverfahren durchdekliniert werden, um an den rechnerischen Unternehmenswert zu gelangen. Zur Prüfung der Plausibilität kann allerdings neben den DCF-Verfahren auch das Multiplikatorverfahren verwendet wird. So führte Experte A4 an, dass in der Praxis der Unternehmensbewertungen das Multiplikatorverfahren für eine erste grobe Schätzung genutzt wird und mit zunehmender Transparenz der Unternehmensdaten sowie Planungsdaten eine detaillierte DCF-Methode ausgearbeitet wird (vgl. 2019, Anlage IV, S. 273f). Es stellt sich hierbei die Frage, welches der beiden DCF-Verfahren die vorteilhaftere Wahl für eine Unternehmensbewertung aus verhandlungstaktischer Sicht darstellt.

Einige Experten führten an, dass die Pensionsunterdeckung als separater Abzugsposten berücksichtigt wird (vgl. Experte A1, 2019, Anlage I, S. 250f; vgl. Experte A5, 2019, Anlage V, S. 284; vgl. Experte B1, 2019, Anlage VI, S. 287f). Die Pensionsunterdeckung, die der Bilanz als Rückstellung zu entnehmen ist, stellt somit eine isolierte Schuldenposition dar. Wie in der theoretischen Ausarbeitung dargestellt, eignet sich somit vom Grundsatz die Bruttowertmethode aus verhandlungstaktischer Käufersicht daher gut, da die Pensionsrückstellungen als separater Themenblock bei der Verhandlung diskutiert werden können. Im Rahmen der DCF-Bruttowertmethode fließen Schuldenpositionen in die Net-Debt-Kalkulation mit ein (vgl. Experte A5, 2019, Anlage V, S. 284). Als Net-Debt werden die Nettoschulden bezeichnet. Hierunter fallen beispielsweise Pensionsunterdeckungen sowie weitere Finanzverbindlichkeiten (vgl. Schröder, 2019, S. 47f). In einer M&A-Verhandlung werden die Net-Debt-Items klassischerweise einzeln verhandelt. Die Bruttowertmethode ist daher für die betrachteten Pensionsverpflichtungen sowie für die Verhandlung von anderen möglichen Verpflichtungen eine besonders geeignete, taktisch vorteilhafte Methode aus Investorensicht.

Der Vorteil und damit ein Grund für die hohe Anwendung des WACC-DCF-Ansatzes in der Praxis liegen nach Meinung von B4 darin, dass sich das Verfahren als Marktstandardbewertungsverfahren etabliert hat (vgl. 2020, Anlage IX, S. 300). Ein wesentlicher Grund hierfür ist die erläuterte Betrachtung der Schuldengrößen in der Net-Debt-Kalkulation. So bestärkte auch Experte B4 ergänzend die Aussage, dass die Schuldenposten anhand der WACC-Bruttomethode ‚einfacher‘ betrachtet werden können (vgl. 2020, Anlage IX, S. 300).

Experte A2 gab im Zusammenhang mit der Frage zu den herangezogenen Bewertungsverfahren an, dass als wesentlicher Erfolgsfaktor eine fundierte Unternehmensplanung zu nennen ist: „Letztendlich ist eigentlich das entscheidende Thema für die Bewertung, welche Planung zugrunde liegt. Der Bewertungsansatz ist natürlich eine gewisse Technik und ein Standard, den man erfüllen muss“ (2019, Anlage II, S. 259). Während sich das Bewertungsverfahren im Wesentlichen an einen standardisierten und wiederkehrenden mathematischen Prozess anlehnt, stellen die Planung der Ertrags- sowie Verschuldungsgrößen und daraus resultierend die Planung der Cashflows bzw. der Bezugsgröße im Rahmen einer Unternehmensbewertung einen wesentlichen, für die

Bewertung beeinflussbaren Baustein dar. Die von A2 erwähnte Unternehmensplanung stellt auch nach Meinung anderer Experten einen elementaren Faktor in der betrachteten Forschungsthematik dar (vgl. Experte A2, Anlage II, 2019, S. 259; vgl. Experte A4, 2019, Anlage IV, S. 277; vgl. Experte A1, 2019, Anlage I, S. 256).

Wie in Kapitel 3.8.1 dargestellt, sind zahlreiche pensionspezifische Effekte in der Planung miteinzubeziehen. Eine klassische Unternehmensplanung basiert auf bestimmte Annahmen und berücksichtigt relevante Trends. Neben Parametern, beispielsweise Wachstumsannahmen und Marktentwicklungen, werden auch für die betrachteten Pensionsverpflichtungen Parameter wie die Zinsentwicklung sowie Pensionsauszahlungen berücksichtigt. Ein weiterer bedeutender Aspekt ergibt sich hinsichtlich der künftigen Pensionszusagen. Wird beispielsweise ein Unternehmen mit schlechten Pensionszusagen akquiriert, können aufgrund personalpolitischer Beweggründe nachträglich die Pensionszusagen angehoben werden. Auch diese Effekte sind in der Unternehmensplanung zu quantifizieren. Die Planung stellt somit ein bedeutendes Element in der Bewertung dar. Für die DCF-Bewertung ist dies insofern essenziell, als im Rahmen der Cashflow-Berechnung, sowohl für die Flow-to-Equity-Nettomethode als auch für die Free-Cashflow-Bruttowertmethode, bestimmte Effekte für die zukünftige Entwicklung der pensionspezifischen Größen eingearbeitet werden. Diese Effekte können nach Experte B4 beispielsweise reguläre Auszahlungen an Pensionäre oder 'Fundings' durch Einzahlungen in externe Finanzierungsvehikel darstellen, um das Pensionsdefizit zu verringern (vgl. Anlage IX, 2020, S. 299). Eine solche Einzahlung (Funding) würde zu einer Bilanzverkürzung führen und somit die Liquiditätskennzahlen verbessern. Dies ergibt den positiven Effekt, dass das Bankenrating verbessert wird und sich das Unternehmen dadurch günstiger refinanzieren kann.

Eine weitere bedeutende Erkenntnis bezüglich der Cashflow-Größen, die an dieser Stelle einzubringen ist, stellt die korrekte Zuordnung von zahlungswirksamen Aufwendungen wie dem Finanzierungsaufwand sowie dem leistungswirtschaftlichen Aufwand in den entsprechenden Cashflows dar. Wie in Kapitel 4.6.4 aufgezeigt, ist hierbei darauf zu achten, dass Finanzierungskomponenten nicht dem leistungswirtschaftlichen Cashflow zugerechnet werden sollten, da dies sonst zu einer systematischen Fehlbewertung führt. Die Prognose des Liquiditätsabflusses innerhalb der Detailplanungsphase gestaltet sich

unter der Einhaltung der kaufmännischen Sorgfalt akkurat. Wie auch sonstige, weit in der Zukunft liegende Zahlungsströme gestaltet sich die Ermittlung von pensionspezifischen Zahlgrößen weitestgehend kompliziert und erschwert somit die Bestimmung des Terminal-Value. Wie in Kapitel 3.4.2 erläutert, stellen Pensionszusagen in Form von Defined-Benefit-Plänen das höchste finanzielle Risiko dar. Dies liegt unter anderem an der Komplexität der einzelnen Pensionszusagen. Es stellt sich die Frage, ob es sich beispielsweise bei der Zusage um eine monatlich fixierte Rentenzahlung oder um eine steigende Rentenzahlung mit weiteren Bestandteilen handelt. Zudem ist der Zeitpunkt der Zahlungsabflüsse ungewiss. So kann beispielsweise als Bestandteil einer Pensionszusage auch eine Hinterbliebenenrente oder eine Witwenrente greifen. Diese Art von biometrischen Risiken findet zwar bei bestimmten Richtwerten wie der Heubeck-Richttafel Berücksichtigung, allerdings sind hier starke Abweichungen durch die zuvor erwähnte Ungewissheit möglich. So führte Experte C3 Folgendes an:

Was Sie nicht vergessen dürfen, trotz der erwähnten Planung, Sie haben natürlich immer biometrische Risiken und diese können trotz gewisser Richttafeln und statistischer Wahrscheinlichkeiten abweichen, aufgrund von unterschiedlichsten Parametern oder unvorhersehbaren Ereignissen. Die Berechnungen basieren ja neben volkswirtschaftlichen und finanzwirtschaftlichen Prämissen auch auf dem Leben sowie der Karriere einer einzelnen Person und da können gewisse Ereignisse nicht vorherbestimmt werden (2021, Anlage XII, S. 315f).

Die Bestimmung von adäquaten Eintrittswahrscheinlichkeiten zu den Rentenansprüchen wird zudem durch weitere Faktoren wie die Rentenentwicklung, die Lebenserwartung sowie das tatsächliche Renteneintrittsalter erschwert. Eine zusätzliche Herausforderung besteht unter der HGB-Bilanzierung, denn nach § 16 BetrAVG ist der Arbeitgeber dazu verpflichtet, alle drei Jahre die Pensionsansprüche in Abhängigkeit der Inflationsrate anzupassen (vgl. Experte C3, 2021, Anlage XII, S. 316). Die Inflation ist von zahlreichen volkswirtschaftlichen Parametern abhängig, eine Prognose stellt daher eine Herausforderung dar.

Eine für die Unternehmensbewertung zu berücksichtigende Komponente stellt eine adäquate Risikobetrachtung der Pensionsverpflichtungen dar. Im nachfolgenden Abschnitt wird daher untersucht, wie das Risiko aus Pensionsverpflichtungen in der Unternehmensbewertung angemessen berücksichtigt werden kann und welche

Möglichkeiten einer Risikoreduzierung bestehen. Hierzu wurde mithilfe der Experten geprüft, in welchem Ausmaß mögliche Risiken in der Unternehmensbewertung bzw. in der Unternehmensplanung Berücksichtigung finden sollten. Die signifikante Mehrzahl der Experten teilt die Meinung, dass in Pensionsverpflichtungen ein latentes Risiko verborgen ist (vgl. Experte A1, 2019, Anlage I, S. 256; vgl. Experte A3, 2019, Anlage III, S. 268; vgl. Experte A5, 2019, Anlage V, S. 283; vgl. Experte C3, 2021, Anlage XII, S. 314). Allerdings besteht das grundsätzliche Risiko auch in anderen Schuldengrößen. Risiken sollten grundsätzlich in der Unternehmensplanung berücksichtigt werden. Die Planung sollte hierzu modifiziert werden, um alle relevanten Effekte (inklusive Pensionsdefizite) abzubilden (vgl. Experte B3, 2019, Anlage VIII, S. 293f).

Experte A4 beschreibt seine Erfahrungen aus vergangenen Projekten wie folgt:

In der Tat wird ein vorhandenes Risiko durch Pensionsverpflichtungen üblicherweise durch einen Abschlag beim Kaufpreis berücksichtigt. Dieser Abschlag ist jedoch kein Fixbetrag oder fixer Prozentsatz vom Kaufpreis. Vielmehr wird der Käufer versuchen, ein etwaiges Risiko in seinem grundlegenden Businessplan für das Zielunternehmen zu integrieren. Dies kann etwa dadurch geschehen, dass man den vom Verkäufer vorgelegten Businessplan nach unten korrigiert. Alternativ können aus dem Businessplan verschiedene Szenarien – darunter ein Pensions-Risk – entwickelt werden, die dann zu gewichten sind. So kann etwa ein Best, ein Realistic, ein Worst und schließlich ein Worst-Worst-Case errechnet werden. Für jeden dieser Cases ist dann eine Eintrittswahrscheinlichkeit zu bestimmen und sie sind entsprechend zu gewichten. Geht man davon aus, dass aus Sicht des Käufers der Realistic Case die mit Abstand größte Wahrscheinlichkeit haben sollte, dürfte der Worst-Worst-Case eine Gewichtung im einstelligen Prozentbereich bekommen (2019, Anlage IV, S. 279).

Diese Aussage ist kongruent mit den Ergebnissen der untersuchten Frage, inwiefern Pensionsverbindlichkeiten in den einzelnen Bewertungsverfahren berücksichtigt werden. Dabei wurde auch festgestellt, dass die Planung für die Berücksichtigung von Risiken einen essenziellen Stellenwert einnimmt (vgl. Experte A2, 2019, Anlage II, S. 259f). Experte B4 ist der Meinung, dass eine separate Risikogewichtung nicht praxisgetreu ist (vgl. 2020, Anlage IX, S. 298). Die Pensionsunterdeckung sollte dennoch anhand von unterschiedlichen Szenarien durchdekliniert und mit möglichen Sensitivitäten verknüpft werden (vgl. Experte B4, 2020, Anlage IX, S. 299).

Experte A5 gab an, dass die ermittelte Pensionsunterdeckung eine einfache Berücksichtigung als Kaufpreisabzug finden sollte (vgl. Anlage V, 2019, S. 284). Diese Aussage wird auch durch Experte A2 gestützt: „Ja gut, also dass für Pensionsverpflichtungen irgendwelche gesonderten Risikozinssätze oder sonstige Mechanismen innerhalb der DCF-Bewertung noch mal hergenommen werden, habe ich persönlich noch nicht gesehen“ (2019, Anlage II, S. 260).

Eine wesentliche Frage, auf die auch Experte B4 einging, ergibt sich hinsichtlich der Cashflow-Prognose im Rahmen der Unternehmensbewertung und Planung (vgl. Anlage IX, 2020, S. 297f). Dabei besteht die Herausforderung, zukünftige Cashflows sowie Abzinsungsfaktoren adäquat zu bestimmen. Wie in Kapitel 4.6.3.3.1 aufgezeigt wurde, werden im Rahmen der DCF-Methode einzelne periodenspezifische Cashflows mit dem WACC abgezinst. Dabei ist die Bestimmung des WACC an Vorgaben wie Eigenkapitalrenditeerwartungen sowie Fremdkapitalkosten und Pensionskosten gekoppelt. Der WACC ist als Bestandteil der übergeordneten Unternehmensbewertung von der pensionspezifischen Discount-Rate abzugrenzen. Pensionspezifische Cashflow-Komponenten wie geplante Rentenzahlungen, Fundings und Zuführungen in die Pensionsrückstellung (Service-Costs) stellen einen bedeutenden Bestandteil der Unternehmensplanung dar (vgl. Experte C3, 2021, Anlage XII, S. 313f). Diese Komponenten nehmen je nach Charakteristik Einfluss auf die bewertungsrelevanten DCF. Es ist daher wesentlich, herauszufinden, ob die pensionsabhängigen Zahlungsgrößen (Pensions-Cashflows) sowie der Abzinsungsfaktor (Discount-Rate) prognostiziert werden können. Dazu hat Experte B4 die folgende Meinung:

Ja, klar können Zinsprognosen auf Basis von zahlreichen Annahmen und wissenschaftlichen Methodiken aufgestellt werden, nur ist das absolut kein marktgerechtes Vorgehen. Das können Sie vielleicht für einen Monat halbwegs vernünftig bestimmen, aber Sie wissen ja nie, was morgen in der Welt passiert. Sehen Sie sich die Pandemie an, das hätte niemals jemand gedacht. Eine Zinsprognose finde ich persönlich nicht zweckmäßig, so was würde ich auch niemals in einer Verhandlung platzieren (2020, Anlage IX, S. 297).

Auch Experte C3 bestätigte, dass eine Prognose der Discount-Rate nicht praktikabel ist:

Eine Prognose der Discount-Rate können Sie theoretisch mit 1000 Annahmen machen, aber das ist absolut nicht vernünftig. Wenn es so was gäbe, könnte ich aufhören zu

arbeiten, das ist ja, wie wenn ich in die Glaskugel schaue und sage, das und das passiert, also eine Discount-Rate-Prognose, nein, das ist einfach nicht möglich (2021, Anlage XII, S. 313).

Für die vorliegende Dissertation durchgeführte Recherchen zu einer möglichen Zinsprognose haben ergeben, dass mögliche mathematische Ansätze existieren, diese allerdings im Wesentlichen auf unvorhersehbaren und nicht planbaren Annahmen basieren. Auch die BaFin erstellt regelmäßige Prognosen hinsichtlich der Zinsentwicklung, hierzu konnte nach eigenen Recherchen allerdings nicht die angewandte Methodik ermittelt werden. In einer Veröffentlichung der BaFin wird lediglich die Aussage getroffen, „dass es so schlimm bleibt, wie es ist“ (BaFin, 2021, S. 29). Daher ist sowohl die Aussage von Experte B4 als auch die von Experte C3 valide (vgl. Anlage IX, 2020, S. 297; vgl. 2021, Anlage XII, S. 313). Die Möglichkeit, einen adäquaten und plausiblen Zins zu prognostizieren, ist somit nicht gegeben. Zudem würde die Erklärung der angewendeten Prognosemethodik mit hoher Wahrscheinlichkeit gegenüber der M&A-Gegenseite nicht gelingen.

An dieser Stelle ist auch hervorzuheben, dass sich die methodische Bestimmung der pensionsspezifischen Discount-Rate vom WACC-Abzinsungsfaktor unterscheidet. Während IAS 19 die Bestimmung der Discount-Rate in Anlehnung an erstklassige Unternehmensanleihen regelt, erfolgt die Bestimmung eines WACC, wie in Kapitel 4.6.3.3.1.1 dargestellt, nach einer differenzierten Methodik unter der Berücksichtigung von Eigenkapitalerwartungen sowie den Fremdkapitalkosten. Den M&A-Parteien sind die Berechnungsmethodiken für den WACC sowie die Discount-Rate in aller Regel bekannt, da diese in anerkannten Standards festgelegt sind (vgl. Kapitel 3.5.2 und 4.6.3.3.1.1).

Eine weitere für die Unternehmensbewertung bedeutende Erkenntnis ergibt sich bei der Betrachtung der pensionsspezifischen Cashflow-Größen. Für die Unternehmensplanung ist es bedeutend, möglichst präzise Abflussgrößen abzubilden, um die periodenspezifischen Unternehmenscashflows zu bestimmen. Hinsichtlich der pensionsspezifischen Komponenten sei an dieser Stelle auf die Pensionsgutachten hingewiesen. Wie die Diskussion mit Experte C3 ergab, sind detaillierte Auszahlungspläne Bestandteil eines IAS 19 Pensionsgutachten (vgl. 2021, Anlage XII, S. 314). Somit können beispielsweise in der

Zukunft liegende Rentenauszahlungen als Aufwand in die Unternehmensplanung mit aufgenommen werden. Auch die neu hinzuverdienten Dienstzeitaufwände (Service-Cost) können aus der Cashflow-Planung entnommen werden. Im Pensionsgutachten werden keine Informationen zu der Entwicklung von zukünftigen Discount-Rates aufgeführt. Um neben den bereitgestellten Positionen ‚Service-Cost‘ sowie ‚Rentenauszahlungen‘ auch die Interest-Costs (Finanzierungsaufwand der Pensionsverbindlichkeiten) in die Planung aufzunehmen, können künftige Finanzierungskosten (Interest-Costs) der Pensionszusagen anhand eines festgelegten fixen Abzinsungsfaktors ermittelt werden. Hierbei wird in der Praxis der zuletzt verfügbare Abzinsungsfaktor genutzt und für die Planperioden angewendet. Faktoren, die allerdings nicht in den Pensionsgutachten enthalten sind, stellen beispielsweise tatsächliche Fluktuationen sowie mögliche inflationsgetriebene Rentenanpassungen dar. Wie auch Prognosen der Zinsentwicklung können diese Faktoren nicht vorbestimmt werden.

Nachdem im Rahmen der Analyse des ersten Kategorienblocks ‚K1‘ die grundlegenden Bewertungsspezifika der DCF-Methode herausgearbeitet wurden, wird nun die Untersuchung im Bereich der Pensionsbewertung mittels des zweiten Kategorienblocks ‚K2‘ fortgesetzt.

Kategorien-nummer	Kategorie	Subkategorien
K2	Pensionsbewertung	SK 2.1) Methodik zur Berechnung der Pensionsverpflichtungen SK 2.2) Pensions-Due-Diligence

Tabelle 19: Kategorie 2 (Quelle: Eigene Darstellung)

Mittels Kategorie 2 wird zunächst die Analyse der Bewertungsmethodik von Pensionsverpflichtungen durchgeführt. Wie die Bestandsaufnahme der Studien aufgezeigt hat, existieren einige Werke zur Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen, in denen auch die Bewertungstechniken der Pensionsverpflichtungen beschrieben werden. Allerdings sind diese Werke auf rein bilanztechnische Fragestellungen ausgerichtet, ohne dass eine zweckmäßige Einordnung in die Unternehmensbewertung vorgenommen wird. Zudem liegt der Fokus der bestehenden Werke auf isolierten Rechnungslegungsstandards, ohne dass das Zusammenspiel von unterschiedlichen, internationalen Faktoren berücksichtigt

wird. Die nachfolgenden Erläuterungen beziehen sich zudem auf mögliche M&A-Spezifika hinsichtlich der Pensionsbewertung.

Die detaillierte Analyse der Bilanzierungsrichtlinien für Pensionsverpflichtungen hat aufgezeigt, dass die PUC-Methode ein etabliertes Standardvorgehen für die Ermittlung des Verpflichtungsumfangs darstellt. Im Rahmen der empirischen Studie wurde mithilfe von Experte C2 und C3 untersucht, ob mögliche Unterschiede zwischen der klassischen Pensionsbewertung und der Bewertung innerhalb eines M&A-Projekts existieren. Dies konnte nicht belegt werden. So gab auch Experte C3 an: „Also, im Grundsatz gibt es natürlich keinen Unterschied zwischen den beiden Methodiken, das ist das Gleiche, denn nach unternehmerischer Sorgfalt bewerten Sie anhand des IAS-19-Standards und in der Praxis ist die Methodik immer die PUC-Methode“ (2021, Anlage XII, S. 312). Auch Experte B1 sowie C2 belegen, dass in der Praxis die PUC-Methode zur Berechnung der Pensionsverpflichtungen herangezogen wird (vgl. 2019, Anlage VI, S. 286; vgl. 2019, Anlage XI, S. 306). Während die PUC-Methodik strikt in IAS 19 geregelt ist, ergibt sich bei der Ermittlung der Pensionsverpflichtung eine Besonderheit hinsichtlich der limitierten Informationsgrundlage, die in einem M&A-Projekt ein klassisches Merkmal ist. Aufgrund dieser Tatsache werden für die ersten Berechnungen innerhalb einer M&A-Transaktion sogenannte Umschätzungen erstellt (vgl. Experte B1, 2019, Anlage VI, S. 287 vgl. Experte C1, 2019, Anlage X, S. 301f, vgl. Experte C3, 2021, Anlage XII S. 317). Darunter wird der Vorgang verstanden, die oft limitierten Informationen zu den Pensionsverpflichtungen auszuwerten und durch die Anpassung der Parameter auf einen indikativen Wert umzuschätzen. Aufgrund von oftmals nicht vollständigen Informationen stellt sich dieser Vorgang auch nach Experte B3 als herausfordernd dar. Hierzu wird folgende Schlussfolgerung angeführt:

Die Bewertung der DBO als solches stellt theoretisch keine Schwierigkeit dar, vorausgesetzt – und jetzt bin ich auch wieder bei dem Wunschdenken – alle Daten liegen transparent vor. Ansonsten bewegen wir uns bei einer 80 %-Schätzung – für die frühe Phase des M&A-Projektes reicht das aus, weiter präzisiert wird dann im Verlauf des Deals (2019, Anlage VIII, S. 293f).

Die von B3 beschriebene Präzisierung stellt das Ziel der pensionspezifischen Due Diligence (vgl. Kapitel 2.4.4.2) dar. Im Rahmen der Due Diligence werden sämtliche Pensionspläne sowie Parameter transparent abgebildet. Durch M&A-Aktuare können die aufbereiteten

Daten anhand eines Bewertungsmodells spezifisch an die Zielparameter angepasst werden (vgl. Experte A5, 2019, Anhang V, S. 282f). Dabei werden in der Regel die Parameter herangezogen, die bereits in der Unternehmensbilanzierung für Pensionsverpflichtungen des Strategischen Investors Anwendung finden. Das Bewertungsmodell kann darüber hinaus unterschiedliche Szenarien enthalten, je nach Ausprägung der Risikoadjustierung. Experte C3 stützt dieses Vorgehen durch folgende Aussagen: „Das Ziel der Due Diligence ist es, mit zunehmendem Zeitstrahl das Level an Transparenz zu erhöhen“ (2021, Anlage XII, S. 317). Auch Experte C2 beschreibt, dass im Laufe der Zeit eine Präzisierung erfolgt: „Anhand dieser bestmöglichen Schätzung an Mitarbeiterbestand starten wir nun, zu rechnen, inhouse, wir erstellen Übersichten und bekommen die Discount-Rate vom Mandanten, dann haben wir schon einen genaueren Wert als im Vergleich zu der ersten Financial Summary“ (2019, Anlage XI, S. 307).

Sowohl die Komplexität als auch die Rationalität für die Bewertung sind nach einigen Experten zu berücksichtigen (vgl. Experte A1, 2019, Anlage I, S. 252; vgl. Experte C1, 2019, Anlage X, S. 302; vgl. Experte C2, 2019, Anlage XI, S. 308). Wie angeführt, stellt die Bewertungsqualität bzw. die dafür gewählten Parameter einen sensiblen Themenkomplex dar. Durch zu ‚aggressiv‘ gewählte Parameter kann beispielsweise die Gegenseite das Vertrauen verlieren und dadurch das Interesse am potenziellen Erwerber verringern bzw. den Fokus auf andere Bieter legen. Einige der Experten gaben diesbezüglich an, dass die Erfahrung essenziell für eine solide Bewertung und damit einhergehend für den M&A-Prozess ist (vgl. Experte A5, 2019, Anlage V, S. 283; vgl. Experte C2, 2019, Anlage XI, S. 310). Neben der gewählten Bewertungsmethode sowie den mathematischen Parametern spielt damit die berufliche Erfahrung der einzelnen M&A-Akteure eine bedeutende Rolle. Einen weiteren Schlüsselfaktor stellt nach Experte C2 die Vertrauensbildung zwischen den einzelnen M&A-Akteuren dar (vgl. 2019, Anlage XI, S. 310).

Es kann somit zusammenfassend festgehalten werden, dass sich die M&A-Bewertungsmethodik von Pensionsverpflichtungen nicht von der klassischen Methode im Rahmen der Jahresabschlussstellung unterscheidet. Als weitere Erkenntnis ist anzuführen, dass Investoren anhand der verfügbaren Informationen Umschätzungen anwenden, um einen indikativen und aktuellen Pensionsverpflichtungsumfang zu berechnen. Im Rahmen von M&A-Projekten kommen für diese Umschätzungen allerdings

erschwerende Faktoren wie mangelnde Transparenz relevanter Informationen hinzu. Diesbezüglich wird in der nachfolgenden Kategorie 3 untersucht, welche Bedeutung die Anhangangaben einnehmen. Das folgende Kategorienggebiet ist zudem auf internationale Komplexitätsaspekte ausgerichtet. Der Fokus der existierenden Studien liegt lediglich auf einzelnen Ländern, beispielsweise die USA, Kanada oder Deutschland. Im Rahmen der betrachteten Forschungsthematik ist es von hoher Relevanz, internationale Aspekte zu untersuchen. Die fehlende Berücksichtigung der internationalen Facette stellt somit einen legitimen Beweggrund dar, um die im Folgenden abgebildeten Subkategorien detailliert zu analysieren.

Kategorien-nummer	Kategorie	Subkategorien
K3	Internationale Komplexität	SK 3.1) Rechnungslegung SK 3.2) Bewertungskomplexität aufgrund unterschiedlicher Länder/Länderbeispiel SK 3.3) Gesetzliche Bestimmungen zum Pensionstransfer

Tabelle 20: Kategorie 3 (Quelle: Eigene Darstellung)

Die in Kapitel 1.3 erfolgte Kategorisierung zeigt auf, dass in einigen Forschungsarbeiten bilanzpolitische Aspekte untersucht werden, allerdings erfolgt keine Berücksichtigung von M&A-spezifischen Komponenten. Durch internationale M&A-Transaktionen und unterschiedliche Rechnungslegungen ergeben sich oftmals komplexe Konstellationen in der Bewertungsgrundlage. Die Untersuchung dieses Themengebietes ist bedeutend, da die Bewertung bzw. Ermittlung der Pensionsverpflichtungen auf einer einheitlichen, konsistenten Rechnungslegungsbasis erfolgen sollte. Die folgenden Abschnitte greifen dieses Themengebiet auf und analysieren, welche Herausforderungen durch unterschiedliche Rechnungslegungen für die Bewertung von Pensionsverpflichtungen entstehen und wie mit ihnen in M&A umgegangen wird.

Die Erläuterungen der Experten bezüglich aufkommender Herausforderungen sind im Wesentlichen inhaltlich identisch. Die größte Herausforderung liegt darin, eine einheitliche Basis zu schaffen. In Transaktionen mit mehreren Ländern ist es überwiegend der Fall, dass beispielsweise Pensionsgutachten nach unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards geliefert werden. Experte D1 berichtete von einer aktuellen Transaktion, bei der das Target

den Sitz in den USA hat und nach US-GAAP bilanziert (vgl. 2019, Anlage XIII, S. 319f). Für die Pensionspläne in den USA ist das problemlos, da überwiegend reine beitragsorientierte Pensionspläne (Defined Contribution) im US-amerikanischen Raum existieren. Allerdings besitzt das Unternehmen auch eine Produktions- sowie Vertriebsniederlassung in der Schweiz, wofür keinerlei Pensionsgutachten vorliegen. Experte D1 führte hierzu Folgendes an: „Nachdem wir die Analyse der möglichen Pensionsverpflichtungen in der Schweiz abgeschlossen haben, wurde festgestellt, dass exorbitante Verpflichtungen in der Schweiz vorlagen“ (2019, Anlage XIII, S. 319).

Dies liegt darin begründet, dass nach nationalem Schweizer Recht für diese Pensionszusagen keine Rückstellung bilanziert wird. Unter IFRS, dem Rechnungslegungsstandard, den der Investor anwendet, müsste diese bis dato nicht bilanzierte Pflicht als ‚Balance-Sheet-Item‘ aufgenommen werden. Die Bedeutung unterschiedlicher Rechnungslegungsstandards stellt somit einen zentralen Baustein dar. Der Effekt aus dem dargestellten Schweizer Pensionsplan wurde als Schuldenposition in das Bewertungsmodell aufgenommen. Durch die hohe Verpflichtung ergab sich ein ‚negativer Business-Case‘. Da der Verkäufer nicht bereit war, einen entsprechenden Kaufpreisabzug zu gewähren, wurde die Transaktion gestoppt (vgl. Experte D1, 2019, Anlage XIII, S. 320).

Um die betrachtete Thematik zur Handhabung unterschiedlicher Bilanzierungsregelungen weiter zu vertiefen, wurde mit den Experten ein Länderbeispiel diskutiert. Hierbei wurde angeführt, wie die Bewertung im Rahmen einer internationalen M&A-Transaktion mit Pensionsplänen in den USA, in China sowie in Deutschland konsistent durchgeführt werden könnte. Hierbei wird in der Regel ein europäischer Investor die IFRS anwenden und somit die Pensionspläne nach den vorgeschriebenen ‚IAS 19‘ bewerten. Einen in der Praxis geltenden Ansatz oder die Möglichkeit, alle Pläne komprimiert zu bewerten, gibt es nach Meinung von Experte C2 nicht: „Einen Simple-One-Approach haben wir leider nicht und den wird es auch meines Erachtens niemals geben können, gerade das macht die Thematik ja so wahnsinnig komplex, viele Länder, unterschiedliche Regelungen“ (2019, Anlage XIII, S. 310). Mögliche Implikationen, die aus diesem Sachverhalt resultieren, werden im Fazit dargestellt.

Besonders bedeutend für die gesamte Risikobewertung ist zudem, jedes Land und jede Auffälligkeit zu untersuchen und diese Themen während der Expert-Sessions zu klären. Experte B2 erläuterte anhand eines Beispiels, dass eine akkurate Analyse unverzichtbar ist:

Ich gebe Ihnen ein kurzes Beispiel, das ich selbst so erlebt habe: Wir haben eine mittelgroße Akquisition durchgeführt, das Target lag im Iran, durch das Iran-Embargo wollten wir im Jahr 2016 in den iranischen Markt investieren. Niemand konnte sich mit iranischen Pensionsplänen aus, da wir selbst noch nie eine Transaktion in dem Gebiet durchgeführt hatten. In den Jahresabschlüssen des Targets waren keinerlei Rückstellungen diesbezüglich zu finden. Das Know-how der vergangenen Transaktion hatte mich allerdings dazu gebracht, tiefer zu graben und zu forschen. Nachdem wir die Rechercharbeiten abgeschlossen hatten, haben wir einen recht großen Defined-Benefit-Plan identifiziert, welcher zu einem Kaufpreisabzug von ca. 5 % des Kaufpreises führte. Selbst das Management des Targets war sich dieser Tatsache nicht bewusst (2019, Anlage VII, S. 392).

Die Erläuterungen von Experte B2 zeigen auf, dass eine tiefgehende Analyse der länderspezifischen Regularien unverzichtbar ist. Experte C1 führt allerdings an, dass durch bestimmte Ansätze der externen ‚Hausaktuare‘ die Berechnung und Übersicht vereinfacht stattfinden kann (vgl. 2019, Anlage X, S. 304). Voraussetzung für diese Simplifikation ist ein sogenannter globaler Hausaktuar. Hierunter wird in der Praxis ein einziger Aktuardienstleister verstanden, der für das Unternehmen und die weltweite Bewertung der Pensionspläne zuständig ist. Auch Experte C1 schilderte im Zusammenhang mit dem Begriff ein Beispiel:

Oftmals erhalten wir Gutachten, beispielsweise in japanischer oder gar hebräischer Schrift – da bekommen Sie erst mal nur Fragezeichen im Kopf. Beim globalen Weltaktuar erhalten Sie im besten Fall eine Excel-Datei, auf Planebene und mit allen relevanten Pensionsplänen – so können Sie sehr vereinfacht Ihre ersten Bewertungen durchführen (2019, Anlage X, S. 304).

Nach einer Recherche zur Theorie von Experte C1 kann festgehalten werden, dass in einigen Konzernen Weltaktuare die Pensionsgutachten erstellen. Bei besonders großen Transaktionen kann dies zudem aus Erfahrung des Autors bestätigt werden. Dies bedeutet, dass bei Vorhandensein eines Weltaktuars die gesamte Bewertungsthematik stark

vereinfacht wird, da die Informationen in der Regel komprimiert und übersichtlich vorliegen.

Eine weitere Subkategorie wird durch gesetzliche Bestimmungen von Pensionsplänen im Rahmen von M&A-Projekten definiert. Diesen Aspekt erläuterte Experte C2 anhand eines Beispiels:

Also, ganz einfach, in [den] USA geht das für den bestimmten Plan, dass der Käufer da nichts übernimmt, denn es handelt sich um einen externen Defined-Contribution-Plan und da werden einfach nur Beträge monatlich einbezahlt, und darüber hinaus gibt es einen kleinen Plan, der hat DB-Komponenten und das waren 15k EUR als reine Book-Reserve – also reine 100%ige Rückstellung ohne Assets, die haben wir eben nicht übertragen, sprich die Book-Reserve ist nicht mit übergegangen (2019, Anlage XI, S. 308).

Das von C2 erläuterte Beispiel zeigt, dass es im Rahmen der Pensionsverhandlung möglich ist, gewisse Verpflichtungen nicht an den Käufer zu übertragen. Hier ist es allerdings bedeutend, zu untersuchen, wie die jeweilige gesetzliche Landesregelung definiert ist. So regelt beispielsweise das BetrAVG diese Thematik restriktiv, sodass es in Deutschland in der Regel nicht möglich ist, Pensionspläne nicht zu übertragen.

Experte D2 führte ergänzend an, dass durch die gegebene enge M&A-Zeitschiene solche Entscheidungen vom Käufer gut durchdacht werden sollten (vgl. 2019, Anlage XIII, S. 324). Da innerhalb von M&A-Projekten zahlreiche Themen außerhalb des Pensionsumfeldes aufkommen, ist nach D2 je nach Situation abzuwägen, ob solche Themen in die Verhandlung einfließen sollten (vgl. 2019, Anlage XIII, S. 324).

Nachdem in den Kategorien 1 bis 3 der Fokus auf bewertungstechnische Fragen mit der Analyse von internationalen Besonderheiten gerichtet wurde, wird mittels Kategorie 4 untersucht, welche Spezifika aufkommen, die dem in Kapitel 2 erläuterten M&A-Prozess zuzuordnen sind.

Kategorien-nummer	Kategorie	Subkategorien
K4	M&A-Spezifika	SK 4.1) Einfluss externer Berater SK 4.2) SPA-Mechanismus, zeitliche Einordnung für die Bestimmung der kaufpreisrelevanten Pensionsverbindlichkeiten SK 4.3) Haftungsklauseln im SPA Verhandlungstaktik (Parameter, Discount-Rate) SK 4.4) Bedeutung der Pensionsverpflichtungen bei der Kaufpreisverhandlung/Auswirkungen von Extremzinsphasen (Hochzinsphase/Niedrigzinsphase) SK 4.4) Möglichkeiten der Risikosteuerung SK 4.6) Deal-Breaker

Tabelle 21: Kategorie 4 (Quelle: Eigene Darstellung)

Innerhalb einer M&A-Transaktion kommen zahlreiche Spezialthemen auf. Die Besonderheit der Pensionsthematik ist, dass anders als beispielsweise bei einer Immobilienbewertung eine hohe Intransparenz sowie Komplexität herrschen. Zudem können Pensionsthemen starke finanzielle Auswirkungen haben. Da komplexe M&A-Prozesse in der Praxis oftmals durch externe Experten unterstützt werden, stellt der Einfluss dieser Akteure einen relevanten Sachverhalt dar. Aus diesem Grund wird im Folgenden untersucht, inwiefern externe M&A-Berater sowie externe Pensionsexperten mit Spezialwissen auf den Erfolg eines M&A-Vorhabens Einfluss nehmen.

Experte A5 vertritt hierzu die Meinung, dass Transaktionen nicht allein durch ein inhouse M&A-Team zu bewältigen sind (vgl. 2019, Anlage V, S. 282f). Eine gut ausgeführte M&A-Transaktion soll vielmehr als gut geleistete Teamarbeit gesehen werden. Hinzu kommt der Faktor, dass insbesondere externe M&A-Berater durch meist hohe Track-Records einen deutlichen Wissensvorsprung haben, vor allem durch die unterschiedlichen Branchenfelder. Experte A5 gab Folgendes ergänzend an: „Durch unsere Expertise und pensionspezifische Kenntnisse identifizieren wir mögliche Risiken“ (2019, Anlage V, S. 283).

Auch Experte A3 stützt diese Meinung und gab an, dass „externer Wind“ (Experte A3, 2019, Anlage III, S. 271) helfen kann, Fehlentscheidungen zu vermeiden. „Besonders im Pensionsumfeld ist dies der Fall, stellen Sie sich vor, Sie kaufen ein Unternehmen XYZ, das

profitabel wirtschaftet und gut in ihr Portfolio passt, berücksichtigen aber beispielsweise nicht die möglichen Pensionspläne als finanzielles Risiko“ (Experte A3, 2019, Anlage III, S. 271).

Eine weitere bedeutende Fragestellung ergibt sich hinsichtlich des tatsächlichen Zeitpunkts, an dem die Pensionsverpflichtungen berechnet werden. Wie aufgezeigt, stellt die Pensionsunterdeckung einen kaufpreisrelevanten Aspekt dar. Die Pensionsverbindlichkeiten werden in Anlehnung an das definierte Closing-Datum bestimmt. Dieses definiert dabei den rechtlichen sowie wirtschaftlichen Übergang des Unternehmens an den Eigentümer. Da sich zwischen dem Signing (Unterschrift) des relevanten Kaufvertrags (SPA) und dem definierten Closing oftmals einige Wochen befinden, werden im Folgenden die hierzu aufkommenden Besonderheiten untersucht. Experte C2 führte hierzu Folgendes an:

Es muss auch der passende Mechanismus für ein mögliches Pensionsdefizit gefunden werden und eben mit der Gegenpartei verhandelt werden. Aus eigener Erfahrung kann ich Ihnen sagen, dass die Pensionsklauseln oftmals mit zu den intensivsten und auch unterschätzten Themen der SPA-Verhandlung gehören (2019, Anlage XI, S. 308).

Eine ausführliche Interpretation dieser Aussage erfolgt in Kapitel 5.4. Diesbezüglich wird auch ein möglicher Mechanismus präsentiert.

Nach Experte A1 kann es trotz einer sorgfältig durchgeführten Due Diligence vorkommen, dass auch nach erfolgter Transaktion Pensionspläne aufkommen, die während der Transaktion vergessen und nicht gesehen wurden (vgl. 2019, S. 251f). Experte A1 fügte hierzu als weiteren Schlüsselfaktor auf, erfahrene Anwälte in das Team einzubeziehen. Die Aufgabe der Anwälte ist mitunter, eine denkbare Absicherung für mögliche, nach dem Closing aufkommende Rechtsansprüche aus Pensionsverpflichtungen zu definieren.

Es ist doch ganz einfach, und auch das habe ich schon mehrmals erlebt, in der Kürze der Zeit, die wir in einer Transaktion haben, ist es einfach unmöglich, alle Risiken aufzudecken, und genau für diese Absicherung brauchen wir entsprechende Indemnity-Klauseln, da kommen dann die Anwälte ins Spiel (2019, Anlage I, S. 251).

Wie bereits partiell erwähnt wurde, nimmt die Verhandlung im Rahmen des M&A-Prozesses eine bedeutende Rolle ein. In Kapitel 4.3 wurden die Funktionen der

Unternehmensbewertung erläutert. Für die Verhandlung dient die Unternehmensbewertung dabei als argumentative Funktion. Im Folgenden wird untersucht, welche Bedeutung Pensionsverpflichtungen bei einer Kaufpreisverhandlung haben. Hierbei spielt die Verhandlungsstrategie eine zentrale Rolle, die auf soliden Argumenten aufbauen sollte. Um eine entsprechende Argumentationskette zu konzipieren, ist es bedeutend, ein fundiertes Verständnis für die Risikonatur von Pensionsverpflichtungen zu besitzen. Im Grundsatz können jegliche zugrunde liegende Parameter ein Risiko darstellen, allerdings entspricht die Discount-Rate aufgrund der Volatilität dem stärksten Risikoparameter. Mit den Experten wurde diskutiert, wie mit der Discount-Rate innerhalb eines M&A Projektes umgegangen wird und welche Auswirkungen auf die Verhandlung und auf den resultierenden Kaufpreis entstehen. Die hohe Relevanz des Abzinsungsfaktors wird hierbei auch durch Experte B4 belegt: „Sie wissen ja selbst, dass die Discount-Rate extrem volatil ist“ (2020, Anlage IX, S. 297). Dies verdeutlicht, dass bereits leichte Änderungen des Abzinsungsfaktors (Discount-Rate) signifikante Auswirkungen auf die Höhe der Pensionsverpflichtung haben können.

Insbesondere im Rahmen der M&A-Deal-Verhandlung stellt sich daher die Frage, inwieweit dieser Parameter verhandelt werden kann. Experte C1 gab hierzu an, dass die Annahmen mit „Feingefühl“ getroffen werden sollten (2019, Anlage X, S. 303). Es sollten realistische Annahmen, die äquivalent zu denen des Erwerbers sind, herangezogen werden:

Sie dürfen ja auch nicht vergessen, es gibt in der Regel mehrere Bieter oder Interessenten, die den Kauf beabsichtigen, und genau wie bei einem Hauskauf sollten Sie realistisch bleiben mit den Annahmen, sonst konzentriert sich am Ende des Tages das Deal-Team auf Verkäuferseite stärker auf die restlichen Investoren (Experte C1, 2019, Anlage X, S. 303).

Damit sollten nach C1 keine aggressiven Risikoanpassungen in die Kalkulation sowie die Verhandlung einfließen.⁴ Letztere Aussage, dass keine unrealistischen Parameter in die Verhandlung fließen sollten, wird auch durch weitere Experten gestützt (vgl. Experte A2, 2019, Anlage II, S. 263; vgl. Experte D1, 2019, Anlage XIII, S. 320; vgl. Experte D2, 2019, Anlage XIV, S. 323f).

⁴ Die Interpretation dieser Aussage erfolgt in Kapitel 5.4.

Experte C3 ergänzte die Thematik mit der folgenden Aussage: „Wie gesagt, ich sehe in der Deal-Praxis, dass der IAS-19-Zins akzeptiert wird, darauf einigt man sich“ (2021, Anlage XII, S. 316). Hierbei ist anzumerken, dass im Falle einer Transaktion, in der sowohl Käufer als auch Verkäufer nach lokalem Rechnungslegungsstandard bilanzieren, anstelle von IAS 19 die entsprechenden lokalen Parameter herangezogen werden.

Es darf nicht außer Acht gelassen werden, dass es sich bei der Pensionsthematik um einen von vielen verhandlungsspezifischen Bereichen innerhalb einer M&A-Transaktion handelt. Dies bestätigte auch Experte D2: „Pensions ist nun mal, das hören Sie jetzt vielleicht nicht gerne, aber es ist einfach nur ein Teilbereich von vielen, vielen Workstreams in so einem M&A-Deal“ (2019, Anlage XIV, S. 324). Auch Experte A3 bestätigte dies anhand folgender Aussage: „Es gibt ja noch zahlreiche andere Themen abseits von den Pensionen“ (A3, 2019, Anlage III, S. 271).

Neben dem verhandlungstechnischen Aspekt spielt auch die grundlegende Zinsentwicklung eine bedeutende Rolle. Während in den 1980er-Jahren die Wirtschaft von einer Hochzinsphase geprägt war, herrscht aktuell eine Niedrigzinsphase. Auch in der jüngeren Vergangenheit ist eine Variabilität zu beobachten. Zur Veranschaulichung zeigt die nachfolgende Grafik (Abb. 56) eine von AON Hewitt veröffentlichte Zinskurve auf. Dabei wird ersichtlich, dass der Faktor nachhaltig abnimmt. Eine Ausnahme bildet der Monat März 2020 aufgrund der Covid-19-Pandemie.

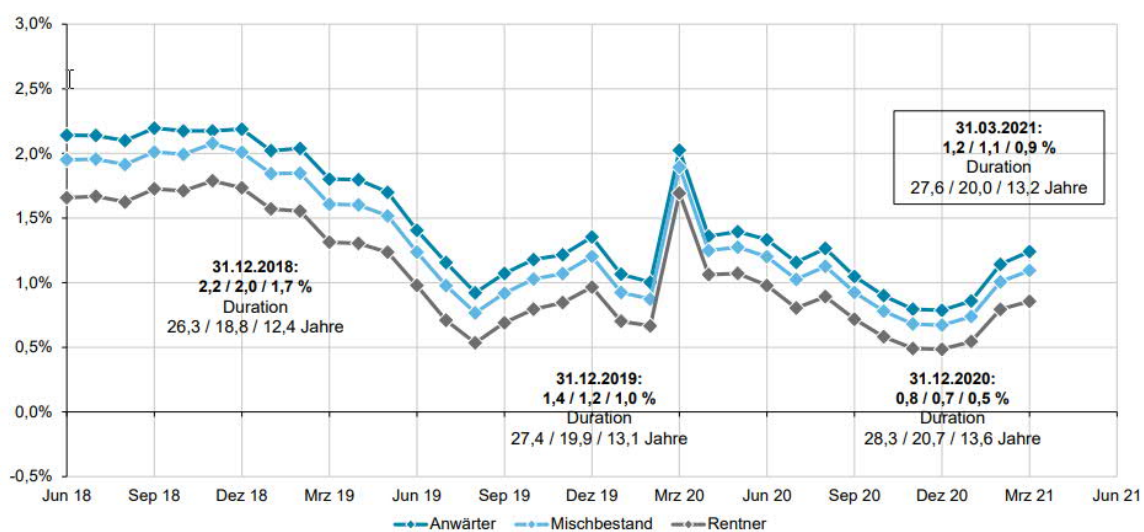


Abbildung 56: Entwicklung der Discount-Rate seit 2018 (Quelle: AON Hewitt, 2021, S. 1)

Dies gibt Anlass dazu, mithilfe der Experten zu untersuchen, welchen Einfluss das aktuelle Niedrigzinsniveau auf die Verhandlung nimmt. Experte B2 beschreibt die Thematik zum niedrigen Zinsniveau als „reine Panikmache“ (2019, Anlage VII, S. 289) der Medien: „Sie bekommen es ja selbst mit, in den Medien lesen wir in Fachmagazinen nur noch von bösartigen Pensionsverpflichtungen, dazu habe ich erst was im Internet gelesen. Das ist alles aber nicht so dramatisch, wie es dargestellt wird“ (2019, Anlage VII, S. 289).

Die Beschreibung von B2 stellt eine Einzelmeinung dar, denn andere Experten vertreten die Meinung, dass dies eine bedeutende Thematik ist. So vertritt Experte A2 die folgende Meinung: „Dann gibt es ein ganz wichtiges Thema, wir haben ja gesehen, dass das Zinsniveau für den exorbitanten Anstieg der Verpflichtung verantwortlich ist [...]“ (2019, Anlage II, S. 261).

Um den Anstieg der Pensionsverpflichtungen in Bezug auf das Risiko adäquat zu steuern, empfiehlt A2 folgenden Ansatz: „[...] also muss ein passender Risikomanagementansatz gewählt werden, hier gibt es ja speziell den LDI-Approach also den Liability-Driven-Investment-Ansatz oder -Strategie, bei dem die Anlagestrategie abhängig von der Summe der aktuellen sowie künftigen Verbindlichkeiten bestimmt wird“ (2019, Anlage II, S. 261).

Experte B1 ist im M&A-Projektteam eines großen Industriekonzerns tätig und hat für die Handhabung der Zinsentwicklung einen alternativen Ansatz zur Bestimmung des Abzinsungsfaktors beschrieben:

We want to negotiate a, let's say an average-discount rate approach. This means that we use a historical average of the discount rates from the last five years which results in a higher discount rate in our pension calculation, and this ultimately means we have a lower purchase price reduction (2019, Anlage VI, S. 288).

Im Rahmen von Kapitel 5.4 wird diese Aussage näher bewertet und es wird untersucht, wie dieser Alternativansatz im Detail konstruiert werden könnte.

Als weitere Subkategorie wurde mit den Experten diskutiert, ob mögliche Strategien zur Risikominimierung bestehen. Aufgrund der niedrigen Zinsen ist die Brutto-Pensionsverpflichtung deutlich gestiegen. Das Planvermögen ist allerdings nicht proportional mitgestiegen, ceteris paribus entsteht eine höhere Lücke der Unterfinanzierung. Um dieses finanzielle Risiko ökonomisch abzudecken, haben sich

Unternehmen dazu entschieden, die Verpflichtungen auszulagern. Dies kann zum einen durch die Finanzierung eines externen Trusts bzw. durch einen Treuhänder umgesetzt werden, zum anderen können die Pensionsverbindlichkeiten auch in Gänze veräußert werden.

Wie von Experte C2 bereits erläutert, besteht die Möglichkeit, gewisse Pensionspläne zurückzulassen und nicht an den Erwerber zu übertragen (vgl. 2019, Anlage XI, S. 308). Diese Maßnahme stellt eine Möglichkeit der Risikosteuerung dar. Experte C2 ergänzte neben diesem Instrument zur Risikominimierung eine weitere Option, bei der die Verpflichtung an ein externes Institut veräußert wird: „Ich selbst bin beratend für große internationale Unternehmen tätig, die die Risiken ihrer Pensionspläne minimieren möchten, sei es durch Buy-outs oder De-Riskings. Das Thema ist von Land zu Land unterschiedlich [...]“ (Experte C2, 2019, Anlage XI, S. 309). Die von C2 erwähnten Begriffe ‚Buy-out‘ sowie ‚De-Risking‘ werden im Rahmen der in Kapitel 5.4 dargestellten Interpretationen näher erläutert.

Ein besonders komplexes Land für die Pensionsthematik stellt Großbritannien dar, wie auch Experte A3 angab:

UK ist eine Wissenschaft für sich, die Pensionslandschaft ist hoch komplex, die Regularien sehr restriktiv. Bei Transaktionen ist immer die Zustimmung der Trustees [Treuhänder] notwendig, es gibt unterschiedliche Bewertungsszenarien und sogenannte ‚Covenant Payments‘ – in der Regel werden Pensionen überfinanziert, abhängig von der Finanzkraft des Targets (2019, Anlage III, S. 270).

Experte A3 wies auf die in Großbritannien greifenden Regularien (Pensions Act) hin, die besagen, dass die nach IAS 19 berechneten Pensionsverpflichtungen nicht bindend sind (vgl. 2019, Anlage III, S. 270). Dabei wird neben der klassischen IAS-19-Bewertung eine sogenannte ‚Technical-Funding-Valuation‘ durchgeführt, bei der je nach Ertragskraft des Erwerbers ein Komitee (Trustees) über den Ausfinanzierungsgrad der Pensionsverpflichtungen entscheidet. Dadurch ist es oftmals der Fall, dass die Ausfinanzierung über der eigentlichen nach IAS 19 berechneten Pensionsverbindlichkeit liegt (= Überdeckung). Ein besonderer Teil des Pensions Act stellt zudem die ‚Section 75‘ dar. In diesem Gesetzesabschnitt wird geregelt, dass der Arbeitgeber durch Änderungen an der Struktur eines Defined-Benefit-Plans bestimmte finanzielle Ausgleichs vorzunehmen hat.

Die Frage, ob Pensionsverpflichtungen als mögliche Deal-Breaker klassifiziert werden können, bejahten die Experten A5 und D1 (vgl. 2019, Anlage V, S. 283; vgl. 2019, Anlage XIII, S. 320). Mögliche pensionspezifische Deal-Breaker können dabei aus folgenden Sachverhalten entstehen:

- 1) Hohe Unterdeckung in der Ausfinanzierung: Ein Pensionsplan ist stark unterfinanziert und die bilanzierte Rückstellung ist entsprechend hoch. Es erfolgt keine Einigung über einen entsprechenden Kaufpreisabzug (vgl. Experte A5, 2019, Anlage V, S. 283).
- 2) Bilanzierungsunterschiede: Ein Defined-Contribution-Plan wird als Defined-Benefit-Plan eingestuft und führt somit zu einem ‚P+L-Hit‘: Der Verkäufer willigt nicht ein, für den identifizierten Plan einen Kaufpreisabzug zu gewähren, da dieser aus Verkäufersicht bzw. nach lokalem Recht nicht als Defined-Benefit-Plan zu bilanzieren ist. Hier kann das bereits dargestellte Beispiel der Schweiz von Experte D1 aufgeführt werden (vgl. 2019, Anlage XIII, S. 319f).

Experte A3 wies zudem, basierend auf eigener Erfahrung, darauf hin, dass Pensionsverpflichtungen keinesfalls unterschätzt werden sollten: „Ich kann Ihnen versichern, dass Pensionsverpflichtungen eine immer stärkere Rolle in Deals einnehmen“ (2019, Anlage III, S. 271).

Die theoretischen sowie empirischen Erkenntnisse stützen die Aussage von A3. Es sind zahlreiche Aspekte im Rahmen einer M&A-Transaktion zu berücksichtigen. Neben dem grundsätzlichen Risiko der Pensionspläne durch ihre weit in der Zukunft liegenden Zahlungsverprechen kommen weitere herausfordernde Faktoren hinzu, beispielsweise mangelnde Transparenz der Datengrundlage, Spezifizierung von Parametern sowie Verhandlungskompetenz.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass es für Käufer essenziell ist, sich über die Größenordnung der Pensionsverpflichtungen bewusst zu sein. Ob eine Transaktion erfolgreich abgeschlossen wird, ist mitunter abhängig von den diskutierten Verhandlungen, bei denen die Pensionsrisiken adäquat in der Verhandlung berücksichtigt werden sollten.

Da die vorliegende Forschungsarbeit auf die Sichtweise Strategischer Investoren ausgerichtet ist, werden mittels der nachfolgenden Kategorie 5 spezielle Aspekte dieser Investorengruppen untersucht.

Kategorien-nummer	Kategorie	Subkategorien
K5	Strategische Investoren	SK 5.1) Kompensation von Pensionsverbindlichkeiten durch Synergieeffekte SK 5.2) Risikobereitschaft Strategie vs. Finanzinvestor SK 5.3) Besonderheiten in der Post-Merger-Phase SK 5.4) Purchase-Price-Allocation (Steht auch im Kontext zu der Unternehmensbewertung)

Tabelle 22: Kategorie 5 (Quelle: Eigene Darstellung)

Ein zu untersuchender Aspekt stellt die Möglichkeit einer Kompensation von Pensionsverpflichtungen durch mögliche Synergiepotenziale dar. Dabei wurde untersucht, ob ein Strategischer Investor durch die Anwendung von Synergieeffekten die Option hat, hohe Pensionsverpflichtungen zu kompensieren. Nach Meinung von Experte A5 ist dies individuell zu bewerten:

Grundsätzlich ist es natürlich so, dass wir bei der Bewertung eine Kaufpreisobergrenze haben und das Pensionsdefizit fließt ja als eine Net-Debt-Position in die Betrachtung ein. Synergiepotenziale fließen mit ein und ‚dämpfen‘ die Schuldengrößen genau wie Assets oder sonstige Vermögensgegenstände. Also müssen wir im ersten Schritt mal ‚höhere‘ Pensionsverpflichtungsumfänge definieren, in eine Zahl, und das wird dann in unser integriertes Finanzmodell aus Bilanz, GuV und Cashflow eingefügt. Daraus berechnen wir dann unsere Plangrößen bzw. Plan-Cashflows, um diese dann abzudiskontieren. Also ja, um Ihre Frage zu beantworten, es ist möglich. Am Ende des Tages handelt es sich um eine mathematische Rechnung mit diversen Stellschrauben und tatsächlich hatten wir auch schon den Fall, dass verhältnismäßig große Verpflichtungsumfänge durch sehr hohe Synergieeffekte teilweise kompensiert worden sind (2019, Anlage V, S. 284).

Aus bewertungstechnischer Sicht können nach Experte A5 Pensionsverbindlichkeiten mit positiven Synergieeffekten kompensiert werden (vgl. 2019, Anlage V, S. 284). Da neben

Pensionsverbindlichkeiten auch weitere Schuldenpositionen im Zielunternehmen aufkommen, ist die Frage nach der Wirkung bzw. Intensität der Kompensation grundsätzlich abhängig von der jeweiligen Wirtschaftlichkeitsrechnung des Businessplans. Eine weitere Erkenntnis ergibt sich aus der Antwort auf die Frage, ob ein Strategischer Investor im Vergleich zu einem Finanzinvestor bereit ist, höhere Pensionsrisiken bzw. Verpflichtungen zu übernehmen. Experte D1 ist als CEO bei einer Private-Equity-Gesellschaft tätig und vertritt die folgende Meinung:

Diesen Sachverhalt wird es bei einem Strategischen Investor wahrscheinlich öfter geben als bei einem reinen Finanzinvestor. Da Finanzinvestoren grundsätzlich Unternehmen nach einer bestimmten Haltedauer veräußern werden, kann davon ausgegangen werden, dass diese – vorausgesetzt das potenzielle Pensionsdefizit ist im Kaufpreis berücksichtigt – eine höhere Verpflichtung etwas weniger kritisch sehen (2019, Anlage XIII, S. 321).

Nach D1 sind Pensionsverpflichtungen für Finanzinvestoren tatsächlich weniger relevant als für Strategische Investoren:

Am Ende ist es ja eine Investition, wir als Private-Equity-Investor sehen uns das Target an, überlegen, wie wir es restrukturieren können, damit es an Performance gewinnt, und dann in einigen Jahren den Exit hinbekommen, also wir, sag ich mal, als PE-Investor halten das Target nicht länger als vier Jahre, daher ist langfristiges Risiko für uns eher unbedeutend⁵ (2019, Anlage XIII, S. 320).

Hierbei ist anzumerken, dass die im Rahmen der Unternehmensbewertung erstellte Unternehmensplanung den Investmenthorizont eines Finanzinvestors abdeckt. Eine Unternehmensplanung wird in der Regel für die nächsten fünf Jahre detailliert geplant. Dem Finanzinvestor liegt somit ein gewisser erwarteter Wiederverkaufswert vor, der bei einem Abstoß bzw. beim Exit in fünf Jahren erreicht werden kann. Auf dieser Basis gelangt der Finanzinvestor zu der Entscheidung, ob das Investitionsobjekt akquiriert wird.

Experte D2, der der Gruppe der Strategischen Investoren zuzuordnen ist, stützt die Aussage von Experte D1. Experte D2 gab hierzu, basierend auf eigener Erfahrung, an, dass

⁵ Bei dieser Betrachtungsweise besteht allerdings die Gefahr, dass bei einer späteren Veräußerung die Pensionsbelastungen in die Verhandlung aufgenommen werden, da der spätere Käufer auch ein Strategischer Investor sein kann.

Finanzinvestoren zwar die Pensionsrisiken im Detail untersuchen und die dazugehörigen Risiken analysieren, sich allerdings auf Dinge wie Restrukturierungspotenzial im operativen Geschäft sowie mögliche Personalmaßnahmen konzentrieren (vgl. 2019, Anlage XIII, S. 325). Während der Finanzinvestor somit als oberstes Ziel die finanzielle Wirtschaftlichkeit sowie den Ertragswert einer Investition verfolgt, liegt der Fokus des Strategischen Investors darauf, bestimmte Geschäftsbereiche zu erschließen. Dadurch kann der Strategie unter Umständen eine höhere Risikobereitschaft aufweisen. Zudem kann ein Strategischer Investor Synergieeffekte bezüglich der Pensionspläne nutzen. Dabei können beispielsweise positive Effekte durch die Nutzung bestehender Strukturen entstehen. So ist es im Normalfall einem Strategen möglich, bestehende Strukturen zur Verwaltung der übernommenen Pensionspläne zu nutzen. Ein Finanzinvestor wird in der Regel Expertise durch externe Dienstleister zukaufen oder alternativ ein bestehendes Pensionsmanagement ausweiten oder, falls keines vorhanden ist, ein neues Pensionsmanagement aufbauen.

Einen weiteren, zu würdigenden Aspekt repräsentiert die Frage, wie die Pensionspläne durch den Strategischen Investor nach erfolgter Akquisition verwaltet und optimiert werden. Wie in Kapitel 2.4.5 aufgezeigt, wird die Phase nach der Transaktion als Post-Merger bezeichnet. Für die Integration des übernommenen Unternehmens sind für die einzelnen Funktionen gewisse Day-1-Readiness-Kriterien umzusetzen. Experte C1 führte einige Integrationsprojekte, speziell für den Bereich ‚Pensionen‘. Experte C1 gab an, dass bereits während der Transaktionsphase evaluiert werden sollte, welche integrationsspezifischen Themen für die Transaktion relevant sind (vgl. 2019, Anlage X, S. 303).⁶

Eine abschließende Subkategorie ergibt sich durch die Aussage von B3: „[...] Da spricht man dann eigentlich vom Goodwill und das ist eben diese Komponente, die ich bereit bin, mehr zu bezahlen, als dass der Wert der Unternehmensbewertung ergeben hat“ (2019, Anlage VIII, S. 295). Der von B3 erwähnte Goodwill ist ein Resultat aus dem durch den IFRS-Standard 3 („Business Combinations“) geregelten Vorgang der Kaufpreisallokation. Dabei ist es vorgeschrieben, dass akquirierte Unternehmen durch eine Eröffnungsbilanz in die

⁶ Die Interpretation dieser Aussage findet in Kapitel 5.4 statt.

Finanzberichterstattung aufgenommen werden. Hierfür werden gemäß IFRS 3 alle übernommenen Schulden sowie Vermögenswerte zu einem ‚Fair Value‘ bewertet und mit dem Kaufpreis allokiert. Dieser Prozess wird im Englischen auch als *purchase price allocation* bezeichnet. Für die pensionspezifischen Schulden sowie Vermögensgegenstände werden Pensionsgutachten erstellt. Die Gutachten beziehen sich dabei auf die bereits bestehenden Bilanzierungsparameter des Investors. In der Regel entsteht durch die Bewertung sämtlicher Vermögensgegenstände sowie der Schuldenpositionen ein sogenannter Goodwill. Mit diesem Begriff wird der Differenzbetrag zwischen dem tatsächlichen Kaufpreis und dem Ergebnis aus der Fair-Value-Betrachtung bezeichnet. Der Goodwill wird entsprechend in der Bilanz aufgenommen und kann sinngemäß mit ‚guter Wille‘ übersetzt werden. Es ist ergänzend anzumerken, dass nach IFRS eine Abschreibung des Goodwill nicht zulässig ist, während das HGB dies zulässt.

Das abschließende Themenfeld der empirischen Analyse ist auf die zukünftigen Herausforderungen sowie Trends ausgerichtet, die mit den erläuterten Pensionsverpflichtungen verknüpft sind. Diese Fragestellung ist auch für die Identifikation eines möglichen weiterführenden Forschungsansatzes relevant. Zudem wurde dieser Kategorienbereich nicht in den dargestellten Studien aus Kapitel 1.3 gewürdigt.

Kategorien-nummer	Kategorie	Subkategorien
K6	Trends und Herausforderungen in der Zukunft	SK 6.1) Risikoreduzierung durch De-Risking-Maßnahmen (DB -> DC; Ausfinanzierung, Buy-out, Cash-out) SK 6.2) Asset- und Risikomanagement

Tabelle 23: Kategorie 6 (Quelle: Eigene Darstellung)

Experte D2 vertritt folgende Ansicht bezüglich der zukünftigen Relevanz von Pensionsverpflichtungen:

Meines Erachtens wird die Thematik für die nächsten Jahrzehnte weiterhin sehr bedeutend sein. Auch wenn der aktuelle Trend ja ganz stark Richtung Defined Contributions geht, Unternehmen haben die Bedeutung erkannt und versuchen nun durch sogenannte De-Risking-Projekte Defined-Benefit-Pläne einzufrieren und in Defined-Contribution-Pläne umzuwandeln. Das kostet allerdings nicht nur viel Cash, sondern auch viel Zeit. Neben der ausgiebigen Planung müssen auch länderspezifische

Regularien eingehalten werden. Oftmals zieht sich das in die Jahre, von der Planung bis zur Umsetzung (2019, Anlage XIV, S. 325).

Der von D2 erläuterte Trend des De-Risking wird bereits bei zahlreichen Gesellschaften und insbesondere Konzernen umgesetzt. Das Management legt dabei einen hohen Wert auf die Risikominimierung der Pensionsrisiken. Die Überführung von Defined-Benefit-Plänen in Defined-Contribution-Pläne stellt dabei ein passendes und effizientes Instrument dar. Auch das Institut ‚Pensions Europe‘ hat diesen Trend erkannt und in einer ausführlichen Studie beschrieben (vgl. Pensions Europe, 2020, S. 3).

Auch Experte C2 teilt die Sichtweise, dass Unternehmen grundsätzlich das Ziel verfolgen, Pensionsrisiken durch spezielle Projekte zu minimieren bzw. terminieren:

Ich selbst bin beratend für große internationale Unternehmen tätig, die die Risiken ihrer Pensionspläne minimieren möchten, sei es durch Buy-outs oder De-Riskings. Das Thema ist von Land zu Land unterschiedlich und genau das macht es auch für mich als Aktuar so spannend. Durch diese Projekte werden die Risiken ausgelagert, das macht hinsichtlich der Entwicklungen sehr viel Sinn (2019, Anlage XI, S. 309).

Der von C2 erwähnte Buy-out stellt den Verkauf der bestehenden Pensionsverpflichtungen an ein externes Institut dar. Dabei werden in der Regel die Pensionsverpflichtungen an Lebensversicherer verkauft.

Experte B2 sagte zudem Folgendes: „Neben einer Ausfinanzierung haben Sie natürlich die Möglichkeit einer vollumfänglichen Auslagerung, aber wie Sie selbst in ihrer Arbeit beschrieben haben, geht das nur in bestimmten Ländern“ (2019, Anlage VII, S. 290).

Die von Experte B2 dargestellte Auslagerung kann durch den bereits dargestellten Buy-out stattfinden. Durch die erwähnte Ausfinanzierung verfolgen Unternehmen bzw. Konzerne das Ziel, die Pensionsunterdeckung durch eine definierte Funding-Strategie zu reduzieren. Auch AON Hewitt beobachtete diesen Trend auf dem Markt und stellte die Ergebnisse in einer Studie dar (vgl. AON Hewitt, 2019, https://img.response.aonunited.com/Web/AonUnited/%7B1be2d162-e067-4778-ac02-82ffbb7ec6bb%7D_2019-Aon-Survey-Funding_Versorgungsverpflichtungen-Report-.pdf)

[abgerufen am 10.04.2021]). Die Umsetzung der Funding-Strategie kann beispielsweise durch außerordentliche Einzahlungen in bestehende Finanzierungsvehikel erfolgen. Als Beispiel kann diesbezüglich die Siemens AG genannt werden: Im Jahr 2019 wurden 900 Mio. EUR in den bestehenden Trust eingezahlt, um das Defizit der Pensionspläne weiter zu reduzieren (vgl. Siemens AG, 2021, S. 17).

Dem Experten B2 wurde zudem die Frage gestellt, ob eine Kombinierbarkeit der beiden diskutierten Instrumente der Ausfinanzierung sowie der Auslagerung möglich wäre:

Theoretisch ginge das natürlich, aber so was werden Sie in der Praxis nicht finden – ein Konzern, der keinerlei Pensionsverpflichtungen hat. Nein, das gibt es nicht, dazu fehlen die Mittel oder es macht einfach keinen Sinn, Geld in Pensionsfinanzierungen zu stecken statt in das Business selbst (2019, Anlage VII, S. 290).

Wie die Aussage von Experte B2 aufzeigt, liegt der Fokus eines Unternehmens sachlogisch darauf, das Unternehmenswachstum bzw. die Profitabilität zu fördern.

5.4. Interpretation der Ergebnisse

Aus den Resultaten der Interviews ausgewählte Bereiche werden nachfolgend interpretiert. Zudem erfolgen die Anknüpfung an Handlungsempfehlungen sowie die Skizzierung möglicher Lösungsansätze. Die daraus abgeleiteten weiterführenden Forschungsansätze werden in Kapitel 6.2 dargestellt. Im Rahmen der Interpretationen werden darüber hinaus Handlungsempfehlungen für Praktiker skizziert.

Wie die Befragungen belegt haben, sind Investitionen naturgemäß mit Risiken verbunden. Nach Meinung der Experten sollte aus diesem Grund kein spezieller Risikoaufschlag in der Unternehmensbewertung stattfinden. Hier kann nur teilweise den Expertenmeinungen zugestimmt werden, denn im Falle eines hohen Pensionsdefizits sollte eine ausreichende Risikobetrachtung durch den Käufer durchgeführt werden. Dies ist darin begründet, dass im Rahmen einer Kreditvergabe Banken unter anderem die Passivseite der Bilanzen analysieren, um ein Rating zu erstellen. Das Rating ist entscheidend für die Zinsfestsetzung von Krediten und Darlehen. Eine hohe Pensionsunterdeckung impliziert somit durch ein niedrigeres Rating höhere Kosten für die Aufnahme von Krediten (vgl. Wonnenberg, 2013, S. 14f). Es empfiehlt sich daher, diesen Sachverhalt mit einem entsprechenden Aufschlag in der Fremdkapitalkomponente des WACC einzupreisen. Wie in Kapitel 4.6.4.1 aufgezeigt

wurde, empfiehlt es sich zudem, eine pensionspezifische WACC-Komponente einzuarbeiten. Für die Bestimmung dieser pensionspezifischen WACC-Komponente stellt sich die Frage, mit welchem Kapitalkostensatz die Pensionskosten berücksichtigt werden sollten. Oftmals werden Pensionsverbindlichkeiten als zinstragende Verbindlichkeiten klassifiziert und somit in der Fremdkapitalkomponente des WACC abgebildet. Für die Pensionsverbindlichkeiten wird demzufolge derselbe Zinssatz wie für die sonstigen zinstragenden Verbindlichkeiten herangezogen. Bei dieser Vorgehensweise wird allerdings die Charakteristik von Pensionsverbindlichkeiten falsch interpretiert. Die Parameter klassischer zinstragender Verbindlichkeiten, beispielsweise Bankdarlehen, sind in der Regel bekannt. Neben Laufzeiten und festen Zahlungsplänen sind ferner wesentliche Parameter wie der Zinssatz bereits zu Beginn der Laufzeit geläufig und fixiert. Pensionsverbindlichkeiten sind hingegen von zahlreichen Unsicherheiten geprägt. Die Laufzeiten nehmen in der Regel zeitliche Horizonte über Jahrzehnte ein. Zudem werden die demografischen sowie biometrischen Risiken jährlich neu ermittelt. Daher wird die Erweiterung des WACC um eine dritte Komponente empfohlen. Im Ergebnis enthält der modifizierte WACC somit drei Kostenkomponenten: die Eigenkapitalkosten, die Fremdkapitalkosten für zinstragende Verbindlichkeiten sowie die Pensionskosten. Aus bewertungstechnischer Sicht kann zusammengefasst werden, dass die Pensionsverbindlichkeiten bzw. die Pensionsunterdeckung im ersten Schritt anhand adäquater Parameter berechnet werden sollte. Der ermittelte Wert wird im Rahmen des DCF-Bruttoverfahrens als Net-Debt-Position vom errechneten Enterprise-Value abgezogen, woraus der entscheidende, kaufpreisrelevante Equity-Value resultiert. Neben der Pensionsunterdeckung werden auch sonstige zinstragende Verbindlichkeiten vom Kaufpreis abgezogen.

Neben den WACC-Spezifika ist hinsichtlich der Unternehmensplanung zudem anzuführen, dass diverse pensionspezifische Kostenkategorien zu berücksichtigen sind. Bestimmte Zahlungsabflüsse können anhand von Pensionsgutachten detailliert entnommen und in die Planung entsprechend eingepreist werden. Diese Abflüsse sind allerdings ausschließlich für die Komponenten des Dienstzeitaufwandes im Pensionsgutachten dargestellt. Wie die Untersuchung ergab, finden die Finanzierungskosten der Pensionsverbindlichkeiten im Pensionsgutachten keine ausreichende Berücksichtigung. In der fortlaufenden fünfjährigen Unternehmensplanung ist es jedoch notwendig, die pensionspezifischen

Finanzierungskosten anhand der Discount-Rate zu bestimmen. Für die Heranziehung eines adäquaten Zinssatzes kommt hierbei die Schwierigkeit auf, dass sich dieser Parameter nicht abschätzen lässt. Als möglicher Lösungsansatz kann angeführt werden, dass der letzte verfügbare Zinssatz eingesetzt und für die Detailplanung der fortlaufenden fünf Jahre konstant angewendet wird. Eine weitere Option zur Bestimmung des Zinssatzes ist die diskutierte Durchschnittsbildung der letzten drei oder fünf Jahre. Dieser Ansatz wird im Folgenden skizziert.

Durch die niedrigen Zinsen sind die aktuellen Pensionsverbindlichkeiten der Unternehmen deutlich angestiegen. Dies impliziert ceteris paribus einen höheren Kaufpreisabzug zum Nachteil der Verkäufer. Mittels des angeschnittenen Ansatzes von Experte B1 wird das Ziel aus Verkäufersicht verfolgt, den Kaufpreisabzug für Pensionsverpflichtungen zu vermindern (vgl. 2019, Anlage VI, S. 288). Bei dem Ansatz wird kein tagesaktueller, meist zum Effective Date bestimmter Abzinsungsfaktor, sondern ein gewogener Durchschnitt der vergangenen Jahre verwendet. Dabei kann, wie angeführt, beispielsweise der Durchschnitt über einen Zeitraum von fünf vergangenen Jahre gebildet werden. Die nachfolgende Grafik (Abb. 57) veranschaulicht die Methodik des-Ansatzes.

Historischer

Durchschnittzinssatz:

- Verpflichtung (DBO) wird durch die Anwendung eines Durchschnittzinssatzes berechnet

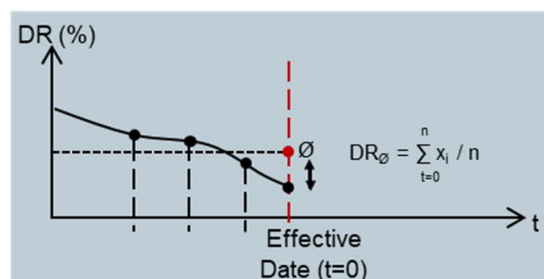


Abbildung 57: Berechnung eines Durchschnittzinssatzes (Quelle: Eigene Darstellung)

Der wesentliche Vorteil für die Verkäuferseite liegt, wie abgebildet, in der Reduzierung der Pensionsverbindlichkeit (DBO) durch die Anwendung eines historischen Durchschnittzinssatzes. Wie in Kapitel 3.9.1 dargestellt, wird ein ähnlicher Ansatz auch bei der HGB-Bilanzierung genutzt. Dabei wird methodisch der Durchschnitt über die letzten zehn Jahre herangezogen. Die HGB-Methodik kann in einer Verhandlung als Analogie bzw. Referenz verwendet werden, um dem Käufer die Anwendung des Durchschnittsverfahrens zu vermitteln.

Die resultierende Implikation des Abzinsungsfaktors (Discount-Rate) für die Pensionsverbindlichkeit (DBO) wird anhand der nachfolgenden Illustration (Abb. 58) dargestellt.

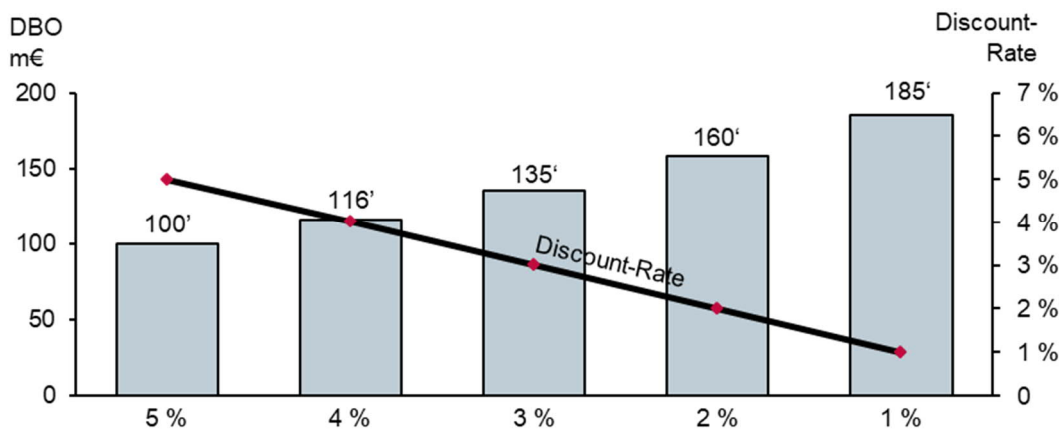


Abbildung 58: Implikation der Discount-Rate für die Pensionsverbindlichkeit (DBO) (Quelle: Eigene Darstellung)

Wie in der Grafik aufgezeigt wird, steigt die DBO bei einer Abnahme um 4 % (von 5 % auf 1 %) um 85 Mio. EUR (von 100 Mio. EUR auf 185 Mio. EUR). Dieser Ansatz könnte auch bei der Berechnung des verhandlungsrelevanten Kaufpreisabzugs für die Nettopensionsverbindlichkeit angewendet werden. Somit kann zusammenfassend angeführt werden, dass die Unternehmensplanung drei wesentliche Pensionskomponenten beinhalten sollte: den regulären Dienstzeitaufwand, mögliche Pensionsauszahlungen sowie die Finanzierungskosten, die sich aus der Abzinsung der Pensionsrückstellung mit der diskutierten Discount-Rate ergeben. In einigen Fällen können in der Planung vorbereitete Einzahlungen in die Pensionspläne aufgenommen werden, die Planvermögen nach IAS 19 kreieren und somit das Pensionsdefizit reduzieren sollen.

Da M&A-Projekte signifikant durch internationale Strukturen geprägt sind, ist im Rahmen der Due Diligence sowie der Pensionsbewertung erfolgsentscheidend, eine solide Ausgangsbasis zu schaffen. Dabei ist eine gemeinsame Basis hinsichtlich der Bewertungsprämissen bzw. des Rechnungslegungsstandards ausschlaggebend. Hinsichtlich der internationalen Komplexität ist zudem bedeutend, die länderspezifischen Pensionspläne im Detail zu untersuchen und mögliche Effekte aufgrund unterschiedlicher Rechnungslegungen auf die Unternehmensplanung überzuleiten. Wie dargestellt, ist für eine zielgerichtete Länderanalyse der Pensionsverpflichtungen entscheidend, Transparenz

in der bestehenden Pensionslandschaft des potenziellen Zielunternehmens zu generieren. Die in Kapitel 3.8 und Kapitel 3.9 dargestellten Bilanzierungsrichtlinien sind hierfür entsprechend zu berücksichtigen. Im ersten Schritt sollten die Bestandteile der Jahresabschlüsse (Bilanz, GuV sowie gegebenenfalls Anhangangaben) herangezogen werden. Anhand dieser Informationen kann beispielsweise eine strukturierte Länderliste mit den jeweiligen Pensionsplänen erstellt werden. Diese Länderliste sollte neben den Defined-Benefit-Plänen auch Defined-Contribution-Pläne aufzeigen. Der Grund für die Erfassung der Defined-Contribution-Pläne liegt darin, dass möglicherweise unter lokalen Bilanzierungsvorschriften zwar ein Pensionsplan nicht in der Bilanz aufgeführt wird, unter dem IAS-19-Regelwerk allerdings in der Bilanz aufzunehmen und somit als Defined-Benefit-Plan zu klassifizieren ist (vgl. Experte D1, 2019, Anlage XIII, S. 319). Dieser Aspekt ist bedeutend, da ansonsten mögliche Defined-Benefit-Pensionsverpflichtungen in der Bewertung nicht berücksichtigt werden. Dies könnte unter Umständen zu starken wirtschaftlichen Nachteilen nach erfolgter Transaktion führen. Eine dezidierte Länderliste mit allen Pensionsplänen ist daher ausschlaggebend, um zum einen Transparenz zu schaffen, zum anderen auch als Ausgangsbasis für die eigentliche Bewertung bzw. Plausibilisierung der vom Target verwendeten pensionspezifischen Parameter. Für Gesellschaften, die beispielsweise nach § 624 HGB verpflichtet sind, Anhangangaben zu publizieren, können dezidierte Informationen aus dem Anhang genutzt werden. Die folgenden Informationen können dabei aufgelistet sein:

- angewendete Bewertungsmethodik für Pensionspläne sowie die angewendeten versicherungsmathematischen Parameter, beispielsweise Abzinsungssatz, Sterbetafel, Gehalts- und Rententrends,
- grundlegende Informationen zu den angebotenen Pensionsplänen,
- Verteilung der Planteilnehmer nach aktiven, ausgeschiedenen Mitarbeitern, die einen unverfallbaren Anspruch haben, sowie Pensionäre, die aktive Zahlungen erhalten,
- Aufgliederung des Planvermögens,
- Sensitivitätsanalysen bei der Veränderung von gewissen Parametern wie Abzinsungssatz, Gehalts- und Rententrends; hier wird dargestellt, wie sich die DBO verändert, wenn die Variablen um einen halben Prozentpunkt zu- bzw. abnehmen,

- Erläuterungen zur Entwicklung der Pensionsrückstellungen, beispielsweise durch die Anwendung eines niedrigeren/höheren Abzinsungssatzes im Vergleich zum Vorjahr,
- Einschätzungen der Risiken aus Pensionsplänen, beispielsweise sowohl durch die Änderung der versicherungsmathematischen Annahmen als auch die Veränderung an den Finanzmärkten.

Für Gesellschaften, die nicht der Publizierungspflicht eines Anhangs unterliegen, gestaltet sich die Informationsbeschaffung herausfordernd. Hierbei ist anzumerken, dass öffentlich zugängliche Datenbanken existieren, die pensionspezifische Unternehmensinformationen beinhalten. Es ist daher von großer Bedeutung, eine transparente Aufarbeitung anhand einer Länderliste – wie zuvor beschrieben – durchzuführen. Sowohl für Gesellschaften mit als auch ohne Publizierungspflicht eines Anhangs ist es entscheidend, dezidierte Expert-Sessions mit dem Target zu führen. An den pensionspezifischen Expert-Sessions sollten auch die HR-Fachexperten sowie Experten aus dem Accounting-Bereich partizipieren. Zur Vorbereitung dient die im Vorfeld erstellte Länderliste, die sukzessive durchgesprochen wird. Zudem können die Erkenntnisse aus der erfolgten Due Diligence eingebracht und offene Fragen diskutiert sowie idealerweise beantwortet werden. Die Erkenntnisse aus den Expert-Sessions sollten in die Länderliste einfließen. Zusätzlich sollte der protokollierte Inhalt vom Target bestätigt werden, um mögliche später aufkommende Haftungen zu rechtfertigen.

Die Ergebnisse aus der Länderanalyse können zusammenfassend in einer Excel-Übersicht eingetragen werden, die auch für die Diskussion sowie Verhandlung mit der Gegenpartei zweckmäßig verwendet werden kann. Diese Länderliste kann zudem als Anhang an das SPA angefügt werden und hat somit auch einen Dokumentationszweck. Für später aufkommende Streitigkeiten dient diese Checkliste als Nachweis der offengelegten Informationen.

Für die Bewertung von Unternehmen wird eine integrierte Finanzplanung mit Berücksichtigung aller Schulden und Risiken, einschließlich pensionsrelevanter Aspekte, unerlässlich sein. Diese Planung sollte ein in sich schlüssiges und selbstrechnendes System darstellen und sich somit nicht auf isolierte Betrachtungen beschränken. Das Finanzmodell

sollte die GuV, Bilanz sowie ein Cashflow-Statement beinhalten. Als wesentlicher Erfolgsfaktor für eine profunde und aussagekräftige integrierte Planung ist das Ineinandergreifen der einzelnen Elemente zu nennen. Das operative Geschäft muss im Rahmen der Modellierung so abgebildet werden, dass das Ergebnis in die Bilanzstruktur einläuft und dadurch andere Effekte wie die Nettoverschuldung durch Pensionsverpflichtungen oder das Working-Capital dynamisch dargestellt werden. Besonders die Effekte von möglichen Restrukturierungen oder Neuausrichtungen der Pensionspläne sind zwingend in der Unternehmensplanung abzubilden. Das Cashflow-Statement kann anhand einer integrierten Unternehmensplanung einen möglichen Liquiditätsbedarf akkurat abbilden. Somit stellt aus der Perspektive von Investoren die Berücksichtigung aller möglichen pensionsrelevanten Aspekte in der zugrunde liegenden Planung einen essenziellen Erfolgsfaktor dar.

Wie Experte C1 sagte, sollten die Annahmen rational getroffen werden, damit die Verkäuferseite nicht verschreckt wird (vgl. 2019, Anlage X, S. 303). Dies würde andernfalls zu einem möglichen Nachteil im Wettbewerb des Bieterkreises führen. Dieser Argumentation kann nur zum Teil zugestimmt werden. Zwar ist es korrekt, rationale Annahmen für die Berechnung von Pensionsverpflichtungen heranzuziehen, doch sollten Risiken in keinem Fall unterschätzt werden. Eine adäquate Berücksichtigung von versicherungsmathematischen Parametern sowie möglicher Risiken ist daher unerlässlich. Diesbezüglich bleibt auch anzuführen, dass Synergien grundsätzlich die Bereitschaft verstärken, einen höheren Kaufpreis zu bezahlen. Allerdings sollten die erwähnten Risiken durch passende Annahmen berücksichtigt werden. Es ist zudem bedeutend, neben den Synergieeffekten auch die Volumina der Pensionsverpflichtungen zu kennen, um einen Kaufpreis zu ermitteln. Wie angeführt, kann unter Wettbewerbsgesichtspunkten diskutiert werden, welche Anzahl der insgesamt zur Verfügung stehenden Synergiepotenziale in die pensionspezifische Kompensation und somit in den Kaufpreis einfließen kann.

Ein weiterer für die Verhandlung bedeutender Aspekt stellt die Frage nach der gesetzlichen Notwendigkeit eines Pensionstransfers dar. Wie bereits erläutert, kann je nach Rechtsprechung ein Pensionsplan auch beim Verkäufer verbleiben. Die Verpflichtung wird somit nicht an den Erwerber transferiert. Es empfiehlt sich, diese Zusatzinformation in die beschriebene Länderliste aufzunehmen und zu diskutieren, ob die Nichtübernahme eines

Pensionsplans möglicherweise in die Verhandlungsstrategie einfließen soll. Hierbei ist die Aufwand-Nutzen-Relation zu berücksichtigen: Handelt es sich beispielsweise um einen kleinen Pensionsplan mit geringen Risiken, sollte unter Umständen aus pragmatischer Sicht der Fokus auf andere bedeutende Themen gelegt werden. Auch ist für die Praxis entscheidend, bereits während der Due Diligence eine strukturierte Checkliste zu kreieren. Sollten Daten bzw. Informationen zu einzelnen Ländern nicht vorhanden sein, ist es zwingend erforderlich, die Mitarbeiterstruktur und die jeweilige Legislative genauer zu analysieren.

Wie die diskutierte Thematik zur Handhabung von unterschiedlichen Bilanzierungsregelungen aufgezeigt hat, entstehen in der Praxis oftmals Diskussionen bezüglich einer gemeinsamen Rechenbasis. Für die Praxis empfiehlt es sich daher, möglichst früh ein passendes und abgestimmtes Vorgehen zu vereinbaren. Dies beugt zudem aufkommenden Diskussionen vor und ist aufgrund von oftmals fehlender Zeit innerhalb von M&A-Projekten von essenzieller Bedeutung.

Es darf nicht außer Acht gelassen werden, dass die betrachteten Pensionsverpflichtungen einen von zahlreichen M&A-spezifischen Verhandlungsblöcken darstellen. Es ist daher notwendig, das jeweilige M&A-Projekt in der Gesamtheit zu betrachten. Da jedes M&A-Vorhaben individuell abläuft, könnten daher beispielsweise pensionsspezifische Aspekte in der Verhandlung verstärkt besprochen werden. Im Gegenzug könnten gegebenenfalls andere verhandlungstechnische Sachverhalte bzw. Forderungen weniger erfolgreich durchgesetzt werden. Daher ist die Abstimmung der Fachexperten notwendig, um eine in sich schlüssige Verhandlungsstrategie zu entwickeln.

Wie durch Experte C2 gezeigt, spielt auch die zeitliche Verschiebung bei der SPA-Verhandlung eine bedeutende Rolle, denn der tatsächliche Umfang an Pensionsverpflichtungen kann erst vier bis sechs Wochen nach dem Closing bestimmt werden (vgl. 2019, Anlage XI, S. 307f). Dies liegt daran, dass für die Berechnung der finale Mitarbeiterbestand sowie die zum Stichtag errechnete Discount-Rate benötigt werden. Diese Informationen liegen erst nach erfolgtem Closing vor. Es ist daher empfehlenswert, einen speziellen Mechanismus in das SPA einzuarbeiten. Dieser Mechanismus kann auch als ‚Determination of Pension Closing Accounts‘ bezeichnet werden kann. Dabei wird die

Berechnungsmethodik relevanter Werte zum Zeitpunkt des Closings geregelt. Für die Berechnung der Pensionsverbindlichkeiten können folgende Vereinbarungen aufgeführt werden:

- die Berechnung der Pensionsverpflichtung basiert auf dem zum Closing tatsächlich ermittelten Mitarbeiterbestand,
- der Stichtag der Discount-Rate bezieht sich auf das Closing,
- der relevante Mitarbeiterbestand basiert auf dem Closing-Stichtag und spiegelt somit die tatsächlich übergegangene Mitarbeiterpopulation wider.

Eine Alternative zum skizzierten Mechanismus stellt der Locked-Box-Ansatz dar. Hierbei wird im Vorfeld ein fester Kaufpreis in das SPA aufgenommen. Alternativ kann auch ein in der Vergangenheit liegender Stichtag aufgenommen werden, auf den sich die Berechnung der Pensionsverpflichtungen bezieht. Es gilt, hierbei zu beachten, dass bei einem Locked-Box-Ansatz keine zu hohe zeitliche Diskrepanz zwischen dem Signing und dem Closing aufkommt, denn der Locked-Box-Ansatz kann je nach Zinsentwicklung von Vorteil oder Nachteil sein. Investoren sollten daher im Vorfeld anhand einer skizzierten Zeitschiene eine adäquate Risikoeinschätzung mit Sensitivitäten durchführen, um abzuwägen, welcher Ansatz zielgerichtet erscheint.

Wie die Diskussionen mit Experte A1 aufgezeigt haben, ist die Aufnahme einer speziellen Garantieklausel im SPA unerlässlich, um mögliche später aufkommende Streitigkeiten zu regeln (vgl. 2019, Anlage I, S. 251). Einer der Experten stellte eine beispielhafte Garantieklausel zur Verfügung, die in das SPA eingefügt werden sollte.⁷

⁷ Soweit eine der VERKÄUFERGARANTIEN unzutreffend oder unrichtig ist („GARANTIEVERLETZUNG“), werden die VERKÄUFER, vorbehaltlich der Bestimmungen in Abschnitt x.x, den KÄUFER oder – nach der Wahl des KÄUFERS – die betreffende GRUPPENGESSELLSCHAFT in den Zustand versetzen, in dem der KÄUFER oder die betreffende GRUPPENGESSELLSCHAFT wäre, wenn die VERKÄUFERGARANTIE richtig gewesen wäre. Soweit dies angemessen ist, hat der KÄUFER den VERKÄUFERN zunächst die Möglichkeit zu geben, der Verletzung innerhalb von acht Wochen nach einer entsprechenden Aufforderung des KÄUFERS tatsächlich abzuhelpen (Naturalrestitution). Wenn die VERKÄUFER diesen Zustand nicht innerhalb der Acht-Wochen-Frist herstellen oder nicht herstellen können, entschädigen die VERKÄUFER den KÄUFER oder – nach der Wahl des KÄUFERS die jeweilige GRUPPENGESSELLSCHAFT für den dem KÄUFER oder der jeweiligen GRUPPENGESSELLSCHAFT durch die Verletzung entstandenen Schaden in Geld. Der durch die Verletzung entstandene Schaden ist dabei der Unterschied zwischen der tatsächlichen Lage und der Lage, die bestünde, wenn die VERKÄUFERGARANTIEN zutreffend gewesen wären. Wenn die VERKÄUFER zur Naturalrestitution imstande sind, haben die VERKÄUFER den KÄUFER oder – nach der Wahl des Käufers – die jeweilige GRUPPENGESSELLSCHAFT auch für den dem KÄUFER oder der jeweiligen GRUPPENGESSELLSCHAFT während des Zeitraums der Durchführung der Naturalrestitution infolge der Verletzung entstandenen Schaden in Geld zu entschädigen.

Diese Garantieklausel kann beispielsweise regeln, dass die aufgekommene Verpflichtung anhand von Parametern berechnet wird, die für die bekannten Pensionsverpflichtungen herangezogen wurden. Zudem kann ein sogenannter Hold-back-Betrag zur Absicherung vor Risiken dienen. Der Transfer des Hold-back-Betrags an den Erwerber erfolgt dabei nach einer festgesetzten Periode unter der Prämisse, dass keine unerwarteten Verpflichtungen aufkommen.

Aufgrund der zahlreichen, internationalen Herausforderungen empfiehlt sich der Einbezug von externen M&A-Beratern. Einen wesentlichen Grund, der für die Mandatierung externer M&A-Berater spricht, stellt die bereits erwähnte Länderliste dar. Der Vorteil von externer Beraterunterstützung liegt darin, dass auf ein globales Netzwerk mit entsprechender Länderexpertise zurückgegriffen werden kann, wodurch dezidierte Informationen in die empfohlene Länderliste eingearbeitet werden können. Die ausgearbeitete Länderliste ist somit ein Hilfsmittel für die Transaktion und wirkt unterstützend bei den Verhandlungen.

Wie die tiefgehenden empirischen Befragungen gezeigt haben, legt ein Strategischer Investor im Vergleich zu einem Finanzinvestor ein verstärktes Augenmerk auf Pensionsverpflichtungen. Dies liegt daran, dass Strategische Investoren im Gegensatz zu Finanzinvestoren akquirierte Unternehmen langfristig im Portfolio halten möchten. Das übergeordnete Ziel eines Strategischen Investors ist die Expansion bestimmter Geschäftsbereiche. Daher können möglicherweise höhere Pensionsrisiken eher angenommen werden als bei einem Finanzinvestor. Der Finanzinvestor betrachtet die Akquisition als reines Investment und preist daher ein Risiko höher ein oder kann gegebenenfalls die Transaktion aufgrund unsicherer Renditeerwartungen nicht durchführen. Dies lässt sich auch mit dem folgenden Aspekt begründen: Beim geplanten Wiederverkauf könnte beispielsweise ein Strategischer Käufer das Unternehmen akquirieren, der die Pensionsrisiken einpreist. Daher ist es auch für Finanzinvestoren unerlässlich, Risiken bereits bei der ursprünglichen Akquisition einzuplanen, um beim Wiederverkauf keine negativen Kaufpreiseffekte aufgrund nicht berücksichtigter Pensionsrisiken zu erzielen.

Wie die Experten aufgezeigt haben, stehen Unternehmen aufgrund der anhaltenden Niedrigzinsphase und des daraus resultierenden starken Anstiegs der Pensionsverpflichtungen vor großen Herausforderungen. Dies liegt unter anderem darin begründet, dass die Finanzierungskosten ansteigen, die auf die Verschlechterung der Bilanzkennzahlen zurückzuführen ist. Um diesem Effekt entgegenzuwirken, haben zahlreiche Unternehmen alternative Konzepte entwickelt, um die bilanziellen Pensionsdefizite zu reduzieren. Diese werden durch geeignete Instrumente umgesetzt, um den künftigen Herausforderungen von Pensionsrisiken besser zu begegnen.

Experte C2 gab zudem an, dass Pensionsverpflichtungen auch aus einer Transaktion durch mögliche Konstrukte separiert werden können (vgl. 2019, Anlage XI, S. 308f). Diese Art der ‚Eliminierung‘ stellt eine Option von De-Risking-Maßnahmen dar, um identifizierte Risiken oder potenzielle Deal-Breaker zu beseitigen, vorausgesetzt, dass sich Käufer und Verkäufer auf einen entsprechenden Mechanismus einigen. Es können beispielsweise bestehende Verpflichtungen an externe Versicherer veräußert werden, um das Risiko aus dem Unternehmen zu entkoppeln. Dabei gilt es, zu beachten, dass Buy-outs nicht für jeden Pensionsplan durchführbar sind und zudem durch entsprechende Preisaufschläge charakterisiert sind. Für die Ermittlung eines Buy-out-Wertes wird beispielsweise der Garantiezinssatz einer Lebensversicherung verwendet, der in Deutschland aktuell bei 0,9 % liegt. Die Deutsche Aktuarvereinigung (DAV) plädiert allerdings darauf, dies zu prüfen und den Garantiezinssatz auf 0,25 % zu aktualisieren (vgl. <https://aktuar.de/unsere-themen/lebensversicherung/hoechstrechnungszins/Seiten/default.aspx> [abgefragt am 25.10.2020]). Zudem ist zu prüfen, ob die jeweilige Rechtsprechung einen solchen Buy-out zulässt. Auch Betriebsvereinbarungen und ähnliche Regularien sind entsprechend zu berücksichtigen. Während es in Deutschland nicht praxisgetreu ist, Verpflichtungen an einen Versicherer zu veräußern, wird diese Prozedur in den USA sowie im UK durchweg praktiziert. In Deutschland wird ein Buy-out aufgrund der Subsidiärhaftung nicht umgesetzt, da im Falle einer Insolvenz des Verpflichtungserwerbers die Einstandspflicht greift. Durch diese Regelung besteht für den ursprünglichen Arbeitgeber stets ein Restrisiko. Daher ist ein Verkauf von Verpflichtungen aus einem Defined-Benefit-Pensionsplan an einen Versicherer wirtschaftlich nicht attraktiv.

Neben dem Buy-out-Ansatz können weitere mögliche De-Risking-Maßnahme zur Risikoreduzierung aufgezählt werden, beispielsweise Cash-outs. Darunter wird die Auszahlung des verdienten Anspruches gegenüber dem Arbeitnehmer verstanden. Beim Cash-out wird neben einer Auszahlung in der Regel auch eine neue Pensionszusage in Form eines risikoarmen Defined-Contribution-Plans gewährt.

Auch die Harmonisierungen von übernommenen Plänen mit bestehenden Pensionsplänen sind mögliche Maßnahmen zur Reduzierung von Kosten und der Komplexität. Hierfür ist es notwendig, die Personalabteilung sowie die Rechtsabteilung miteinzubeziehen. Es muss analysiert werden, ob es aus rechtlicher Sicht zulässig ist, Pläne miteinander zu verschmelzen. Durch eine Verschmelzung wird der übernommene Pensionsplan in einen existierenden Plan überführt. Im zweiten Schritt ist zudem eine Wirtschaftlichkeitsrechnung anhand eines Business-Case durchzuführen. Auf der einen Seite sollten die aufzukommenden Kosten für die Verschmelzung berücksichtigt, auf der anderen Seite sollten die Einspareffekte bedacht werden. Wie auch beim Buy-out-Ansatz kann es bei einer Verschmelzung notwendig sein, das Konzept dem Betriebsrat zu präsentieren, um die Zustimmung zu erhalten. Ausschlaggebend für die Zustimmung ist, dass die Arbeitnehmer im Sinne einer Gleichbehandlung durch die Verschmelzung nicht schlechter gestellt werden als andere Arbeitnehmer, die bereits angestellt sind. Als weitere zu berücksichtigende Post-Merger-Aktivitäten können administrative Tätigkeiten genannt werden, beispielsweise das Aufsetzen von vertraglichen Regelungen, um Pensionspläne in die bestehende Pensionslandschaft zu integrieren, das Anmelden des neuen Arbeitgebers bei den Versicherungsgesellschaften etc.

Zur Vorbereitung der Post-Merger-Phase empfiehlt es sich, bereits während der Deal-Durchführung Konzepte zu erarbeiten, wie die Pensionspläne integriert bzw. restrukturiert werden sollten. Um dies möglichst effizient durchzuführen, ist es nach einer Bestandsaufnahme der vorhandenen Pensionslandschaft nötig, zu untersuchen, ob bzw. welche Möglichkeiten zur Optimierung existieren. Die wesentlichen Optionen stellen, wie aufgezeigt, die Externalisierung an einen externen Versicherer, die Terminierung durch Cash-outs sowie die Harmonisierung mit einem bestehenden Pensionsplan dar. Bedeutend ist dieser Aspekt ebenfalls für die diskutierte Unternehmensplanung, da diese Effekte

bereits im Bewertungsmodell berücksichtigt werden sollten. Die folgende Grafik (Abb. 59) stellt den Prozess einer Optimierung zusammenfassend dar.



Abbildung 59: Prozess zur Optimierung der Pensionslandschaft in der Post-Merger-Phase (Quelle: Eigene Darstellung)

5.5. Grenzen der Untersuchung

Die Grenzen der durchgeführten empirischen Studie liegen in der ausgewählten Methodik sowie in der Generierung der Erkenntnisse. Der qualitative Ansatz der Analyse von Textteilen führt naturgemäß zu Einschränkungen. Wie in Kapitel 5.2.4.1 dargestellt, wird eine Objektivität bei der Durchführung einer qualitativen Studie als kritisch und nicht erzielbar eingestuft. Die Objektivität wurde zwar durch den in Kapitel 5.2.4.2 dargestellten Ansatz der Interoderreliabilität bestmöglich geprüft und als ausreichend klassifiziert, doch ist zu erwähnen, dass jeder einzelne Interviewpartner ein menschliches Individuum darstellt und somit eine Grundsubjektivität vorhanden ist. Zu bestimmten Themenbereichen in Kapitel 5.3 wurden zudem Einzelmeinungen aufgeführt, da jeder Experte individuelle Projekterfahrungen hat. Für Themenbereiche, für die sich Gemeinsamkeiten in der M&A-Szene ergeben, wurden die Meinungen mehrerer Experten wiedergegeben. Die aus den Textstellen abgeleiteten Erkenntnisse sind somit von einem Grad an Subjektivität geprägt.

Eine weitere aufzuführende Limitation ergibt sich bezüglich des Gegenstands der Forschungsthematik. Da M&A-Projekte keine vordefinierten Standardprojekte darstellen, sondern vielmehr individuell gestaltet sind, können keine pauschalen Auswertungen vorgenommen werden. Daher war ein Ziel der Untersuchung, bedeutende Kriterien zu identifizieren und abzubilden. Dies erfolgte in Kapitel 5.4.

6. Zusammenfassung

Im Rahmen des Erstellprozesses der Forschungsfragen war zunächst Skepsis vorhanden, das Ziel einer ausreichenden und befriedigenden Beantwortung zu erreichen, da die Fragen weit über die Erkenntnisse aus den bisher vorliegenden Studien hinaus gehen. Wie die folgenden Darstellungen zeigen, konnte diese Grundskepsis im Verlauf der Arbeit ausgeräumt werden und erwies sich letztendlich als nicht gerechtfertigt. Die definierten Forschungsfragen konnten durch den qualitativen Forschungsansatz der empirischen Analyse tiefgehend analysiert werden und führten zu zielgerichteten und substantziellen Erkenntnissen, die für die praktische Handhabung der Thematik relevant sind.

6.1. Beantwortung der Forschungsfragen

Im Folgenden werden die Forschungsfragen (F) aus Kapitel 1.6 sowie die dazugehörigen Kernaussagen (K) und Antworten (A) der Experten zusammenfassend aufgeführt und mit Kommentaren ergänzt. Daraus resultierende Ideen für weiterführende Forschungsansätze werden in Kapitel 6.2 dargestellt.

F1 (primär)	Welche Implikationen haben Pensionsverpflichtungen für die Unternehmensbewertung bzw. den Unternehmenswert im Rahmen von M&A-Transaktionen?
K1	Pensionsverpflichtungen nehmen eine signifikante Rolle für die Unternehmensbewertung ein. Für Strategische Investoren empfiehlt sich das WACC-Bruttoverfahren für die Unternehmensbewertung, wobei der WACC durch die Erweiterung einer pensionsspezifischen Komponente zu modifizieren ist. Die Identifizierung sämtlicher Pensionsverpflichtungen ist für die Bewertung von hoher Relevanz, da diese einen Einfluss auf den Unternehmenskaufpreis einnehmen und in der Planung zu berücksichtigen sind. Mögliche Synergiepotentiale können Pensionsverpflichtungen teilweise kompensieren und sollten in der Unternehmensplanung abgebildet werden.

Tabelle 24: Forschungsfrage 1 (Quelle: Eigene Darstellung)

A1: Die dezidierte theoretische sowie empirische Analyse der Forschungsthematik hat zahlreiche zu berücksichtigende Implikationen identifiziert. Eine zusammenfassende Kategorisierung dieser Implikationen kann in folgenden Bereichen erfolgen:

- 1) Unternehmensbewertung: Für die substanzielle Unternehmensbewertung gilt es, ein für die Pensionsspezifika geeignetes Verfahren auszuwählen. Die dezidierte Untersuchung der gängigen Bewertungsverfahren hat aufgezeigt, dass sich das DCF-Verfahren in der Ausprägung als Brutto-WACC-Ansatz gut eignet. Für eine zielgerichtete Anwendung des Unternehmensbewertungsverfahrens sind Modifikationen für die Abbildung pensionspezifischer Sachverhalte notwendig. Ein wesentlicher Aspekt wurde durch die Erweiterung der gewichteten Kapitalkosten (WACC) aufgezeigt. Dabei wurde der WACC um eine dritte, pensionspezifische Kostenkomponente erweitert. Diese Anpassung modifiziert den bestehenden Ansatz, um die Eignungsfähigkeit für die Pensionsverpflichtungen zu optimieren.

- 2) M&A Spezifika: Hinsichtlich zu berücksichtigender M&A-Kriterien ist festzuhalten, dass ein Bewertungsverfahren identifiziert werden sollte, das sich für den gesamten M&A-Prozess bestmöglich eignet. Ein Ergebnis der detaillierten Untersuchung einzelner Unternehmensbewertungsverfahren ist, dass das dargestellte Bruttoverfahren aus M&A-Sicht ein optimales Verfahren darstellt. Dies lässt sich neben der bereits erwähnten Möglichkeit der Erweiterung der WACC-Komponente auch damit begründen, dass das Verfahren in zwei Stufen aufgeteilt ist. Im ersten Schritt wird ein Enterprise-Value ermittelt, der Schuldenpositionen isoliert betrachtet. Der zweite Schritt subtrahiert die identifizierten Schulden, um so den finalen Equity-Value (Kaufpreis) zu erhalten. Der Vorteil liegt somit in der Möglichkeit, Schuldenpositionen in einer M&A-Transaktion einzeln zu verhandeln.

- 3) Unternehmenswert: Die dritte in der Forschungsfrage enthaltene Untersuchungskomponente bezieht sich auf Implikationen von Pensionsverpflichtungen für den Unternehmenswert. Hierbei ist grundsätzlich anzumerken, dass sich Verpflichtungen mindernd auf einen Unternehmenswert auswirken. Es gilt daher im ersten Schritt, die Verpflichtungen transparent darzustellen und mögliche, zu erwartende Risiken sowie Entwicklungen in einer detaillierten Unternehmensplanung abzubilden. Wie dargestellt, sollte die Unternehmensplanung dabei ein in sich schlüssiges, integriertes Modell mit einer GuV, einer Bilanz sowie einer Kapitalflussrechnung beinhalten. Anhand dieses Modells können die Pensionsverpflichtungen quantifiziert werden. Hierbei wurde

festgestellt, dass rationale Annahmen für eine zielführende M&A-Verhandlung heranzuziehen sind. Ein bedeutender, für den Unternehmenswert entscheidender Aspekt ist die korrekte Klassifizierung von Pensionsplänen: Da nicht voll ausfinanzierte Pensionspläne (Defined Benefit) zu einer bilanziellen Rückstellung führen, sind diese wertmindernd in die Kalkulation (Equity-Bridge) des Unternehmenswertes aufzunehmen. Für diesen Aspekt ist es von essenzieller Bedeutung, eine ausführliche Due Diligence durchzuführen. Mittels der Pension-Due-Diligence wird das Ziel der transparenten Aufarbeitung jeglicher Pensionspläne verfolgt, da in der Praxis Letztere oftmals unentdeckt bleiben. Die daraus resultierenden Verpflichtungen haben einen direkten Einfluss auf die Unternehmensbewertung und damit auch auf den finalen Unternehmenswert.

- 4) Pensionsverbindlichkeiten: Für die Bewertung der Pensionsverbindlichkeiten und für die implizierten Effekte auf die Unternehmensbewertung wurde eine Detailanalyse der Bilanzierungsvorschriften nach HGB, IFRS sowie US-GAAP durchgeführt. Das Ergebnis dieser Detailanalyse zeigt, dass die grundsätzliche Methodik für die Ermittlung der Verbindlichkeiten deutlich geregelt ist. Zu berücksichtigende Aspekte ergeben sich allerdings in den Berechnungsparametern sowie in der Risikonatur von Pensionsverbindlichkeiten. Wie die Untersuchung aufgezeigt hat, stellt der Abzinsungsfaktor einen essenziellen Parameter dar. Dieser lässt sich allerdings nicht prognostizieren, daher ist eine akkurate Eruiierung der Risiken von Pensionsplänen vorzunehmen. Mögliche Effekte sollten in der Unternehmensplanung aufgenommen werden. Ein weiterer Aspekt, der in Forschungsfrage 10 näher beantwortet wird, ist die Kompensation identifizierter Pensionsverpflichtungen bzw. Risiken durch Synergieeffekte. Hierbei hat der Investor eine Betrachtung der gesamten Synergieeffekte sowie eine entsprechende Überleitung bzw. Verteilung auf gewisse Risiken durchzuführen. Der Strategische Investor kann dazu Überlegungen anstellen, welche Synergiepotenziale für die Kompensation der Pensionsverbindlichkeiten verrechnet werden. Synergiepotenziale führen somit aus Käufersicht zu der Bereitschaft, einen höheren Kaufpreis zu zahlen, wodurch zum Teil die erwähnten Risiken kompensiert werden können.

Der Fokus der dargestellten Aspekte liegt auf den wesentlichen Implikationen, die sich durch die Definition der primären Forschungsfrage 1 ergeben haben. Aus der primären Forschungsfrage 1 wurden weitere, kontextuelle Bereiche abgeleitet. Diese befassen sich neben qualitativen Einflussfaktoren wie dem erwähnten Verhandlungsgeschick der M&A-Partner auch mit der Analyse von methodischen Aspekten, wie beispielsweise die Möglichkeiten, bestimmte Bewertungsparameter in der angewandten Unternehmensbewertungsmethode anzupassen. Zudem wurde die Methodik der Pensionsbewertung untersucht. Die Ergebnisse wurden im Rahmen der Beantwortung von Forschungsfrage 1 zum Teil dargestellt. Eine detaillierte Betrachtung wird zusammen mit den restlichen, kontextuellen Forschungsfragen im Folgenden aufgezeigt.

F2	Welchen Einfluss hat die ausgewählte Pensionsbewertungsmethodik von Pensionsverpflichtungen auf die Unternehmensbewertung?
K2	Die Pensionsbewertungsmethodik hat keine Implikation für die Unternehmensbewertung.

Tabelle 25: Forschungsfrage 2 (Quelle: Eigene Darstellung)

A2: Die empirische Analyse hat aufgezeigt, dass die ausgewählte Methodik der Pensionsbewertung von Pensionsverpflichtungen keine Implikation für die Praxis hat. Dies ist darauf zurückzuführen, dass in der Praxis grundsätzlich das PUC-Verfahren verwendet wird. Dabei wird mit der PUC-Methode der Pensionsverpflichtungsumfang (DBO) als eine ökonomische Zahl ermittelt. Die Systematik für die Ermittlung ist strikt in IAS 19 geregelt. Die Herausforderung für die Pensionsbewertung liegt nicht in der Auswahl der Methodik, sondern vielmehr in der Prognose von teilweise weit in der Zukunft liegender Zahlungsströme. Dabei wurde die Erkenntnis bestätigt, dass bestimmte planungsrelevante pensionspezifische Cashflow-Größen aus Pensionsgutachten entnommen werden können. Als Beispiel ist der Dienstzeitaufwand (Service-Cost) zu nennen, der sich vereinfacht als jährlich verdienter Pensionsanspruch definieren lässt. Es empfiehlt sich, diese Informationen in die Unternehmensplanung bzw. -bewertung mit aufzunehmen und diese mit einem beratenden Aktuar zu evaluieren. Bedeutend für die Einschätzung des Verpflichtungsumfangs ist es, eine detaillierte Prüfung der Sensitivitäten durchzuführen, um die Auswirkungen von relevanten Parametern zu simulieren.

Der volatilste Faktor im Rahmen einer Pensionsbewertung ist der herangezogene Abzinsungsfaktor (Discount-Rate). Die Untersuchung hat aufgezeigt, dass im Gegensatz zu bestimmten pensionspezifischen Cashflows eine Prognose der Discount-Rate nicht möglich ist. Zudem wäre eine Zinsprognose nicht Standard in der Praxis und auch nicht in einer M&A-Verhandlung umsetzbar. Wie aus den Interviewergebnissen ersichtlich wird, bietet sich die Verwendung eines Durchschnittszinssatzes als mögliche Lösung an. Zudem wurde von den Experten die Option erläutert, den letzten bekannten Abzinsungszinssatz heranzuziehen und konstant für die Unternehmensplanung anzuwenden.

F3	Welches der beiden DCF-Verfahren (Nettoverfahren vs. Bruttoverfahren) stellt für die Kaufpreisverhandlung aus Sicht des Strategischen Investors die effektivere Methode dar?
K3	Das Bruttoverfahren eignet sich aufgrund der separaten Schuldenbetrachtung für die Kaufpreisverhandlung.

Tabelle 26: Forschungsfrage 3 (Quelle: Eigene Darstellung)

A3: Die theoretischen sowie empirischen Auswertungen haben aufgezeigt, dass für die Berechnung eines Unternehmenswertes durch Strategische Investoren in der Transaktionspraxis überwiegend das DCF-Verfahren als Bewertungsinstrument genutzt wird. Bekanntermaßen lässt sich dabei das DCF-Verfahren in eine Bruttomethode sowie Nettomethode gliedern. Die beiden DCF-Verfahren unterscheiden sich, wie in Kapitel 4.6.3.3 skizziert, im Wesentlichen durch die Betrachtung der Schuldenpositionen: Während die Bruttowertmethode die Verbindlichkeiten in einem separaten Schritt vom errechneten Enterprise-Value abzieht, erfolgt in der Nettowertmethode die Bereinigung der pensionspezifischen Größen bereits bei der Heranziehung der Cashflow-Größe (Flow-to-Equity). Aus verhandlungstechnischer Sicht ist somit die Bruttowertmethode das taktisch geeignetere Instrument, um Schulden und damit einhergehend Pensionsverbindlichkeiten als separaten Baustein zu verhandeln. Die isolierte Betrachtung der Schulden ist zudem ein bedeutender Grund für die Verwendung der WACC-DCF-Methode.

Wie von den Experten aufgezeigt wurde, nutzen Private-Equity-Investoren neben dem DCF-Verfahren auch Multiplikatoren für eine erste indikative Bewertung. Der Grund hierfür liegt in der einfachen und schnellen Handhabung, um eine erste Einschätzung zum Investitionsvorhaben zu erhalten. Ein Nachteil liegt allerdings darin, dass Besonderheiten wie die hier dargestellte Pensionsthematik im Multiple-Verfahren nicht ausreichend

berücksichtigt werden. Dies lässt sich mit der Methodik des Verfahrens begründen: Zwar basiert der herangezogene Multiple in der Regel auf Unternehmen mit einer ähnlichen Risikostruktur, allerdings werden die Pensionsrisiken hier nicht adäquat berücksichtigt. Wie auch von Experte A1 angeführt wurde, sind Multiplikatoren nur sinnvoll, wenn die Vergleichsunternehmen eine identische Risiko- sowie Bilanzstruktur hinsichtlich der Pensionsspezifika aufweisen (vgl. 2019, Anlage I, S. 253). Es ist daher nicht empfehlenswert, diese Verfahren für die tatsächliche Kaufpreisermittlung zu nutzen, sondern, wie von den Experten dargestellt, lediglich als eine erste, grobe Einschätzung. Diese Thematik findet sich auch in der Analogie zu den Investitionsverfahren wieder: Dynamische Verfahren sind in der Ausarbeitung weitaus komplexer als statistische Verfahren. Der Erkenntnisgewinn eines dynamischen Verfahrens ist allerdings deutlich höher als bei statistischen Verfahren.

F4	Sollte eine Unternehmensbewertung hinsichtlich der Pensionsrisiken angepasst werden und, falls eine Anpassung stattfindet, in welcher Form sollte diese durchgeführt werden?
K4	Für die Bruttomethode sollte der WACC um eine pensionspezifische Komponente erweitert werden, um Pensionskosten adäquat abzubilden. Mehrkosten für verschlechterte Ratingzahlen sollten eingepreist werden. Zusätzliche, aggressive Risikoaufschläge sollten vermieden werden.

Tabelle 27: Forschungsfrage 4 (Quelle: Eigene Darstellung)

A4: Wie die empirischen Ergebnisse zeigen, sollten Risikoanpassungen in rationaler Form stattfinden und nicht durch pauschalisierte Risikoaufschläge geschehen. Grundsätzlich sollten Pensionskosten im WACC berücksichtigt werden. Wie in Kapitel 4.6.3.3.1.4 erwähnt, erfolgt dabei die Modifikation des ‚klassischen‘ WACC. Da hohe Pensionslücken in der Bilanz zu einem verschlechterten Rating führen und somit Finanzierungskosten steigen, sollten zudem Mehrkosten durch das verschlechterte Rating eingepreist werden. Die Berücksichtigung der pensionspezifischen WACC-Methode stellt somit eine notwendige Anpassung des angewendeten Unternehmensbewertungsverfahrens in Form der DCF-Bruttomethode dar. Die Experten wiesen zudem darauf hin, dass gesonderte und aggressive Risikoadjustierungen nicht in der Praxis angewendet werden. An dieser Stelle ist anzumerken, dass dies nicht dazu führen sollte, Pensionsrisiken unberücksichtigt zu lassen. Es sollte vielmehr eine zielgerichtete Analyse hinsichtlich der Quantifizierung sowie der Einpreisung in das Unternehmensplanungsmodell vorgenommen werden, mit dem Grundgedanken, dass Investitionsvorhaben konstant mit einem Risiko verbunden sind. Die Experten nannten zudem einige Optionen zur Risikosteuerung sowie Risikominimierung.

Als Beispiel wurden sogenannte De-Risiking-Maßnahmen wie die Externalisierung bestehender Verpflichtungen an Institute und der Transfer eines bestehenden, bilanziellen Defined-Benefit-Plans in einen beitragsorientierten, externen Defined-Contribution-Plan genannt. Dies sind geeignete Instrumente, um Risiken zu minimieren. Darüber hinaus gibt es risikogesteuerte Instrumente, um beispielsweise Planvermögen von Pensionsplänen im Kapitalmarkt anzulegen. Hierunter fällt der sogenannte Liability-Driven-Investment(LDI)-Ansatz (vgl. Experte A2, 2019, Anlage II, S. 261).

F5.1	Welche Herausforderungen kommen aufgrund von unterschiedlichen Rechnungslegungen bezüglich der Unternehmensbewertung auf?
K5.1	Mögliche, zu bilanzierende Pensionspläne könnten falsch klassifiziert sein. Hieraus entsteht das Risiko einer inkonsistenten Bewertungsbasis.
F5.2	Existiert ein einheitlicher länderübergreifender Ansatz für die Bewertung von Pensionsverpflichtungen?
K5.2	Ein länderübergreifender Ansatz zur Bewertung von Pensionsverpflichtungen besteht nicht.

Tabelle 28: Forschungsfrage 5.1 und 5.2 (Quelle: Eigene Darstellung)

A5.1: Durch den oftmals vorzufindenden internationalen Charakter von M&A-Projekten kann die Herausforderung aufkommen, dass unterschiedliche Rechnungslegungen für das Zielunternehmen vorzufinden sind. Der bedeutendste Aspekt ist, dass möglicherweise Pensionspläne aufgrund unterschiedlicher Rechnungslegungen nicht bilanziell abgebildet werden. Beispielsweise könnte ein nach IAS 19 zu klassifizierender Defined-Benefit-Plan nicht entsprechend bilanziert sein, da die lokale Rechnungslegung diesen lediglich als Defined-Contribution-Plan klassifiziert (vgl. Experte D1, 2019, Anlage XIII, S. 319f). Daraus resultiert das Risiko, dass die Bewertung von Pensionsplänen bzw. der Pensionsverpflichtungen auf einer inkonsistenten Basis erfolgt. Daher gilt es, frühzeitig eine gemeinsame und konsistente Basis des Zahlenmaterials zu vereinbaren. Hierbei empfiehlt sich die Einbeziehung einer gemeinsamen Rechnungslegung wie der IFRS. Zudem resultiert hieraus der Vorteil, mögliche US-GAAP-Ansätze durch die Ähnlichkeiten mit den IAS 19 einfach überzuleiten. Eine weitere Implikation ergibt sich aus der Notwendigkeit, im Rahmen der Pension-Due-Diligence sämtliche Pensionspläne zu identifizieren und transparent aufzuarbeiten. Als Hilfsmittel kann dazu die Entwicklung einer Länderliste dienen, die im Rahmen der Empirie dargestellt wurde.

A5.2: Die Untersuchung hat ergeben, dass kein einheitlicher länderübergreifender Ansatz zur Bewertung von Pensionsplänen existiert. Wie aufgezeigt, ist daher eine dezidierte Länderbetrachtung im Rahmen der Due Diligence von hoher Bedeutung, um alle Pensionspläne sowie Risiken aufzudecken.

F6	Wie groß ist die praktische Akzeptanz der verhandlungsspezifischen, grundlegenden versicherungsmathematischen Parameter zur Berechnung der Pensionsverpflichtungen?
K6	Die Parameter sollten in Anlehnung an den transaktionsspezifischen Rechnungslegungsstandard (bspw. IAS 19) bestimmt werden.

Tabelle 29: Forschungsfrage 6 (Quelle: Eigene Darstellung)

A6: Mittels dieser Frage wurde untersucht, wie groß die Akzeptanz der ausgewählten Pensionsparameter durch die Gegenpartei (Verkäufer) ist. Die tiefgründige Analyse hat aufgezeigt, dass die Akzeptanz im Wesentlichen vom Grad der Rationalität abhängt. Die Annahmen sollten adäquat und auf einem gewählten Rechnungslegungsstandard wie IAS 19 basieren. Wie angeführt, sollten keine unverhältnismäßigen Risikoadjustierungen durch Abschläge erfolgen, da dies unter anderem zu einer Abschreckung gegenüber der Verkäuferpartei führen kann. Hierbei ist allerdings zu erwähnen, dass die Abwägung von Risiken dennoch unerlässlich ist. Wie in Forschungsfrage 1 angeschnitten, können Risiken auch durch Synergiepotenziale kompensiert werden. An dieser Stelle ist auf die Ausführungen zu Forschungsfrage 9 zu verweisen.

F7	Können Pensionsverpflichtungen dazu führen, dass die geplante Transaktion scheitert? (= Deal-Breaker)
K7	Pensionsverpflichtungen sind potenzielle Deal-Breaker.

Tabelle 30: Forschungsfrage 7 (Quelle: Eigene Darstellung)

A7: Pensionsverpflichtungen können als potenzielle Deal-Breaker bezeichnet werden. Diese entstehen beispielsweise durch die diskutierten unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards. Während der lokale Rechnungslegungsstandard keine Bilanzierung eines Pensionsplans vorsieht, schreibt es unter Umständen die IFRS-Rechnungslegung vor. Dies führt unter Umständen zu einer hohen Pensionsverpflichtung, die als Abzugsposition in die Kaufpreisverhandlung einfließt. Aufgrund unterschiedlicher Auffassungen der Rechnungslegungsstandards kann dies in der Konsequenz zu einem Deal-

Breaker führen. Auch unverhältnismäßig hohe Pensionsverbindlichkeiten stellen einen Grund dar, geplante Transaktionen abubrechen. Diese Umstände kamen auch nach eigener Erfahrung in der M&A-Praxis auf.

F8	Wie stark tragen externe M&A Berater, beispielsweise Pensionsexperten, zum Erfolg der Transaktion bei?
K8	Externe M&A Berater sind aufgrund ihres Knowhows für eine Unternehmenstransaktion bedeutend.

Tabelle 31: Forschungsfrage 8 (Quelle: Eigene Darstellung)

A8: M&A-Berater tragen signifikant zum Erfolg einer M&A-Transaktion bei, da es sich bei der betrachteten Pensionsthematik um ein spezielles Gebiet handelt und Expertenwissen durch Berater von hoher Relevanz ist. Ein Schlüsselfaktor für internationale M&A-Projekte findet sich zudem im globalen Pensionsnetzwerk, das internationalen M&A-Pensionsberatern zur Verfügung steht. Ein bedeutender Faktor stellt die Anreizsystematik von Beratern dar. Da in der Praxis oftmals M&A-Berater eine abschlussorientierte Bonuszahlung zugesagt bekommen, ist es aus ethischer Sicht von großer Bedeutung, die wirtschaftlichen Interessen des Mandanten zu berücksichtigen. Wie von einigen Beratern angeführt, repräsentiert daher die Rolle des Vertrauens einen zentralen Aspekt.

F9	Können durch Synergiepotenziale mögliche höhere Pensionsverpflichtungsumfänge kompensiert werden?
K9	In Abhängigkeit des Business Plans und der individuellen Verteilung von vorhandenen Synergiepotenzialen können Pensionsverpflichtungen (teilweise) kompensiert werden.

Tabelle 32: Forschungsfrage 9 (Quelle: Eigene Darstellung)

A9: Grundsätzlich können Synergiepotenziale dazu führen, Pensionsverpflichtungen zu kompensieren. Hierzu ist allerdings eine individuelle Betrachtung des Businessplans notwendig. Ein bedeutender Aspekt ist hierbei die Frage, welche Anzahl der identifizierten Synergiepotenziale der Kompensation von möglichen Pensionsverpflichtungen zugerechnet wird. Diese Modellierung sollte in der diskutierten Unternehmensplanung abgebildet werden. Dabei evaluiert im ersten Schritt der Strategische Investor zusammen mit den jeweiligen Fachexperten, wie hoch die Synergiepotenziale durch die Akquisition sind. Mögliche Effekte entstehen beispielsweise durch die Ausweitung der Marktanteile

oder durch die Verbesserung der Vertriebsstrukturen. Nachdem die Synergieeffekte quantifiziert worden sind, erfolgt eine schrittweise Betrachtung der Verteilung auf die einzelnen relevanten Teilbereiche. Dabei nehmen die Pensionsrisiken auch einen Bereich ein. Je nach Verteilung der Effekte kann es vorkommen, dass am Ende ein weiterer Puffer übrig bleibt, der gegebenenfalls in den Kaufpreis einfließt. Da die Gegenpartei (Verkäuferseite) die tatsächliche Planung sowie die Synergieeffekte nicht kennt, ist eine entsprechende Verhandlungsstrategie auszuarbeiten.

F10	Ist ein Strategischer Investor im Vergleich zum Finanzinvestor bereit, höhere Pensionsverpflichtungen und damit einhergehend auch höhere Risiken zu übernehmen?
K10	Aufgrund der unterschiedlichen Investitionsziele sowie Unternehmensstrukturen könnten Strategische Investoren höhere Risiken aus Pensionsverpflichtungen übernehmen.

Tabelle 33: Forschungsfrage 10 (Quelle: Eigene Darstellung)

A10: Wie auch zum Teil in Forschungsfrage 9 dargestellt, können Strategische Investoren unter Umständen höhere Pensionsverpflichtungen bzw. Risiken als Finanzinvestoren übernehmen. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass Strategische Investoren im Gegensatz zu Finanzinvestoren akquirierte Unternehmen langfristig im Portfolio halten möchten. Das übergeordnete Ziel eines Strategischen Investors ist die Expansion bestimmter Geschäftsbereiche, daher werden höhere Pensionsrisiken eher angenommen als bei einem Finanzinvestor. Der Finanzinvestor betrachtet die Akquisition als reines Investment und wird daher ein erhöhtes Risiko entsprechend einpreisen oder gegebenenfalls die Transaktion aufgrund unsicherer Renditeerwartungen nicht durchführen. Durch bestehende Pensionsstrukturen können zudem Strategische Investoren Pensionslandschaften gegebenenfalls optimieren, Finanzinvestoren halten das Target in der Regel nur für einen bestimmten Zeithorizont. Strategische Investoren sind somit grundsätzlich bereit, höhere Risiken als ein Finanzinvestor zu übernehmen.

Es ist anzumerken, dass die dargestellten Potenziale durch Synergien eines Strategischen Investors nicht unbedingt höher ausfallen als bei einem Finanzinvestor. Der wesentliche Unterschied liegt in den Inhalten der Effekte: Während der Strategie (Synergie-)Potenziale durch den Zusammenschluss eines bestehenden Unternehmens mit dem erworbenen Geschäft umgesetzt, fokussiert sich der Finanzinvestor auf (Restrukturierungs-)Potenziale. Dabei stehen Maßnahmen, wie beispielsweise die Restrukturierung durch Rationalisierung

des Personals oder Neuverhandlungen von bestehenden Lieferantenverträgen zur Verfügung, um kurzfristige Effekte zu schaffen. Für den Finanzinvestor ist zudem bedeutend, Pensionsrisiken adäquat zu bewerten und abzuschätzen, ob diese bei einem Wiederverkauf durch einen Investor problemlos übernommen werden. Dies spiegelt sich auch im definierten Kaufpreis des Finanzinvestors wider. Im Ergebnis ist somit die individuelle Betrachtung der Synergiepotenziale des Strategen sowie der Restrukturierungspotenziale des Finanzinvestors notwendig. Durch diese Betrachtung kann eine Interpretation der Risikobereitschaft vorgenommen werden. Wie erläutert, kann es dabei vorkommen, dass bedingt durch die strategische, langfristige Zielausrichtung ein Strategie bereit ist, höhere Risiken zu übernehmen.

6.2. Themen für eine weiterführende Forschung in der Wissenschaft und Praxis

Anhand des qualitativen Forschungsansatzes wurden die aus den in Kapitel 1.3 dargestellten quantitativen Studien abgeleiteten offenen Fragen ausführlich beantwortet. Im Rahmen des Forschungsprozesses haben sich verknüpfende Themenbereiche ergeben, die als Anreiz für weitere wissenschaftliche Forschungen dienen. Die Ergebnisse dienen zudem der Praxis, um eine bessere Handhabung der jeweiligen Thematik zu erreichen.

Dabei lassen sich die definierten Forschungsansätze in folgende vier Bereiche einordnen:

1. Bewertung
2. Management von Pensionsvermögen
3. Holistische, international greifende Ansätze für die Finanzierung von Pensionszusagen
4. Herausforderungen durch den demografischen Wandel

Klassischerweise wird der WACC in der Unternehmensbewertung nicht ausreichend dynamisiert. Dadurch ergeben sich beispielsweise Herausforderungen, eine sich mit der Zeit ändernde Kapitalstruktur von Unternehmen ausreichend zu berücksichtigen. Dabei spielt die dargestellte Pensionsthematik für die Kapitalstruktur eine bedeutende Rolle. Einen diesbezüglich noch nicht ausreichend analysierten Aspekt hinsichtlich der Bewertungsthematik stellt die Dynamisierung des WACC in Abhängigkeit von den pensionspezifischen Kosten dar. Im Rahmen der Forschungsarbeit wurde die Modifikation

des WACC skizziert. Eine offene und mögliche zu untersuchende Fragestellung ist dabei, inwiefern sich diese Modifikation des WACC hinsichtlich einer Dynamik auswirkt. Im Detail könnte eine empirische Analyse dies quantifizieren und im weiteren Verlauf untersuchen, ob sich die Dynamisierung des WACC mit Berücksichtigung der Pensionskomponente für die M&A-Praxis eignet.

Eine Erkenntnis aus der Forschungsarbeit ist der Aspekt, dass Unternehmen zur Deckung von Pensionsverpflichtungen in der Regel Pensionsvermögen zur Verfügung stellen. Das Risikomanagement für pensionspezifische Investments steht jeweils vor großen Herausforderungen, aktuell bedingt durch eine turbulente Geldmarktpolitik, die durch die COVID-19-Pandemie sowie durch länderspezifische Regularien ausgelöst wurde. Während bestimmte Institutionen wie Pensionskassen in Deutschland durch das Versicherungsaufsichtsgesetz streng geregelt sind, werden unternehmensinterne Finanzierungsvehikel oftmals nur durch unternehmenseigene Satzungen geregelt. So bestehen für zahlreiche Finanzierungsvehikel keine strengen Restriktionen bezüglich der Anlagestrategie. Es besteht damit die Möglichkeit, frei verfügbare Assets aus unternehmensinternen Finanzierungsvehikeln in risikoreiche Bereiche zu investieren. Zwar ist das Risikomanagement unter gewissen Aspekten an die Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) gebunden, doch fallen nicht alle Finanzierungsvehikel unter dieser Vorschrift. Das Risikomanagement eines Unternehmens sollte daher die existierenden Satzungen, insbesondere die aufgeführte Anlagestrategie unter der Berücksichtigung der aktuellen Pandemie kritisch hinterfragen. Im Rahmen des Risiko-Controllings sollte zudem geprüft werden, ob die bestehenden Key-Risk-Indicators zielgerichtet und zweckmäßig definiert sind. Es lassen sich beispielsweise weitere Risikokennzahlen aufnehmen, um Interdependenz zwischen der Unternehmensbilanz sowie den Refinanzierungskosten aufzuzeigen. Wie die Forschungsarbeit aufgezeigt hat, stellen Pensionsrisiken einen Treiber für Finanzierungskosten dar. Um daher die Entwicklungen von Pensionsrisiken adäquat zu überwachen und frühzeitig geeignete Maßnahmen umzusetzen, empfiehlt sich die Durchführung einer Analyse hinsichtlich eines möglichen Risikofrühwarnsystems. Dabei sind sowohl interne als auch externe Einflussfaktoren zu berücksichtigen. In Form der MaRisk-Risikorichtlinien wenden Unternehmen solche Systeme bereits an, allerdings bleibt zu hinterfragen, ob diese auch adäquat an der diskutierten Pensionsthematik ausgerichtet sind. Dies könnte durch eine

wissenschaftliche Studie analysiert werden. Wie von Experte A2 erwähnt wurde, stellt ein weiteres Instrument für das Management von Pensionsvermögen der Liability-Driven-Investment (LDI)-Ansatz dar (vgl. Experte A2, 2019, Anlage II, S. 261). Der LDI-Ansatz stellt eine Kapitalanlagestrategie dar, um die durch Pensionsverbindlichkeiten verursachte Volatilität in der Bilanz zu steuern. Diese Volatilität entsteht hauptsächlich durch die Schwankung der Discount-Rate. Während klassische Investments primär an Erträgen bzw. Renditezinssätzen ausgerichtet sind, werden bei dem LDI-Ansatz auch die Verpflichtungen in Form von Pensionsrückstellungen miteinbezogen. Für den LDI-Ansatz stellen sich einige Herausforderungen. Neben der grundsätzlichen Frage nach der Eignung dieses Ansatzes aufgrund des Niedrigzinsumfelds kommen bilanzpolitische Aspekte auf. Es stellt sich die Frage, wie sich die Veränderung des Zinsniveaus auf die Investition auswirkt und welchen Effekt diese Schwankungen auf die bilanziellen Finanzkennzahlen einnehmen. Dies ist auch für eine geplante Unternehmenstransaktion relevant, daher sollten diese Effekte in der Unternehmensplanung berücksichtigt werden. Eine qualifizierte Detailanalyse dieser Sachverhalte würde der Wissenschaft und Praxis einen erkenntnisreichen Beitrag leisten.

Neben den dargestellten Trends, die Unternehmen zur Risikoauslagerung von Pensionsverpflichtungen nutzen, stellen holistische Ansätze ein weiteres Untersuchungsgebiet dar. Eine diesbezüglich durch die Europäische Union angestoßene Innovation im Bereich des internationalen Pensionssystems stellt das ‚Pan-European Pension Product‘ (PEPP) dar. Dieses Produkt, das auch als Europarente bezeichnet wird, bietet EU-Bürgern die Möglichkeit einer privaten Altersvorsorge. Das PEPP dient somit privaten Personen, Kapital anzusparen und entsprechend die Altersvorsorge zu verbessern. Durch das PEPP werden die folgenden drei Ziele verfolgt:

- 1) **Transparenz:** Alle Gebühren und Kosten werden dem Anleger offengelegt.
- 2) **Nachhaltigkeit:** Die Investments erfolgen unter Berücksichtigung der Environmental, Social und Governance (ESG) Standards.
- 3) **Digitalisierung:** Die gesamte Handhabung ist digital abwickelbar.

Dieses Produkt ist allerdings aktuell ausschließlich auf private Anleger beschränkt. Ein wissenschaftlicher Forschungsansatz kann in der Analyse eines ähnlichen Produkts für Unternehmen liegen. Es besteht beispielsweise die Möglichkeit, einen

unternehmensverbundenen, internationalen Pension-Fonds einzurichten, der durch die EU reguliert bzw. unterstützt wird. Dabei ist auch der Aspekt hinsichtlich des demografischen Wandels miteinzubeziehen.

Als abschließender Aspekt ist der allgemeine, demografische Wandel zu nennen. Durch eine Überalterung in Kombination mit zurückgehenden Geburtsraten werden die finanziellen Pensionsmittel zunehmend knapper. Das gesamte Rentensystem steht somit vor einer großen Herausforderung. Dies spiegelt zwar eine andere Sichtweise im Vergleich zur durchgeführten Forschungsarbeit wider, allerdings ist zu erwähnen, dass ein verantwortungsvoller und ressourcenschonender Umgang mit der gesamten Thematik unerlässlich ist. Die Untersuchung dieser Problematik anhand einer empirischen Studie sowie die Eruierung, wie sich die Thematik weiterentwickelt und inwiefern Maßnahmen zur Gegensteuerung bezüglich der Altersarmut ergriffen werden könnten stellt einen fundierten Forschungsansatz dar. Durch diese Gegebenheit wird nochmals die Notwendigkeit der diskutierten Trends zur Stabilisierung der Pensionsrisiken unterstrichen.

7. Literaturverzeichnis

7.1. Hauptverzeichnis

Achleitner, A.-K.; Lutz, E. (2004). *Venture Valuation, Bewertung von Wachstumsunternehmen. Klassische und neue Bewertungsverfahren mit Beispielen und Übungsaufgaben.* Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

Adrian, F. K. (2005). *In der Bewertungspraxis eingesetzte Ausprägungen der Multiplikatorverfahren. Equity-Value-Multiplikatoren: Kurs/Gewinn-Verhältnis.* In: Krolle, S.; Schmitt, G.; Schwetzler, B. (Hrsg.): *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung. Anwendungsbereiche, Problemfälle, Lösungsalternative.* Stuttgart: Schäffer Poeschel, S. 60–78.

Altenhofen, C. (2019). *Non Disclosure Agreements. Rechtliche Hintergründe und konzeptionelle Anforderungen.* In: Horsch, A.; Stumpf-Wollersheim, J. (Hrsg.) (2019). *Forum Mergers & Acquisitions 2019. Beiträge aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht.* Wiesbaden: Springer Gabler. S. 19–28.

Andersch, A. (2018). *Die Erfassung von versicherungsmathematischen Gewinnen und Verlusten nach IAS 19. Die Bilanzierung von Pensionsrückstellungen:* Hamburg: Diplomica Verlag.

Asmis, H.; Engelstädter, H.; Schwebe, I. (2013). *Betriebliche Altersversorgung. Arbeits- und steuerrechtliche Begriffe von A bis Z. Mit Altersteilzeit, Langzeitkonten und Versorgungsausgleich.* (4. Auflage). Karlsruhe: VVW.

Baetge, J.; Kirsch, H.-J.; Thiele, S. (2019). *Bilanzen.* (15., überarbeitete Auflage). Düsseldorf: IDW-Verlag.

Baetge, J.; Niemeyer, K.; Kümmel, J.; Schulz, R. (2009). *Bewertungsverfahren. Teil B: Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren. (DCF-Verfahren) mit Beispiel.* In: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (2009). *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. Online-Version inklusive.* (4., aktualisierte und erweiterte Auflage). Herne: VNW. S. 339–477.

Baker, H. K.; Kiyamaz, H. (2011). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring: An Overview. The art of capital restructuring: Creating shareholder value through mergers and acquisitions.* New York: Wiley.

Ballwieser, W.; Hachmeister, D. (2016). *Unternehmensbewertung. Prozess, Methoden und Probleme.* (5., überarbeitete Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

Barth, M. E. (1991). *Relative Measurement Errors among Alternative Pension Asset and Liability Measures.* In: *The Accounting Review.* Vol. 66 (3), S. 433–463.

Barth, M. E.; Beaver, W. H.; Landsman, W. R. (1993). *A Structural Analysis of Pension Disclosure under SFAS 87 and Their Relation to Share Prices.* In: *Financial Analysts Journal.* Vol. 49 (1), S. 18–26.

Beck, H.-J. (2005). *Überblick Durchführungswege. Pensionszusage.* In: Drols, W. (Hrsg.) (2005). *Handbuch betriebliche Altersversorgung.* (2., aktualisierte und erweiterte Auflage). Wiesbaden: Gabler, S. 519–582.

Begiebing, M. (2010). *Contractual Trust Arrangement (CTA). Insolvenzfestigkeit und Verwertungsbefugnisse im Pfandrechtsmodell.* Frankfurt am Main: Peter Lang Internationaler Verlag der Wissenschaften (Schriften zum deutschen und europäischen Arbeits- und Sozialrecht, 21).

Beier, A. (2009). *Die Nachfrage nach M&A-Dienstleistungen. Eine Analyse des Beschaffungsprozessen und der Auswahlkriterien* [zugleich Dissertation]. Lohmar: Eul.

Beisel, W.; Klumpp, H.-H.; Beisel, D.; Theysohn-Wadle, J. (2009). *Der Unternehmenskauf. Gesamtdarstellung der zivil- und steuerrechtlichen Vorgänge einschließlich gesellschafts-, arbeits- und kartellrechtlicher Fragen bei der Übertragung eines Unternehmens.* (7. Auflage). München: C.H. Beck.

Berens, W.; Knauer, T.; Schwering, A. (2016). *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen.* In: Müller-Stewens, S. K.; Binder, A. (Hrsg.) (2016). *Mergers & Acquisitions. Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen.* (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel. S. 381–399.

Berens, W.; Knauer, T.; Strauch, J. (2019). *State of the Art der Due Diligence*. In: Berens, W.; Brauner, H. U.; Strauch, J.; Knauer, T. (Hrsg.) (2019). *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*. (8., überarbeitete Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag. S. 3–14.

Bogner, A. (2002). *Das theoriegenerierende Experteninterview*. In: Bogner, A.; Littig, B.; Menz, W. (Hrsg.) (2002). *Das Experteninterview. Theorie, Methode, Anwendung*. (Imprint). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. S. 33–70.

Böhm, R.; Schu, J. (2014). *Unterstützungskassen Grundlagen und Praxis*. Heidelberg: Verlagsgruppe Hüthig Jehle Rehm.

Bolz, T. (2016). *Bewertung von E-Commerce-Unternehmen* [Dissertation]. Regensburg: Universitätsverlag.

Borowicz, F. (2006). *Wenn gute Manager schlechte Unternehmen kaufen - Interessenkonflikte und deren Management bei Akquisitionen*. In: Keuper, F.; Häfner, M.; von Glahn, C. (Hrsg.): *Der M&A-Prozess. Konzepte, Ansätze und Strategien für die Pre- und Post-Phase*. Wiesbaden: Gabler Verlag, S. 33–60.

Borowicz, F.; Schuster, M. (2017). *Mergers & Acquisitions für Entscheider. Managementkunst und Umsetzungstechnik*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

Brauner, H. U.; Grillo, U. (2019). *Strategie Due Diligence*. In: Berens, W.; Brauner, H. U.; Strauch, J.; Knauer, T. (Hrsg.) (2019). *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*. (8., überarbeitete Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag. S. 301–320.

Brettel, M. (2008). *Private Equity-Investoren. Eine Einführung*. Stuttgart: Kohlhammer.

Brixner, M. (2009). *Die Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen aus finanzwirtschaftlicher Sicht*. Wiesbaden: Gabler.

Brunner-Kirchmair, T. M. (2019). *Corporate Governance und die Performance von Mergers & Acquisitions*. Wiesbaden: Springer Fachmedien.

Bulow, J. I.; Morck, R.; Summers, L. (1987). *How Does the Market Value Unfunded Pensions Liabilities*. In: Bodie, Z.; Shoven, J. B.; Wise, D. A. (Hrsg.) (1987). *Pension Economics*. Chicago: University Press. S. 81–109.

Buttler, A.; Keller, M. (2017). *Einführung in die betriebliche Altersversorgung*. (8. Auflage). Karlsruhe: VVW GmbH.

Bysikiewicz, M. (2008). *Unternehmensbewertung bei der Spaltung. Entscheidung - Argumentation - Vermittlung*. Wiesbaden: Gabler Verlag.

Caumanns, J. (2018). *Unternehmensbewertung, Kaufpreisermittlung und kaufvertragliche Umsetzung. Methoden der Unternehmensbewertung*. In: Kiem, R. (Hrsg.) (2018). *Kaufpreisregelungen beim Unternehmenskauf. Bewertung, Kaufpreisermittlung, Klauselgestaltung, Kaufpreisanpassung*. Unter Mitarbeit von Jörn Caumanns, Dietmar Koesling, Thomas König und Martin Neuhaus. (2. Auflage). München: C.H. Beck. S. 1–45.

Clausen, J. (2014). *Die externe Finanzierung von Pensionsverpflichtungen. Grundlagen, Motive und empirische Ergebnisse* [Dissertation]. Marburg: Tectum-Verlag.

Coronado, J.; Mitchell, O. S.; Sharpe, S. A.; Nesbitt, S. B. (2008). *Footnotes Aren't Enough: The Impact of Pension Accounting on Stock Values*. In: *Journal of Pension Economics and Finance*. Vol. 7 (3), S. 257–276.

Coronado, J. L.; Sharpe, S. A. (2003). *Did Pension Plan Accounting Contribute to a Stock Market Bubble?* In: *Brooking Papers on Economic Activity*. Vol. 2003 (1), S. 323–359.

DePamphilis, D. M. (2018). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*. (9. Auflage). London: Elsevier.

Derbort, S.; Herrmann, R.; Mehlinger, C.; Seeger, N. (2016). *Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen. HGB, EStG und IFRS / IAS 19*. (2. Auflage). Wiesbaden: Springer Gabler.

Deyerler, C. (2014). *Die Kapitalmarktrelevanz von bilanzierten Finanzschulden sowie Pensions- und Operating Leasingverpflichtungen. Eine empirische Untersuchung des deutschen Kapitalmarkts auf Basis von Rechnungslegungsinformationen nach IFRS*. [zugleich Dissertation. Universität: Bamberg. 2013]. Marburg: Tectum-Verlag.

Dill, M. (2008). *Private Equity im Mittelstand*. Marburg: Tectum-Verlag.

Doetsch, P. A.; Hagemann, T.; Oecking, S.; Reichenbach, R. (2010). *Betriebliche Altersversorgung. Ein praktischer Leitfaden*. (3. Auflage). Freiburg im Breisgau: Haufe.

Doetsch, P. A.; Lenz, A. E. (2017). *Steuerliche Behandlung von mittelbaren Versorgungszusagen (Direktversicherungs-, Unterstützungskassen-, Pensionskassen- und Pensionsfondszusagen) bei der Gesellschaft.* In: Doetsch, P. A.; Lenz, A. E. (Hrsg.) (2017). *Versorgungszusagen an Gesellschafter-Geschäftsführer und -Vorstände.* Karlsruhe: VVW. S. 107–117.

Drefke, S. (2016). *Der Fortführungswert in der Unternehmensbewertung. Ansätze zur Operationalisierung des Gleichgewichtszustandes.* Wiesbaden: Springer Fachmedien

Drukarczyk, J.; Schüler, A. (2016). *Unternehmensbewertung.* (7., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage). München: Verlag Franz Vahlen.

Dück-Rath, M. (2004). *Unternehmensbewertung mit Hilfe von DCF-Methoden und ausgewählten Realoptionsansätzen [Dissertation].* Hamburg: Universität

Engelhardt, C. (2017). *Mergers & Acquisitions.* Wiesbaden: Springer Fachmedien.

Ernst, D.; Heyd, R.; Popp, M. (2014). *Unternehmensbewertung nach IFRS. Bewertungsverfahren - Umsetzungstechnik - Fallstudie.* Berlin: Schmidt.

Ernst, D.; Schneider, S.; Thielen, B. (2018). *Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen. Ein Praxisleitfaden.* (6., überarbeitete Auflage). München: Verlag Franz Vahlen.

Exler, M. W. (2010). *Controllingorientiertes Finanz- und Rechnungswesen. Mit einer durchgängigen Fallstudie; Jahresabschluss & Analyse, Finanzwirtschaft, Wertmanagement.* Herne: Verlag NWB.

Exler, M. W. (2013a). *Bewertung und Verkauf mittelständischer Unternehmen. Phasen und Prozessschritte der Unternehmensveräußerung. Transaktions-Fallstudien. Durchgängiges Fallbeispiel. Zahlreiche Praxishinweise.* (2., überarbeitete und aktualisierte Auflage). Herne: Verlag NWB.

Exler, M. W. (2013b). *Restrukturierungs- und Turnaround-Management. Strategie - Erfolgsfaktoren - Best Practice.* Berlin: Erich Schmidt Verlag.

Faßhauer, J.; Glaum, M. (2008). *Bewertungsrelevanz von Rechnungslegungsinformationen über betriebliche Altersversorgungssysteme deutscher Unternehmen.* In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung. Vol. 59, S. 72–113.

Fasshauer, J. (2010). *Rechnungslegung nach IFRS über betriebliche Pensionssysteme. Konzeptionelle Fragen, Berichterstattungspraxis und empirische Untersuchung der Wertrelevanz bei deutschen Unternehmen.* Düsseldorf: IDW-Verlag.

Feix, T. (2020). *End-to-End M&A Process Design. Resilient Business Model Innovation.* Wiesbaden: Springer Fachmedie..

Feldstein, M.; Morck, R. (1983). *Pension Funding Decisions, Interest Rate Assumptions and Share Prices.* In: Bodie, Z.; Shoven, J. B. (Hrsg.) (1983). *Financial Aspects of the United States Pension System.* Chicago: University Press. S. 177–210.

Feldstein, M.; Seligman, S. (1981). *Pension Funding, Share Prices, and National Savings.* In: *The Journal of Finance.* Vol. 36 (4), S. 801–824.

Fleischer, H. (2015). *Liquidationswert.* In: Fleischer, H.; Hüttemann, R. (Hrsg.): *Rechtshandbuch Unternehmensbewertung.* Unter Mitarbeit von Johannes Adolff. Köln: Otto Schmidt, S. 228–251.

Flick, U. (2007). *Qualitative Sozialforschung. Eine Einführung.* (Original-Ausgabe, vollständig überarbeitete und erweiterte Neuauflage). Reinbek bei Hamburg: Rowohlt Taschenbuch Verlag.

Flick, U. (2019). *Gütekriterien qualitativer Sozialforschung.* In: Baur N.; Blasius, J. (Hrsg.): *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung.* (2. Auflage). Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 473–488.

Flurschütz, S. (2008). *Die Bilanzierung von Pensionsrückstellungen und die Möglichkeiten ihrer Auslagerung.* Bremen: Salzwasser-Verlag. (Handbuch Steuern, Bd. 15).

Fox, A. (2010). *Die Bewertung von Content-Anbietern unter besonderer Berücksichtigung von Web 2.0.* Wiesbaden: Gabler.

Friedrichs, J. (1973). *Methoden empirischer Sozialforschung.* Reinbek bei Hamburg: Rowohlt.

Furtner, S. (2012). *Management von Unternehmensakquisitionen im Mittelstand. Erfolgsfaktor Post-Merger-Integration.* (2. Auflage). Wien: Linde.

Gehrmann, J. (2017). *Vertrauen in Mergers & Acquisitions-Prozessen* [Dissertation]. Erlangen-Nürnberg: Friedrich-Alexander-Universität.

Gieg, M. (2008). *Betriebliche Altersversorgung in Deutschland und Großbritannien*. München und Mering: Rainer Hampp Verlag.

Glaser, B. G.; Strauss, A. L. (1979). *Die Entdeckung gegenstandsbezogener Theorie: Eine Grundstrategie qualitativer Forschung*. In: Hopf, C.; Weingarten, E. (Hrsg.): *Qualitative Sozialforschung*. Stuttgart: Klett, S. 91–112.

Glaser, B. G.; Strauss, A. L. (1998). *Grounded Theory. Strategien qualitativer Forschung*. Bern: H. Huber.

Gläser, J.; Laudel, G. (2010). *Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse als Instrumente rekonstruierender Untersuchungen*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.

Glaum, M.; Hutzschenreuter, T. (2010). *Mergers & Acquisitions. Management des externen Unternehmenswachstums*. Stuttgart: Kohlhammer.

Gopalakrishnan, V.; Sugrue, T. (1993). *An Empirical Investigation of Stock Market Valuation of Corporate Projected Pension Liabilities*. In: *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 20 (5), S. 711–724.

Gottgetreu, S.; Leube, H. P.; Petrikowski, M.; Sinewe, P. (2018). *Vorbereitungen beim Unternehmensverkauf*. In: Sinewe, P. (Hrsg.) (2018). *Unternehmenskauf in der Steuerpraxis*. (2. Auflage). Wiesbaden: Springer Gabler. S. 1–48.

Gräfer, H. (2016). *Rechnungslegung. Der Jahresabschluss nach HGB*. (5. Auflage). Herne: Verlag NWB.

Griebeling, G.; Griebeling, S. (2003). *Betriebliche Altersversorgung*. (2. Auflage). München/Unterschleißheim: Luchterhand (Human Resources).

Guserl, R.; Pernsteiner, H. (2015). *Finanzmanagement. Grundlagen - Konzepte - Umsetzung*. (2. Auflage). Wiesbaden: Springer Gabler.

Haarbeck, C. (2019). *Interdependenz von Due Diligence-Untersuchungen, Unternehmensbewertung und Unternehmenskaufvertrag*. In: Berens, W.; Brauner, H. U.; Strauch, J.; Knauer, T. (Hrsg.) (2019). *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*. (8., überarbeitete Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag. S. 101–134.

Heesen, B. (2020). *Beteiligungsmanagement und Bewertung für Praktiker*. (4. Auflage). Wiesbaden: Springer Fachmedien.

Helfferrich, C. (2009). *Die Qualität qualitativer Daten. Manual für die Durchführung qualitativer Interviews*. (3., überarbeitete Auflage). Wiesbaden: Verlag für Sozialwissenschaften.

Helfferrich, C. (2019). *Leitfaden- und Experteninterviews*. In: Baur, N.; Blasius, J. (Hrsg.) (2019). *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*. (2., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage). Wiesbaden: Springer Fachmedien. S. 669–686.

Hering, T. (2006). *Unternehmensbewertung*. (2., vollständig überarbeitete und stark erweiterte Auflage). München: Oldenbourg.

Herzog, N. (2014). *Private Equity und Management-Buy-out: Unternehmensnachfolge in Familienunternehmen*. Hamburg: Igel Verlag.

Heussen, B. (2014). *Letter of Intent. Absichtserklärungen, Geheimhaltungsvereinbarungen, Optionen, Vorverträge*. (2. Auflage). Köln: O. Schmidt.

Hinne, C. (2008). *Mergers & Acquisitions Management. Bedeutung und Erfolgsbeitrag unternehmensinterner M&A-Dienstleister*. Wiesbaden: Springer Gabler.

Hofelich, A. (2019). *Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung*. In: Erdmann, K. U.; Heider, B; Hofelich, A. (Hrsg.) (2019). *Praxishandbuch Betriebliche Altersversorgung*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft, S. 97–144.

Hohnhaus, W. (2004). *Erfolg der M&A-Beratung bei Unternehmenstransaktionen. Strukturelle Voraussetzungen und funktionale Beiträge aus Kundensicht*. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.

Howson, P. (2017). *Due Diligence. The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*. London: Routledge.

Howson, P. (2018). *The Essentials of M&A Due Diligence*. New York: Routledge.

Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW). (2008). *IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*. (IDW S 1 i.d.F. 2008). In: WPg Supplement (2008). (3. Auflage). Düsseldorf: IDW-Verlag. S. 68-88.

Ihlau, S.; Duscha, H. (2019). *Besonderheiten bei der Bewertung von KMU. Planungsplausibilisierung, Steuern, Kapitalisierung*. (2. Auflage). Wiesbaden: Springer Fachmedien.

Jansen, S. A. (2016). *Mergers & Acquisitions. Unternehmensakquisitionen und -kooperationen: Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung*. (6., überarbeitete und erweiterte Auflage). Wiesbaden: Springer Gabler.

Jungblut, S.; Graham, P. (2011). *Pension Due Diligence*. In: Schramm, M.; Hansmeyer, E. (Hrsg.): *Transaktionen erfolgreich managen: ein M&A-Handbuch für die Praxis*. München: Vahlen. S. 132–140.

Stapenhorst, H. (2018). *Legal Due Diligence*. In: Just, T.; Stapenhorst, H. (Hrsg.) (2018): *Real Estate Due Diligence: A Guideline for Practitioners*. Cham: Springer International Publishing AG. S. 21 – 49.

Kanitz, F. von (2014). *Bilanzkunde für Juristen*. (3. Auflage). München: C.H. Beck.

Kästle, F.; Oberbracht, D. (2010). *Unternehmenskauf - Share Purchase Agreement*. (2. Auflage). München: Beck

Keßler, M. (2009). *Bilanzpolitische Möglichkeiten und Grenzen der Abbildung von Pensionsverpflichtungen nach HGB und den IFRS - Auswirkungen von Contractual Trust Arrangements (CTA) auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie die Cashflows deutscher Unternehmen*. Berlin: Erich Schmidt Verlag.

Kewitz, F.; Witzel, D.; Jundt, M. (2014). *Ablauf einer Tax Due Diligence*. In: Sinewe, P. (Hrsg.) (2014). *Tax Due Diligence beim Unternehmenskauf*. Wiesbaden: Springer Fachmedien. S. 5–42.

Kiepe, M. (2014). *Personalabrechnung auf den Punkt. Handbuch für Unternehmen*. Wiesbaden: Springer Gabler.

Kiesewetter, D.; Schätzlein, U. (2019). *Betriebliche Altersversorgung über Direktzusagen – privilegiert oder diskriminiert?* In: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung. 71 (3-4), S. 313–346.

Kiosse, P.; Lubberink, M.; Peasnell, K. (2007). *How Does the Market Price Pension Accruals.* In: Lancaster University Management School. Working Paper 2007/034.

Kirk, J.; Miller, M. L. (1986). *Reliability and validity in qualitative research.* (Nachdruck). London: Sage.

Klein, C.; Euler, R. (2016). *Die bilanzielle Abbildung der Auslagerung von Pensionsverpflichtungen nach Handels- und Steuerrecht.* Wiesbaden: Springer Gabler.

Klein, R. (2020). *Die Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung in 2018.* In: Betriebliche Altersversorgung. Ausgabe 4/2020, S. 316–317.

Koesling, D.; Neuhaus, M.; Kiem, R. (2018). *Kaufpreisklauseln und Kaufpreisanpassungsmechanismen. Net Debt/Net Cash-Anpassung.* In: Kiem, R. (Hrsg.) (2018). Kaufpreisregelungen beim Unternehmenskauf. Bewertung, Kaufpreisermittlung, Klauselgestaltung, Kaufpreisanpassung. Unter Mitarbeit von Jörn Caumanns, Dietmar Koesling, Thomas König und Martin Neuhaus. (2. Auflage). München: C. H. Beck. S. 195–266.

Koffka, M. (2018). *Due Diligence.* In: Eilers, S.; Koffka, N. M.; Mackensen, M., Paul, M. (Hrsg.) (2018). Private Equity. Unternehmenskauf - Finanzierung - Restrukturierung - Exitstrategien. (3. Auflage). München: C.H.Beck. S. 35–67.

Kreyer, F. (2009). *Strategieorientierte Restwertbestimmung in der Unternehmensbewertung. Eine Untersuchung des langfristigen Rentabilitätsverlaufs europäischer Unternehmen.* Wiesbaden: Gabler.

Krippendorf, K. (1980). *Content Analysis. An Introduction to it methodology.* London: Sage.

Krolle, S. (2005). *In der Bewertung eingesetzte Ausprägungen der Multiplikatorverfahren. Enterprise-Value (EV)-Multiplikatoren; Enterprise-Value/EBIT(DA)-Verhältnis.* In: Krolle, S.; Schmitt, G.; Schwetzler, B. (Hrsg.): Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung.

Anwendungsbereiche, Problemfälle, Lösungsalternative. Stuttgart: Schäffer Poeschel, S. 21–47.

Langenkämper, C. (2000). *Unternehmensbewertung. DCF-Methoden und simulativer VOFI-Ansatz*. Wiesbaden: Gabler

Langohr-Plato, U. (2016). *Betriebliche Altersversorgung*. (7. Auflage). Köln: ZAP.

Ljubicic, M. (2013). *Bilanzpolitik und Pensionsverpflichtungen nach IAS 19. Eine empirisch-ökonomische Untersuchung am deutschen Kapitalmarkt* [Dissertation]. Tübingen: Eberhard-Karls-Universität.

Löhnert, P.; Böckmann, U. (2009). *Bewertungsverfahren Teil F: Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung*. In: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (2009). *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. (4., aktualisierte und erweiterte Auflage). Herne: Verlag NWB. S. 567–589.

Lucks, K.; Meckl, R. (2015). *Internationale Mergers & Acquisitions. Der prozessorientierte Ansatz*. (2., überarbeitete Auflage). Berlin: Springer Gabler.

Mandl, G.; Rabel, K. (1997). *Unternehmensbewertung. Eine praxisorientierte Einführung*. (Nachdruck). Wien: Ueberreuter.

Matschke, M. J.; Brösel, G. (2013). *Unternehmensbewertung. Funktionen - Methoden - Grundsätze*. (4., vollständig überarbeitete Auflage). Wiesbaden: Springer Gabler.

Mayring, P. (2015). *Qualitative Inhaltsanalyse. Grundlagen und Techniken*. (12., aktualisierte und überarbeitete Auflage). Weinheim, Basel: Beltz.

Meier, K.; Recktenwald, S. (2006). *Betriebswirtschaft der betrieblichen Altersversorgung. Ein Handbuch für die Praxis*. München: Verlag Franz Vahlen.

Meitner, M. (2009). Der Terminal Value in der Unternehmensbewertung. In: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (2009). *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. (4., aktualisierte und erweiterte Auflage). Herne: Verlag NWB. S. 491–540.

Melcher, W.; David, K.; Skowronek, T. (2013). *Rückstellungen in der Praxis: Anwendungsfälle nach HGB und IFRS*. Berlin: Wiley.

Meuser, M.; Nagel, U. (2002). *ExpertInneninterviews — vielfach erprobt, wenig bedacht*. In: Bogner, A.; Littig, B.; Menz, W. (Hrsg.) (2002). *Das Experteninterview. Theorie, Methode, Anwendung*. (Imprint). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. S. 71–93.

Miklar, A. (2013). *Contractual Trust Arrangements: Geeignetes Insolvenzschutzmittel für die betriebliche Altersversorgung?* Hamburg: Diplomica Verlag.

Mugler, J.; Zwirner, C. (2013). *Unternehmensbewertung im Rahmen der Argumentationsfunktion. DCF-Verfahren*. In: Petersen, K.; Zwirner, C.; Brösel, G. (Hrsg.) (2013). *Handbuch Unternehmensbewertung. Funktionen, moderne Verfahren, Branchen, Rechnungslegung*. Köln: Bundesanzeiger-Verlag. S. 293–313.

Mühlberger, M.; Schwinger, R. (2012). *Betriebliche Altersversorgung nach IFRS. Bilanzierung und Bewertung von Employee Benefits*. (2. Auflage). München: Vahlen.

Müller-Stewens, G. (2016a). *Einleitung zum M&A Markt*. In: Müller-Stewens, S. K.; Binder, A. (Hrsg.) (2016). *Mergers & Acquisitions. Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen*. (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel. S. 11–20.

Müller-Stewens, G. (2016b). *M&A als Wellen-Phänomen: Analyse und Erklärungsansatz*. In: Müller-Stewens, G.; Kunisch, S.; Binder, A. (Hrsg.) (2016). *Mergers & Acquisitions. Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen*. (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel. S. 21–51.

Müller-Stewens, G.; Schäfer, M. (2016a). *M&A als Beratung: Dienstleistungsspektrum und Beratertypen*. In: Müller-Stewens, G.; Kunisch, S.; Binder, A. (Hrsg.) (2016). *Mergers & Acquisitions. Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen*. (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel. S. 142–155.

Müller-Stewens, G.; Schäfer, M. (2016b). *Mergers & Acquisitions: Transaktionsdurchführung*. In: Müller-Stewens, G.; Kunisch, S.; Binder, A. (Hrsg.) (2016). *Mergers & Acquisitions. Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen*. (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel. S. 207–224.

Neuhaus, S. (2009). *Auslagerung betrieblicher Pensionszusagen* [zugleich Dissertation]. Bern: Peter Lang International Academic Publishers.

Neumeier, A. (2015). *Unternehmensbewertung bei Squeeze-out: Eine theoretische und empirische Analyse im Spannungsfeld der Anforderungen von betriebswirtschaftlichen Erkenntnissen, IDW S 1 und Rechtsprechung*. Lohmar/Köln: Josef Eul Verlag.

Niederdrenk, R.; Müller, M. (2012). *Commercial due diligence*. Weinheim: Wiley-VCH.

Obermeier, T.; Gasper, R. (2008). *Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH.

Oldfield, G. S. (1977). *Financial Aspects of the Private Pension System*. In: *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 9 (1), S. 48–54.

Peemöller, V. H. (2009a). *Grundlagen der Unternehmensbewertung. Teil A: Wert und Werttheorien*. In: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (2009). *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. Online-Version inklusive*. (4., aktualisierte und erweiterte Auflage). Herne: Verlag NWB. S. 1–15.

Peemöller, V. H. (2009b). *Grundlagen der Unternehmensbewertung. Teil B: Anlässe der Unternehmensbewertung*. In: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (2009). *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. Online-Version inklusive*. (4., aktualisierte und erweiterte Auflage). Herne: Verlag NWB. S. 17–28.

Peemöller, V. H.; Kunowski, S. (2009). *Bewertungsverfahren. Teil A: Ertragswertverfahren nach IDW*. In: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (2009). *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. Online-Version inklusive*. (4., aktualisierte und erweiterte Auflage). Herne: Verlag NWB. S. 265–338.

Peng, J. (2009). *State and Local Pension Fund Management*. New York: Routledge.

Peppitt, M. (2009). *Tax Due Diligence*. London: Spiramus.

Pieper, G. (2010). *Bilanzierung von Pensionsrückstellungen nach BilMoG unter Berücksichtigung der eingeräumten Übergangsregelungen*. Lohmar, Köln: Eul.

Planert, S. (2006). *Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen. Kritische Analyse von HGB, US-GAAP und IAS/IFRS*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag / GWV.

Pochmann, G. (2020). *Betriebliche Altersversorgung im Jahresabschluss. Unterschiede, Gemeinsamkeiten und Analysemöglichkeiten in den verschiedenen Durchführungswegen*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

Pohl, B.; Schneider, A. (2012). *Lebensversicherung und Steuer*. Karlsruhe: VVW.

Pomp, T. (2020). *Praxishandbuch Financial Due Diligence. Finanzielle Kernanalysen bei Unternehmenskäufen*. (2. Auflage). Wiesbaden: Springer Gabler.

Przyborski, A.; Wohlrab-Sahr, M. (2019). *Kapitel 7. Forschungsdesigns für die qualitative Sozialforschung*. In: Baur, N.; Blasius, J. (Hrsg.): *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*. (2. Auflage). Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 105–123.

Radinger, G.; Heinze, W. (2011). *Der Beta-Faktor in der Unternehmensbewertung*. In: *Controller Magazin*. 06, S. 48–52.

Rausch, B. (2008). *Unternehmensbewertung mit zukunftsorientierten Eigenkapitalkostensätzen. Möglichkeiten und Grenzen der Schätzung von Eigenkapitalkostensätzen ohne Verwendung historischer Renditen*. Wiesbaden: Gabler.

Remy, L. (2011). *Due Diligence als Instrument des Akquisitionscontrollings*. Hamburg: Diplomica Verlag.

Renner, K.-H.; Jacob, N.-C. (2020). *Das Interview. Grundlagen und Anwendung in Psychologie und Sozialwissenschaften*. Berlin: Springer.

Rhein, Sebastian; Schmid, Marc; Sträter, K. F. (2020). *Besondere Aspekte von Interviewsituationen – Ein Erfahrungsbericht*. In: Raich, M.; Müller-Seeger, J.; Ebert H. (Hrsg.): *Symposium Qualitative Sozialforschung 2019. Dialoge, Denken und Durchbrüche*. Wiesbaden: Gabler, S. 3–23.

Richter, C.; Kwelik, N.; Müller, M.; Severing, L. (2021). *Teil III: Datenaufbereitung und Anonymisierung: Orientierung zu Anforderungen und Herangehensweisen. Qualitative Daten anonymisieren und für Sekundäranalysen aufbereiten: Das Bochumer Anonymisierungsmodell (BAM)*. In: Richter, C.; Mojescik, K. (Hrsg.): *Qualitative Sekundäranalysen. Daten der Sozialforschung aufbereiten und nachnutzen*. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden. S. 153–184.

Sattler, A.; Jursch, P.; Müller, B. (2018). *Management-Buy-Out/ -Buy-In. Unternehmenskauf und Anteilerwerb für qualifizierte Führungskräfte*. (3. Auflage). Tübingen: Expert Verlag (Praxiswissen Wirtschaft, 105).

Sauermann, M. (2010). *Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften durch Finanzinvestoren. Theorie, Empirie und Fallstudien*. Lohmar, Köln: Eul (Reihe: Finanzierung, Kapitalmarkt und Banken, Bd. 74).

Schawel, C.; Billing, F. (2018). *Mergers and Acquisitions (M&A)*. In: Schawel, C.; Billing, F. (Hrsg.) (2018). *Top 100 Management Tools*. Wiesbaden: Springer Fachmedien. S. 207–209.

Schirmer, U. (2015). *Kapitalmarktorientierte Konzernbewertung* [zugleich Dissertation]. Wiesbaden: Springer Fachmedien.

Schmidlin, N. (2020). *Unternehmensbewertung et Kennzahlenanalyse. Praxisnahe Einführung mit zahlreichen Beispielen börsennotierter Unternehmen*. (3. Auflage). München: Franz Vahlen Verlag.

Schmitt, G. (2005). *Spezialprobleme bei der Anwendung von Multiplikatoren. Bewertung von Pensionsverpflichtungen*. In: Krolle, S.; Schmitt, G.; Schwetzler, B. (Hrsg.): *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung. Anwendungsbereiche, Problemfälle, Lösungsalternative*. Stuttgart: Schäffer Poeschel, S. 109–122.

Schmitz, C. (2011). *Unternehmensbewertungstheorie und -praxis: Validität praxisrelevanter Unternehmensbewertungsverfahren* [Dissertation]. Wuppertal: Universität.

Schnell, R.; Hill, P. B.; Esser, E. (2013). *Methoden der empirischen Sozialforschung*. (10. Auflage). München: Oldenbourg.

Schröder, C. (2019). *Kaufpreismechanismen, insbesondere Earn-Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen. Kritische Analyse rechtlicher Ausgestaltungsmöglichkeiten*. In: Horsch, A.; tumpf-Wollersheim, J. (Hrsg.) (2018). *Forum Mergers & Acquisitions 2019. Beiträge aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht*. Wiesbaden: Springer Gabler. S. 29–63.

Schultze, W. (2003). *Methoden der Unternehmensbewertung. Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven.* (2., erweiterte und überarbeitete Auflage). Düsseldorf: IDW-Verlag.

Schumann, W. A. (2005). *Integrationsgeschwindigkeit bei M&A. Voraussetzungen, Wirkungsebenen und Maßnahmen für hohe Integrationsgeschwindigkeit* [zugleich Dissertation Universität Passau 2004]. München: TCW, Transfer-Centrum

Seppelfricke, P. (2020). *Unternehmensbewertungen. Methoden, Übersichten und Fakten für Praktiker.* Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

Siebert, H. (2020). *12. Wert- und Preisfindung bei einem Unternehmensverkauf.* In: Wieseahn, A. (Hrsg.) (2020). *Unternehmensnachfolge. Praxishandbuch für Familienunternehmen.* (2., aktualisierte und erweiterte Auflage). Wiesbaden: Springer Fachmedien. S. 129–142.

Spremann, K.; Ernst, D. (2011). *Unternehmensbewertung. Grundlagen und Praxis.* München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag.

Steinke, I. (2000). *Gütekriterien qualitativer Forschung.* In: Flick, U.; von Kardorff, E.; Steinke, I. (Hrsg.) (2000). *Qualitative Forschung. Ein Handbuch.* Reinbek bei Hamburg: Rowohlt Taschenbuch Verlag. S. 319–331.

Stirtz, B. (2014). *Die betriebliche Altersversorgung aus Sicht der kleinen und mittleren Unternehmen.* Bremen: EHV Academicpress.

Strauch, R. (2012). *Umwandlungssteuerrecht.* (2. Auflage). München: Müller.

Strauss, A.; Corbin, J. (1996). *Grounded Theory. Grundlagen qualitativer Sozialforschung.* (Unveränderter Nachdruck der letzten Auflage). Weinheim: Beltz, Psychologie Verlags Union.

Strübing, J. (2008). *Grounded Theory. Zur sozialtheoretischen und epistemologischen Fundierung des Verfahrens der empirisch begründeten Theoriebildung.* (2. Auflage). Wiesbaden: Springer (Qualitative Sozialforschung).

Studt, J. F. (2008). *Nachhaltigkeit in der Post Merger Integration.* Wiesbaden: Springer Gabler.

Sultana, A. (2018). *Unterstützungskassen im Konzernabschluss. Möglichkeiten und Grenzen bei der Abbildung nach HGB*. Wiesbaden: Springer Fachmedien.

Thommen, J.-P.; Achleitner, A.-K.; Gilbert, D. U.; Hachmeister, D.; Jarchow, S.; Kaiser, G. (2020). *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. Umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht*. (9., vollständig überarbeitete Auflage). Wiesbaden: Springer Fachmedien.

Thomsen, I. (2010). *Buchführung und Bilanz nach HGB*. München: Haufe-Mediengruppe

Thum, O.; Timmreck, C.; Keul, T. (2008). *Private Equity. Leitfaden zur erfolgreichen Unternehmensfinanzierung*. München: Verlag Franz Vahlen.

Thüsing, G.; Granetzny, T. (2019). *Praxiswissen betriebliche Altersversorgung*. Freiburg im Breisgau: Haufe.

Vest, P. (1995). *Der Verkauf von Konzernunternehmen durch Management Buy-Out*. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.

Vogel, D. H.; Schumann, W. (2002). *M & A - Ideal und Wirklichkeit*. Wiesbaden: Springer Gabler.

Voigt, C.; Voigt, J. F.; Voigt, R.; Voigt, J. (2005). *Unternehmensbewertung. Erfolgsfaktoren von Unternehmen professionell analysieren und bewerten*. Wiesbaden: Gabler.

von dem Berge, B. (2020). *Teilstandardisierte Experteninterviews*. In: Tausendpfund, M. (Hrsg.) (2020). *Fortgeschrittene Analyseverfahren in den Sozialwissenschaften. Ein Überblick*. Wiesbaden: Springer VS. S. 275–300.

Wagner, T. (2005). *Konzeption der Multiplikatorverfahren*. In: Krolle, S.; Schmitt, G.; Schwetzler, B. (Hrsg.) (2005). *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung. Anwendungsbereiche, Problemfälle, Lösungsalternative*. Stuttgart: Schäffer Poeschel, S. 5–19.

Wagner, W. (2007). *Die Unternehmensbewertung*. In: IDW (Hrsg.) (2007). *Wirtschaftsprüfer Handbuch 2008, Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung*. (13. Auflage). Düsseldorf: IDW-Verlag. S. 1–196.

Walz, R. (1999). *Kommentierung des § 253 HGB. Wertansätze der Vermögensgegenstände und Schulden*. In: Horn, N. (Hrsg.) (1999). *Handelsgesetzbuch*. (2. Auflage). Berlin: de Gruyter. S. 191–223.

Weber, I. (2009). *IFRS: Anhang. Inhalte, Erstellung, Prüfung*. Berlin: Erich Schmidt Verlag.

Weber, T.; Hohaus, B. (2010). *Buy-outs. Funktionsweise, Strukturierung, Bewertung und Umsetzung von Unternehmenstransaktionen*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

Weichbold, M. (2019). *Pretest*. In: Baur, N.; Blasius, J. (Hrsg.) (2019). *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*. (2., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage). Wiesbaden: Springer Fachmedien. S. 349–356.

Werner, E. M. (2011). *The Value Relevance of Pension Accounting Information: Evidence from Fortune 200 Firms*. In: *Review of Accounting and Finance*. Vol. 10 (4), S. 427–458.

Weth, M. (2019). *Gesetzliche Insolvenzversicherung*. In: Erdmann, K. U.; Heider, B.; Hofelich, A. (Hrsg.) (2019). *Praxishandbuch Betriebliche Altersversorgung*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft, S. 411–499.

Wiedman, C. M.; Wier, H. A. (2004). *The Market Value Implications of Post Retirement Benefit Plans and Plan Surpluses – Canadian Evidence*. In: *Canadian Journal of Administrative Sciences*. Vol. 21 (3), S. 229–241.

Winand, J. (2012). *Zusammenarbeit zwischen Venture Capital-Gesellschaften und Investmentbanken*. Köln: Eul.

Wirtz, B. W. (2017). *Mergers & Acquisitions Management. Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen*. (4. Auflage). Wiesbaden: Springer Gabler.

Wollny, C. (2010). *Der objektivierte Unternehmenswert. Unternehmensbewertung bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen*. (2., überarbeitete und erweiterte Auflage). Herne: Verlag NWB.

Wöltje, J. (2021). *Schnelleinstieg Unternehmensbewertung und Finanzkennzahlen*. Freiburg im Breisgau: Haufe.

Wonnenberg, A. (2013). *Deckungskonzepte für Pensionszusagen. Wie Sie Versorgungsverpflichtungen finanzieren und sichern*. Freiburg: Haufe-Lexware

Wortmann, F. (2015). *Teil E. Betriebliche Altersversorgung*. In: Tschöpe, U. (Hrsg.): *Arbeitsrecht-Handbuch*. Unter Mitarbeit von Lothar Beseler, Christoph Fleddermann, Michael Fuhlrott, Detlef Grimm, Ralph Heiden, Hans-Jürgen Hiekel et al. (9., überarbeitete Auflage). Köln: O. Schmidt, S. 843–1013.

7.2. Online-Quellen

AON Hewitt. (2019). *Funding von Versorgungsverpflichtungen*. Online: https://img.response.aonunited.com/Web/AonUnited/%7B1be2d162-e067-4778-ac02-82ffb7ec6bb%7D_2019-Aon-Survey-Funding_Versorgungsverpflichtungen-Report-.pdf [abgefragt am 10.04.2021].

AON Hewitt. (2021). *AON Eurozone Yieldcurve*. Online: https://www.aon.com/getmedia/fc250d16-5b94-44e2-974d-5cd00f66443f/Rechnungszinsinformation_Eurozone.pdf.aspx [abgefragt am 16.04.2021].

BaFin Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. (2021). *BaFin Journal November 2019*. Online: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2019/bj_1911.html [abgefragt am 19.02.2021]

Birk, U.-A. (2015). *Betriebliche Altersversorgung 2015 - ein Überblick für Betriebsräte*. Online: http://www.iba-profdrbirk.de/Arbeitsmappe_2015/Arbeitsmappe_Betriebliche-Altersversorgung_2015.pdf [abgefragt am 23.03.2021].

Bundesbank. (2020). *Abzinsungzinssätze*. Online: <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/zinssaetze-und-renditen/abzinsungzinssaetze/abzinsungzinssaetze-772442> [abgefragt am 20.03.2020].

Bundeskartellamt. (2020, 16. November). *Bundeskartellamt hat Bedenken bei Erwerb von Real-Standorten durch Kaufland – Verhandlung über Zusagen – Frist bis 30. Dezember verlängert*. Online: https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/DE/Pressemitteilungen/2020/16_11_2020_Abmahnung_Real_Kaufland.html [abgefragt am 04.03.2021].

DAV (Deutsche Aktuarvereinigung). *Höchstrechnungszins in der Lebensversicherung*. <https://aktuar.de/unsere-themen/lebensversicherung/hoechstrechnungszins/Seiten/default.aspx> [abgefragt am 25.10.2020]].

Deutscher Bundestag. (2017). *Entwurf eines Gesetzes zur Ergänzung des Finanzdienstleistungsaufsichtsrechts im Bereich der Maßnahmen bei Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems und zur Änderung der Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie (Finanzaufsichtsergänzungsgesetz).* Online: <https://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/109/1810935.pdf> [abgerufen am 13.03.2021]).

Deutscher Bundestag. (2018). *Diskussion über Pensionsrückstellungen in der Niedrigzinsphase.* Online: <https://www.bundestag.de/resource/blob/561156/c75169d12ebf8012ea14ab776ef7B160/wd-4-082-18-pdf-data.pdf> [abgefragt am 02.03.2021].

dpa (Deutsche Presse-Agentur). (2019, 09. Oktober). *Tesla übernimmt Batterie-Hersteller Hibar Systems.* Online: <https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/tesla-kauft-zu-tesla-uebernimmt-batterie-hersteller-hibar-systems-8077944> [abgefragt am 05.03.2021].

FAZ (Frankfurter Allgemeine Zeitung). (2020, 16. Oktober). *VW-TOCHTER ÜBERNIMMT NAVISTAR. Traton gelingt Sprung auf amerikanischen Lastwagen-Markt.* Online: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/vw-tochter-traton-uebernimmt-navistar-sprung-auf-amerikas-lkw-markt-17006198.html> [abgefragt am 05.03.2021].

Hackhausen, J. (2013). *DAX-PENSIONSLASTEN.* Online: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/dax-pensionslasten-in-der-zinsfalle/7889608-2.html?ticket=ST-7870142-m7d4eMpchm5tEarVsKKD-ap2> [abgefragt am 02.03.2021].

Kohs, C. (2014). *Wesentliche Bilanzierungsunterschiede zwischen HGB und IFRS dargestellt anhand von Fallbeispielen.* Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung. Online: https://www.boeckler.de/pdf/mbf_ifrs_hgb_komplett.pdf. [abgefragt am 08.04.2021]

Lehmann, K. (2019). *In der Zinsfalle: DAX-30 Pensionslücke auf historischem Niveau.* Flossbach von Storch Research Institute. Online: https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/fileadmin/user_upload/RI/Studien/files/190718-studie-in-der-zinsfalle-dax-30-pensionsluecke-auf-historischem-niveau.pdf [abgefragt am 02.03.2021].

Pensions Europe. (2020). *Pensions Europe Pension Funds Statistics and Trends*. Online: <https://www.pensionseurope.eu/system/files/PensionsEurope%20Pension%20Funds%20Statistics%20and%20Trends%20-%20March%202020.pdf> [abgefragt am 23.04.2021].

Schaal; S.; Finkenzeller, K.; Reimann, A. (2017. 06. März). *PSA kauft Opel für 1,3 Milliarden Euro*. Online: <https://www.wiwo.de/unternehmen/auto/opel-verkauf-die-pensionsverpflichtungen-waren-der-knackpunkt/19475914-4.html> [abgefragt am 17.04.2021].

Sellhorn, T. (2007). *Pensionsverpflichtungen in der Rechnungslegung. Abbildung der betrieblichen Altersvorsorge nach IFRS, HGB und US-GAAP*. (2. Auflage). Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung. Online: https://www.boeckler.de/pdf/mbf_pensionsverpflichtungen_im_ja.pdf [abgefragt am 02.03.2021].

Siemens AG. (2021). *Business Fact Sheets*. Online: <https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:fd8a0143-8341-4c87-8ad7-27675b9e6e6e/Siemens-Business-Fact-Sheets.pdf> [abgefragt am 20.04.2021].

7.3. Interviews

Experte A1. Senior Manager Transaction Services. (Wirtschaftsprüfungsgesellschaft /Unternehmensberatung). *Telefonisches Interview*. 02.06.2019

Experte A2. Valuation Manager. (Wirtschaftsprüfungsgesellschaft /Unternehmensberatung). *Telefonisches Interview*. 04.06.2019

Experte A3. Senior Manager M&A. (Wirtschaftsprüfungsgesellschaft /Unternehmensberatung). *Persönliches Interview*. München, 08.06.2019

Experte A4. Partner Corporate Finance. (Wirtschaftsprüfungsgesellschaft /Unternehmensberatung). *Telefonisches Interview*. 11.08.2019

Experte A5. Manager Deal Services. (M&A-Beratungskanzlei). *Telefonisches Interview*. 21.07.2019

Experte B1. Senior Manager Pension M&A. (Industriekonzern). *Persönliches Interview.*
München 02.09.2019

Experte B2. Manager Pension M&A. (Industriekonzern). *Telefonisches Interview.*
02.08.2019

Experte B3. Transaction Valuation Manager. (Industriekonzern). *Persönliches Interview.*
München 02.06.2019

Experte B4. Head of Pension M&A. (Technologiekonzern). *Telefonisches Interview.*
14.12.2020

Experte C1. Pension Consultant M&A. (Aktuargesellschaft). *Telefonisches Interview.*
22.09.2019

Experte C2. Senior Consultant Pension. (Aktuargesellschaft). *Telefonisches Interview.*
21.06.2019

Experte C3. Manager Pension M&A. (Aktuargesellschaft). *Telefonisches Interview.*
02.02.2021

Experte D1. CEO / Gründer. (Private Equity Gesellschaft). *Persönliches Interview.* München
07.07.2019

Experte D2. Vice President M&A. (Industriekonzern). *Telefonisches Interview.* 30.10.2019

7.4. Gesetze und Verordnungen

BetrAVG. (2020). *Betriebsrentengesetz vom 19. Dezember 1974 (BGBl. I S. 3610), das zuletzt durch Artikel 23 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist.*

BGB. (2021). *Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 12. Mai 2021 (BGBl. I S. 1082) geändert worden ist.*

HGB. (2021). *Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 7 Absatz 2 des Gesetzes vom 12. Mai 2021 (BGBl. I S. 990) geändert worden ist.*

IASB. (2019). *IAS 19 - Leistungen an Arbeitnehmer (Employee Benefits), i.d.F. 13.03.2019. v. 03. 11. 2008 (ABl EU Nr. L 320 S. 1) i. V. mit Verordnung (EU) Nr. 475/2012 v. 5.6.2012 (ABl Nr. L 146 S. 1); zuletzt geändert durch Verordnung (EU) 2019/402 v. 13.3.2019 (ABl EU Nr. L 72 S. 6).*

VVG. (2020). *Versicherungsvertragsgesetz vom 23. November 2007 (BGBl. I S. 2631), das zuletzt durch Artikel 2 des Gesetzes vom 10. Juli 2020 (BGBl. I S. 1653) geändert worden ist.*

8. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Struktur der Arbeit.....	2
Abbildung 2: Bestandsaufnahme und Implikationen für das Forschungsvorhaben.....	15
Abbildung 3: Forschungskomponenten.....	16
Abbildung 4: Ausprägungen von Mergers and Acquisitions.....	22
Abbildung 5: M&A-Prozess und Beteiligte	27
Abbildung 6: Der Transaktionsprozess	34
Abbildung 7: Analysen einer Commercial Due Diligence	43
Abbildung 8: Einordnung der pensionsspezifischen Prozesskomponenten in die M&A	48
Abbildung 9: Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung	54
Abbildung 10: Direktzusage	55
Abbildung 11: Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung 2018 in Mrd. EUR	56
Abbildung 12: Unterstützungskasse.....	57
Abbildung 13: Direktversicherung.....	59
Abbildung 14: Pensionskasse.....	60
Abbildung 15: Pensionsfonds.....	61
Abbildung 16: Versicherungsmathematische Verfahren	65
Abbildung 17: Einordnung der Durchführungswege in beitrags- und leistungsorientierte Pläne	67
Abbildung 18: Kategorisierung der Personengruppen für Pensionsverpflichtungen	68
Abbildung 19: Berechnungsschema für den Bilanzansatz einer Pensionsverpflichtung	70
Abbildung 20: Versicherungsmathematische Annahmen.....	73
Abbildung 21: Passivierungspflichten und -wahlrechte nach HGB.....	81
Abbildung 22: Das Modell eines Contractual-Trust-Arrangement	85
Abbildung 23: Bilanz vor Saldierungsvorgang.....	86
Abbildung 24: Bilanz nach Saldierungsvorgang	86
Abbildung 25: Buchhalterische Zuordnung der pensionsspezifischen Komponenten in die Ergebnisrechnung.....	88
Abbildung 26: Funktionalitäten der Unternehmensbewertung.....	93
Abbildung 27: Grafische Überleitung vom Equity-Value zum Enterprise-Value	95
Abbildung 28: Schematische Überleitung vom Equity-Value zum Enterprise-Value	96
Abbildung 29: Kategorisierung der Bewertungsverfahren.....	97

Abbildung 30: Berechnungsschema Reproduktionswerte	97
Abbildung 31: Berechnungsschema Liquidationswerte	98
Abbildung 32: Berechnungsschema Übergewinnverfahren	100
Abbildung 33: Gesamtbewertungsverfahren im Überblick	101
Abbildung 34: Zusammensetzung des Unternehmenswertes nach 2-Phasen-Modell	102
Abbildung 35: Schema zur Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals	107
Abbildung 36: Komponenten der DCF-Bewertung	107
Abbildung 37: Zusammensetzung des WACC	108
Abbildung 38: Unterteilung der Risiken nach Capital-Asset-Pricing-Modell	110
Abbildung 39: Berechnung des Free Cashflows	114
Abbildung 40: Berechnung des Total Cashflows	115
Abbildung 41: Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals nach dem APV-Ansatz ..	115
Abbildung 42: Schema zur Berechnung von Flow-to-Equity(FtE)-Cashflows	116
Abbildung 43: Die Multiplikatormethode als Vergleichswertverfahren	118
Abbildung 44: Prozess einer Multiplikatorbewertung	118
Abbildung 45: Pensionsspezifische Komponenten im Jahresabschluss	123
Abbildung 46: Cashflow-Anpassungen	124
Abbildung 47: Berechnung des Equity-Value	125
Abbildung 48: Struktur der empirischen Untersuchung	132
Abbildung 49: Entwickeltes Ablaufschema für die Materialauswertung	142
Abbildung 50: Prozess der Kategorienbildung	145
Abbildung 51: Praxisbeispiel Pensionsverpflichtungen HGB, IFRS und Buy-out	148
Abbildung 52: Analyse der Kennzahl ‚Pension Benefits Unfunded‘ durch Reuters	150
Abbildung 53: Segmentierung der Experten nach Akquisitionskanälen	152
Abbildung 54: Segmentierung der Experten in Berufsgruppen	153
Abbildung 55: Gütekriterien	160
Abbildung 56: Entwicklung der Discount-Rate seit 2018	182
Abbildung 57: Berechnung eines Durchschnittszinssatzes	193
Abbildung 58: Implikation der Discount-Rate für die Pensionsverbindlichkeit (DBO)	194
Abbildung 59: Prozess zur Optimierung der Pensionslandschaft Post-Merger-Phase	203

9. Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Überblick der bisher relevanten Untersuchungen.....	7
Tabelle 2: Ergebnisse der bisherigen Studien.....	12
Tabelle 3: Wesentliche Unterschiede:Strategischen Investoren und Finanz-investoren ...	30
Tabelle 4: Untersuchungsgebiete der Strategic Due Diligence	44
Tabelle 5: Klassifizierung von Pensionsplänen nach IAS 19.8.....	63
Tabelle 6: Pensionsspezifische Komponenten.....	72
Tabelle 7: Tabellarische Kurzübersicht IAS 19 vs. US-GAAP.....	78
Tabelle 8: Übersicht über die Zinssätze (Sieben- vs. Zehnjahresdurchschnitt)	80
Tabelle 9: Zuordnung der Kostenarten in die Ergebnisrechnung	82
Tabelle 10: Klassifizierung der Bewertungsanlässe.....	92
Tabelle 11: Gegenüberstellung der beiden DCF-Verfahren (WACC vs. Equity)	105
Tabelle 12: Equity-Value-Multiples	120
Tabelle 13: Enterprise-Value-Multiples.....	121
Tabelle 14: Differenzierungsmerkmale der DCF- Methoden Entity vs. Equity	128
Tabelle 15: Inhalte des Interviewleitfadens	137
Tabelle 16: Entwickeltes Kategoriensystem	146
Tabelle 17: Darstellung der Aktienindizes	149
Tabelle 18: Kategorie 1	164
Tabelle 19: Kategorie 2	172
Tabelle 20: Kategorie 3	175
Tabelle 21: Kategorie 4	179
Tabelle 22: Kategorie 5	186
Tabelle 23: Kategorie 6	189
Tabelle 24: Forschungsfrage 1	204
Tabelle 25: Forschungsfrage 2	207
Tabelle 26: Forschungsfrage 3	208
Tabelle 27: Forschungsfrage 4	209
Tabelle 28: Forschungsfrage 5.1 und 5.2.....	210
Tabelle 29: Forschungsfrage 6	211
Tabelle 30: Forschungsfrage 7	211
Tabelle 31: Forschungsfrage 8	212

Tabelle 32: Forschungsfrage 9	212
Tabelle 33: Forschungsfrage 10	213

10. Formelverzeichnis

Formel 1: Berechnung Unternehmenswert.....	99
Formel 2: Berechnung Ertragswert	103
Formel 3: Berechnung der Kapitalkosten (WACC)	106
Formel 4: Berechnung der Pensionskosten	108
Formel 5: Berechnung Eigenkapitalkosten	109
Formel 6: Berechnung Betafaktor	110
Formel 7: Berechnung Fremdkapitalkosten	112
Formel 8: Berechnung WACC inkl. Pensionskosten	113
Formel 9: Berechnung Pensionskosten als WACC-Komponente	113
Formel 10: Berechnung Unternehmenswert.....	119
Formel 11: Berechnung Unternehmenswert nach WACC-Bruttomethode	122
Formel 12: Berechnung der Pensionskosten für WACC.....	126
Formel 13: Berechnung Eigenkapitalmarktwert durch Nettoansatz	127

11. Abkürzungsverzeichnis

ACA	Associate Chartered Accountant
APV	Adjusted Present Value
BetrAVG	Betriebsrentengesetz
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFA	Chartered Financial Analyst
DB	Defined Benefit
DBO	Defined Benefit Obligation
DC	Defined Contribution
DR	Discount Rate (Zinssatz)
DAV	Deutsche Aktuarvereinigung e. V.
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EstG	Einkommenssteuergesetz
FCF	Free Cash Flow
FtE	Flow to Equity
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standard
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standard
JÜ	Jahresüberschuss
LOI	Letter of Intent
M&A	Mergers and Acquisitions
MBI	Management Buy-in
MBO	Management Buy-out
PE	Private Equity
PUC	Projected-Unit-Credit Methode
SPA	Sales and Purchase Agreement
TCF	Total Cash Flow

US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VVG	Versicherungsvertragsgesetz
WACC	Weighted Average Cost of Capital

12. Danksagung

Wissenschaftliches Arbeiten bereitet mir seit der Verfassung meiner ersten Bachelorarbeit große Freude. Schon während meines Masterstudiums habe ich mir das Ziel gesetzt, eine eigene Dissertation zu verfassen und dabei ein noch unerforschtes Themengebiet tiefgründig zu untersuchen um einen wissenschaftlichen, fundierten Beitrag zu erarbeiten. Die Dissertation, welche ich nach knapp sieben Jahren voller Höhen und Tiefen als mein größtes Projekt sehe, hat mir gezeigt, dass alle Ziele im Leben erreicht werden können. Ausschlaggebend dafür ist die Selbstmotivation, welche bei mir durch zahlreiche Ereignisse oftmals an Tiefpunkten angelangt war. Ich danke von ganzem Herzen meinen Eltern, die mir, während der Schreibphase immer wieder Motivation und Mut zugesprochen haben und mich in allen Dingen unterstützen. Auch möchte ich mich an die sehr schönen TV-Abende und Unterhaltungen mit meinem Vater zurückerinnern, welche mir die Möglichkeit gab dem Stress der Arbeit sowie der Dissertation zu entfliehen, um mich so für einige Zeit an das sorgenfreie Gefühl der Kindheit zurückzuerinnern. Meiner Mutter, die mich mit leckeren und stärkenden Abendmahlen an Wochenenden motivierte und mir immer wieder Mut zugesprochen hat danke ich ebenfalls von Herzen. Besonderer Dank geht auch an meinen Geschwistern, welche mich immer wieder motivierten, die Dissertation fertigzustellen und auch mit mir über die Inhalte intensiv diskutiert haben. Herrn Dr. Klaus-Peter Schütt danke ich für die beratenden und motivierenden Telefonate, welche ich immer sehr geschätzt habe und dessen Resultate in diese Arbeit sehr intensiv eingeflossen sind.

Diese Arbeit widme ich meinen Eltern, die mir in jeglicher Situation zur Seite stehen, ihnen gebührt mein herzlicher Dank.