

ZUSAMMENFASSUNG

Die Problemstellung dieser Arbeit war die Aufarbeitung der Spezialfälle von Paketzu- und -abschlägen bei M&A Transaktionen. Sinn und Zweck von Zu- und Abschlägen bei einer Bewertung eines Unternehmens oder von Unternehmensanteilen liegt in der Berücksichtigung von Unterschieden des Bewertungsobjekts gegenüber den bisher zu Grunde liegenden Bewertungsannahmen. Betrachtet wurden hierbei Kontrollzuschläge bei Transaktionen von Mehrheitsbeteiligungen und Abschläge bei Transaktionen von Minderheitsbeteiligungen sowie Fungibilitätsabschläge (Abschläge für mangelnde Marktfähigkeit und Illiquidität) bei Transaktionen von nicht öffentlich gehandelten Unternehmensanteilen.

Als klare Zielsetzung galt in einem ersten, theoretischen Teil der Arbeit neben der Definition dieser genannten Zu- und Abschläge deren Berücksichtigung in Unternehmensbewertungsverfahren sowie die Darstellung und systematische Gegenüberstellung bisheriger verschiedener internationaler Studien und deren Untersuchungsergebnisse. In einem zweiten empirischen Teil der Arbeit wurde selbstständig eine Studie zu vergangenen österreichischen und deutschen M&A Transaktionen erarbeitet. Im Speziellen wurden Übernahmeprämien sämtlicher vergangener Transaktionen von börsennotierten Unternehmen für die Jahre 2002 bis 2007 untersucht.

Liegt einer M&A Transaktion ein Mehrheitspaket zugrunde, das dem Käufer die Möglichkeit der Kontrollausübung über das Unternehmen einräumt, kommt es in den meisten Fällen zu einem Kontrollzuschlag auf das Mehrheitspaket. Empirisch lassen sich diese Zuschläge anhand gezahlter Übernahmeprämien belegen, die neben der Möglichkeit der Kontrollausübung auch künftig erwartete Synergieeffekte beinhalten.

In der Studie wurde zur Berechnung der Übernahmeprämien der jeweilige Transaktionspreis je Aktie mit dem Börsenkurs einen Tag und zusätzlich einen Monat vor Transaktionsankündigung verglichen. Die Differenzen stellten hierbei die Übernahmeprämien dar. Die Auswertung der Daten basierte auf einem statistischen Vergleich der Mittelwerte und gliederte sich in eine Gesamtauswertung aller zu Grunde liegenden Daten, einer länderspezifischen Unterscheidung, einer Auswertung der Branchenunterschiede und einer Unterscheidung nach Jahresperioden der Transaktionen.

Als Ergebnis der Arbeit lässt sich festhalten, dass die diskutierten internationalen Studien zu Kontroll-Zuschlägen (invers dazu Minderheitsabschlägen) und Fungibilitätsabschlägen deutliche Länderunterschiede zeigten. Die in den Studien für Österreich und Deutschland festgestellten Übernahmeprämien lagen deutlich unter jenen der angloamerikanischen Länder USA und UK. Ein bloßer Verweis auf ausländische Studien ist daher aus der Sicht des Verfassers für heimische Bewertungszwecke nicht angebracht. Als Ergebnis der eigenen empirischen Untersuchung zu österreichischen und deutschen Transaktionen börsennotierter Unternehmen des Zeitraums 2002 bis 2007 zeigten sich im Vergleich zu internationalen Studien etwas niedrigere Prämien mit einem Mittelwert von 10,84% und einem Median von 12,07%. Ein signifikanter Länderunterschied zwischen Österreich und Deutschland konnte allerdings nicht festgestellt werden, jedoch zeigten sich Branchenunterschiede ähnlich jener aus internationalen Studien.

Hinsichtlich der Diskussion zu Fungibilitätsabschlägen für privat-gehaltene Unternehmen und Unternehmensanteile fand sich gerade in den USA eine Vielzahl an empirischen Studien. Die Bandbreite der hierbei festgestellten Abschläge variierte jedoch sehr stark je nach Methodik der Studie. Im internationalen Vergleich zeigten amerikanische Studien ähnlich den Studien zu Übernahmeprämien als Ergebnis deutlich höhere Werte als Studienergebnisse im deutschsprachigen Raum, was dem allgemein höheren Bewertungsniveau auf dem US amerikanischen Kapitalmarkt zuzuschreiben ist. Somit ist die Vornahme pauschaler Fungibilitätsabschläge für heimische Bewertungszwecke auf Basis von US amerikanischen Studien ebenso abzulehnen.