

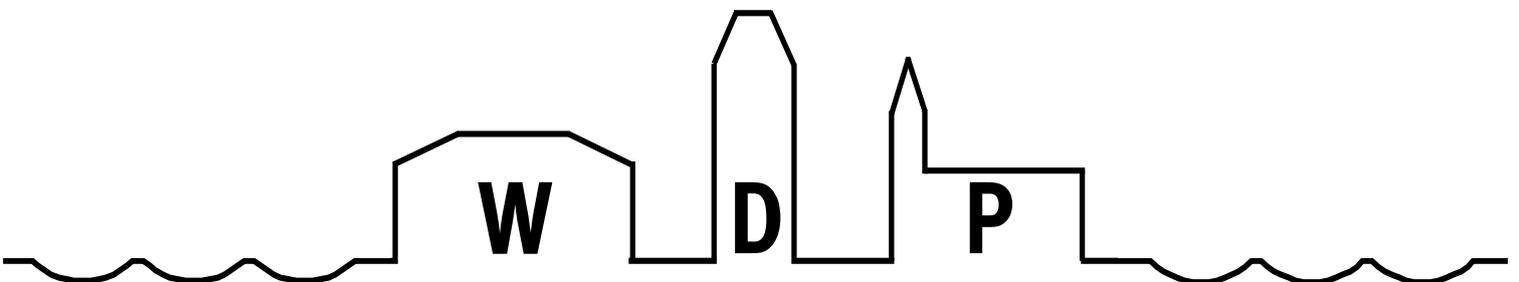


Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
Wismar Business School

Astrid Massow

**Deutsche Bank AG und Commerzbank AG –
Neubewertung der Unternehmen im
Rahmen einer potenziellen Bankenfusion**

Heft 01/2019



Wismarer Diskussionspapiere / Wismar Discussion Papers

Die Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Hochschule Wismar, University of Applied Sciences – Technology, Business and Design bietet die Präsenzstudiengänge Betriebswirtschaft, Wirtschaftsinformatik und Wirtschaftsrecht sowie die Fernstudiengänge Betriebswirtschaft, Business Consulting, Business Systems, Facility Management, Quality Management, Sales and Marketing und Wirtschaftsinformatik an. Gegenstand der Ausbildung sind die verschiedenen Aspekte des Wirtschaftens in der Unternehmung, der modernen Verwaltungstätigkeit, der Verbindung von angewandter Informatik und Wirtschaftswissenschaften sowie des Rechts im Bereich der Wirtschaft. Nähere Informationen zu Studienangebot, Forschung und Ansprechpartnern finden Sie auf unserer Homepage im World Wide Web (WWW): <https://www.fww.hs-wismar.de/>. Die Wismarer Diskussionspapiere/Wismar Discussion Papers sind urheberrechtlich geschützt. Eine Vervielfältigung ganz oder in Teilen, ihre Speicherung sowie jede Form der Weiterverbreitung bedürfen der vorherigen Genehmigung durch den Herausgeber oder die Autoren.

Herausgeber: Prof. Dr. Hans-Eggert Reimers
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
Hochschule Wismar
University of Applied Sciences – Technology, Business and Design
Philipp-Müller-Straße
Postfach 12 10
D – 23966 Wismar
Telefon: ++49/(0)3841/753 7601
Fax: ++49/(0)3841/753 7131
E-Mail: hans-eggert.reimers@hs-wismar.de

Vertrieb: Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
Hochschule Wismar
Postfach 12 10
23952 Wismar
Telefon: ++49/(0)3841/753-7468
Fax: ++49/(0) 3841/753-7131
E-Mail: Silvia.Kaetelhoen@hs-wismar.de
Homepage: <https://www.fww.hs-wismar.de/>

ISSN 1612-0884

ISBN 978-3-942100-66-3

JEL- Klassifikation: G21, G34

Alle Rechte vorbehalten.

© Hochschule Wismar, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, 2019.

Printed in Germany

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung und Problemstellung.....	5
2. Vorstellung der potenziellen Fusionspartner.....	6
2.1 Die Deutsche Bank AG.....	6
2.2 Die Commerzbank AG.....	6
3. Fusionen.....	8
3.1 Definition und Arten.....	8
3.2 Allgemeine Motive für Fusionen.....	10
3.3 Motive für die Fusion von Deutscher Bank AG und Commerzbank AG.....	11
4. Modelle der Unternehmensbewertung und ihre Anwendung bei der Bewertung von Kreditinstituten.....	12
4.1 Besonderheiten bei der Bewertung von Kreditinstituten.....	12
4.2 Klassische Methoden der Unternehmensbewertung und ihre Eignung für die Bewertung von Kreditinstituten.....	14
4.2.1 Die Einzelbewertungsverfahren.....	15
4.2.1.1 Das Substanzwertverfahren.....	15
4.2.1.2 Das Liquidationswertverfahren.....	15
4.2.2 Die Marktwertverfahren.....	16
4.2.3 Die Gesamtbewertungsverfahren.....	17
4.2.3.1 Ertragswertmethode nach IDW.....	17
4.2.3.2 Die Discounted Cashflow-Verfahren.....	18
4.3 Der Equity-Ansatz.....	20
4.3.1 Ermittlung der zukünftigen Cashflows.....	21
4.3.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten.....	25
4.3.3 Das Multiplikatorverfahren.....	27
5. Bewertung der Deutschen Bank AG und der Commerzbank AG vor einer potenziellen Fusion.....	30
5.1 Bewertung nach dem Equity-Ansatz.....	30
5.1.1 Allgemeine Überlegungen.....	30
5.1.2 Bewertung der Deutschen Bank AG.....	32
5.1.3 Bewertung der Commerzbank AG.....	35
5.2 Bewertung nach dem Multiplikatorverfahren.....	38
6. Szenarien einer potenziellen Fusion.....	41
6.1 Allgemeine Überlegungen.....	41
6.2 Szenario 1.....	42
6.2.1 Bewertung nach dem Equity-Ansatz.....	42
6.2.2 Bewertung nach dem Multiplikatorverfahren.....	44
6.3 Szenario 2.....	44

6.3.1 Synergien, Dyssynergien und Integrationskosten	44
6.3.1.1 Potenziale für positive Synergien	45
6.3.1.2 Dyssynergien	47
6.3.1.3 Integrationskosten	48
6.3.2 Quantifizierung der Synergien, Dyssynergien und Integrationskosten.....	49
6.3.3 Bewertung nach dem Equity-Ansatz.....	52
6.3.4 Bewertung nach dem Multiplikatorverfahren	54
6.4 Zusammenfassung der Ergebnisse.....	54
7. Fazit und Ausblick	56
Literaturverzeichnis	57
Anlagenverzeichnis	64

1. Einleitung und Problemstellung

Es ist still geworden in Frankfurt. Nachdem die Deutsche Bank AG und die Commerzbank AG am 17.03.2019 bekannt gegeben haben, dass sie in ergebnisoffene Gespräche über einen möglichen Zusammenschluss eintreten (vgl. Kröner et al. 2019), sind die Informationen, die hierüber an die Öffentlichkeit gelangen, eher spärlich. Spekulationen und Analysen über die Themen, die dort vermeintlich besprochen werden, sind hingegen zahlreich. Kritiker und Befürworter einer potenziellen Fusion wechseln sich in der medialen Berichterstattung mit ihren Argumentationen für oder gegen einen Zusammenschluss regelmäßig ab. Man duzt sich, heißt es aus der einen Ecke (vgl. Maisch und Osman 2019), ein Vorstandsvorsitzender für das Gesamtunternehmen stehe bereits fest, aus der anderen (vgl. Maisch 2019b). Und dann sind da auch noch die Mitarbeiter, die unter dem Slogan „Getrennt in den Farben, gemeinsam in den Zielen“ ihrem Unmut über die Gespräche Luft machen (vgl. Osman und Kröner 2019b), bei der Zahl, die über den möglichen Personalabbau kursiert, nicht weiter verwunderlich. Doch die Deutsche Bank und die Commerzbank halten sich bedeckt. Über eine Tendenz, in welche Richtung die Gespräche sich tatsächlich entwickeln, ob sie vertieft oder abgebrochen werden, ist nichts zu vernehmen. Die große Frage, die im Raum steht, lautet: „Lohnt sich eine Fusion der beiden großen deutschen Geldhäuser oder lohnt sie sich nicht?“

An diesem Punkt knüpft die vorliegende Arbeit an. Sie soll einen Eindruck darüber vermitteln, welche Punkte hinter verschlossenen Türen möglicherweise betrachtet werden, welche Synergien aus einer Fusion zu erwarten sind, aber auch, mit welchen Kosten die Realisierung verbunden sein kann. Letztlich soll ein Urteil gefällt werden, ob und unter welchen Bedingungen zu erwarten ist, dass ein Zusammenschluss tatsächlich in Betracht gezogen werden kann.

Zunächst werden hierfür die beiden potenziellen Fusionspartner kurz vorgestellt und allgemeine Begrifflichkeiten definiert sowie Arten und Motive von Fusionen identifiziert. Da die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit der Fusion im Rahmen einer Unternehmensbewertung erfolgt, wird anschließend aufgezeigt, welche Verfahren sich für die Bewertung von Banken eignen und welche Besonderheiten hierbei zu berücksichtigen sind. Im Anschluss werden sowohl die Deutsche Bank als auch die Commerzbank einzeln anhand von zwei unterschiedlichen Verfahren bewertet. Danach wird in zwei verschiedenen Fusions Szenarien der Unternehmenswert für das entstehende Gesamtunternehmen bestimmt und mit den Ergebnissen aus den Einzelbewertungen verglichen, um über die Vorteilhaftigkeit des Zusammenschlusses zu entscheiden. Schlussendlich werden die Ergebnisse kritisch gewürdigt, und es wird ein Fazit gezogen.

2. Vorstellung der potenziellen Fusionspartner

2.1 *Die Deutsche Bank AG*

Die Deutsche Bank wurde 1870 von Ludwig Bamberger und Adelbert Delbrück in Berlin in Form einer Aktienbank gegründet (vgl. Deutsche Bank AG 2019a, S. 2). Heute hat die Deutsche Bank AG ihren Hauptsitz in Frankfurt am Main und ist die größte Bank Deutschlands. Sie beschäftigt 91.737 Mitarbeiter in den Unternehmensbereichen Corporate und Investment Bank (CIB), Private und Commercial Bank (PCB), Asset Management (AM) und Infrastruktur. Die Deutsche Bank ist mit 2.064 Niederlassungen, davon 1.409 in Deutschland, in 59 Ländern vertreten. Der Bereich CIB umfasst die Großkundenbetreuung, das Investment-Banking, das Vertriebs- und Handelsgeschäft sowie das Risikomanagement der Deutschen Bank. Im Bereich PCB werden Privat- und Geschäftskunden, vermögende Privatkunden sowie mittlere und kleine Unternehmen betreut. Der Bereich AM bietet als Vermögensverwalter aktive und passive Anlagestrategien für einzelne Anleger sowie Institutionen an und umfasst die DWS, deren Aktien seit 2018 an der Frankfurter Börse notiert sind. Im Bereich Infrastruktur werden Kontroll- und Dienstleistungsfunktionen gebündelt (vgl. Deutsche Bank AG 2019b, S. 4 ff.). Die Bilanzsumme der Deutsche Bank betrug zum Jahresende 2018 1.348 Mrd. €, das Eigenkapital, das den Deutschen-Bank-Aktionären zugerechnet wird, hatte eine Höhe von 62 Mrd. €. Im Jahr 2018 wurde ein Gewinn nach Steuern von 341 Mio. € erwirtschaftet. Die Eigenkapitalrendite lag bei 0,5 % (vgl. Deutsche Bank AG 2019b, S. 0). An der Spitze der Deutschen Bank steht seit April 2019 Christian Sewing als Vorstandsvorsitzender (vgl. Deutsche Bank AG 2019b, S. VI).

2.2 *Die Commerzbank AG*

Die Commerzbank wurde 1870 von Theodor Wille unter dem Namen „Commerz- und Disconto-Bank in Hamburg“ gegründet (vgl. Commerzbank AG 2019a, S. 1). Sie hat ihren Hauptsitz heutzutage ebenfalls in Frankfurt am Main. Die Commerzbank betreibt in Deutschland ein Filialnetz mit rund 1.000 Filialen und teilt ihre Geschäftstätigkeiten in die Felder Privat- und Unternehmerkunden sowie Firmenkunden ein. Darüber hinaus existiert das Abbausegment Asset und Capital Recovery (ACR). Daneben sind im Bereich Group Management sämtliche Stabs- und Steuerungsfunktionen gebündelt. Die Commerzbank ist in knapp 50 Ländern vertreten, der Schwerpunkt der Geschäftsaktivität liegt in Europa (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 63). Im Segment Privat- und Unternehmerkunden werden

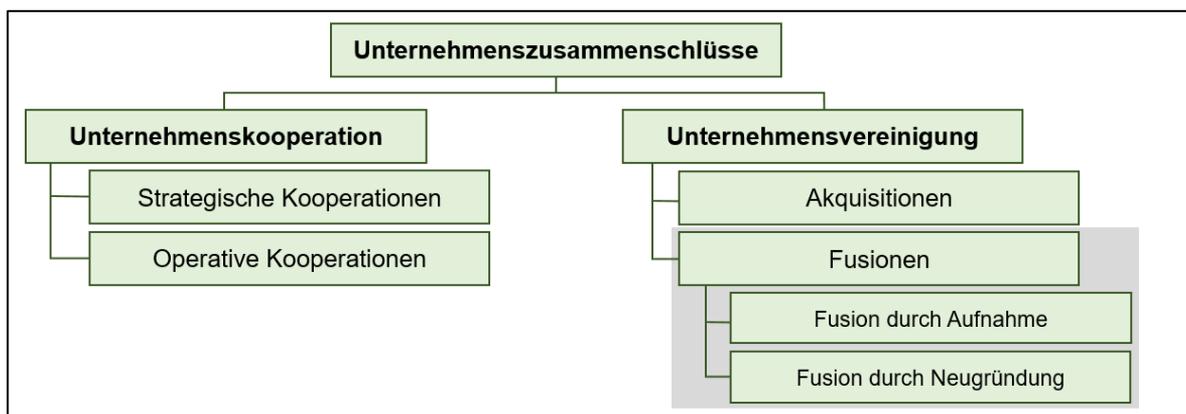
etwa 18,8 Mio. Kunden betreut. Zu diesem Segment zählt das inländische Filialgeschäft, die Commerz Real, die comdirect-Gruppe und die mBank-Gruppe, die hauptsächlich in Polen und Tschechien aktiv ist (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 77). Das Segment Firmenkunden umfasst die Bereiche Mittelstand, Financial Institutions und International Corporates. Das Produktspektrum dieses Segments besteht aus klassischen Kreditprodukten, individuellen Finanzierungslösungen, Cash-Management-Produkten und Trade Finance sowie maßgeschneiderten Kapitalmarktlösungen (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 83). Im Segment ACR werden komplexere Finanzierungen, z. B. aus dem Bereich der Schiffsfinanzierung, systematisch abgebaut (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 90). Die Commerzbank beschäftigt 49.410 Mitarbeiter, davon rund 36.000 in Deutschland. Die Commerzbank wies zum Jahresende 2018 eine Bilanzsumme von 462,4 Mrd. € auf, das Eigenkapital betrug 29,4 Mrd. €. Im Jahr 2018 wurde ein Gewinn nach Steuern von 865 Mio. € erwirtschaftet, die Eigenkapitalrendite lag bei 3,4 % (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 0). Der Vorstandsvorsitzende der Commerzbank ist Martin Zielke (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 5). Seit der Finanzkrise 2008 ist die Bundesrepublik Deutschland mit 15% Anteilsbesitz größter Aktionär der Commerzbank (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 19).

3. Fusionen

3.1 Definition und Arten

Die Fusion ist eine Art des Zusammenschlusses von zwei Unternehmen. Unternehmenszusammenschlüsse können anhand ihrer Bindungsintensität charakterisiert werden, diese gibt an, inwieweit die Unternehmen bei einem Zusammenschluss ihre unternehmerische Handlungsfreiheit aufgeben. In dieser Logik erfolgt eine Einteilung der Unternehmenszusammenschlüsse in Unternehmenskooperationen einerseits und Unternehmensvereinigungen andererseits, wobei die Unternehmenskooperation die schwache Variante des Unternehmenszusammenschlusses bezeichnet. Bei dieser Form des Zusammenschlusses bleibt die rechtliche Selbständigkeit der Kooperierenden vollständig erhalten, die wirtschaftliche Selbständigkeit wird in den Teilen, die von der Kooperation nicht berührt sind, ebenfalls nicht eingeschränkt. Unternehmensvereinigungen hingegen sind dadurch gekennzeichnet, dass wenigstens eines der Unternehmen seine wirtschaftliche Selbständigkeit aufgibt. Die Fusion als eine Form der Unternehmensvereinigung zeichnet sich dadurch aus, dass, zusätzlich zur Aufgabe der wirtschaftlichen Selbständigkeit, auch mindestens einer der Partner, der an der Fusion beteiligt ist, untergeht. Die Fusion ist damit die komplexeste und engste Form des Unternehmenszusammenschlusses (vgl. Auerbach 2009, S. 35 f.).

Abbildung 1: Formen der Unternehmenszusammenschlüsse



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Auerbach (2009), S. 36.

Es gibt verschiedene Kriterien, nach denen Fusionen grundsätzlich eingeteilt werden können. Bei der Einteilung der Fusionen nach der **Durchführungsform** kann in die Fusion durch Aufnahme und in die Fusion durch Neugründung unterschieden werden. Bei der Fusion durch Aufnahme behält eines der Unternehmen

seine Rechtspersönlichkeit, bei der Fusion durch Neugründung geben beide Unternehmen ihre ursprüngliche Rechtspersönlichkeit auf, und das Vermögen beider Partner wird auf eine neugegründete Organisation übertragen (vgl. Grünert 2007, S. 28 f.).

Eine weitere Möglichkeit, Fusionen zu charakterisieren, ist die **Art der Übernahme**. Hierbei erfolgt eine Unterscheidung in horizontale, vertikale und laterale Zusammenschlüsse. Horizontale Fusionen liegen immer dann vor, wenn sich Unternehmen derselben Branche zusammenschließen. Von vertikalen Fusionen wird dann gesprochen, wenn die Fusionspartner aus angrenzenden Wertschöpfungsstufen derselben Branche stammen und zu einem Unternehmen verschmelzen, diese Unternehmen weisen also tendenziell ein Kunden- /Lieferantenverhältnis auf. Die laterale Fusion ist gegeben, wenn es sich um Fusionspartner aus unterschiedlichen Branchen handelt und daher weder die Kriterien für eine horizontale, noch für eine vertikale Fusion vorhanden sind (vgl. Dillerup und Stoi 2016, S. 531).

Fusionen können darüber hinaus nach dem **Modus der Übernahme** differenziert werden. Bei der freundlichen Übernahme ist es charakteristisch, dass die Beteiligten im Vorfeld konstruktive Verhandlungen führen. Die feindlichen Übernahmen hingegen sind dadurch gekennzeichnet, dass der Übernahmeprozess eingeleitet wird, ohne vorher das Einverständnis des Managements einzuholen, dessen Objekt übernommen werden soll (vgl. Mititelu und Hunger 2009, S. 21).

Auch die **juristische Form** der Übernahme kann als Differenzierungskriterium von Fusionen genutzt werden. Bei einem Asset Deal werden die Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten sowie die außerbilanziellen und immateriellen Vermögenswerte in einem Kaufvertrag auf den Käufer einzeln übertragen, hierbei ist es grundsätzlich denkbar, dass bestimmte Risiken oder Teile von Verbindlichkeiten nicht mit übernommen werden. Bei einem Share Deal hingegen sind die Geschäftsanteile in Form von Aktien, Gesellschaftsanteilen oder GmbH-Anteilen Kaufgegenstand. Da der Käufer in diesem Fall Anteilseigner wird, erwirbt er sämtliche Rechte und Pflichten, die mit der Beteiligung verbunden sind (vgl. Deimel et al. 2013, S. 304 f.).

Als letztes Unterscheidungskriterium für Fusionen kann die **Art der Gegenleistung** herangezogen werden. Hier besteht zum einen die Möglichkeit, den Kaufpreis in bar zu zahlen, bspw. durch eine Einmalzahlung oder durch Ratenzahlungen. Diese Art der Gegenleistung wird als Cash-Based-Transaktion bezeichnet. Ihr gegenüber steht die Share-Based-Transaktion, bei der der Kaufpreis in Form von Aktien des übernehmenden Unternehmens geleistet wird. Hierbei bietet das Käuferunternehmen den Aktionären des Unternehmens, das erworben werden soll, eigene Aktien in einem vorher festgelegten Verhältnis zum Tausch an und erhält so Geschäftsanteile des Kaufobjektes. In der Regel stammen die

Aktien, die zum Tausch angeboten werden, aus einer Kapitalerhöhung (vgl. Deimel et al. 2013, S. 303).

3.2 Allgemeine Motive für Fusionen

Motive für Fusionen können so unterschiedlich wie die Unternehmen selbst sein. Es können aber acht grundsätzliche Motive identifiziert werden, die bei der Entscheidung für eine Fusion von Bedeutung sind. Das erste zentrale Motiv ist die **Zeit**, da durch einen Unternehmenskauf schneller fehlende Ressourcen, Fähigkeiten oder Kompetenzen erworben werden können, als dies bei einer Aneignung durch das Unternehmen selbst der Fall wäre. Außerdem kann durch eine Fusion auf dem denkbar schnellsten Weg eine größere Diversifikation erreicht werden. Das nächste wichtige Motiv ist der **Markt**. Durch eine Fusion kann eine Verbesserung der Marktpräsenz eines Unternehmens erreicht werden und, damit einhergehend, der Marktanteil erhöht werden. Der Zukauf einer bereits am Markt etablierten Marke kann die Markenstärke steigern. Darüber hinaus kann eine Fusion dazu dienen, schnell und ggf. auch kostengünstig in neue Absatzmärkte einzutreten und vorhandene Markteintrittsbarrieren zu überwinden. Das dritte wichtige Motiv für eine Fusion sind die **Kosten**. In den Bereichen Leistungserstellung und Vermarktung können durch eine Spezialisierung der Aufgaben einerseits und eine Optimierung der Auslastung andererseits Kostensynergien entstehen. Ebenso ist es denkbar, dass Skaleneffekte erzielt werden, da kritische Mengengrößen übersprungen werden. Auch der **Wettbewerb** kann ein Motiv für eine Fusion darstellen, da der Zusammenschluss bspw. mit einem Konkurrenten die Branchenstruktur beeinflusst und Auswirkungen auf die Stellung gegenüber Lieferanten und Kunden hat. Es kann folglich sowohl eine horizontale als auch eine vertikale Beeinflussung des Wettbewerbs stattfinden. Im Bereich **Produkt und Technologie** können ebenfalls Motive für eine Fusion begründet sein. Einerseits kann der Kauf von Know-How oder Innovationskraft das Zukunftspotenzial stärken. Dies kann auch gegeben sein, wenn der Erwerb eines Unternehmens den Zugang zu Technologien, die das Unternehmen bislang nicht genutzt hat, ermöglicht. Andererseits kann durch eine Fusion das bereits vorhandene Produkt- und Leistungsportfolio abgerundet oder ergänzt werden. Unter dem Motiv **Portfoliomanagement** kann verstanden werden, dass Fusionen einen Beitrag zur Diversifikation leisten können und so dabei unterstützen, Schwächen zu beseitigen, vorhandene Risiken zu verringern sowie neue Geschäftsfelder aufzunehmen. Auch **Finanzen und Steuern** können ein Motiv für eine Fusion darstellen. Hierbei können Ziele sein, vorhandene Verlustvorträge zu verrechnen oder zwei Unternehmen unter Aspekten wie Währungsrisiken oder komplementären Cashflow-Zyklen zu ergänzen. Für kleine, wachstumsstarke Unternehmen kann eine Fusion außerdem einen

Weg darstellen, über einen kapitalstarken Mutterkonzern Investitionen in neue Märkte zu tätigen. Als letztes Motiv seien noch die **Marktchancen** genannt. Ziel solcher Fusionen ist es beispielsweise, eine Chance zu ergreifen und ein Unternehmen zu einem attraktiven Preis zu übernehmen. Fusionen, die dieses Motiv besitzen, sind meist vorher nicht über einen längeren Zeitraum geplant (vgl. Dillerup und Stoi 2016, S. 527 f.). Für die Durchführung einer Fusion ist in der Regel nicht nur ein einzelnes der genannten Motive ausschlaggebend, vielmehr ist es eine Synthese mehrerer Beweggründe, die die Entscheidung für oder gegen eine Fusion letztlich determiniert (vgl. Mititelu und Hunger 2009, S. 24).

3.3 Motive für die Fusion von Deutscher Bank AG und Commerzbank AG

Auch für die potenzielle Fusion von Deutscher Bank AG und Commerzbank AG können mehrere Motive identifiziert werden. Durch den Zusammenschluss beider Banken würden sowohl im Privat- als auch im Firmenkundengeschäft insgesamt erhebliche Marktanteile entstehen, diese wiederum würde für das Gesamtunternehmen mehr Preismacht bedeuten. Auch kann der größere Kundenstamm zu einer besseren Auslastung der IT-Systeme führen (vgl. Maisch 2019a). Insbesondere die Commerzbank, die das Ziel verfolgt, ihren Marktanteil in den genannten Bereichen auszubauen, würde ein Zusammenschluss mit der Deutschen Bank diesem Ziel schlagartig sehr viel näher bringen. Auch steht für die Commerzbank die Frage im Raum, ob sie langfristig groß genug ist, um allein zu überleben (vgl. Kröner et al. 2019). Als weiteres wichtiges Motiv gilt, dass durch eine Fusion beider Institute die Kosten durch Personalabbau, Filialschließungen und die Abschaffung von doppelten Strukturen gesenkt werden können (vgl. Maisch et al. 2019a). Durch eine Fusion würden beide Unternehmen auch ihre Position vor allem gegenüber internationalen Wettbewerbern stärken (vgl. Kröner et al. 2019). Diese sind aktuell deutlich rentabler als die deutschen Institute (vgl. Maisch et al. 2019b). Fraglich hingegen ist, ob durch eine Fusion eine größere Diversifikation erreicht werden kann, da sich beide Banken aktuell in ähnlichen Geschäftsfeldern bewegen und daher wahrscheinlich viele Kunden Beziehungen zu beiden Häusern unterhalten. Ein weiteres Motiv, Gespräche über eine Fusion aufzunehmen, ist in diesem Fall sicherlich auch der politische Druck, der durch die Bundesregierung ausgeübt wird. Diese wirbt offen für eine Fusion der beiden Geldhäuser (vgl. Kröner et al. 2019). Hier wird immer wieder die Schaffung eines nationalen Bank-Champions betont, der für die exportorientierte deutsche Wirtschaft von besonderer Bedeutung sei (vgl. Osman und Kröner 2019a). Dass nun auch die italienische UniCredit Interesse an dem Kauf der Commerzbank bekundet hat, erhöht den Druck von außen zusätzlich.

4. Modelle der Unternehmensbewertung und ihre Anwendung bei der Bewertung von Kreditinstituten

4.1 Besonderheiten bei der Bewertung von Kreditinstituten

Bei Kreditinstituten gibt es, insbesondere gegenüber Industrieunternehmen, einige branchenspezifische Besonderheiten, die im Rahmen der Bewertung zu berücksichtigen sind. Die in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur beschriebenen Verfahren zur Unternehmensbewertung sind meist auf die Bewertung von Industrieunternehmen ausgelegt und daher in der Regel nur begrenzt für die Bewertung von Kreditinstituten geeignet (vgl. Petersen et al. 2013, S. 1017).

Die bewertungsrelevanten Besonderheiten ergeben sich aus der Geschäftstätigkeit der Kreditinstitute selbst. In ihrer Rolle als Finanzintermediäre in einer Volkswirtschaft kommt den Banken eine besondere Aufgabe zu. Sie führen einen Ausgleich zwischen Investitions- und Sparsentscheidungen herbei und übernehmen hierbei die Risikotransfer- sowie die Fristentransformationsfunktion (vgl. Brunner 2009, S. 9). Das Kerngeschäft der Kreditinstitute besteht darin, kredit- und geldbezogene Dienstleistungen bereitzustellen. Aufgrund dieser speziellen volkswirtschaftlichen Stellung unterliegen Banken strengen gesetzlichen Regulierungen, aus denen sich wiederum besondere Anforderungen an die externe Rechnungslegung ergeben (vgl. Petersen et al. 2013, S. 1018). Darüber hinaus sind Banken zur Einhaltung spezifischer Deckungsvorschriften verpflichtet, hierzu zählen Eigenmittelvorschriften, Ansprüche der Einlagensicherungssysteme, die Liquiditätsvorsorge und Mindestreserveregulungen (vgl. Kunowski 2002, S. 21). Aus diesen Vorschriften resultiert ein gewisser Handlungsrahmen für die Freiheit der unternehmerischen Entscheidungen (vgl. Strauß 2009, S. 32).

Bankspezifische Besonderheiten sind sowohl in der Bilanz als auch in der Gewinn- und Verlustrechnung von Kreditinstituten zu finden, da die Geschäftstätigkeit zum größten Teil aus finanziellen Transaktionen besteht. Hier fällt auf, dass, im Gegensatz zu Industrieunternehmen, auch die Passivseite der Bilanz einen wesentlichen Beitrag zum Geschäftserfolg liefert (vgl. Petersen et al. 2013, S. 1018). Aus diesem Grund wird die Finanzierungsseite der Bankbilanz der operativen Tätigkeit zugerechnet (vgl. Kunowski 2002, S. 20). Weiterhin ist festzustellen, dass die Aktivseite der Bankbilanz nicht durch Positionen des Sachanlagevermögens, sondern durch die des Geldvermögens dominiert wird, die Passivseite hingegen besteht zu großen Teilen aus Einlagenanteilen. Zumindest betragsmäßig kommt daher dem Eigenkapital, im Vergleich zu Industrieunternehmen, eine eher geringe Bedeutung zu. Da aber Kreditinstitute vor allem den Regelungen von Basel III unterliegen und daher Bankgeschäfte mit einem gewissen Maß an Eigenkapital unterlegt werden müssen, spielt die Höhe des Eigenkapitals eine bedeutende

Rolle. Die Eigenkapitalausstattung bestimmt letztlich maßgeblich sowohl über das operative Geschäft als auch über die gesamte strategische Ausrichtung der Bank (vgl. Petersen et al. 2013, S. 1018 f.).

Darüber hinaus wird auch die Aussagekraft der Kapitalflussrechnung einer Bank durch ihre geschäftlichen Aktivitäten entscheidend geprägt. Die klassische Unterteilung der Cashflows in die Kategorien operative Geschäftstätigkeit, Investitionstätigkeit und Finanzierungstätigkeit ist bei Banken nur eingeschränkt möglich. Dies führt einerseits zur Nutzung eigener bankspezifischer Bewertungskennzahlen, andererseits aber auch zu Schwierigkeiten bei der Vorhersage des zukünftigen Erfolgs eines Kreditinstituts (vgl. Brunner 2009, S. 9).

Ein weiterer Faktor, der bei der Bewertung eines Kreditinstituts berücksichtigt werden sollte, ist das Risikoprofil der jeweiligen Bank, da dieses die Eigenkapitalausstattung maßgeblich prägt. Einerseits beeinflusst das Risikoprofil den Unternehmenserfolg, andererseits ist auch die Sicherung des Fortbestehens des Kreditinstituts nicht unwesentlich vom Risikoprofil abhängig. Das Risikoprofil bildet hauptsächlich die bankspezifischen Risiken in Form von Erfolgs- und Liquiditätsrisiken ab. Die Erfolgsrisiken, die sich aus den Adressen-, Marktpreis- und operationellen Risiken zusammensetzen, haben im Falle ihres Eintretens unmittelbar negative Auswirkungen auf das Eigenkapital der Bank. Die Liquiditätsrisiken, die neben den Fristigkeitsrisiken auch erfolgsgedeterminierte und operationelle Liquiditätsrisiken beinhalten, beschreiben hingegen die Gefahr, dass eine Bank nicht zu jeder Zeit ihren fälligen Zahlungsverpflichtungen uneingeschränkt nachkommen kann (vgl. Petersen et al. 2013, S. 1019). Insbesondere diese bankspezifischen Risiken sind sowohl für Investoren aber auch aus der bankenaufsichtlichen Perspektive von besonderem Interesse. Investoren werden eher bereit sein, eine Bewertungsprämie für ein Kreditinstitut zu zahlen, je besser dieses die eigenen Risiken abschätzen und eine entsprechende Vorsorge treffen kann. Für die Bankenaufsicht sind die Risiken, die ein Kreditinstitut eingeht, von großem Interesse, da die Insolvenz einer einzelnen Bank, im Gegensatz zur Insolvenz eines Industrieunternehmens, das gesamte Bankensystem und damit die Volkswirtschaft gefährden kann (vgl. Brunner 2009, S. 8).

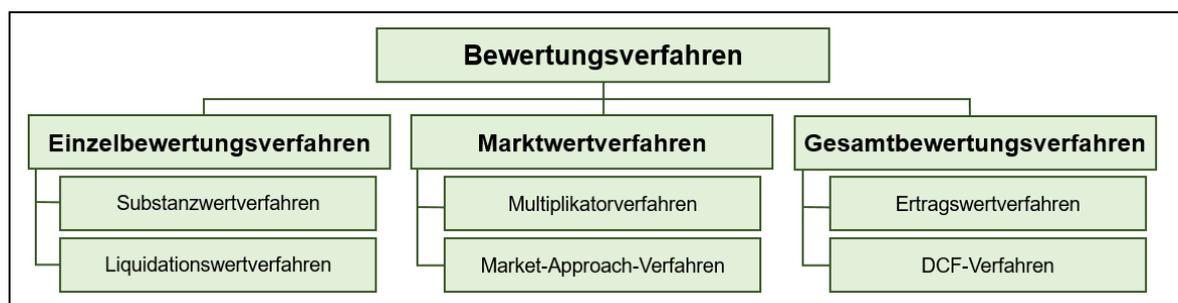
Die Leistungen, die von Banken angeboten werden, sind immateriell und besitzen dem Kunden gegenüber einen gewissen Erklärungsbedarf. Aufgrund dieser Eigenschaften nimmt der Kunde die erbrachte Dienstleistung nicht als greifbares Gut wahr und hat entsprechend Schwierigkeiten, der einzelnen Bankdienstleistung einen eigenständigen und entgeltwürdigen Wert zuzuordnen (vgl. Kunowski 2002, S. 20). Ferner endet meist die Geschäftsbeziehung zwischen einer Bank und ihrem Kunden nicht, wenn ein Produkt oder eine Dienstleistung verkauft wurde, so wie es bei vielen Industrieprodukten der Fall ist (vgl. Brunner 2009, S. 7 f.).

Zudem ist die Entwicklung eines Kreditinstitutes und damit auch die Wertentwicklung erheblich von exogenen Einflussfaktoren abhängig (vgl. Kunowski 2002, S. 21). Große Bedeutung haben hier insbesondere Entscheidungen in den Bereichen Währungs-, Finanz- und Geldpolitik, da diese direkte Auswirkungen auf die wichtigen Ergebnisgrößen einer Bank haben (vgl. Becker 1999, S. 27). Da die Nachfrage nach Bankleistungen darüber hinaus direkt von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung abhängig ist, wirkt auch diese erheblich auf den Erfolg einer Bank ein (vgl. Kunowski 2002, S. 21).

4.2 *Klassische Methoden der Unternehmensbewertung und ihre Eignung für die Bewertung von Kreditinstituten*

Die Verfahren, die im Laufe der Zeit zur Bewertung von Unternehmen entwickelt wurden, sind vielfältig und zur Bewertung von Kreditinstituten nicht gleichermaßen geeignet. Bewertungsverfahren, die für die Bankbewertung eingesetzt werden, sollten einerseits den Bewertungsgrundsätzen und –anforderungen, die allgemein anerkannt sind, genügen und andererseits den zuvor beschriebenen bank-spezifischen Besonderheiten Rechnung tragen. Nachfolgend sollen daher die gängigsten Bewertungsverfahren kurz vorgestellt und eine Abgrenzung der im Rahmen einer Bankbewertung geeigneten Vorgehen von den ungeeigneten vorgenommen werden (vgl. Brunner 2009, S. 13).

Abbildung 2: Übersicht über die Verfahren zur Unternehmensbewertung



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ballwieser und Hachmeister (2016), S. 8.

Die Verfahren zur Unternehmensbewertung werden grundsätzlich in Einzel- und Gesamtbewertungsverfahren, Mischverfahren und Überschlagsrechnungen unterschieden (vgl. Ballwieser und Hachmeister 2016, S. 8). Die Mischverfahren soll nicht weiter betrachtet werden. Abbildung 2 gibt einen Überblick über die Einteilung der Unternehmensbewertungsverfahren, die nachfolgend betrachtet werden sollen.

4.2.1 Die Einzelbewertungsverfahren

Die Einzelbewertungsverfahren nutzen als Grundlage das Schema der Bilanz oder des Inventars, wobei die rechtlichen Grenzen, die den Ansatz einzelner Posten definieren, nicht zwingend übernommen werden. Um einen Wert für das Eigenkapital zu erhalten, werden die Aktiv- und Passivpositionen der Bilanz einzeln bewertet. Anschließend werden das Bruttovermögen, also die bewerteten Aktiva, und die Schulden, welche die Passiva ohne das Eigenkapital darstellen, saldiert (vgl. Ballwieser und Hachmeister 2016, S. 10).

4.2.1.1 Das Substanzwertverfahren

Das Substanzwertverfahren geht bei der Bestimmung des Unternehmenswertes von einem Nachbau des Unternehmens aus (vgl. Ballwieser und Hachmeister 2016, S. 204). Um den Unternehmenswert zu bestimmen, erfolgt eine Bewertung der Vermögensteile zu Wiederbeschaffungspreisen, die Schulden werden von diesem Wert subtrahiert (vgl. Becker 1999, S. 28). Für die Bewertung von Kreditinstituten ist dieses Verfahren abzulehnen. Ein Großteil der Vermögensteile einer Bank besteht aus Forderungen, die sich aus Geschäften mit Kunden oder anderen Kreditinstituten ergeben. Die Entstehung dieser Forderungen ist nicht mit der betrieblichen Leistungserstellung von Produktionsbetrieben vergleichbar, ein Wiederbeschaffungspreis ist folglich schwer zu ermitteln. Außerdem stehen den Forderungen in der Regel Verbindlichkeiten in etwa der gleichen Größenordnung gegenüber. Subtrahiert man entsprechend der Vorgehensweise des Substanzwertverfahrens beide Größen voneinander, würde das Kredit- und Einlagengeschäft nur einen sehr geringen Wertbeitrag liefern, obwohl es das originäre Geschäftsfeld der Kreditinstitute darstellt und hieraus ein erheblicher Ergebnisbeitrag generiert wird. Über das Substanzwertverfahren würden lediglich aus den Sach- und Finanzanlagen Wertbeiträge entstehen, dieses würde folglich zu völlig verzerrten Ergebnissen führen (vgl. Kunowski 2002, S. 24 f.). Auch können über das Substanzwertverfahren Vermögenswerte, die in der Bankbilanz nicht ausgewiesen werden, nicht erfasst werden. Hierzu zählt beispielsweise der Kundenstamm (vgl. Petersen et al. 2013, S. 1020).

4.2.1.2 Das Liquidationswertverfahren

Der Liquidationswert beschreibt den Preis, der am Absatzmarkt bei der Zerschlagung einer Unternehmung erzielt werden kann (vgl. Becker 1999, S. 30). Zur Bestimmung des Unternehmenswertes werden die Barwerte der Nettoerlöse aus dem Verkauf der Vermögensgegenstände mit den Schulden der Unternehmung und den Liquidationskosten saldiert. Da bei der Ermittlung des Liquidationswertes der

Zerschlagungsgeschwindigkeit und –intensität eine wesentliche Bedeutung beizumessen ist, gestaltet sich die sofortige Liquidation der Vermögensgegenstände von Banken als besonders problematisch. Kundenkredite können in der Regel nicht sofort zurückgefordert werden und auch die Veräußerung von Kreditportefeuilles kann sich als schwierig erweisen. Sind Kunden zahlungsunfähig, können auch die gewährten Sicherheiten meist nicht zügig liquidiert werden und folglich kann die zeitnahe Erstattung der Kundeneinlagen, die in Form von Krediten gebunden sind, nicht erfolgen. Bei der Notwendigkeit der Zerschlagung eines Kreditinstitutes wird also, um keine Wertverluste aus einer zu hohen Zerschlagungsgeschwindigkeit zu erleiden, die Abwicklung langfristig und planmäßig erfolgen (vgl. Kunowski 2002, S. 24 ff.). Der Liquidationswert wird in der Praxis als Wertuntergrenze genutzt, um über die Fortführung der Unternehmung zu entscheiden (vgl. Ballwieser und Hachmeister 2016, S. 203).

4.2.2 Die Marktwertverfahren

Die Marktwertverfahren werden in zwei grundsätzliche Verfahren unterschieden, das Multiplikatorverfahren und das Market-Approach-Verfahren. Beim Multiplikatorverfahren werden zunächst Vergleichsunternehmen gesucht, die in ihrer Größe und Struktur dem Unternehmen, das es zu bewerten gilt, sehr ähnlich sind. Aus dieser Gruppe werden dann branchentypische Durchschnittswerte abgeleitet und mit dem unternehmensspezifischen Wert des zu bewertenden Unternehmens multipliziert, um so den Marktwert des Unternehmens zu erhalten. Das Market-Approach-Verfahren orientiert sich an Transaktionspreisen, die am Kapitalmarkt gezahlt werden, um Marktwerte zu ermitteln. Betrachtete Transaktionen sind hierbei beispielsweise Börsengänge, Übernahmen oder Fusionen. In der Praxis gestaltet sich insbesondere die Suche nach Unternehmen, die sich als geeignete Vergleichsunternehmen erweisen, als schwierig, da kein Unternehmen gefunden werden kann, das dem zu bewertenden Unternehmen zu 100 % entspricht. Die Bewertung mittels Marktwertverfahren unterliegt somit stets einer gewissen Willkür desjenigen, der die Bewertung vornimmt. Insbesondere bei Banken ist die Auswahl an potenziellen Unternehmen, die sich zum Vergleich eignen, deutlich geringer als beispielsweise bei Industrieunternehmen. Nichtsdestotrotz eignen sich Marktwertverfahren sehr gut dazu, investitionstheoretische Ergebnisse zu plausibilisieren und zu unterfüttern (vgl. Brunner 2009, S. 14). Das Multiplikatorverfahren soll auch in der vorliegenden Arbeit zur Plausibilisierung der Ergebnisse eingesetzt werden und wird daher im weiteren Verlauf noch einmal ausführlicher betrachtet.

4.2.3 Die Gesamtbewertungsverfahren

Unter den Gesamtbewertungsverfahren werden das Ertragswertverfahren und die Discounted-Cashflow-Verfahren zusammengefasst. Diese Verfahren zeichnen sich dadurch aus, dass sie auf dem der Investitionstheorie zugrunde liegenden Kapitalwertkalkül basieren. Werden Unternehmen nach einer dieser Methoden bewertet, so werden sie als Investitionsobjekte aufgefasst, dem Eigentümer fließen hieraus Mittel zu. Durch Diskontierung dieser zukünftig zufließenden Mittel wird der Bruttokapitalwert berechnet. Man spricht bei diesen Verfahren von Gesamtbewertungsverfahren, da sie nicht aus den einzelnen Aktiva und Passiva den Unternehmenswert bestimmen, wie es bei Substanzwert- und Liquidationswertverfahren der Fall ist, sondern sämtliche finanzielle Vorteile berücksichtigen, die aus der gemeinsamen Nutzung der Aktiva und Passiva entstehen. So werden auch Verbundeffekte innerhalb von Unternehmen in die Ermittlung des Unternehmenswertes einbezogen (vgl. Ballwieser und Hachmeister 2016, S. 8 f.).

4.2.3.1 Ertragswertmethode nach IDW

Bei der Ertragswertmethode nach IDW werden ausschließlich finanzielle Zielsetzungen unterstellt. Bei dieser Methode stehen die dem Investor zukünftig zufließenden Nettoeinnahmen im Mittelpunkt der Betrachtung. Aus dem Barwert dieser Einnahmen wird der Unternehmenswert bestimmt. Die Nettoeinnahmen ergeben sich hauptsächlich aus dem Sachverhalt, dass der Eigentümer einen Anspruch auf Ausschüttung oder eine Entnahme von finanziellen Überschüssen, die vom Unternehmen erwirtschaftet werden, besitzt. Die Nettoeinnahmen müssen ggf. noch um Einlagen reduziert werden. Im Rahmen der Unternehmensbewertung mit der Ertragswertmethode geht es hauptsächlich darum, eine Abschätzung dieser Zahlungsströme vorzunehmen. Um den Unternehmenswert zu ermitteln, müssen die Nettoeinnahmen mit einem Kapitalisierungszinssatz abgezinst werden, der die Investitionsalternativen des Investors unter Risikogesichtspunkten berücksichtigt. Dies wird im Rahmen der häufig verwendeten Risikozuschlagsmethode erreicht, indem ein Basiszins um einen Risikozuschlag erhöht wird. So wird zwischen den Investitionsalternativen eine Risikoäquivalenz hergestellt. Zuletzt wird der Unternehmenswert ermittelt, indem die Nettoeinnahmen, die für eine Detailplanungsphase explizit bestimmt werden, mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinst werden. Dazu wird der Restwert, der für das Ende des Planungshorizonts bestimmt und unendlich fortgeschrieben wird, ebenfalls abgezinst und addiert (vgl. Kunowski 2002, S. 27 f.).

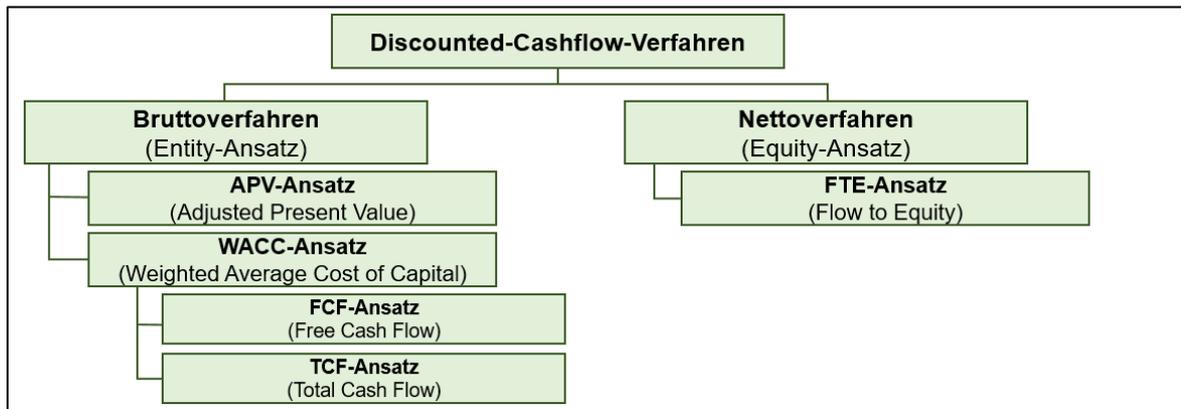
4.2.3.2 Die Discounted Cashflow-Verfahren

Die Discounted Cashflow-Verfahren (kurz: DCF-Verfahren) basieren auf dem Shareholder Value-Ansatz, welcher besagt, dass das Anteilseignervermögen als Zielgröße maximiert werden soll. Erhöht sich der Anteilswert nicht, wird das betreffende Unternehmen Schwierigkeiten bekommen, mittel- bis langfristig das Interesse von Investoren auf sich zu konzentrieren. Daraus resultiert, dass Finanzmittel, die für die Finanzierung von Wachstum oder Umstrukturierungsmaßnahmen benötigt werden, schwieriger zu beschaffen sind. Der Shareholder Value-Ansatz trifft die Annahme, dass das Anteilseignervermögen an der Höhe der Zahlungsüberschüsse, die aus der Unternehmung heraus zukünftig zu erwarten sind und auf den Bewertungszeitpunkt abzuzinsen sind, bemessen werden kann. Der Kapitalisierungszinssatz orientiert sich dabei an den Kosten für Eigen- und Fremdkapital (vgl. Becker 1999, S. 45).

Die Discounted Cashflow-Verfahren werden in Brutto- und Nettoverfahren unterschieden. Zu den Bruttoverfahren zählen der APV-Ansatz (Adjusted Present Value-Ansatz) und der WACC-Ansatz (Weighted Average Cost of Capital), der wiederum in den FCF-Ansatz (Free Cashflow) und den TCF-Ansatz (Total Cashflow) unterschieden wird. Einziger Vertreter der Nettoverfahren ist der FTE-Ansatz (Flow to Equity). Die Brutto- und Nettoverfahren unterscheiden sich in der Ermittlung des Unternehmenswertes. Während beim Bruttoansatz zunächst der gesamte Unternehmenswert bestimmt und dann durch Abzug des Wertes des Fremdkapitals der Wert des Eigenkapitals ermittelt wird, errechnet das Nettoverfahren den Wert des Eigenkapitals direkt. Aus diesem Grund werden die Bruttoverfahren auch als Entity-Ansatz, das Nettoverfahren hingegen als Equity-Ansatz bezeichnet (vgl. Ballwieser und Hachmeister 2016, S. 137 f.). Um zu entscheiden, ob eine der DCF-Methoden gegenüber den anderen DCF-Methoden zu bevorzugen ist, sollen die einzelnen Verfahren kurz charakterisiert werden.

Bei Nutzung des WACC-Ansatzes wird zunächst ein Cashflow unter der Annahme der vollständigen Eigenfinanzierung ermittelt, hier werden die Zahlungsüberschüsse diskontiert, die nach Steuern und Investition, allerdings vor Finanzierung vorliegen. Aus dieser Annahme ergeben sich die beiden unterschiedlichen Ausprägungen des WACC-Ansatzes, da die Steuerwirkung der Fremdfinanzierung auf zwei unterschiedliche Weisen erfasst werden kann. Im TCF-Ansatz wird der Steuervorteil direkt bei der Ermittlung des Cashflows addiert, im FCF-Ansatz hingegen erfolgt die Berücksichtigung im Kapitalisierungszinssatz, indem der Fremdkapitalzinssatz um den Steuervorteil gemindert wird. Zur Diskontierung der Zahlungsüberschüsse wird im WACC-Ansatz der Zinssatz verwendet, der sich aus den mit der tatsächlichen Finanzierungsstruktur gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkosten ergibt (vgl. Kunowski 2002, S. 31).

Abbildung 3: Systematisierung der DCF-Verfahren



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ballwieser und Hachmeister (2016), S. 137.

Der APV-Ansatz verknüpft im Gegensatz zum WACC-Ansatz die verschiedenen Komponenten, die den Unternehmenswert bestimmen, additiv. Hierbei wird zunächst wieder von der Prämisse ausgegangen, dass das zu bewertende Unternehmen unverschuldet ist. Für dieses Unternehmen wird der hypothetische Marktwert bestimmt, zur Diskontierung wird der Eigenkapitalkostensatz nach Steuern genutzt. Der Steuervorteil wird dann mit einem risikolosen Kapitalkostensatz abgezinst und direkt zu diesem Wert addiert, anschließend wird der Marktwert des Fremdkapitals subtrahiert, und es ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals (vgl. Kuhner und Maltry 2017, S. 231 ff.).

Der FTE-Ansatz als Equity-Ansatz ermittelt den Marktwert des Eigenkapitals unmittelbar. Hier werden die Cashflows, die den Anteilseignern zustehen, mit den Eigenkapitalkosten abgezinst. Die Eigenkapitalkosten entsprechen der Rendite, die von den Eigenkapitalgebern gefordert wird. Eine explizite Kapitalstruktur wird hier also, im Gegensatz zu den Entity-Verfahren, nicht berücksichtigt (vgl. Kuhner und Maltry 2017, S. 228 f.).

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich die beschriebenen Verfahren insbesondere nach der Art der zu berücksichtigenden Cashflows und der Diskontierungsfaktoren unterscheiden. In der Theorie und bei richtiger Anwendung kommen jedoch alle Verfahren zu demselben Ergebnis (vgl. Schmidlin 2013, S. 146). Die Entity-Verfahren teilen hierbei das Unternehmen in einen Betriebsbereich und einen Finanzierungsbereich, um leistungswirtschaftliche Zahlungsströme getrennt von finanzwirtschaftlichen Zahlungsströmen betrachten zu können (vgl. Kuhner und Maltry 2017, S. 229 f.). Da aber bei Kreditinstituten, wie bereits angemerkt, dem Fremdkapital keine reine Finanzierungsfunktion zukommt, sondern hieraus wesentliche Wertbeiträge generiert werden, ist für die Bewertung von Banken dem Equity-Ansatz der Vorzug zu geben. Um ein Brut-

toverfahren zu nutzen, müssten die gewichteten Fremdkapitalkosten des Kreditinstituts bestimmt werden. Da ein Kreditinstitut eine Vielzahl unterschiedlicher Fremdkapitalpositionen in der Bilanz aufweist, wäre dies nur schwer möglich. Darüber hinaus ist zu bedenken, dass eine Bank verhältnismäßig viel Fremdkapital aufweist. Schon kleine Fehler in der Bemessung der Kosten des Fremdkapitals würden zu verzerrten Gesamtkapitalkosten und damit auch zu einem fehlerhaften Unternehmenswert führen (vgl. Kunowski 2002, S. 38). Des Weiteren ist bei der Bankenbewertung der Equity-Ansatz dem Entity-Ansatz in der praktischen Umsetzung überlegen, da im Cashflow die Zinsen für das Fremdkapital bereits als Auszahlungen berücksichtigt werden und, wie es für die Bruttomethode notwendig wäre, die Ermittlung des Marktwertes des Fremdkapitals entfällt, was bei Banken ebenfalls problembehaftet ist (vgl. Petersen et al. 2013, S. 1021). Da für das weitere Vorgehen der Equity-Ansatz genutzt werden soll, wird er im Folgenden genauer erklärt.

4.3 Der Equity-Ansatz

Zur Bestimmung des Marktwertes des Eigenkapitals nach dem Equity-Ansatz werden die Cashflows, die den Eigenkapitalgebern zustehen, mit den Eigenkapitalkosten diskontiert. Diese Cashflows werden als Flow(s) to Equity (FTE) bezeichnet, da sie um Zinszahlungen an die Fremdkapitalgeber reduziert wurden und somit den Einzahlungsüberschüssen entsprechen, die den Eigenkapitalgebern allein, nach Befriedigung aller anderen Ansprüche, zur Verfügung stehen (vgl. Heesen 2018, S. 12). Die Faktoren, die den Marktwert des Eigenkapitals bestimmen, sind zum einen der den Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehende Cashflow und zum anderen die als Abzinsungsfaktor genutzten Eigenkapitalkosten (vgl. Strauß 2009, S. 97). Auf die Ermittlung dieser beiden elementaren Größen soll daher genauer eingegangen werden.

Abbildung 4: Formel zur Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals im Equity-Ansatz

$$MW_{EK} = \sum_{t=1}^T \frac{FTE_t^{EK}}{(1 + r_{EK})^t} + \frac{FTE_T^{EK}}{r_{EK} \times (1 + r_{EK})^T}$$

MW_{EK} = Marktwert des Eigenkapitals

FTE_t^{EK} = erwartete Flows to Equity in Periode t

FTE_T^{EK} = erwarteter Flow to Equity am Ende des Planungshorizontes

r_{EK} = Eigenkapitalkosten

t = Zeitindex

T = Planungshorizont

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Bieg und Kussmaul (2011), S. 293.

4.3.1 Ermittlung der zukünftigen Cashflows

Die Prognose der zukünftigen Cashflows ist ein zentraler Aspekt im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswertes. Zur Vorhersage der Cashflows können entweder intern verfügbare Daten oder Informationen, die öffentlich zugänglich sind, genutzt werden. Von dieser Datengrundlage ist sowohl die Prognosemethode als auch die Güte der Prognose maßgeblich abhängig. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass unabhängig von der Datenbasis ein Fortschreiben der Vorhersage der Cashflows nicht ins Unendliche möglich ist. Der Prognoseprozess wird aus diesem Grund in der Regel in zwei Phasen eingeteilt. In der ersten konkreten Planungsphase, diese umfasst meist drei bis fünf Geschäftsjahre, werden die Nettozuflüsse detailliert aus dem vorliegenden Datenmaterial prognostiziert. Die zweite Phase, die sich dann anschließt, ist von einem geringeren Detaillierungsgrad geprägt, da im Grunde die Annahmen, die für die erste Phase getroffen wurden, fortgeschrieben werden. Man bezeichnet diese Phase auch als ewige Rente (vgl. Brunner 2009, S. 25 f.).

Die Prognose der Ein- und Auszahlungen eines Kreditinstituts weist branchenspezifische Besonderheiten auf. Diese wirken sich zum Teil erleichternd, zum Teil erschwerend auf die Vorhersage der Cashflows aus. Einerseits besteht das Geschäftsvolumen von Banken sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite aus langfristigen Altgeschäften, welche auch in den folgenden Perioden einen Ergebnisbeitrag liefern, der einigermaßen sicher abschätzbar ist. Außerdem unterliegen die Geschäftsvolumina von Banken einem relativ kontinuierlichen Wachstum. Erschwert wird die Prognose der Cashflows andererseits dadurch, dass das bankwirtschaftliche Umfeld bspw. durch technischen Fortschritt und Regulierungsmaßnahmen einer sich immer weiter beschleunigenden Dynamik unterliegt. Weitere Probleme bereiten die hohe Abhängigkeit der Geschäftsentwicklung von Veränderungen in der Zinsstruktur sowie die zunehmende Bedeutung von Faktoren wie Kundenbeziehungen und Humankapital auf den Erfolg der Kreditinstitute. Zusätzlich wird die Prognose der Cashflows durch die bankspezifischen Risiken erschwert (vgl. Becker 1999, S. 61 f.).

Auch die Sichtweise, die bei der Planung der Cashflows eingenommen werden kann, hat einen Einfluss auf die Güte der Vorhersage. Bei der unternehmensinternen Sichtweise besteht die Möglichkeit, auf die Ergebnisplanung der einzelnen Geschäftsbereiche zuzugreifen und diese zu einer Prognose, die für die Gesamtbank gilt, zu verdichten. Diese kann dann mit der Unternehmensstrategie der Bank auf Konsistenz und grundsätzliche Vereinbarkeit abgeglichen werden. Bei der externen Sichtweise hingegen können die Cashflows nur auf Grundlage der

Informationen hergeleitet werden, die das Unternehmen selbst bzw. andere Stellen veröffentlicht haben (vgl. Brunner 2009, S. 26).

Die grundsätzliche, branchenunabhängige Ermittlung des bewertungsrelevanten Cashflows (Flow to Equity) erfolgt nach dem in Abbildung 5 dargestellten Schema.

Abbildung 5: Allgemeines Schema zur Bestimmung der Cashflows to Equity

	Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern
-	Fremdkapitalzinsen
=	Operatives Ergebnis vor Steuern
-	Steuern auf das operative Ergebnis vor Steuern
=	Operatives Ergebnis nach Steuern
±	Abschreibungen / Zuschreibungen
±	Veränderungen im Working Capital
±	Desinvestitionen / Investitionen
+	Kreditaufnahmen
-	Kredittilgungen
=	Flow(s) to Equity (FTE)

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Heesen (2018), S. 12.

Der Cashflow, der zur Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals benötigt wird, wird stufenweise ermittelt. In einem ersten Schritt werden sämtliche Ein- und Auszahlungen, die im Verhältnis des Unternehmens zu seiner Umwelt im operativen Bereich anfallen, erfasst und saldiert. Die Größe, die so errechnet wird, gibt Auskunft über die Innenfinanzierungskraft des Unternehmens. Der zweite Schritt beinhaltet die Reduktion des zuvor errechneten Wertes um Steuerzahlungen, Investitionsauszahlungen in das Anlagevermögen und Auszahlungen in das Netto-Umlaufvermögen. Der Free Cashflow, der sich so ergibt, ist von der Unternehmensfinanzierung unabhängig und steht den Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Befriedigung ihrer Ansprüche zur Verfügung. In einem dritten Schritt wird das Ergebnis um die Zahlungsströme, die zwischen Unternehmen und Fremdkapitalgebern bestehen, korrigiert. Der so errechnete Cashflow to Equity beinhaltet alle finanziellen Mittel, die potenziell zur Ausschüttung an die Eigenkapitalgeber verfügbar sind (vgl. Kunowski 2002, S. 49 f.).

Bei der Ermittlung des Cashflows ist zudem zwischen der originären und der derivativen Methode zu unterscheiden. Die originäre Methode verwendet Daten der Finanzbuchhaltung und leitet den Cashflow aus direkt auf Zahlungskonten verbuchten Zahlungsströmen ab. Da die Ermittlung auf diesem Wege sehr aufwendig ist, wird diese Methode in der Praxis nicht angewendet. Die derivative Methode leitet den Cashflow aus den Daten des Jahresabschlusses nachträglich ab. Als Basis dient die Gewinn- und Verlustrechnung. Die derivative Methode wird wiederum in die direkte und in die indirekte Methode unterteilt. Während die direkte Methode einzahlungswirksame Erträge und auszahlungswirksame

Aufwendungen identifiziert und diese saldiert, korrigiert die indirekte Methode den Jahresüberschuss um zahlungsunwirksame Erfolgskomponenten. Anschließend findet bei beiden Varianten eine Anpassung des Cashflows um Zahlungsströme statt, die nicht aus der Gewinn- und Verlustrechnung abzuleiten sind. Diese Anpassungen umfassen insbesondere die Auszahlungen, die in das Anlage- und Umlaufvermögen getätigt werden sowie Ein- und Auszahlungen aufgrund von Veränderungen des Fremdkapitals (vgl. Kunowski 2002, S. 51).

Die Ermittlung der bankspezifischen Cashflows soll auf Basis der direkten Methode erfolgen, da sich die Zahlungsströme den einzelnen Geschäftsarten leicht zuordnen lassen (vgl. Becker 1999, S. 59). So können die bei der Anwendung der indirekten Methode notwendigen Bereinigungen umgangen werden. In den Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit sollen alle Geldflüsse eingehen, die erfolgswirksam sind und aus der Betriebstätigkeit resultieren (vgl. Kunowski 2002, S. 53). Der erste wesentliche Posten, der in die Cashflow-Rechnung einfließt, ist hierbei der Zinsüberschuss, der sich aus den Zinserträgen, welche aus dem Aktivgeschäft resultieren, abzüglich der Zinsaufwendungen, die aus dem Passivgeschäft stammen, ergibt (vgl. Becker 1999, S. 59). Unter dem Posten Zinsüberschuss werden alle Zins- und zinsähnlichen Erträge und Aufwendungen aus dem Bankgeschäft subsummiert. Die zweite wesentliche GuV-Position, die in die Cashflow-Rechnung eingeht, ist der Provisionsüberschuss, der die Entgelte für die verschiedenen Dienstleistungen der Bank darstellt (vgl. Kunowski 2002, S. 54). Als dritte wesentliche Größe geht das Ergebnis der Bank, welches aus dem Eigenhandels- und Finanzanlagebereich erzielt wird, in die Berechnung der Cashflows ein (vgl. Kunowski 2002, S. 56). Von den Erlösen sind dann die Verwaltungsaufwendungen, die vor allem aus Personal- und Sachkosten bestehen, sowie die Steuerzahlungen abzuziehen (vgl. Becker 1999, S. 60). Zum operativen Cashflow zählen darüber hinaus die Veränderungen der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die dem operativen Geschäftsbereich zugeordnet werden können. Hierzu zählen die Auszahlungen in die Handelsaktiva und –passiva, die Bestandveränderungen, die sich aus dem Einlagen- und dem Kreditgeschäft ergeben, sowie die Zahlungsströme aus dem Emissionsgeschäft. Nach Berücksichtigung all dieser Positionen erhält der Bewertende den Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit (vgl. Kunowski 2002, S. 57 f.). Wie bereits beschrieben, gehen auch die Cashflows aus Investitions- und Finanzierungstätigkeit in die Berechnung des Cashflows to Equity ein. Der bankspezifische Cashflow aus Investitionstätigkeit beinhaltet hierbei die Positionen, die nicht unmittelbar im Zusammenhang mit Handels- oder Kundengeschäften zu sehen sind. Hierzu zählen im Einzelnen der Finanzanlagebestand, das Sachanlagevermögen und das sonstige Anlage- und Umlaufvermögen. Im Cashflow aus Investitionstätigkeit werden jeweils die Veränderungen der einzelnen Positionen erfasst. Da ein Großteil der Posten, die sowohl einen operativen als auch einen Finanzierungscharakter aufweisen, bereits

im operativen Cashflow ausgewiesen wird, enthält der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit nur wenige Positionen. Hier sind insbesondere die Passivposten zu finden, die einen Eigenkapitalcharakter aufweisen, bspw. Nachrangkapital und hybride Kapitalinstrumente. Im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit werden diese Positionen ebenfalls mit ihren Veränderungen erfasst (vgl. Kunowski 2002, S. 60 f.).

Abbildung 6: Schema zur Ermittlung des bewertungsrelevanten Cashflows für Kreditinstitute

Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit	Gewinn- und Verlustrechnung	Zinsergebnis
		Provisionsergebnis
		Handelsergebnis
		Sonstige Zahlungsströme
	Bilanz	Handelsbestand
Kreditgeschäft		
Einlagengeschäft		
Emissionsgeschäft		
+ Cashflow aus Investitionstätigkeit	Finanzanlagebestand	
	Sachanlagevermögen	
	Sonstiges Anlage-/ Umlaufvermögen	
+ Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	Nachrangkapital	
	Sonstige Passivposten	
= Cashflow to Equity		

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Kunowski (2002), S. 59 ff.

Abbildung 6 fasst die Bestandteile des bewertungsrelevanten Cashflows für Kreditinstitute noch einmal zusammen.

Der ermittelte Cashflow to Equity muss im Anschluss noch modifiziert werden, um vor allem den Solvabilitätsanforderungen für Kreditinstitute gerecht zu werden. Hierbei wird vor allem davon ausgegangen, dass ein Teil der theoretisch zur Ausschüttung verfügbaren Mittel thesauriert werden muss, um die Eigenkapitalbasis der Kreditinstitute zu stärken, da risikobehaftete Geschäfte mit einem bestimmten Anteil Eigenkapital unterlegt werden müssen. Diese Mittel stehen folglich zur Ausschüttung nicht zur Verfügung. Auch weitere Ausschüttungsrestriktionen, die entweder satzungsmäßig oder gesetzlich sein können, reduzieren die Mittel, die an die Eigentümer ausgeschüttet werden können (vgl. Kunowski 2002, S. 61 f.). Wurde der Cashflow to Equity gemäß dieser Vorgaben modifiziert, kann der so ermittelte Wert für die Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals genutzt werden.

4.3.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten

Da die Eigenkapitalkosten im Equity-Ansatz zur Diskontierung der zukünftigen Cashflows to Equity genutzt werden, kommt ihrer Ermittlung ebenfalls eine wichtige Bedeutung zu. Grundsätzlich kommt dem Diskontierungszinssatz die Aufgabe zu, „die dem Investor zur Verfügung stehende Rendite einer Alternativanlage im Sinne des Opportunitätskostengedankens abzubilden“ (Kunowski 2002, S. 82). Aus Unternehmenssicht stellt der Diskontierungszinssatz also die Eigenkapitalkosten dar. Zur Ermittlung dieser Kosten stehen grundsätzlich mehrere Verfahren zur Verfügung (vgl. Kunowski 2002, S. 82). Im Folgenden soll die Ermittlung der Kapitalkosten aufgrund seiner praktischen Relevanz anhand des Capital Asset Pricing Model (CAPM) erfolgen.

Das CAPM setzt für die Erklärung der Preisbildung am Kapitalmarkt einige restriktive Prämissen. Die erste Prämisse des CAPM ist ein vollkommener Kapitalmarkt. Der Marktzugang ist folglich nicht beschränkt und erfolgt ohne Transaktionskosten, Informationsasymmetrien gibt es nicht. Die Marktteilnehmer reagieren unendlich schnell und haben die Möglichkeit, Geld zu einem sicheren Zinssatz in beliebiger Höhe anzulegen und aufzunehmen. Die gehandelten Güter sind homogen und die Marktteilnehmer haben keine sachlichen, zeitlichen oder sonstigen Präferenzen. Steuern werden nicht berücksichtigt. Als zweite Prämisse setzt das CAPM homogene Erwartungen voraus. Die grundsätzlich risikoscheuen Marktteilnehmer haben alle die gleichen Erwartungen bezüglich der Standardabweichungen und Erwartungswerte der Wertpapiere, die am Markt gehandelt werden (vgl. Matschke und Brösel 2013, S. 33). Die Renditen der gehandelten Anlagen unterliegen einer Normalverteilung (vgl. Jansen 2008, S. 300). Die dritte Prämisse des CAPM ist die einperiodige Betrachtungsweise. Das Modell geht grundsätzlich von einem Planungshorizont von einer Periode aus, deshalb gelten nur die Zahlungen, die im Zeitpunkt $t = 1$ anfallen, als unsicher (vgl. Matschke und Brösel 2013, S. 34).

Im CAPM werden die Eigenkapitalkosten mit Hilfe der folgenden Formel ermittelt:

Abbildung 7: Formel der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber im CAPM

$r_{EK} = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$		
r_f = risikoloser Zinssatz	r_m = durchschnittliche Markttrendite	β = Beta-Faktor

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Matschke und Brösel (2013), S. 702.

Als Bestimmungsfaktor für die Eigenkapitalkosten gelten folglich der risikolose Zinssatz, die durchschnittliche Markttrendite und der Beta-Faktor.

Der risikolose Zinssatz, auch Basiszinssatz genannt, soll die risikolose Rendite abbilden, die am Bewertungsstichtag verfügbar ist, wenn die Mittel alternativ angelegt werden (vgl. Drukarczyk und Schüler 2015, S. 238). Die Risiken, die durch den risikolosen Zinssatz ausgeschlossen werden sollen, sind Termin-, Ausfall- und Währungsrisiken. Die Zinszahlungen sollen also bezüglich Höhe, Zeitpunkt und Währung keine Unsicherheiten aufweisen. In der Praxis werden zur Bestimmung des risikolosen Zinssatzes Staatsanleihen herangezogen, die mit einem Rating von AAA eingestuft werden. Die Unsicherheiten, die diese Anleihen aufweisen, sind als vernachlässigbar gering anzusehen (vgl. Ballwieser und Hachmeister 2016, S. 90). Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) empfiehlt zur Ermittlung des risikolosen Zinssatzes die Nutzung der Zinsstrukturdaten, die börsentäglich von der Deutschen Bundesbank veröffentlicht werden. Da der Basiszinssatz der Zukunftsbezogenheit der zu ermittelnden Unternehmenswerte Rechnung tragen soll, werden zukunftsgerichtete Daten genutzt (vgl. Petersen et al. 2013, S. 253). Bei diesem Vorgehen wird zunächst die Zinsstrukturkurve aus den kupontragenden Staatsanleihen mittels der Svensson-Methode geschätzt, aus dieser wiederum kann eine Zinsstrukturkurve für spot rates erzeugt werden. Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht die geschätzten und bereits diskretisierten Zinssätze für hypothetische Null-Kupon-Anleihen börsentäglich (vgl. Ballwieser und Hachmeister 2016, S. 91 f.). Gemäß IDW soll ein einheitlicher Basiszinssatz für die gesamte Planungsperiode bestimmt werden, indem der Mittelwert der letzten drei Monate vor dem Bewertungsstichtag gebildet wird (vgl. Ballwieser und Hachmeister 2016, S. 94). Dieser soll anschließend auf 0,25 Prozentpunkte gerundet werden. Aufgrund des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes soll, sobald der Mittelwert der letzten drei Monate einen Wert von 1,0% unterschreitet, eine Rundung auf 0,1 Prozentpunkte vorgenommen werden (vgl. Bysikiewicz und Zwirner 2017). Die risikolose spot rate, die für das Jahr 30 ermittelt wurde, soll auch für die Folgejahre angewendet werden (vgl. Drukarczyk und Schüler 2015, S. 244).

Die durchschnittliche Markttrendite, die als nächste Größe in die Berechnung der Eigenkapitalkosten eingeht, entspricht der erwarteten Rendite des Marktportfolios (vgl. Ballwieser und Hachmeister 2016, S. 102). Sie wird in der Regel am Kapitalmarkt abgelesen, da dort die Eigenkapitalanteile gehandelt werden und sämtliche verfügbaren Informationen bei der Preisbildung berücksichtigt werden (vgl. Becker 1999, S. 122). Das Marktportfolio besteht aus allen Aktien, die in einer Wirtschaft vorhanden sind und eine einheitliche Währung aufweisen. In der Praxis werden zur Annäherung der Rendite des Marktportfolios Aktienindizes genutzt (vgl. Ballwieser und Hachmeister 2016, S. 103). Die Rendite des Marktportfolios kann in Abhängigkeit von dem gewählten Betrachtungszeitraum stark

variieren, daher ist der Auswahl eines angemessenen Zeitraums besondere Beachtung zu schenken (vgl. Brunner 2009, S. 24).

Als dritte Größe hat der Beta-Faktor einen Einfluss auf die Eigenkapitalkosten. Der Beta-Faktor wird, im Gegensatz zu den anderen Bestimmungsgrößen der Eigenkapitalkosten, unternehmensindividuell ermittelt. Der Beta-Faktor stellt das Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des gesamten Marktes dar. Ist der Beta-Faktor kleiner als eins, deutet dies darauf hin, dass das Unternehmen weniger risikoreich als der Gesamtmarkt ist. Folglich besagt ein Beta-Faktor größer als eins, dass das Unternehmen größeren Risiken als der Gesamtmarkt ausgesetzt ist (vgl. Petersen et al. 2013, S. 62). Zur formalen Berechnung des Beta-Faktors wird die Kovarianz der Rendite des Unternehmens zur Marktrendite durch die Varianz der Marktrendite geteilt (vgl. Heesen 2018, S. 218).

Abbildung 7: Formel zur Berechnung des Beta-Faktors

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_w, r_m)}{\sigma_m^2}$$

$\text{Cov}(r_w, r_m)$
 = Kovarianz der Rendite des Wertpapiers w und der Rendite des Marktportfolios
 σ_m^2 = Varianz der Rendite des Marktportfolios

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Heesen (2018), S. 218.

Bei börsennotierten Unternehmen wird zur Berechnung des Beta-Faktors die Kursentwicklung der Aktie mit der Veränderung des Index verglichen. Zusätzlich zum Beta-Faktor sollte ergänzend der Korrelationskoeffizient zwischen den betrachteten Größen berechnet werden, da dieser eine Aussage über die Richtung und die Stärke des linearen Zusammenhangs trifft (vgl. Heesen 2018, S. 217).

Wurden die drei Bestimmungsgrößen risikoloser Zinssatz, durchschnittliche Marktrendite und Beta-Faktor bestimmt, kann eine Berechnung der Eigenkapitalkosten erfolgen. Werden die prognostizierten Cashflows to Equity mit diesem Wert abgezinst, ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals.

4.3.3 Das Multiplikatorverfahren

Das Multiplikatorverfahren ist eine Variante der Marktwertverfahren und wird aufgrund der Nachvollziehbarkeit und der einfachen Handhabung im Rahmen der Unternehmensbewertung vor allem zur Plausibilisierung von Ergebnissen eingesetzt (vgl. Brunner 2009, S. 29). Das Hauptproblem bei der Bewertung mit Multiplikatoren besteht darin, passende Vergleichsunternehmen zu finden. Daher werden an die Auswahl dieser Unternehmen einige Anforderungen gestellt. Die

Unternehmen, die herangezogen werden, sollen ein vergleichbares Geschäftsmodell wie das Bewertungsobjekt aufweisen. Bei der Bewertung von Kreditinstituten dienen bspw. der Zins- und Provisionsüberschuss und das Handelsergebnis im Verhältnis zum Gesamtergebnis als Orientierung. Die zweite Anforderung, die an die Vergleichsunternehmen gestellt wird, ist ein möglichst ähnliches Risikoprofil. Dies soll sicherstellen, dass mit vergleichbaren Ertragsschwankungen der Nettozuflüsse zu rechnen ist. Um dieser Anforderung gerecht zu werden, kann z. B. die regionale Diversifikation betrachtet werden, da dann beide Unternehmen im gleichen Wirtschaftsraum aktiv sind und davon auszugehen ist, dass sie ähnlichen Einflüssen unterliegen. Als dritte Anforderung soll bei Unternehmen, die an der Börse notiert sind und zum Vergleich herangezogen werden, die Börsennotierung angemessen lang sein, als Richtwert sollen hierbei mindestens 60 Monaten gelten (vgl. Brunner 2009, S. 28 f.).

Die Unternehmensbewertung mit dem Multiplikatorverfahren wird stets nach den folgenden Schritten vollzogen:

1. Das zu bewertende Unternehmen wird analysiert.
2. Die Vergleichsunternehmen werden unter Berücksichtigung der zuvor genannten Anforderungen ausgewählt.
3. Der Multiplikator, mit dem das Unternehmen bewertet werden soll, wird ausgewählt und auf Grundlage der Vergleichsunternehmen ermittelt.
4. Der Unternehmenswert des Bewertungsobjektes wird anhand des zuvor ermittelten Multiplikators bestimmt (vgl. Kuhner und Maltry 2017, S. 313 f.).

Abbildung 8: Formel zur Berechnung eines Unternehmenswertes nach dem Multiplikatorverfahren

$$UW_B = X_B \times \frac{UW_V}{X_V}$$

UW_B = Unternehmenswert des Bewertungsobjektes
 UW_V = Unternehmenswert des Vergleichsobjektes
 X_B = bekannte Bezugsgröße des Bewertungsobjektes
 X_V = bekannte Bezugsgröße des Vergleichsobjektes

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Nowak (2003), S. 160.

In der Bewertungspraxis von Banken sind insbesondere Ertragswert- und Substanzwertmultiplikatoren von Bedeutung. Da das Kurs-Gewinn-Verhältnis als Vertreter der Ertragswertmultiplikatoren die Kennziffer ist, die in der Multiplikatorenbewertung am häufigsten zugrunde gelegt wird, soll diese in der vorliegen-

den Arbeit angewendet und kurz beschrieben werden. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) bildet die Bewertung einer Unternehmung auf Grundlage des Gewinns nach Steuern ab (vgl. Brunner 2009, S. 29). Die Berechnung des KGV kann entweder auf Basis einer einzelnen Aktie oder aus Gesamtunternehmenssicht erfolgen. Bei der ersten Variante wird der Aktienkurs durch den Gewinn je Aktie geteilt, die zweite Variante bestimmt das KGV durch die Division der Börsenkaptalisierung durch den Jahresüberschuss (vgl. Drukarczyk und Schüler 2015, S. 429). Um den gesuchten Marktwert des Eigenkapitals abzuleiten, werden zunächst die KGVs der herangezogenen Vergleichsunternehmen (Peer Group) bestimmt. Hierbei sollte unbedingt darauf geachtet werden, dass der zugrunde gelegte Gewinn der Vergleichsunternehmen einheitlich abgegrenzt wird, um Verzerrungen zu vermeiden (vgl. Brunner 2009, S. 30). Um die Werte zu dem benötigten Peer-Group-Multiplikator zu verdichten, stehen unterschiedliche Verfahren zur Auswahl. Die Verdichtung kann alternativ über den ungewichteten Durchschnitt (nicht durch die Größe der Vergleichsunternehmen aber durch Ausreißer beeinflusst), den gewichteten Durchschnitt (durch die Größe der Vergleichsunternehmen und Ausreißer beeinflusst), den Median (weniger durch Ausreißer beeinflusst) oder das harmonische Mittel (bei dem KGV-Multiplikator konzeptionell vorzuziehen, da der Kehrwert dem Kapitalkostensatz entspricht) erfolgen (vgl. Drukarczyk und Schüler 2015, S. 439). Anschließend wird das so ermittelte KGV ins Verhältnis zu dem Jahresüberschuss des Bewertungsobjektes gesetzt und so der Marktwert des Eigenkapitals berechnet. Aufgrund des beschränkten Aussagegehaltes von Vergangenheitsdaten wird zur Ermittlung des KGVs meist der erwartete Jahresüberschuss genutzt. Dieser erklärt die aktuelle Marktkaptalisierung, da er die Erwartung über die zukünftige Entwicklung des Bewertungsobjektes widerspiegelt (vgl. Brunner 2009, S. 30).

5. Bewertung der Deutschen Bank AG und der Commerzbank AG vor einer potenziellen Fusion

5.1 Bewertung nach dem Equity-Ansatz

5.1.1 Allgemeine Überlegungen

Wie in Abschnitt 4.3 aufgeführt, werden für die Bestimmung des Unternehmenswertes nach dem Equity-Ansatz die Eigenkapitalkosten und die Cashflows to Equity benötigt. Für die Bestimmung der Eigenkapitalkosten sollen zunächst die Rendite des Marktportfolios, der risikolose Zins und die jeweiligen Beta-Faktoren berechnet werden. Als Bewertungsstichtag soll der 31.12.2018 gelten.

Als Marktportfolio und zur Berechnung der Beta-Faktoren soll der Aktienindex DAX herangezogen werden. Die Aktie der Deutschen Bank AG ist aktuell im DAX enthalten (vgl. finanzen.net 2019a), die Aktie der Commerzbank ist im September 2018 aus dem DAX ausgeschieden und nun im MDAX gelistet (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 18), hier soll aber der DAX ebenfalls als Vergleichswert herangezogen werden, da im Falle einer Fusion das entstehende Unternehmen voraussichtlich ebenfalls wieder im DAX notiert wäre.

Für die Berechnung der Rendite des Marktportfolios r_M soll ein Zeitraum von 10 Jahren betrachtet werden, um kurzfristige Schwankungen zu glätten. Der Schlussstand des DAX betrug zum 31.12.2018 10.558,96 Punkte, am 01.01.2009 waren es 4.810,2 Punkte. Die Rendite des Marktportfolios ergibt sich daher zu:

$$r_M = \sqrt[10]{\frac{10.558,96}{4.810,2}} - 1 = 8,18 \%$$

Für die Berechnung der Beta-Faktoren werden die Schlusskurse des DAX und der Aktien der Deutschen Bank AG und der Commerzbank AG auf Tagesbasis für den Zeitraum vom 01.01.2009 bis zum 31.12.2018 zugrunde gelegt.

Die Beta-Faktoren ergeben sich folglich zu:

$$\beta_{\text{Deutsche Bank}} = \frac{\text{Cov}(r_{\text{Deutsche Bank}}, r_{\text{DAX}})}{\sigma_{\text{DAX}}^2} = \frac{2,455}{1,644} = 1,493$$

$$\beta_{\text{Commerzbank}} = \frac{\text{Cov}(r_{\text{Commerzbank}}, r_{\text{DAX}})}{\sigma_{\text{DAX}}^2} = \frac{2,339}{1,644} = 1,423$$

Zusätzlich bestimmen sich die Korrelationskoeffizienten zwischen den Renditen der Aktien der Unternehmen und der Rendite des DAX wie folgt:

$$r(r_{\text{Deutsche Bank}}, r_{\text{DAX}}) = \frac{\text{Cov}(r_{\text{Deutsche Bank}}, r_{\text{DAX}})}{\sigma_{\text{Deutsche Bank}} \times \sigma_{\text{DAX}}} = \frac{2,455}{2,564 \times 1,282} = 0,747$$

$$r(r_{\text{Commerzbank}}, r_{\text{DAX}}) = \frac{\text{Cov}(r_{\text{Commerzbank}}, r_{\text{DAX}})}{\sigma_{\text{Commerzbank}} \times \sigma_{\text{DAX}}} = \frac{2,339}{3,031 \times 1,282} = 0,602$$

Es ist also zwischen der Rendite des DAX und den Renditen der Aktien der Deutschen Bank sowie der Commerzbank ein linearer Zusammenhang erkennbar, der zwischen DAX und Deutscher Bank stärker ausgeprägt ist. Beide Beta-Faktoren weisen einen Wert größer als eins auf, die Renditen der Unternehmen schwanken also stärker als die Rendite des DAX.

Tabelle 1: Von der Deutschen Bundesbank nach der Svensson-Methode geschätzte Renditen für hypothetische Null-Kupon-Anleihen mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren

Datum	Rendite in %	Datum	Rendite in %	Datum	Rendite in %
01.10.2018	1,19	31.10.2018	1,12	28.11.2018	1,09
02.10.2018	1,13	01.11.2018	1,13	29.11.2018	1,09
04.10.2018	1,21	02.11.2018	1,14	30.11.2018	1,08
05.10.2018	1,22	05.11.2018	1,15	03.12.2018	1,09
08.10.2018	1,21	06.11.2018	1,14	04.12.2018	1,04
09.10.2018	1,27	07.11.2018	1,13	05.12.2018	0,99
10.10.2018	1,24	08.11.2018	1,16	06.12.2018	0,96
11.10.2018	1,19	09.11.2018	1,14	07.12.2018	0,97
12.10.2018	1,22	12.11.2018	1,11	10.12.2018	0,95
15.10.2018	1,18	13.11.2018	1,11	11.12.2018	0,93
16.10.2018	1,21	14.11.2018	1,13	12.12.2018	0,91
17.10.2018	1,18	15.11.2018	1,11	13.12.2018	0,92
18.10.2018	1,18	16.11.2018	1,13	14.12.2018	0,96
19.10.2018	1,12	19.11.2018	1,14	17.12.2018	0,97
22.10.2018	1,16	20.11.2018	1,11	18.12.2018	0,95
23.10.2018	1,12	21.11.2018	1,13	19.12.2018	0,94
24.10.2018	1,09	22.11.2018	1,11	20.12.2018	0,93
25.10.2018	1,09	23.11.2018	1,11	21.12.2018	0,93
26.10.2018	1,08	26.11.2018	1,11	27.12.2018	0,93
29.10.2018	1,08	27.11.2018	1,11	28.12.2018	0,95
30.10.2018	1,12				

Quelle: Eigene Darstellung.

Zur Berechnung des risikolosen Zinssatzes werden, wie vom IDW vorgeschlagen und in Abschnitt 4.3 erwähnt, die von der Deutschen Bundesbank nach der Svensson-Methode geschätzten Renditen für hypothetische Null-Kupon-Anleihen verwendet. Diese werden für die letzten drei Monate vor dem Bewertungsstichtag ermittelt. (vgl. Tabelle 1)

Als Mittelwert ergibt sich daraus ein Wert von 1,09 %, gerundet auf 0,1 Prozentpunkte beläuft sich der risikolose Zinssatz r_f also auf 1,1 %. Für die Phase der ewigen Rente sollen die Werte aus dem letzten Planungsjahr fortgeschrieben werden.

5.1.2 Bewertung der Deutschen Bank AG

Zunächst sollen die Eigenkapitalkosten bestimmt werden. Nach dem CAPM ergeben sie sich wie folgt:

$$r_{EK} = r_f + \beta_{Deutsche\ Bank} \times (r_m - r_f) = 1,1 \% + 1,493 \times (8,18 \% - 1,1 \%) = 11,67 \%$$

Zur Bestimmung der Cashflows to Equity wurde die Gewinn- und Verlustrechnung zunächst um außerordentliche Posten bereinigt. Die vorgenommenen Bereinigungen können Tabelle 2 entnommen werden.

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, ein Erkenntnis darüber zu gewinnen, ob der Unternehmenswert des Kreditinstitutes, das aus der Fusion von Deutscher Bank AG und Commerzbank AG entstehen würde, die Summe der Werte der einzelnen Unternehmen übersteigt. Da daher die Veränderung der Cashflows im Rahmen einer Fusion im Vordergrund steht, soll auf die Annahmen, die zur Schätzung der Plan-Bilanzen und Plan-GuVs getroffen werden, nachfolgend nur übersichtsartig eingegangen werden.

Für die Forderungen aus dem Kreditgeschäft soll pauschal ein Wachstum von 3% pro Jahr unterstellt werden, da die Deutsche Bank AG laut eigener Aussage anstrebt, „den Umsatzanteil aus wiederkehrenden Quellen mit geringer Ertragsvolatilität zu erhöhen“ (Deutsche Bank AG 2019b, S. XIX). Entsprechend des erhöhten Kreditvolumens wird angenommen, dass sowohl die Risikovorsorge im Kreditgeschäft als auch die Zinserträge hieraus steigen.

Tabelle 2: Bereinigungen der Gewinn- und Verlustrechnungen der Deutschen Bank AG für die Jahre 2014 – 2018

Jahr	GuV-Position	Betrag	Begründung
2014	Sonstiger Aufwand	0,4 Mrd. €	Rückzahlung Kreditbearbeitungsgebühr (vgl. Deutsche Bank AG 2015, S. 34)
2015	Sonstiger Aufwand	3,6 Mrd. €	Aufwendungen für Rechtsstreitigkeiten (vgl. Deutsche Bank AG 2016, S. 50)
2015	Wertminderungen auf Geschäfts- oder Firmenwert und sonstige immaterielle Vermögenswerte	4,8 Mrd. €	Einmaliger Aufwand für Wertminderungen in Folge gestiegener höherer aufsichtsrechtlicher Kapitalanforderungen (vgl. Deutsche Bank AG 2016, S. 50)
2016	Sonstiger Aufwand	2,4 Mrd. €	Aufwendungen für Rechtsstreitigkeiten (vgl. Deutsche Bank AG 2017, S. 58)
2016	Wertminderungen auf Geschäfts- oder Firmenwert und sonstige immaterielle Vermögenswerte	1,0 Mrd. €	Negativer Effekt im Zusammenhang mit dem Verkauf der Abbey Life (vgl. Deutsche Bank AG 2017, S. 59)
2016	Übrige Sonstige Erträge	0,62 Mrd. €	Verkauf der Beteiligung an der Hua Xia Bank Co. Ltd. (vgl. Deutsche Bank AG 2017, S. 94)
2017	Ertragsteueraufwand	1,4 Mrd. €	Einmaliger Steueraufwand infolge der U.S. Steuerreform (vgl. Deutsche Bank AG 2018, S. 19)

Quelle: Eigene Darstellung.

Für die Positionen des Handelsbestandes (Aktiv und Passiv) wird ein Anstieg von 2% pro Jahr angenommen, da die Deutsche Bank AG auch in den marktsensitiven Geschäftsfeldern wachsen möchte (vgl. Deutsche Bank AG 2019b, S. 40) und Liquiditätsüberschüsse in höherverzinsliche Aktiva umgeschichtet werden sollen (vgl. Deutsche Bank AG 2019b, S. 41). Zinserträge und –aufwendungen aus diesen Positionen sollen entsprechend auch steigen. Da in der Vergangenheit kein Zusammenhang zwischen der Höhe der Handelsaktiva und –passiva und dem Handelsergebnis erkennbar war, soll hier der Durchschnittswert der letzten fünf Jahre für die Prognose angenommen werden.

Da das geplante Wachstum auf der Aktivseite refinanziert werden muss, soll für die langfristigen Verbindlichkeiten ein Anstieg unterstellt werden. Im Einlagenbereich wird ebenfalls ein Anstieg angenommen, da mit hohen Mittelzuflüssen gerechnet wird (vgl. Deutsche Bank AG 2019b, S. 42).

Die Forderungen aus übertragenen Zentralbankeinlagen, Wertpapierpensionsgeschäften und Wertpapierleihen sowie die Einlagen bei Kreditinstituten wurden

in den letzten Jahren zur Bilanzoptimierung gezielt abgebaut, hier soll ein weiterer Rückgang unterstellt werden (vgl. Deutsche Bank AG 2019b, S. 33).

Da die sonstigen Aktiva und Passiva in den letzten fünf Jahren ebenfalls kontinuierlich abgebaut wurden, soll hier von einem weiteren Rückgang ausgegangen werden.

Positionen, bei denen in den vorangegangenen Jahren kein klarer Trend erkennbar war, werden mit ihren Durchschnittswerten fortgeschrieben. Dies betrifft laufende und latente Steuerforderungen und –verbindlichkeiten sowie nach der Equitymethode bilanzierte Beteiligungen.

Für die Prognose der Personalkosten wird angenommen, dass das Ziel, bis Ende 2019 weniger als 90.000 Mitarbeiter zu beschäftigen, erreicht wird (vgl. Deutsche Bank AG 2019b, S. XX). Die Personalkosten reduzieren sich entsprechend, Abfindungszahlungen wurden unter dem Posten Restrukturierungsaufwand berücksichtigt. Nach Erreichen des Personalzieles Ende 2019 soll von einem geringen Personalrückgang ausgegangen werden.

Für den Provisionsüberschuss wird unterstellt, dass sich der Rückgang, der in den vorangegangenen fünf Jahren erkennbar ist, weiter fortsetzt. Die Positionen des Sachaufwands sollen entsprechend der Entwicklung der Vorjahre fortgeschrieben werden. Zur Berechnung des Jahresüberschusses wird eine normalisierte Steuerquote von 31,3 % unterstellt (vgl. Deutsche Bank AG 2019b, S. 40).

Die gemäß diesen Annahmen geschätzten Plan-Bilanzen und Plan-GuVs für die kommenden fünf Jahre können den Anlagen 5 und 6 entnommen werden.

Die Cashflows to Equity ergeben sich gemäß des in Abschnitt 4.3 vorgestellten Schemas zu:

Tabelle 3: Plan-Cashflows to Equity der Deutschen Bank AG für die Jahre 2019 – 2023

Deutsche Bank AG		in Mio. €					
Jahr		2019	2020	2021	2022	2023	
Gewinn- und Verlustrechnung	Zinsergebnis	14.007	14.478	14.951	15.425	15.901	
	Provisionsergebnis	9.382	8.772	8.206	7.681	7.194	
	Handelsergebnis	2.028	2.028	2.028	2.028	2.028	
	Sonstige Zahlungsströme	-Personalkosten	- 11.525	- 11.500	- 11.474	- 11.448	- 11.423
		-Sachkosten	- 11.125	- 11.013	- 10.944	- 10.914	- 10.918
		-Restrukturierungsaufwendungen	- 445	- 57	- 57	- 57	- 57
-Unternehmenssteuern		- 675	- 807	- 816	- 825	- 833	
Bilanz	Handelsbestand	- 3.199	- 3.260	- 3.322	- 3.386	- 3.451	
	Kreditgeschäft	- 12.009	- 12.369	- 12.740	- 13.122	- 13.516	
	Einlagengeschäft	14.249	14.199	14.486	15.051	15.857	
	Emissionsgeschäft	2.863	3.687	4.621	5.682	6.888	
	Sonstige, per Saldo	- 5.330	- 4.653	- 4.058	- 3.535	- 3.075	
=Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit		- 1.780	- 494	881	2.581	4.594	
Investitionstätigkeit	Finanzanlagebestand	2.195	2.162	2.067	1.975	1.888	
	Sachanlagevermögen	107	103	98	94	90	
	Sonstiges Anlage-/Umlaufvermögen	- 312	323	334	345	357	
Finanzierungstätigkeit	Nachrangkapital	449	514	577	641	706	
	Sonstige Passivposten	- 784	- 590	- 444	- 334	- 251	
=Cashflow aus Investitions- und Finanzierungstätigkeit		1.655	2.512	2.632	2.721	2.790	
- Gewinnthesaurierungen		- 1.082	- 1.294	- 1.309	- 1.323	- 1.336	
= Free Cashflow to Equity		- 1.206	724	2.205	3.980	6.048	

Quelle: Eigene Darstellung.

Der Marktwert des Eigenkapitals der Deutschen Bank AG kann nun durch Abzinsung der FTEs mit den Eigenkapitalkosten berechnet werden.

$$\begin{aligned}
 MW_{EK} = & \frac{-1.206}{(1 + 0,1167)^1} + \frac{724}{(1 + 0,1167)^2} + \frac{2.205}{(1 + 0,1167)^3} + \frac{3.980}{(1 + 0,1167)^4} \\
 & + \frac{6.048}{(1 + 0,1167)^5} + \frac{6.048}{0,1167 \times (1 + 0,1167)^5} = 36.967 \text{ Mio. €}
 \end{aligned}$$

5.1.3 Bewertung der Commerzbank AG

Zunächst erfolgt wieder die Bestimmung des für Abzinsung benötigten Eigenkapitalkostensatzes:

$$r_{EK} = r_f + \beta_{Commerzbank} \times (r_m - r_f) = 1,1 \% + 1,423 \times (8,18 \% - 1,1 \%) = 11,17 \%$$

Für die Commerzbank AG wurde zunächst ebenfalls eine Bereinigung der Gewinn- und Verlustrechnungen um außerordentliche Posten durchgeführt. Diese sind in Tabelle 4 aufgeführt.

Tabelle 4: Bereinigungen der Gewinn- und Verlustrechnungen der Commerzbank AG für die Jahre 2014 – 2018

Jahr	GuV-Position	Betrag	Begründung
2014	Sonstiges Ergebnis	818 Mio. €	Rückstellungen für Prozess- und Regressrisiken (vgl. Commerzbank AG 2015, S. 64)
2016	Übriges Ergebnis aus Finanzinstrumenten	123 Mio. €	Sondereffekt aus der Veräußerung von Visa Europe Limited (vgl. Commerzbank AG 2017, S. 57)
2016	Übriges Ergebnis aus Finanzinstrumenten	141 Mio. €	Wertaufholung der HETA Asset Resolution AG (vgl. Commerzbank AG 2017, S. 57)
2016	Sonstiges Ergebnis	227 Mio. €	Positiver Einmaleffekt aus der Veräußerung von Immobilien (vgl. Commerzbank AG 2017, S. 57)
2017	Übriges Ergebnis aus Finanzinstrumenten	89 Mio. €	Veräußerungsgewinn aus dem Verkauf des Zahlungsdienstleisters Concardis (vgl. Commerzbank AG 2018, S. 62)
2017	Sonstiges Ergebnis	176 Mio. €	Einmaleffekt aus der Übernahme eines Rankreditportfolios (vgl. Commerzbank AG 2018, S. 62)

Quelle: Eigene Darstellung.

Auch für die Commerzbank AG sollen zunächst kurz die Annahmen beschrieben werden, unter denen die Plan-Bilanzen und Plan-GuVs geschätzt wurden. Für die Finanziellen Vermögenswerte - Amortised Cost wird im Bereich Darlehen und Forderungen ein pauschales Wachstum von 1% pro Jahr zugrunde gelegt, da die Commerzbank AG hier von einer Ausweitung des Kreditvolumens ausgeht (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 103). Auch die verbrieften Schuldinstrumente sollen gemäß des Trends des letzten Jahres weiter moderat wachsen.

Für die Finanziellen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten – Held for Trading soll nach einem starken Abbau in den vergangenen fünf Jahren wieder mit einem leichten Anstieg gerechnet werden. Den Finanziellen Verbindlichkeiten – Amortised Cost liegt ebenfalls eine Wachstumsannahme zugrunde, da hier ein Zuwachs durch die Commerzbank AG angestrebt wird und im letzten Jahr bereits erkennbar war (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 103).

Den Finanziellen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten – Fair Value Option wird unterstellt, dass das im vorangegangenen Jahr erfolgte Wachstum fortgesetzt wird, jedoch um einiges moderater, da die Commerzbank AG hier einen risikoorientierten Ansatz verfolgt (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 104).

Für die sonstigen Aktiva und Passiva soll unterstellt werden, dass diese weitestgehend konstant bleiben. Die Erhöhung des Eigenkapitals resultiert aus erhaltenen Gewinnen, die der Stärkung der Kapitalbasis dienen sollen (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 106).

Für die Prognose der Personalkosten wird die in der Strategie „Commerzbank 4.0“ genannte Zahl zum Personalabbau zugrunde gelegt. Da davon ausgegangen wird, dass bis 2020 netto 7.300 Stellen abgebaut werden (vgl. Commerzbank AG 2016, S. 18), soll in den Jahren 2019 und 2020 mit einer Reduzierung des Personals um rund 1.200 Mitarbeitern pro Jahr gerechnet werden.

Größen, die in den letzten Jahren keinen klaren Trend gezeigt haben, werden auch hier mit ihren Durchschnittswerten der letzten fünf Jahre angesetzt. Zur Berechnung des Jahresüberschusses wird ein Steuersatz von 31,5 % zugrunde gelegt (vgl. Commerzbank AG 2019b, S. 187).

Da die Commerzbank AG in ihren Geschäftsberichten keine gesonderten Angaben über die Höhe der nachrangigen Verbindlichkeiten macht, werden diese in der Cashflow-Rechnung nicht gesondert ausgewiesen.

Die geschätzten Plan-Bilanzen und Plan-GuVs können den Anlagen 7 und 8 entnommen werden. Die Cashflows to Equity ergeben sich gemäß des in Abschnitt 4.3 vorgestellten Schemas zu:

Tabelle 5: Plan-Cashflows to Equity der Commerzbank AG für die Jahre 2019 – 2023

Commerzbank AG		in Mio. €					
Jahr		2019	2020	2021	2022	2023	
Gewinn- und Verlustrechnung	Zinsergebnis	4.855	4.960	5.086	5.235	5.410	
	Provisionsergebnis	3.127	3.143	3.166	3.195	3.230	
	Handelsergebnis	282	218	168	129	100	
	Sonstige Zahlungsströme	-Personalkosten	- 3.347	- 3.253	- 3.253	- 3.253	- 3.253
		-Sachkosten	- 2.911	- 2.940	- 2.941	- 2.972	- 3.004
		-Restrukturierungsaufwendungen	- 82	- 82	-	-	-
-Unternehmenssteuern		- 391	- 427	- 482	- 514	- 560	
Bilanz	Handelsbestand	- 2.366	- 2.885	- 2.820	- 2.785	- 2.770	
	Kreditgeschäft	- 3.981	- 2.927	- 3.127	- 3.329	- 3.533	
	Einlagengeschäft	3.807	3.856	3.905	3.956	4.007	
	Emissionsgeschäft	2.454	2.361	2.478	2.600	2.729	
	Sonstige, per Saldo	14	28	55	75	91	
=Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit		1.461	2.052	2.235	2.337	2.447	
Investitionstätigkeit	Finanzanlagebestand	542	15	10	6	4	
	Sachanlagevermögen	51	50	48	46	45	
	Sonstiges Anlage-/Umlaufvermögen	- 46	-	-	-	-	
Finanzierungstätigkeit	Nachrangkapital	nicht gesondert ausgewiesen					
	Sonstige Passivposten						
=Cashflow aus Investitions- und Finanzierungstätigkeit		547	65	58	53	49	
- Gewinnthesaurierungen		- 631	- 689	- 777	- 830	- 904	
= Free Cashflow to Equity		1.377	1.428	1.516	1.560	1.592	

Quelle: Eigene Darstellung.

Der Marktwert des Eigenkapitals der Commerzbank AG kann nun durch Abzinsung der FTEs mit den Eigenkapitalkosten berechnet werden.

$$MW_{EK} = \frac{1.377}{(1 + 0,1117)^1} + \frac{1.428}{(1 + 0,1117)^2} + \frac{1.516}{(1 + 0,1117)^3} + \frac{1.560}{(1 + 0,1117)^4} + \frac{1.592}{(1 + 0,1117)^5} + \frac{1.592}{0,1117 \times (1 + 0,1117)^5} = 13.850 \text{ Mio. €}$$

5.2 Bewertung nach dem Multiplikatorverfahren

Für die Bewertung der Unternehmen mit dem Multiplikatorverfahren soll als Multiplikator das Kurs-Gewinn-Verhältnis dienen. Zunächst muss die Peer Group, die Gruppe der Vergleichsunternehmen, bestimmt werden. Da sowohl die Deutsche Bank AG als auch die Commerzbank AG einen Großteil ihrer Geschäfte in Europa abwickelt und dadurch insbesondere den Regelungen der EZB unterliegt, sollen zum Vergleich ausschließlich europäische Banken herangezogen werden. Als potenzielle Vergleichsunternehmen werden daher zunächst die Banken betrachtet, die im STOXX® Europe 600 Banks enthalten sind (vgl. STOXX Ltd. 2019). Um die Auswahl weiter einzugrenzen, werden für die Banken die Größen Bilanzsumme, Eigenkapital, Gewinn nach Steuern und KGV bestimmt. Für die Institute, die nicht in Euro berichten, werden die Werte mit den Schlusskursen des Bewertungsstichtages (31.12.2018) in Euro umgerechnet. Anschließend werden die Institute nach ihrer Bilanzsumme sortiert. Das Resultat dieses Vorgehens ist in Anlage 9 zu sehen.

Tabelle 6: Ausgewählte Peer Group für die Deutschen Bank AG

in Mio. €	Bilanzsumme	Eigenkapital	Ergebnis n. St.	KGV	EK-Rendite
UniCredit	831.469	55.841	4.095	57,8	7,33%
UBS Group	850.705	46.976	4.013	13,2	8,54%
Lloyds Banking Group	885.236	55.411	4.883	9,5	8,81%
ING Groep	887.030	50.932	4.811	7,8	9,45%
Barclays	1.130.000	62.556	2.372	16,1	3,79%
Société Générale	1.310.000	61.026	4.556	6,6	7,47%
Deutsche Bank	1.350.000	67.169	341		0,51%
Banco Santander	1.460.000	107.361	9.315	8,8	8,68%
Crédit Agricole	1.620.000	58.811	5.030	6,8	8,55%
BNP Paribas	1.960.000	107.209	8.207	10,3	7,66%
HSBC Holdings	2.232.688	162.439	13.104	10,3	8,07%

Quelle: Eigene Darstellung.

Tabelle 7: Ausgewählte Peer Group für die Commerzbank AG

in Mio. €	Bilanzsumme	Eigenkapital	Ergebnis n. St.	KGV	EK-Rendite
Skandinaviska Enskilda Banken	250.881	14.525	2.258	8,1	15,55%
DNB ASA	265.434	22.604	2.451	9,5	10,84%
KBC Groep	283.808	19.633	2.570	9,5	13,09%
Svenska Handelsbanken A	290.905	13.886	1.694	11	12,20%
ABN AMRO Group N.V.	381.295	21.358	2.325	8,7	10,89%
CaixaBank	386.186	24.058	1.720	9,9	7,15%
Commerzbank	462.369	28.211	978		3,47%
Danske Bank AS	479.481	19.953	1.967	7,8	9,86%
Nordea Bank ABP	551.408	32.895	3.081	11	9,37%
Standard Chartered	600.699	43.676	967	32,6	2,21%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	676.689	47.110	6.151	6,1	13,06%
Credit Suisse Group	682.450	38.983	1.785	13,5	4,58%

Quelle: Eigene Darstellung.

Als Vergleichsunternehmen sollen nun die Banken herangezogen werden, die sich in derselben Größenordnung wie die zu bewertenden Institute befinden. Für die Deutsche Bank sollen daher alle Unternehmen herangezogen werden, die eine Bilanzsumme größer als 800.000 Mio. € aufweisen. Die Commerzbank AG soll mit den Instituten verglichen werden, deren Bilanzsummen zwischen 700.000 und 250.000 Mio. € liegen.

Bereits hier zeigt sich die große Schwäche des Multiplikatorverfahrens. Betrachtet man die Eigenkapitalrenditen der Vergleichsinstitute und der Banken, die bewertet werden sollen, so zeigen sich große Unterschiede insbesondere zwischen der Deutschen Bank und ihrer Peer Group, da die Eigenkapitalrendite der Deutschen Bank deutlich unter den Vergleichswerten liegt. Auch bei der Commerzbank sind hier klare Abweichungen festzustellen. Dies deutet darauf hin, dass die Vergleichsunternehmen, obwohl sie Universalbanken wie die Deutsche Bank und die Commerzbank sind, andere Geschäftsschwerpunkte setzen bzw. andere Risikoprofile aufweisen. Aus Ermangelung an anderen Vergleichsunternehmen soll nichtsdestotrotz mit den ausgewählten Instituten fortgefahren werden.

Um den Marktwert des Eigenkapitals über das Multiplikatorverfahren zu bestimmen, müssen zunächst die KGVs der Peer Groups ermittelt werden. Hierzu soll das harmonische Mittel genutzt werden. Die einzelnen Peer-Group-KGVs ergeben sich demnach zu:

$$KGV_{Peer\ Group\ Deutsche\ Bank} = 10,05$$

$$KGV_{Peer\ Group\ Commerzbank} = 9,75$$

Um den Marktwert des Eigenkapitals für die Deutsche Bank und die Commerzbank zu erhalten, werden die ermittelten KGVs mit den erwarteten Gewinnen multipliziert. Hier sollen die Gewinne des jeweils letzten Jahres der Prognosen der Gewinn- und Verlustrechnungen zugrunde gelegt werden. Demnach ergeben sich die Marktwerte des Eigenkapitals zu:

$$MW_{EK,Deutsche\ Bank} = 10,05 \times 1.829 \text{ Mio. €} = 18.380 \text{ Mio. €}$$

$$MW_{EK,Commerzbank} = 9,75 \times 1.347 \text{ Mio. €} = 13.132 \text{ Mio. €}$$

6. Szenarien einer potenziellen Fusion

6.1 Allgemeine Überlegungen

Nachdem im vorangegangenen Kapitel die Unternehmenswerte für die Deutsche Bank AG und die Commerzbank AG ermittelt wurden, soll nun geprüft werden, ob eine Fusion beider Unternehmen sinnvoll ist. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht kann die Prüfung der Sinnhaftigkeit wie folgt zusammengefasst werden: Eine Fusion der beiden Gesellschaften ist dann sinnvoll, wenn der Unternehmenswert der Gesellschaft, die durch die Fusion entstehen würde, größer ist, als die Summe der Unternehmenswerte der bislang unverbundenen Teilgesellschaften (vgl. Grünert 2007, S. 35). Dieser Zusammenhang kann mit der in Abbildung 10 aufgeführten Formel noch einmal verdeutlicht werden. Eine Darstellung des Zusammenhangs für den vorliegenden Fall, dass die untersuchten Unternehmen mit dem Equity-Ansatz bewertet werden, ist ebenfalls aufgeführt.

Abbildung 9: Formel zur Bewertung der Vorteilhaftigkeit einer Fusion im Equity-Ansatz

$$\text{Unternehmenswert}_{AB} > \text{Unternehmenswert}_A + \text{Unternehmenswert}_B$$

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTE(AB)_t}{(1+r(AB))^t} > \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTE(A)_t}{(1+r(A))^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTE(B)_t}{(1+r(B))^t}$$

$FTE(A)_t, FTE(B)_t, FTE(AB)_t$
 = Erwartete Flows to Equity der Unternehmen A bzw. B bzw. des verbundenen Unternehmens AB
 $r(A), r(B), r(AB)$
 = Eigenkapitalkosten des Unternehmens A bzw. B bzw. des verbundenen Unternehmens AB

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Grünert (2007), S. 36.

Die für die Einzelbewertung beider Fusionspartner prognostizierten Plan-Bilanzen und Plan-GuVs sollen auch für die Bewertung des fusionierten Unternehmens verwendet und entsprechend der Annahmen, die getroffen werden, modifiziert werden.

Bei der Bewertung des fusionierten Unternehmens soll insbesondere die Wirkung von Synergien, Dyssynergien und Integrationskosten untersucht werden. Da die erreichbaren Synergieeffekte insbesondere von der Integration des Kaufobjektes in den Geschäftsbetrieb des Käufers bestimmt werden (Vgl. Becker 1999, S. 162), sollen sich die beiden Szenarien, für die eine Unternehmensbewertung

vorgenommen wird, im Ausmaß der Integration unterscheiden. Im ersten Szenario soll davon ausgegangen werden, dass die Commerzbank AG von der Deutschen Bank AG gekauft wird, eine weitere Integration aber nicht stattfindet und daher keine Synergieeffekte entstehen, aber auch keine Integrationskosten anfallen. Im zweiten Szenario hingegen soll eine vollständige Integration der Commerzbank AG in die Deutsche Bank AG angenommen werden, um potenzielle Synergieeffekte und Integrationskosten zu identifizieren und zu quantifizieren.

6.2 *Szenario 1*

6.2.1 Bewertung nach dem Equity-Ansatz

Um eine Bewertung des fusionierten Unternehmens vorzunehmen, werden zunächst die Plan-Bilanzen und Plan-GuVs, die für die Einzelbewertungen geschätzt wurden, zusammengeführt. Hierfür werden die Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen der Commerzbank AG in die Deutsche Bank integriert. Für den Kauf der Commerzbank durch die Deutsche Bank wird in der Berechnung der FTEs zusätzlich ein Kaufpreis von 8,5 Mrd. € pauschal berücksichtigt. Dies entspricht der Marktkapitalisierung zum 31.12.2018 plus einem Aufschlag von rund 20 %. Die für das Szenario 1 zugrunde gelegten Bilanzen und GuVs können den Anlagen 10 und 11 entnommen werden. Da in diesem Szenario die Commerzbank nicht weiter in die Deutsche Bank integriert wird, sind keine weiteren Anpassungen der Daten notwendig. Die Cashflows to Equity ergeben sich nach dem bereits bekannten Schema zu:

Tabelle 8: Plan-Cashflows to Equity Szenario 1 für die Jahre 2019 – 2023

Szenario 1		in Mio. €					
Jahr		2019	2020	2021	2022	2023	
Gewinn- und Verlust- rechnung	Zinsergebnis	18.862	19.438	20.037	20.660	21.311	
	Provisionsergebnis	12.508	11.915	11.372	10.876	10.424	
	Handelsergebnis	2.310	2.246	2.196	2.157	2.128	
	Sonstige Zahlungsströme	-Personalkosten	- 14.872	- 14.753	- 14.727	- 14.701	- 14.676
		-Sachkosten	- 14.698	- 14.611	- 14.538	- 14.535	- 14.568
		-Restrukturierungsaufwendungen	- 445	- 57	- 57	- 57	- 57
-Unternehmenssteuern		- 1.063	- 1.231	- 1.295	- 1.336	- 1.390	
Bilanz	Handelsbestand	- 4.054	- 3.797	- 3.857	- 3.955	- 4.080	
	Kreditgeschäft	- 16.562	- 17.083	- 17.624	- 18.186	- 18.770	
	Einlagengeschäft	17.520	17.507	17.830	18.431	19.273	
	Emissionsgeschäft	4.917	5.836	6.873	8.046	9.373	
	Sonstige, per Saldo	- 5.344	- 4.577	- 3.951	- 3.403	- 2.922	
=Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit		- 921	834	2.259	3.998	6.047	
Investitions- tätigkeit	Finanzanlagebestand	3.840	3.728	3.557	3.394	3.239	
	Sachanlagevermögen	159	152	146	140	134	
	Sonstiges Anlage-/Umlaufvermögen	- 358	- 323	- 334	- 345	- 357	
Finanzierungs- tätigkeit	Nachrangkapital	645	726	803	877	950	
	Sonstige Passivposten	- 784	- 590	- 444	- 334	- 251	
=Cashflow aus Investitions- und Finanzierungstätigkeit		3.502	3.694	3.729	3.732	3.714	
- Gewinnthesaurierungen		- 1.713	- 1.982	- 2.086	- 2.152	- 2.240	
- Kaufpreis		- 8.500	-	-	-	-	
= Free Cashflow to Equity		- 7.631	2.546	3.902	5.578	7.521	

Quelle: Eigene Darstellung.

Um nun die Gesamtbewertung vorzunehmen, muss der Eigenkapitalkostensatz des entstehenden Unternehmens, der das Risiko beider Institute berücksichtigt, bestimmt werden (vgl. Becker 1999, S. 261). Hierfür wird zunächst ein gewichteter Beta-Faktor ermittelt, der die Marktkapitalisierungen beider Unternehmen am Bewertungsstichtag berücksichtigt. Die Marktkapitalisierung der Deutschen Bank AG betrug zum 31.12.2018 14.405.408.723 €, die der Commerzbank AG 7.238.627.125 €. Der Beta-Faktor ergibt sich zu:

$$\beta_{\text{gewichtet}} = \frac{1,493 \times 14.405.408.723 \text{ €} + 1,423 \times 7.238.627.125 \text{ €}}{14.405.408.723 \text{ €} + 7.238.627.125 \text{ €}} = 1,470$$

Unter sonst gleichen Annahmen ergeben sich die Eigenkapitalkosten des Gesamtunternehmens zu:

$$r_{EK, \text{gesamt}} = r_f + \beta_{\text{gewichtet}} \times (r_m - r_f) = 1,1 \% + 1,470 \times (8,18 \% - 1,1 \%) = 11,51 \%$$

Der Marktwert des Eigenkapitals kann nun bestimmt werden:

$$\begin{aligned}
 MW_{EK, \text{Szenario 1}} &= \frac{-7.631}{(1 + 0,1151)^1} + \frac{2.546}{(1 + 0,1151)^2} + \frac{3.902}{(1 + 0,1151)^3} + \frac{5.578}{(1 + 0,1151)^4} \\
 &+ \frac{7.521}{(1 + 0,1151)^5} + \frac{7.521}{0,1151 \times (1 + 0,1151)^5} = 43.888 \text{ Mio. €}
 \end{aligned}$$

6.2.2 Bewertung nach dem Multiplikatorverfahren

Um das fusionierte Unternehmen mit dem Multiplikatorverfahren zu bewerten, soll, aufgrund der Größe des entstehenden Instituts, das in Abschnitt 5.2 bestimmte Peer-Group-KGV der Deutschen Bank herangezogen werden. Dieses soll wiederum mit dem prognostizierten Gewinn des letzten Planungsjahres multipliziert werden. Der Marktwert des Eigenkapitals in diesem ersten Szenario beläuft sich folglich auf:

$$MW_{EK, \text{Szenario 1}} = 10,05 \times 3.051 \text{ Mio. €} = 30.660 \text{ Mio. €}.$$

6.3 Szenario 2

6.3.1 Synergien, Dyssynergien und Integrationskosten

Im folgenden Abschnitt soll zunächst allgemein aufgezeigt werden, in welchen Bereichen bei einer Fusion von Kreditinstituten Synergien, Dyssynergien und Integrationskosten auftreten können. Im Anschluss an die allgemeine Darstellung soll versucht werden, die Höhe der Effekte für die Fusion von der Deutschen Bank AG und der Commerzbank AG zu quantifizieren.

Das Wort Synergie stammt von dem griechischen Wort „Synergo“ ab und bedeutet wörtlich übersetzt „Mitarbeit“. Im heutigen Sprachgebrauch versteht man unter dem Wort Synergie, dass Geschäftseinheiten zusammenwirken und dadurch Verbundeffekte erzielt werden (vgl. Mititelu und Hunger 2009, S. 27). Diese sollen dazu führen, dass sich der Wert der Gesamteinheit über die Summe der Werte der einzeln betrachteten Teile hinaus erhöht (vgl. Kunowski 2002, S. 156). Dieser Sachverhalt ist auch unter dem von Ansoff geprägten Begriff des „2 + 2 = 5-Effektes“ bekannt. Synergien entstehen dadurch, dass bislang getrennte Erfolgspotenziale durch den Zusammenschluss der Unternehmen gemeinsam genutzt werden (vgl. Mititelu und Hunger 2009, S. 27). Da die Realisierung einer Fusion immer auch mit Kosten und Risiken verbunden ist, gilt es, sowohl positive als

auch negative Zusammenschlusseffekte differenziert und kritisch zu betrachten und zu bewerten (vgl. Becker 1999, S. 133).

6.3.1.1 Potenziale für positive Synergien

Positive Synergieeffekte können in den Bereichen Markt, Betrieb, Beschaffung, Management, Finanzen und Gesetz auftreten und sollen nachfolgend kurz erklärt werden.

Marktsynergien entstehen bei einer Fusion hauptsächlich durch die Übernahme des vorhandenen Kundenstamms des Fusionspartners. Da in der Kreditwirtschaft Kundenbeziehungen meist dauerhaft angelegt sind und daher von einer gewissen Beständigkeit ausgegangen werden kann, kann die Fusion zu einer langfristigen Erfolgsverbesserung beitragen (vgl. Becker 1999, S. 163). Durch den aus einem horizontalen Zusammenschluss resultierenden Wegfall eines Konkurrenten und dem damit einhergehenden geringeren Wettbewerbsdruck kann ein höherer Marktanteil erreicht werden. Dadurch können Wettbewerbsaktivitäten in Form von Werbemaßnahmen und Preiskämpfen reduziert werden (vgl. Mititelu und Hunger 2009, S. 28). Wird ein direkter Wettbewerber übernommen, kann zudem die Marktmacht gesteigert werden. Dies kann dazu führen, dass gegenüber der Marktgegenseite das Aushandeln besserer Konditionen erleichtert wird (vgl. Becker 1999, S. 163). Auch kann eine Bank durch eine Fusion ihre geographische Marktpräsenz erhöhen (vgl. Mititelu und Hunger 2009, S. 29). Als vorteilhaft ist hierbei zu erwähnen, dass der Käufer, verglichen mit einer Expansion, die aus eigener Kraft erfolgt, keine Anlaufverluste erleidet, da er im Zielmarkt unmittelbar über einen Kundenstamm sowie ggf. ein Zweigstellennetz verfügt und diese nicht erst selbst aufbauen muss. Eine größere geographische Diversifikation kann darüber hinaus dazu beitragen, dass ein Kreditinstitut seine Abhängigkeit von der Entwicklung der Wirtschaft einer einzelnen Region verringert (vgl. Becker 1999, S. 165 f.).

Betriebssynergien ergeben sich aus der gemeinsamen Nutzung von Ressourcen nach dem Zusammenschluss und treten in Form von Rationalisierungs- oder Einsparungsmöglichkeiten auf (vgl. Mititelu und Hunger 2009, S. 29). Da das Bankgeschäft sehr personalintensiv ist, liegt das größte Potenzial zur Kostensenkung darin, die Belegschaft zu verkleinern. Um Betriebssynergien zu nutzen, ist es erforderlich, die Geschäftsabläufe beider Fusionspartner stark zu integrieren. Sollte es große Widerstände gegen eine Fusion bei der Belegschaft oder der Kundschaft geben, kann es hingegen sinnvoll sein, bewusst auf die Nutzung von Betriebssynergien zu verzichten (vgl. Becker 1999, S. 166 f.). Auch die Straffung des Filialnetzes bei Kreditinstituten, die im selben regionalen Bereich tätig sind, kann zu erheblichen Kosteneinsparungen führen. Allerdings sollte sichergestellt

werden, dass nach wie vor eine dem Marktpotential angemessene Filialdichte vorhanden ist, um Kundenabwanderungen entgegenzuwirken (vgl. Kunowski 2002, S. 159 f.). Weitere Betriebssynergien können in den EDV-Kosten sowie den Verwaltungsbereichen erzielt werden (vgl. Mititelu und Hunger 2009, S. 29).

Beschaffungssynergien ergeben sich vor allem durch den kollektiven Bezug von Inputfaktoren, wenn dieser durch größere Einheiten effizienter und ökonomischer abgewickelt wird. Bei der Fusion von Kreditinstituten spielt diese Art der Synergie, bspw. beim Einkauf von Sachanlagevermögen oder Büromaterial, eine vergleichsweise unwichtige Rolle. Bei der Beschaffung von qualifiziertem Personal hingegen ist die Beschaffungssynergie durchaus wichtig, da die Bank nach dem Zusammenschluss ggf. attraktivere Aufstiegsmöglichkeiten oder qualifiziertere Aufgabenbereiche bieten kann. Durch den höheren Bekanntheitsgrad können darüber hinaus Kosten im Personalmarketing eingespart werden (vgl. Becker 1999, S. 169).

Managementsynergien sind dann zu erwarten, wenn Institute mit komplementären Managementfähigkeiten fusionieren, da die Optimierung von Prozessen und Abläufen kostengünstiger erfolgen kann als bei deren individuellen Eigenentwicklung (vgl. Kunowski 2002, S. 161 f.). Ein Wissenstransfer ist dabei vom Käufer auf das gekaufte Unternehmen, aber auch andersherum denkbar. Insgesamt kann der Bestand an Know-How im Gesamtunternehmen erhöht werden, ohne bspw. Spezialisten von der Konkurrenz teuer abwerben zu müssen. Um Managementsynergien nutzen zu können ist es von zentraler Bedeutung, dass die Träger des Know-Hows der Fusion positiv gegenüberstehen und bereit sind, ihr Wissen in der neuen Organisation zu teilen (vgl. Becker 1999, S. 170 f.).

Gesetzliche Synergien können sich bei einem Zusammenschluss von zwei Kreditinstituten dadurch ergeben, dass das Eigenkapital angehoben wird (vgl. Mititelu und Hunger 2009, S. 30). Da Banken eine angemessene Höhe an Eigenkapital für risikobehaftete Geschäfte vorhalten müssen, kann das Geschäftsvolumen ausgeweitet werden, wenn eine der Partner nicht ausgenutzte Eigenkapitalreserven besitzt. Dies kann eine Erhöhung der Erträge zur Folge haben. Diese Form der Synergien kann in der Regel ohne größeren organisatorischen Aufwand umgesetzt werden (vgl. Becker 1999, S. 172 f.).

Finanzielle Synergien treten dann auf, wenn das fusionierte Unternehmen die Möglichkeit besitzt, sich günstiger mit Eigen- und Fremdkapital zu versorgen. Die günstigere Beschaffung von Kapital kann einerseits auf den „Coinsurance-Effekt“ zurückgeführt werden. Dieser liegt vor, wenn die Zahlungsströme der Unternehmen zuvor nicht vollständig korreliert waren und durch den Zusammenschluss die Volatilität des Gesamtzahlungsstroms abnimmt. Durch diesen Effekt sinkt das Insolvenzrisiko und die Unternehmensbonität steigt, was wiederum in günstigeren Kapitalkosten mündet (vgl. Mititelu und Hunger 2009, S. 31). Eine

Risikoreduktion durch die Diversifikation des Portfolios kann denselben Effekt hervorrufen (vgl. Becker 1999, S. 176). Auch aus Sicht der internen Kapitalzuteilung lassen sich finanzielle Synergien realisieren, da Mittel aus liquiden Geschäftsbereichen in wachstumsträchtige Geschäftsfelder umgeschichtet werden können. Wurde vorher der externe Kapitalmarkt beansprucht, können durch diese Maßnahmen Transaktionskosten wegfallen (vgl. Becker 1999, S. 174).

6.3.1.2 Dyssynergien

Im Vorfeld einer potenziellen Fusion sollten negative Zusammenschlusseffekte ebenso berücksichtigt werden wie positive, da die Entscheidung ansonsten unsachgerecht beeinflusst werden würde. Grundsätzlich werden die negativen Effekte in Dyssynergien und Integrationskosten unterschieden (vgl. Kunowski 2002, S. 164 f.). Integrationskosten fallen nur vorübergehend nach Abwicklung der Fusion an, Dyssynergien hingegen wirken sich langfristig negativ auf den Cashflow aus (vgl. Becker 1999, S. 176).

Dyssynergien können bei einer Fusion aus unterschiedlichen Gründen auftreten. Zunächst ist hier das Problem der unterschiedlichen Unternehmenskulturen anzusprechen. Beide Partner besitzen ihre eigenen Besonderheiten, Traditionen und historischen Wurzeln, die mit einer Fusion nicht einfach abgelegt werden. Die Unternehmenskultur prägt elementar die Entscheidungen, Aktivitäten und Handlungen der Organisationsmitglieder und macht das einzigartige Profil einer Bank aus. Letztendlich entscheidet das geplante Ausmaß der Integration des Kaufobjektes maßgeblich darüber, inwieweit kulturelle Probleme zu erwarten sind. Unterscheiden sich die Kulturen der Fusionspartner stark voneinander, so ist mit grundlegenden Problemen zu rechnen (vgl. Becker 1999, S. 182 ff.). Stehen die Mitarbeiter der Fusion ablehnend gegenüber, kann es zu Machtkämpfen und Widerständen gegen neue Strukturen und Strategien kommen. Um diesem entgegenzuwirken, sind häufig kostspielige interne Informationsprogramme notwendig. Trotz dieser Anstrengungen lässt es sich oftmals nicht verhindern, dass Schlüsselmitarbeiter abwandern (vgl. Kunowski 2002, S. 166).

Weitere Dyssynergien im Personalbereich sind vor allem in Form von Produktivitätsrückgängen möglich. Diese können einerseits kurzfristig aus Angst der Mitarbeiter um ihre Arbeitsplätze auftreten, wenn im Vorfeld einer Fusion bereits Gerüchte über einen geplanten Stellenabbau kursieren. Andererseits ist ein langfristiger Produktivitätsrückgang denkbar, wenn der Käufer eine intensive Umstrukturierung plant und großen Rationalisierungsdruck ausübt. Da in der Kreditwirtschaft der Faktor Mensch einen wesentlichen Erfolgsfaktor darstellt, können sich Dyssynergien im Personalbereich besonders stark auswirken (vgl. Becker 1999, S. 188). Darüber hinaus ist bei unterschiedlichen Gehaltsstrukturen der Fusionspartner zu bedenken, dass bei einer hohen Integration die günstige Struktur

tendenziell nach oben angepasst wird, da eine strikte Trennung der Lohnniveaus Schwierigkeiten bereiten wird (vgl. Becker 1999, S. 189 f.).

Auf der Kundenseite sind ebenfalls Dyssynergien zu erwarten. Eine Straffung des Filialnetzes und damit verbundene Filialschließungen können Kunden dazu animieren, das Kreditinstitut zu wechseln. Auch kann das Ausscheiden eines Mitarbeiters, zu dem eine jahrelang gewachsene, vertrauensvolle Beziehung besteht, eine Kundenabwanderung bedingen. Kunden, die Verbindungen zu beiden Fusionspartnern unterhalten, können dazu neigen, Geschäftsvolumina abzuziehen, da sie vermeiden wollen, künftig bezüglich Produktauswahl und Konditionengestaltung nur noch von einem Institut abhängig zu sein (vgl. Kunowski 2002, S. 166). Verliert die Bank während der Integrationsphase des Kaufobjektes die Kundenorientierung, kann dies gezielt von Konkurrenten genutzt werden, um interessante Kunden mit gezielten Maßnahmen abzuwerben (vgl. Becker 1999, S. 191).

6.3.1.3 Integrationskosten

Integrationskosten sind im Gegensatz zu Dyssynergien vorab absehbar und notwendig, um den Fusionspartner in das eigene Unternehmen zu integrieren (vgl. Kunowski 2002, S. 165). Im Personalbereich fällt ein großer Teil der Integrationskosten an, da Projektgruppen und Arbeitskreise gebildet werden müssen, um die Integration zu bewältigen. Da hierfür Mitarbeiter abgestellt werden müssen, die folglich für die Erledigung ihrer eigentlichen Aufgabe nicht mehr zur Verfügung stehen, entstehen Opportunitätskosten und Kosten für teure Überstunden. Eine Verkleinerung der Belegschaft im Zuge einer Fusion verursacht ebenfalls Integrationskosten, da es hier üblich ist, Abfindungen in Höhe von ein bis zwei Jahresgehältern zu zahlen. Da in der Regel auch die Führungsspitze des Kaufobjektes nicht vollständig in das Käuferunternehmen übernommen wird, ist hier ebenfalls mit hohen Abfindungszahlungen zu rechnen (vgl. Becker 1999, S. 176 f.).

Ein weiterer großer Kostenblock entsteht für die technische Integration des Kaufobjektes. Sind die EDV-Systeme beider Kreditinstitute nicht kompatibel und der Integrationsprozess somit sehr umfangreich, muss mit hohen Kosten für die Anschaffung von Hard- und Software, aber auch für Techniker, externe Berater und Mitarbeiterschulungen gerechnet werden. Doch auch kundenseitig kann die technische Integration Kosten verursachen, wenn bspw. Firmenkunden ihre Dispositionssysteme auf das EDV-System des Kaufobjektes ausgerichtet haben und hier Unterstützung bei der Anpassung der Datenanschlüsse benötigt wird. Weitere Kosten verursacht das Zusammenführen der Datenbestände. Auch werden die Kontonummernsysteme beim Zielobjekt oftmals angeglichen. Diese Umstellung wird häufig durch eine umfassende Marketing-Aktion begleitet, da sie für

die Kunden, die den Zahlungsverkehr nutzen, einen großen Einschnitt darstellt. Im Zuge der technischen Integration müssen außerdem neue EC-Karten, Belegvordrucke und Schecks erstellt und an die Kundschaft übergeben werden (vgl. Becker 1999, S. 178 f.).

Weitere Integrationskosten fallen im Zusammenhang mit der Straffung des Filialnetzes an. Hier sind Schließungskosten zu berücksichtigen, die mit der Einhaltung der Mietverträge verbunden sind. Sollen außerdem nach der Fusion beide Banken ein einheitliches Erscheinungsbild erhalten, fallen in diesem Zusammenhang Umbaukosten an (vgl. Becker 1999, S. 180).

Integrationskosten entstehen auch im Marketing. Einerseits fallen diese auf der Marktseite an, wenn bspw. Finanzanalysten und Anteilseigner von gewonnenen Stärken und der Richtigkeit der Fusion überzeugt werden sollen. Andererseits sind auch Ausgaben für das interne Marketing zu erwarten, da den Mitarbeitern gegenüber die Vorteile der Fusion erläutert werden müssen, damit sie diese auch dem Kunden gegenüber positiv vertreten können und durch die Fusion entstandene Unruhen schnell vorübergehen (vgl. Becker 1999, S. 181).

Schließlich sind im Rahmen der Integration noch Kosten für externe Berater zu berücksichtigen, die hinzugezogen werden, um Lösungen für konkrete Integrationsprobleme zu finden oder um als Moderator Streitfragen zu schlichten und Diskussionen zu versachlichen. Da im Beratungsgeschäft hohe Honorarsätze üblich sind, sind hier in Abhängigkeit der Schwierigkeiten, die bei der Integration auftreten, ebenfalls erhebliche Kosten einzukalkulieren (vgl. Becker 1999, S. 181).

6.3.2 Quantifizierung der Synergien, Dyssynergien und Integrationskosten

Es soll versucht werden, die im vorigen Abschnitt aufgeführten Synergien, Dys-synergien und Integrationskosten zu quantifizieren, um festzustellen, welchen Einfluss sie auf den Cashflow des entstehenden Gesamtunternehmens hätten.

Zunächst soll der Personalbereich näher betrachtet werden. Es soll angenommen werden, dass der Personalbestand in den Bereichen, in denen tendenziell die gleichen Kundengruppen bedient werden, reduziert wird. Dies trifft einerseits für den Bereich Private und Commercial Bank der Deutschen Bank AG und den Bereich Privat- und Unternehmerkunden der Commerzbank AG zu, andererseits werden auch in den Segmenten Corporate und Investment Bank (Deutsche Bank AG) und Firmenkunden (Commerzbank AG) die gleichen Kundengruppen angesprochen. Zudem soll davon ausgegangen werden, dass auch in den Verwaltungsbereichen Funktionen doppelt besetzt sind und hier ebenfalls Personal abgebaut wird. Es soll angenommen werden, dass über die genannten Bereiche hinweg pauschal 20% des Personals über einen Zeitraum von fünf Jahren abgebaut wird. Eine eigene Vermögensverwaltungsgesellschaft besitzt die Commerzbank AG

nicht, daher soll der Stellenabbau im Segment Asset Management der Deutschen Bank AG weniger drastisch ausfallen und 5% betragen. Auf Grundlage dieser Annahmen würden insgesamt etwa 26.500 Stellen im Rahmen der Fusion gestrichen werden. Hierdurch würden in den nächsten fünf Jahren insgesamt etwa 3 Mrd. € Personalkosten eingespart werden. Da in diesem Szenario die Commerzbank vollkommen in die Deutsche Bank integriert wird, wird davon ausgegangen, dass das Gehalt der Mitarbeiter der Commerzbank schrittweise an das Gehalt der Mitarbeiter der Deutschen Bank angepasst wird. Aktuell besteht hier, auf Basis von Durchschnittsgehältern beider Häuser, ein Unterschied von etwa 50.000 € pro Mitarbeiter pro Jahr. Das Angleichen der Gehälter soll innerhalb der nächsten fünf Jahre vollzogen werden. Es soll weiterhin angenommen werden, dass die Mitarbeiter, deren Stellen im Rahmen der Fusion gestrichen werden, eine Abfindungszahlung i.H.v. zwei Jahresgehältern erhalten. Hierbei sollen als Berechnungsgrundlage die jeweils aktuellen Durchschnittsgehälter der beiden Kreditinstitute gelten. Da davon ausgegangen wird, dass die Stellen bei der Deutschen Bank AG und der Commerzbank AG im Verhältnis der jetzigen Belegschaften gestrichen werden, würden bei der Deutschen Bank rund 17.700 Jobs wegfallen, bei der Commerzbank wären es etwa 8.800 Stellen. Darüber hinaus wird angenommen, dass nicht alle Vorstandsmitglieder beider Häuser in das Gesamtunternehmen übernommen werden. Auch hier soll davon ausgegangen werden, dass Abfindungszahlungen i.H.v. zwei Jahresgehältern gezahlt werden. Legt man die durchschnittlichen Vergütungen der Vorstandmitglieder zugrunde, so belaufen sich diese Zahlungen, unter der Annahme, dass die Hälfte der Vorstände jedes Institutes gehen muss, auf rund 57 Mio. €. Die Abfindungszahlungen würden sich insgesamt folglich auf etwa 6,2 Mrd. € belaufen. Es sollen zusätzlich Beschaffungssynergien im Rahmen der Personalbeschaffung mit jährlichen Kosteneinsparungen von pauschal 20 Mio. € berücksichtigt werden. Als letzter Posten im Personalbereich sollen die im Rahmen der Integration notwendigen Überstunden genannt werden. Wird hier unterstellt, dass jeder Mitarbeiter, unabhängig davon, in welchem Bereich er tätig ist, im ersten und zweiten Jahr der Fusion 50 Überstunden leistet, fallen hier noch einmal rund 416 Mio. € pro Jahr an Integrationskosten an.

Im Rahmen der Fusion stellt die technische Integration den nächsten großen Kostenblock dar. Es soll angenommen werden, dass die EDV der Commerzbank in die der Deutschen Bank integriert wird. Gerade das EDV-System der Deutschen Bank gilt als sehr veraltet und fragmentiert und dürfte daher die Integration erheblich erschweren (vgl. Welp 2019). Vergleicht man die aktuellen EDV-Kosten beider Häuser, so erkennt man, dass die Ausgaben, die die Deutsche Bank für die EDV tätigt, fast achtmal so hoch sind wie die Kosten der Commerzbank. Die veralteten Systeme dürften eine Erklärung dafür liefern. Da folglich in diesem

Bereich ein großes Potenzial für Einsparungen vorhanden ist, soll davon ausgegangen werden, dass die Systeme der Deutschen Bank im Zuge der Fusion vollständig überholt werden und das Know-How der Commerzbank in diesem Bereich genutzt wird. Die EDV-Kosten sollen in diesem Szenario im ersten Jahr das 1,5-fache der Werte aus Szenario 1, im zweiten Jahr noch das 1,25-fache betragen. Danach sollen die EDV-Kosten im Vergleich zu Szenario 1 um 50% zurückgehen. Hier sollen auch Kosten für die Neuanschaffung von Hardware bereits berücksichtigt sein. Für die Position „Kommunikation und Datenadministration“ sollen die gleichen Annahmen gelten. Für die technische Umstellung der Kunden sollen Kosten für den Versand neuer EC-Karten, Scheckvordrucke und Belege berücksichtigt werden. Hierbei müssen nicht alle Kunden des neuen Gesamtunternehmens, sondern lediglich die Kunden der Commerzbank umgestellt werden. Es sollen pauschal 10 € pro Kunde für die Umstellung veranschlagt werden. Insgesamt fallen hier also einmalig Kosten i.H.v. rund 189 Mio. € an.

Im Bereich der Marketingaufwendungen fallen ebenfalls Kosten im Rahmen der Fusion an. Für das erste Jahr soll angenommen werden, dass sich die Ausgaben für das Marketing verdreifachen, da sowohl für die interne als auch die externe Kommunikation höhere Kosten anfallen, um für die Fusion gegenüber der Belegschaft, den Kunden und dem Kapitalmarkt zu werben. Für das zweite Jahr soll noch mit den doppelten Kosten gerechnet werden, um auch die restliche zweifelnde Belegschaft zu überzeugen und neue Stärken herauszustellen. Ab dem dritten Jahr können im Bereich der Marketingaufwendungen Synergien realisiert werden, da nur noch für ein Institut geworben werden muss.

Im Rahmen der Straffung des Filialnetzes können aufgrund der ähnlichen Geschäftsschwerpunkte beider Banken ebenfalls Synergieeffekte angenommen werden. Aktuell belaufen sich die durchschnittlichen Filialkosten auf rund 1,1 Mio. € pro Filiale und Jahr. Es soll unterstellt werden, dass 600 Filialen geschlossen werden, dies entspricht etwa 25 % der Gesamtfilialen. Da zunächst das Potenzial für Filialschließungen identifiziert werden muss und zudem Kündigungsfristen für bestehende Mietverträge zu beachten sind, sollen in diesem Szenario im ersten Jahr 100 Filialen und den Jahren zwei und drei jeweils 250 Filialen geschlossen werden. Ab dem vierten Jahr sollen so Synergien von rund 700 Mio. € gehoben werden.

Für Beratungsdienstleistungen sollen ebenfalls Integrationskosten und Synergieeffekte berücksichtigt werden. Da im Rahmen der Integration externe Berater für die Lösung von Problemen hinzugezogen werden und diese Probleme deutlich komplexer als bspw. die Abschlussprüfung der Institute sein dürften, soll hier für das erste Jahr pauschal das Fünffache der Kosten angesetzt werden. Nach der Integration können, da Beratungsleistungen nur noch für ein Gesamtinstitut in An-

spruch genommen werden müssen, Kosten eingespart werden. Da das entstehende Unternehmen deutlich komplexer und damit der Prüfungsumfang größer ist, sollen Einsparungen von 20 % ab dem 2. Jahr unterstellt werden.

Ein weiterer Synergieeffekt kann im Rahmen der Refinanzierungskosten angenommen werden. Das fusionierte Kreditinstitut könnte aufgrund seiner Größe, mehr noch als es bereits heute der Fall ist, von den Kapitalgebern als „too-big-to-fail“ angesehen werden und somit die Möglichkeit erhalten, sich am Kapitalmarkt günstiger zu refinanzieren. In diesem Szenario soll unterstellt werden, dass sich die Refinanzierungskosten um einen Prozentpunkt verbessern.

Dyssynergien bei der Fusion von Deutscher Bank und Commerzbank können aufgrund von Kundenabwanderungen und nachlassender Mitarbeitermotivation entstehen. Hier soll berücksichtigt werden, dass Kunden, die Bankverbindungen zu beiden Instituten unterhalten, einen Teil des Geschäfts abziehen oder aufgrund von Filialschließungen komplett abwandern. Es soll angenommen werden, dass hier besonders Firmenkunden und vermögende Privatkunden betroffen sind. Es soll unterstellt werden, dass die Forderungen aus dem Kreditgeschäft in den ersten zwei Jahren um 3 % zurückgehen und sich entsprechend auch die Erträge hieraus verringern. Ebenso soll die Annahme getroffen werden, dass sich auch Depotvolumina um 3% verringern, was sich wiederum in einem niedrigeren Provisionsüberschuss äußert. In diesem schlägt sich, ebenfalls durch die Abwanderung der Firmenkunden bedingt, auch ein Rückgang des Emissionsgeschäfts nieder. Im Einlagengeschäft soll die Kundenabwanderung einen Rückgang des Volumens um 1 % zur Folge haben. Es soll unterstellt werden, dass die Abwanderungen vor allem in den ersten zwei Jahren der Fusion stattfinden, danach sollen sich die Bestände gemäß der Wachstumsraten aus Szenario 1 weiterentwickeln.

6.3.3 Bewertung nach dem Equity-Ansatz

Die aufgrund der getroffenen Annahmen abgeleiteten Plan-Bilanzen und Plan-GuVs können den Anlagen 12 und 13 entnommen werden. Der Kaufpreis von 8,5 Mrd. € wurde auch hier in der Berechnung der Cashflows to Equity pauschal berücksichtigt.

Die Cashflows to Equity ergeben sich daraus dann wie folgt:

Tabelle 9: Plan-Cashflows to Equity Szenario 2 für die Jahre 2019 – 2023

Szenario 2		in Mio. €					
Jahr		2019	2020	2021	2022	2023	
Gewinn- und Verlustrechnung	Zinsergebnis	18.135	17.815	18.369	18.947	19.554	
	Provisionsergebnis	12.133	11.211	10.700	10.233	9.808	
	Handelsergebnis	2.310	2.246	2.196	2.157	2.128	
	Sonstige Zahlungsströme	-Personalkosten	- 14.671	- 14.475	- 14.243	- 13.977	- 13.677
		-Sachkosten	- 18.223	- 15.714	- 10.437	- 10.407	- 10.408
		-Restrukturierungsaufwendungen	- 1.863	- 1.620	- 1.238	- 1.273	- 1.308
-Unternehmenssteuern		-	-	- 1.660	- 1.770	- 1.905	
Bilanz	Handelsbestand	- 4.054	- 3.797	- 3.857	- 3.955	- 4.080	
	Kreditgeschäft	20.383	19.772	- 15.253	- 15.741	- 16.247	
	Einlagengeschäft	- 9.335	- 4.910	15.556	16.051	16.782	
	Emissionsgeschäft	4.917	5.836	6.873	8.046	9.373	
	Sonstige, per Saldo	- 5.344	- 4.577	- 3.951	- 3.403	- 2.922	
=Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit		4.388	11.787	3.053	4.908	7.099	
Investitionstätigkeit	Finanzanlagebestand	3.840	3.728	3.557	3.394	3.239	
	Sachanlagevermögen	159	152	146	140	134	
	Sonstiges Anlage-/Umlaufvermögen	- 358	- 323	- 334	- 345	- 357	
Finanzierungstätigkeit	Nachrangkapital	645	726	803	877	950	
	Sonstige Passivposten	- 784	- 590	- 444	- 334	- 251	
=Cashflow aus Investitions- und Finanzierungstätigkeit		3.502	3.694	3.729	3.732	3.714	
- Gewinnthesaurierungen		-	-	- 2.583	- 2.754	- 2.964	
- Kaufpreis		- 8.500	-	-	-	-	
= Free Cashflow to Equity		- 610	15.481	4.198	5.886	7.849	

Quelle: Eigene Darstellung.

Auffällig sind in der vorliegenden Planung vor allem die Jahre 2019 und 2020. Im Vergleich zu Szenario 1 erhöht in diesen beiden Jahren das Kreditgeschäft den Cashflow des fusionierten Unternehmens, da gemäß der getroffenen Annahmen davon ausgegangen wird, dass das Kreditvolumen rückläufig ist. Das Einlagengeschäft hingegen liefert einen negativen Beitrag zum Cashflow, da hier unterstellt wird, dass sich dieses ebenfalls rückläufig entwickelt, dem Unternehmen folglich liquide Mittel entzogen werden. Der auffällig hohe Wert des Cashflows aus operativer Geschäftstätigkeit im Jahr 2020 resultiert hauptsächlich aus der Hypothese, dass das Kreditgeschäft stärker zurückgeht als das Einlagengeschäft, der Effekt ist im betrachteten Jahr besonders markant. In Szenario 1 und auch in den Folgejahren des zweiten Szenarios haben beide Geschäftsfelder eine annähernd kompensierende Wirkung in der Cashflow-Betrachtung.

Zur Abzinsung soll wiederum der in Abschnitt 6.2.1 bestimmte Eigenkapitalkostensatz genutzt werden. Hieraus ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals dann zu:

$$\begin{aligned}
MW_{EK, \text{Szenario 2}} &= \frac{-610}{(1 + 0,1151)^1} + \frac{15.481}{(1 + 0,1151)^2} + \frac{4.198}{(1 + 0,1151)^3} + \frac{5.886}{(1 + 0,1151)^4} \\
&+ \frac{7.849}{(1 + 0,1151)^5} + \frac{7.849}{0,1151 \times (1 + 0,1151)^5} = 61.205 \text{ Mio. €}
\end{aligned}$$

6.3.4 Bewertung nach dem Multiplikatorverfahren

Auch in dem zweiten vorgestellten Szenario soll für die Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals das Peer-Group-KGV der Deutschen Bank herangezogen werden und wiederum mit dem prognostizierten Gewinn des letzten Planungsjahres multipliziert werden. Hieraus ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals zu:

$$MW_{EK, \text{Szenario 2}} = 10,05 \times 4.184 \text{ Mio. €} = 42.049 \text{ Mio. €}.$$

6.4 Zusammenfassung der Ergebnisse

Nachdem alle Bewertungen durchgeführt wurden, sollen die Ergebnisse zur besseren Übersicht noch einmal zusammengefasst werden.

Tabelle 10: Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse

Bewertungsverfahren	Marktwert des Eigenkapitals	
	Equity-Methode	Multiplikatorverfahren
Deutsche Bank AG	36.967 Mio. €	18.380 Mio. €
Commerzbank AG	13.850 Mio. €	13.132 Mio. €
Summe der Einzelbewertungen	50.817 Mio. €	31.512 Mio. €
Szenario 1	43.888 Mio. €	30.660 Mio. €
Szenario 2	61.205 Mio. €	42.049 Mio. €

(Eigene Darstellung)

Aus diesen Ergebnissen kann man ablesen, dass eine Fusion dann den Unternehmenswert steigert, wenn die Commerzbank vollständig in die Deutsche Bank integriert wird und dabei die angenommenen Effekte und Kosten auftreten. Eine Fusion ohne Integration der Commerzbank in die Deutsche Bank hingegen macht unter den getroffenen Annahmen keinen Sinn und würde den Unternehmenswert im Vergleich dazu, dass beide Banken einzeln bestehen bleiben, reduzieren. Die Werte aus der Bewertung nach dem Equity-Ansatz und dem Multiplikatorverfahren stimmen zwar in der Höhe nicht überein, zeigen von der generellen Tendenz aber in dieselbe Richtung. Die Differenzen sind vor allem darauf zurückzuführen,

dass der Equity-Ansatz auf den Cashflow abstellt, bei der Bewertung über das KGV hingegen der Gewinn zugrunde gelegt wird.

Es ist noch einmal zu hervorzuheben, dass die dargestellten Szenarien einer hohen Subjektivität unterliegen und keinesfalls den Anspruch auf Vollständigkeit erheben können, da aus Sicht eines externen Bewerter nicht alle Synergieeffekte und Integrationskosten vollständig und richtig berücksichtigt werden können. Vielmehr liefern die Ergebnisse der durchgeführten Bewertungen einen groben Anhaltspunkt dafür, ob eine Fusion zwischen der Deutschen Bank AG und der Commerzbank AG überhaupt das Potenzial besitzt, den Wert des Eigenkapitals zu steigern, und unter welchen Bedingungen dies generell möglich wäre.

7. Fazit und Ausblick

„Tun sie’s, oder tun sie’s nicht?“ Diese Frage kann die vorliegende Arbeit leider nicht beantworten. Nachdem zunächst zwei geeignete Verfahren für die Bewertung von Kreditinstituten identifiziert werden konnten, die den bankspezifischen Besonderheiten Rechnung tragen, wurden die Deutsche Bank AG und die Commerzbank AG einzeln bewertet. Im Vergleich dazu wurden zwei Fusionsszenarien, die sich in der Integrationstiefe der Commerzbank in die Deutsche Bank unterschieden, betrachtet. Hieraus ergaben sich unterschiedliche Synergien, Dys-synergien und Integrationskosten. Es wurde klar, dass, wenn die Deutsche Bank und die Commerzbank die Fusionsgespräche vertiefen, ein Zusammenschluss nur Sinn ergibt, wenn die Commerzbank konsequent in die Deutsche Bank integriert wird. Es konnte gezeigt werden, dass eine Fusion, die sich allein darauf beschränkt, die Anteile des Fusionspartners zu erwerben, die Institute aber bestehen lässt, wie sie sind, zumindest aus Sicht der Anteilseigner keinen Mehrwert generiert, sondern im Gegenteil, Wert vernichtet. Als wichtige Erkenntnis der vorliegenden Arbeit lässt sich also festhalten, dass die erhofften und angepriesenen positiven Synergiepotenziale nur gehoben werden können, wenn gravierende Einschnitte, beispielweise beim Personal, in Kauf genommen werden. Entscheidend für den Fusionserfolg ist die Konsequenz, mit der die Integration des Fusionspartners in das Käuferinstitut erfolgt. In den nächsten Tagen sollen sich die Türen in Frankfurt wieder öffnen und Ergebnisse der Sondierungsgespräche sollen präsentiert werden. Ob dann die Kritiker oder die Befürworter Recht behalten werden, bleibt abzuwarten.

Literaturverzeichnis

- ariva.de** (2019a): ABN Amro Group Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/abn_amro_group-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019b): AIB Group Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/aib_group-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019c): Banco Bilbao Vizcaya Argentari Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/banco_bilbao_vizcaya_argentari-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019d): Banco BPM Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/banco_bpm-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019e): Banco Comercial Portugues Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/banco_comercial_portugues-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019f): Banco Sabadell Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/banco_sabadell-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019g): Banco Santander Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/banco_santander-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019h): Bank of Ireland Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/bank_of_ireland-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019i): Bankia Fundamentaldaten. Online verfügbar unter <https://www.ariva.de/bankia-aktie/bilanz-guv>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019j): Bankinter SA Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/bankinter_sa-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019k): Barclays Bank Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/barclays_bank-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019l): BNP Paribas Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/bnp_paribas-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019m): Caixabank Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/caixabank_s-a-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019n): Cembra Money Bank Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/cembra_money_bank-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019o): Close Brothers Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/close_brothers-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019p): Commerzbank Fundamentaldaten. Online verfügbar unter <https://www.ariva.de/commerzbank-aktie/bilanz-guv>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.

- ariva.de** (2019q): Credit Agricole Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/credit_agricole-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019r): Credit Suisse Group Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/credit_suisse_group-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019s): Danske Bank Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/danske_bank-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019t): Deutsche Bank Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/deutsche_bank-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019u): DNB Holding Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/dnb_holding-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019v): Erste Group Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/erste_group-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019w): HSBC Holdings Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/hsbc_holdings-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019x): ING Groep Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/ing_groep-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019y): Intesa Sanpaolo Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/intesa_sanpaolo-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019z): Julius Baer Group Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/julius_baer_group-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019aa): Jyske Bank Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/jyske_bank-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019ab): KBC Groep Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/kbc_groep-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019ac): Lloyds Fundamentaldaten. Online verfügbar unter <https://www.ariva.de/lloyds-aktie/bilanz-guv>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019ad): Mediobanca Fundamentaldaten. Online verfügbar unter <https://www.ariva.de/mediobanca-aktie/bilanz-guv>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019ae): Natixis Fundamentaldaten. Online verfügbar unter <https://www.ariva.de/natixis-aktie/bilanz-guv>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019af): Nordea Bank Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/nordea_bank-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019ag): PKO Bank Polski Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/pko_bank_polski-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.

- ariva.de** (2019ah): Raiffeisen Bank Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/raiffeisen_bank-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019ai): Royal Bank of Scotland Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/royal_bank_of_scotland-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019aj): Skandinaviska Enskilda Banken Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/skandinaviska_enskilda_banken-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019ak): Société Générale Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/societe_generale-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019al): Standard Chartered Bank Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/standard_chartered_bank-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019am): Svenska Handelsbanken A Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/svenska_handelsbanken_a-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019an): Swedbank AB Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/swedbank_ab-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019ao): Ubi Banca Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/ubi_banca-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019ap): UBS Group Fundamentaldaten. Online verfügbar unter https://www.ariva.de/ubs_group-aktie/bilanz-guv, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- ariva.de** (2019aq): UniCredit Fundamentaldaten. Online verfügbar unter <https://www.ariva.de/unicredit-aktie/bilanz-guv>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Auerbach, Christoph M.** (2009): Fusionen deutscher Kreditinstitute. Erfolg und Erfolgsfaktoren am Beispiel von Sparkassen und Kreditgenossenschaften. Zugl.: Oestrich-Winkel, EBS Univ. für Wirtschaft und Recht - Business School, Diss, 2009. Wiesbaden: Gabler (Schriften zum europäischen Management).
- Ballwieser, Wolfgang; Hachmeister, Dirk** (2016): Unternehmensbewertung. Prozess, Methoden und Probleme. 1. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Lehrbuch Verlag.
- Becker, Dirk** (1999): Bewertung von Bankakquisitionen unter Einbeziehung von Zusammen-schlußeffekten. Berlin: Duncker & Humblot (Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen. Abteilung A, 163).
- Bieg, Hartmut; Kussmaul, Heinz** (2011): Investition. 2., vollständig überarbeitete Aufl. München: Verlag Franz Vahlen (Vahlens Handbücher).
- Brunner, Fabian** (2009): Wertstiftende Strategien im Bankgeschäft. Heidelberg: Physica-Verlag HD.

- Bysikiewicz, Marcus; Zwirner, Christian** (2017): Ertragswertverfahren nach IDW S 1. Hg. v. Karl Petersen und Christian Zwirner. Bundesanzeiger Verlag (Handbuch Unternehmensbewertung). Online verfügbar unter https://www.bundesanzeiger-verlag.de/xaver/bilanzplus/start.xav?start=%2F%2F*%5B%40attr_id%3D%27bilanzplus_14556960267%27%5D#__bilanzplus__%2F%2F*%5B%40attr_id%3D%27bilanzplus_14556960267%27%5D__1555337775299, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Commerzbank AG** (2015): Unser Weg. Entschlossen. Konsequenz. Geschäftsbericht 2014. Frankfurt/Main. Online verfügbar unter https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/service/archive/konzern/2015_2/00_CAA_Geschaeftsbericht_2014_Konzern_DE.pdf, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Commerzbank AG** (2016): Commerzbank 4.0. Frankfurt/Main. Online verfügbar unter https://www.commerzbank.de/media/presse/presentations/2016-09-30__Strategie__Presse_DE_01.pdf, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Commerzbank AG** (2017): Geschäftsbericht 2016. Frankfurt/Main. Online verfügbar unter https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/service/archive/konzern/2017/Geschaeftsbericht_2016_Konzern_DE.pdf, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Commerzbank AG** (2018): Geschäftsbericht 2017. Frankfurt/Main. Online verfügbar unter https://www.commerzbank.de/media/de/aktionaere/service/archive/konzern/2018_2/Geschaeftsbericht_2017_Konzern_EN.pdf, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Commerzbank AG** (2019a): Commerzbank – eine Großbank mit über 140-jähriger Geschichte. Online verfügbar unter https://www.commerzbank.de/media/konzern_1/geschichte/download_8/hist_CB-Geschichte_de.pdf, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Commerzbank AG** (2019b): Geschäftsbericht 2018. Frankfurt/Main. Online verfügbar unter https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/service/archive/konzern/2019_1/Geschaeftsbericht_2018_Konzern_DE.pdf, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Deimel, Klaus; Heupel, Thomas; Wiltinger, Kai** (2013): Controlling. München: Vahlen (Lernbücher für Wirtschaft und Recht).
- Deutsche Bank AG** (2015): Stärken nutzen, Herausforderungen meistern, Vertrauen mehren. Jahresbericht 2014. Frankfurt/Main. Online verfügbar unter https://www.db.com/ir/de/download/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2014_gesamt.pdf, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Deutsche Bank AG** (2016): Leistung aus Leidenschaft. Geschäftsbericht 2015. Frankfurt/Main. Online verfügbar unter https://www.db.com/ir/de/download/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2015.pdf, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Deutsche Bank AG** (2017): Geschäftsbericht 2016. Frankfurt/Main. Online verfügbar unter https://www.db.com/ir/de/download/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2016.pdf, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.

- Deutsche Bank AG** (2018): Geschäftsbericht 2017. Frankfurt/Main. Online verfügbar unter https://www.db.com/ir/de/download/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2017.pdf, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Deutsche Bank AG** (2019a): Deutsche Bank Geschichte. Online verfügbar unter <https://www.db.com/company/de/media/Deutsche-Bank-Geschichte--Chronik-von-1870-bis-heute.pdf>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Deutsche Bank AG** (2019b): Geschäftsbericht 2018. Frankfurt/Main. Online verfügbar unter https://www.db.com/ir/de/download/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2018.pdf, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Dillerup, Ralf; Stoi, Roman** (2016): Unternehmensführung. Management & Leadership: Strategien - Werkzeuge - Praxis. 5., komplett überarbeitete und erweiterte Auflage. München: Verlag Franz Vahlen.
- Drukarczyk, Jochen; Schüler, Andreas** (2015): Unternehmensbewertung. 7th ed. München: Franz Vahlen (Vahle's Handbücher der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften).
- finanzen.net** (2019a): Deutsche Bank Aktie. Online verfügbar unter https://www.finanzen.net/aktien/Deutsche_Bank-Aktie, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- finanzen.net** (2019b): Euro - Britische Pfund - Historische Kurse. Online verfügbar unter <https://www.finanzen.net/devisen/pfundkurs/historisch>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- finanzen.net** (2019c): Euro - Dänische Krone - Historische Kurse. Online verfügbar unter https://www.finanzen.net/devisen/euro-daenische_krone-kurs/historisch, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- finanzen.net** (2019d): Euro - Dollar - Historische Kurse. Online verfügbar unter <https://www.finanzen.net/devisen/dollarkurs/historisch>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- finanzen.net** (2019e): Euro - Norwegische Krone - Historische Kurse. Online verfügbar unter https://www.finanzen.net/devisen/euro-norwegische_krone-kurs/historisch, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- finanzen.net** (2019f): Euro - Schwedische Krone - Historische Kurse. Online verfügbar unter https://www.finanzen.net/devisen/euro-schwedische_krone-kurs/historisch, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- finanzen.net** (2019g): Euro - Schweizer Franken - Historische Kurse. Online verfügbar unter https://www.finanzen.net/devisen/euro-schweizer_franken-kurs/historisch, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- finanzen.net** (2019h): Euro - Zloty - Historische Kurse. Online verfügbar unter <https://www.finanzen.net/devisen/euro-zloty-kurs/historisch>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Grünert, Timo** (2007): Mergers Acquisitions in Unternehmenskrisen. 1. Aufl. s.l.: DUV Deutscher Universitäts-Verlag (Strategische Unternehmensführung).
- Heesen, Bernd** (2018): Basiswissen Unternehmensbewertung. Schneller Einstieg in die Wertermittlung. Wiesbaden: Springer Gabler.

- Jansen, Stephan A.** (2008): Mergers & Acquisitions. Unternehmensakquisitionen und -kooperationen Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung. 5., überarb. und erw. Aufl. Wiesbaden: Gabler / GWV Fachverlage GmbH Wiesbaden.
- Kröner, Andreas; Osman, Yasmin; Schäfer, Daniel** (2019): Deutsche Bank und Commerzbank starten Fusionsgespräche. Handelsblatt. Düsseldorf. Online verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/moeglicher-zusammenschluss-deutsche-bank-und-commerzbank-starten-fusionsgespraeche/24112374.html>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Kuhner, Christoph; Maltry, Helmut** (2017): Unternehmensbewertung. 2., überarbeitete und erweiterte Auflage. Berlin: Springer Gabler.
- Kunowski, Stefan** (2002): Bewertung von Kreditinstituten. Zugl.: Erlangen, Nürnberg, Univ., Diss., 2001. 1. Aufl. München: VVF (Schriftenreihe zum Finanz-, Prüfungs- und Rechnungswesen, 28).
- Maisch, Michael** (2019a): Commerzbank und Deutsche Bank – Diese Übernahmeszenarien sind möglich. Handelsblatt. Düsseldorf. Online verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/grossbanken-zusammenschluss-commerzbank-und-deutsche-bank-diese-uebernahmeszenarien-sind-moeglich/24086116.html>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Maisch, Michael** (2019b): Die neue Großbank hätte schon einen Chef. Handelsblatt. Düsseldorf. Online verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/deutsche-bank-und-commerzbank-die-neue-grossbank-haette-schon-einen-chef/24215380.html>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Maisch, Michael; Osman, Yasmin** (2019): Die Fusionsgespräche sind Sewings bisher größte Herausforderung. Handelsblatt. Düsseldorf. Online verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/deutsche-bank-chef-die-fusionsgespraeche-sind-sewings-bisher-groesste-herausforderung/24186312.html>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Maisch, Michael; Osman, Yasmin; Kröner, Andreas; Schäfer, Daniel** (2019a): Deutsche Bank und Commerzbank: Diese fünf Punkte entscheiden über ihre Fusion. Handelsblatt. Düsseldorf. Online verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/bankenbranche-deutsche-bank-und-commerzbank-diese-fuenf-punkte-entscheiden-ueber-ihre-fusion/24213990.html>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Maisch, Michael; Osman, Yasmin; Rezmer, Anke; Schäfer, Daniel** (2019b): Darum zweifeln die Anleger an der Strategie von Deutsche-Bank-Chef Sewing. Handelsblatt. Düsseldorf. Online verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/jahresbilanz-darum-zweifeln-die-anleger-an-der-strategie-von-deutsche-bank-chef-sewing/23937754.html>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Matschke, Manfred Jürgen; Brösel, Gerrit** (2013): Unternehmensbewertung. Funktionen - Methoden - Grundsätze. 4., vollst. überarb. Aufl. 2013. Wiesbaden: Springer.

- Mittelu, Emanuela A.; Hunger, Adrian** (2009): Der Erfolg von M&A-Transaktionen im europäischen Bankensektor. 1. Auflage. Berlin: Duncker & Humblot GmbH (Studien zur Kredit- und Finanzwirtschaft / Studies in Credit and Finance, 184).
- Osman, Yasmin; Kröner, Andreas** (2019a): Berlin wirbt für Fusion von Deutscher Bank und Commerzbank - und verärgert so deren Investoren. Handelsblatt. Düsseldorf. Online verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/grossbanken-berlin-wirbt-fuer-fusion-von-deutscher-bank-und-commerzbank-und-veraergert-so-deren-investoren/24088016.html>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Osman, Yasmin; Kröner, Andreas** (2019b): Mitarbeiter von Commerzbank und Deutscher Bank kämpfen gemeinsam gegen Fusion. Handelsblatt. Düsseldorf. Online verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/bankenfusion-mitarbeiter-von-commerzbank-und-deutscher-bank-kaempfen-gemeinsam-gegen-fusion/24136024.html>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Petersen, Karl; Zwirner, Christian; Brösel, Gerrit** (Hg.) (2013): Handbuch Unternehmensbewertung. Funktionen, moderne Verfahren, Branchen, Rechnungslegung. Köln: Bundesanzeiger-Verl. (Unternehmen und Wirtschaft).
- Schmidlin, Nicolas** (2013): Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse. Praxisnahe Einführung mit zahlreichen Fallbeispielen börsennotierter Unternehmen. München: Vahlen.
- STOXX Ltd.** (2019): STOXX® Europe 600 Banks. Online verfügbar unter <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=SX7GR>, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.
- Strauß, Michael** (2009): Wertorientiertes Risikomanagement in Banken. Analyse der Wertrelevanz und Implikationen für Theorie und Praxis. @Marburg, Univ., Diss., 2008. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler Verlag / GWV Fachverlage GmbH Wiesbaden (Gabler Edition Wissenschaft).
- Welp, Cornelius** (2019): Wie veraltete Technik die Banken-Fusion zum Risiko macht. WirtschaftsWoche. Düsseldorf. Online verfügbar unter https://www.wiso-net.de/document/WWON__WW%2024152752, zuletzt abgerufen am 23.04.2019.

Anlagenverzeichnis

Anlage 1: Bilanz der Deutschen Bank AG für die Jahre 2014 – 2018	65
Anlage 2: GuV der Deutschen Bank AG für die Jahre 2014 – 2018 nach Bereinigungen	66
Anlage 3: Bilanz der Commerzbank AG für die Jahre 2014 – 2018	67
Anlage 4: GuV der Commerzbank AG für die Jahre 2014 – 2018 nach Bereinigungen	68
Anlage 5: Plan-Bilanz der Deutschen Bank AG für die Jahre 2019 – 2023	69
Anlage 6: Plan-GuV der Deutschen Bank AG für die Jahre 2019 – 2023	70
Anlage 7: Plan-Bilanz der Commerzbank AG für die Jahre 2019 – 2023	71
Anlage 8: Plan-GuV der Commerzbank AG für die Jahre 2019 – 2023	72
Anlage 9: Potenzielle Vergleichsunternehmen für die Bewertung nach dem Multiplikatorverfahren	73
Anlage 10: Plan-Bilanz Szenario 1 für die Jahre 2019 – 2023	74
Anlage 11: Plan-GuV Szenario 1 für die Jahre 2019 – 2023	75
Anlage 12: Plan-Bilanz Szenario 2 für die Jahre 2019 – 2023	76
Anlage 13: Plan-GuV Szenario 2 für die Jahre 2019 – 2023	77

Anlage 1: Bilanz der Deutschen Bank AG für die Jahre 2014 – 2018

Deutsche Bank AG	in Mio. €				
Bilanzstichtag	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Aktiva					
Barreserven und Zentralbankeinlagen	74.482	96.940	181.364	225.655	188.731
Einlagen bei Kreditinstituten (ohne Zentralbanken)	9.090	12.842	11.606	9.265	8.881
Forderungen aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Reverse Repos)	17.796	22.456	16.287	9.971	8.222
Forderungen aus Wertpapierleihen	25.834	33.557	20.081	16.732	3.396
Zum beizulegenden Zeitwert bewertet finanzielle Vermögenswerte	942.924	820.883	743.781	636.970	573.344
Handelsaktiva	195.681	196.035	171.044	184.661	152.738
Positive Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	629.958	515.594	485.150	361.032	320.058
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete, nicht als Handelsbestand klassifizierte finanzielle Vermögenswerte	117.285	109.253	87.587	91.276	100.548
Zum beizulegenden Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewertete finanzielle Vermögenswerte	64.297	73.583	56.228	49.397	51.182
Nach der Equitymethode bilanzierte Beteiligungen	4.143	1.013	1.027	866	879
Forderungen aus dem Kreditgeschäft	405.612	427.749	408.909	401.699	400.297
Bis zur Endfälligkeit gehaltene Wertpapiere	-	-	3.206	3.170	-
Sachanlagen	2.909	2.846	2.804	2.663	2.421
Geschäfts- oder Firmenwert und sonstige immaterielle Vermögenswerte	14.951	10.078	8.982	8.839	9.141
Sonstige Aktiva	137.980	118.137	126.045	101.491	93.444
Steuerforderungen aus laufenden Steuern	1.819	1.285	1.559	1.215	970
Steuerforderungen aus latenten Steuern	6.865	7.762	8.666	6.799	7.230
Summe der Aktiva	1.708.703	1.629.130	1.590.546	1.474.732	1.348.137
Passiva					
Einlagen	532.931	566.974	550.204	580.812	564.405
verzinslich	372.931	374.964	350.082	354.473	342.659
unverzinslich	160.733	192.010	200.122	226.339	221.746
Verbindlichkeiten aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapiergeschäften (Repos)	10.887	9.803	25.740	18.105	4.867
Verbindlichkeiten aus Wertpapierleihen	2.339	3.270	3.598	6.688	3.359
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Verpflichtungen	697.699	599.754	581.971	478.636	415.680
Handelspassiva	41.843	52.304	57.029	71.462	59.924
negative Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	610.202	494.076	463.858	342.726	301.487
zum beizulegenden Zeitwert klassifizierte finanzielle Verpflichtungen	37.131	44.852	60.492	63.874	53.757
Investmentverträge	8.523	8.522	592	574	512
Sonstige kurzfristige Geldaufnahmen	42.931	28.010	17.295	18.411	14.158
Sonstige Passiva	183.823	175.005	155.440	132.208	117.513
Rückstellungen	6.677	9.207	10.973	5.219	2.711
Steuerverbindlichkeiten aus laufenden Steuern	1.608	1.699	1.329	1.001	944
Steuerverbindlichkeiten aus latenten Steuern	1.175	746	486	346	512
Langfristige Verbindlichkeiten	144.837	160.016	172.316	159.715	152.083
Schuldverschreibungen - vorrangig	119.446	125.217	122.006	109.496	108.389
Schuldverschreibungen - nachrangig	5.047	6.414	6.788	7.232	6.717
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten- vorrangig	18.999	26.973	42.549	42.120	36.550
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten - nachrangig	1.345	1.412	974	868	427
Hybride Kapitalinstrumente	10.573	7.020	6.373	5.491	3.168
Summe der Verbindlichkeiten	1.635.481	1.561.506	1.525.727	1.406.732	1.279.400
Stammaktien, ohne Nennwert, rechnerischer Nominalwert 2,56 €	3.531	3.531	3.531	5.291	5.291
Kapitalrücklage	33.626	33.572	33.765	39.918	40.252
Gewinnrücklagen	29.279	21.182	18.987	17.454	16.714
Eigenen Aktien im Bestand zu Anschaffungskosten	- 8	- 10	-	- 9	- 15
Verpflichtung zum Erwerb Eigener Aktien	-	-	-	-	-
Kumulierte sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung, nach Steuern	1.923	4.404	3.550	520	253
Den Deutsche Bank-Aktionären zurechenbares Eigenkapital	68.351	62.678	59.833	63.174	62.495
Zusätzliche Eigenkapitalbestandteile	4.619	4.675	4.669	4.675	4.675
Anteile ohne beherrschenden Einfluss	253	270	316	250	1.568
Eigenkapital einschließlich Anteile ohne beherrschenden Einfluss	73.223	67.624	64.819	68.099	68.737
Summe der Passiva	1.708.703	1.629.130	1.590.546	1.474.732	1.348.137

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 2: GuV der Deutschen Bank AG für die Jahre 2014 – 2018 nach Bereinigungen

Deutsche Bank AG	in Mio. €				
Bilanzstichtag	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Zinsen und ähnliche Erträge	25.002	25.966	25.636	24.092	24.792
Zinserträge aus Barreserven und Zentralbankeinlagen		88	433	1.070	1.860
Zinserträge aus Einlagen bei Kreditinstituten (ohne Zentralbanken)	683	411	252	245	223
Forderungen aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Reverse Repos)	408	377	359	292	221
Forderungen aus dem Kreditgeschäft	11.820	12.219	12.311	11.941	12.992
Zinserträge aus bis zur Endfälligkeit gehaltenen Wertpapieren	-	-	67	68	-
Sonstige	848	782	1.417	1.406	497
Zinsen und ähnliche Erträge insgesamt aus zu fortgeführten Anschaffungskosten bewerteten finanziellen Vermögenswerten			16.357	16.193	15.793
Zinserträge aus zum Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewerteten finanziellen Vermögenswerten	1.438	1.593	1.518	1.171	1.014
Zinsen und ähnliche Erträge insgesamt aus nicht zum Zeitwert bewerteten finanziellen Vermögenswerten			16.357	16.193	16.807
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Vermögenswerte	9.805	10.496	9.279	7.899	7.985
Zinsaufwendungen	10.729	10.085	10.930	11.715	11.600
Verzinsliche Einlagen	3.210	2.764	2.583	2.833	3.122
Verbindlichkeiten aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Repos)	160	153	255	431	379
Sonstige kurzfristige Geldaufnahmen	214	229	179	135	139
Langfristige Verbindlichkeiten	1.882	1.480	1.759	1.795	1.981
Hybride Kapitalinstrumente	785	568	437	413	234
Sonstige	214	357	1.083	1.437	1.923
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Verpflichtungen	4.264	4.534	4.634	4.671	3.822
Zinsüberschuss	14.273	15.881	14.706	12.377	13.192
Risikovorsorge im Kreditgeschäft	1.134	956	1.383	525	525
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge im Kreditgeschäft	13.139	14.925	13.323	11.852	12.667
Provisionsüberschuss	12.409	12.765	11.744	11.002	10.039
Provisionsüberschuss aus Treuhandgeschäften	3.745	4.480	4.287	4.320	3.724
Provisionsüberschuss des Wertpapiergeschäfts	4.033	4.134	3.305	2.985	2.565
Gebühren für sonstige Dienstleistungen	4.632	4.151	4.152	3.698	3.751
Ergebnis aus zum beizulegenden Zeitwert bewerteten finanziellen Vermögenswerten/Verpflichtungen	4.299	3.842	1.401	2.926	1.332
Handelsergebnis	4.407	3.874	547	3.374	52
Ergebnis aus erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewerteten, nicht als Handelsbestand klassifizierten, finanziellen Vermögenswerten	-	-	-	-	212
Ergebnis aus zum beizulegenden Zeitwert klassifizierten finanziellen Vermögenswerten/Verpflichtungen insgesamt	- 108	- 32	854	- 448	1.069
Ergebnis aus zu fortgeführten Anschaffungskosten bewerteten finanziellen Vermögenswerten	-	-	-	-	2
Ergebnis aus zum beizulegenden Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewerteten finanziellen Vermögenswerten	-	-	-	-	317
Ergebnis aus zur Veräußerung verfügbaren finanziellen Vermögenswerten	242	203	653	479	-
Ergebnis aus nach der Equitymethode bilanzierten Beteiligungen	619	264	455	137	219
Sonstige Erträge	109	666	433	- 474	214
Ergebnis aus als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien	57	40	-	-	-
Gewinne/Verluste aus dem Verkauf von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien	5	- 18	-	-	-
Gewinne/Verluste aus der Veräußerung konsolidierter Tochtergesellschaften	18	- 24	-	-	-
Gewinne/Verluste aus der Veräußerung von Forderungen aus dem Kreditgeschäft	- 2	237	- 128	19	- 4
Beiträge im Versicherungsgeschäft	141	108	89	4	3
Ergebnis aus Sicherungsbeziehungen, die die Voraussetzungen für eine Bilanzierung als Sicherungsgeschäft erfüllen	- 1.349	- 910	- 370	- 609	- 497
Konsolidierte Beteiligungen	949	470	362	-	-
Übrige sonstige Erträge	290	763	480	112	712
Zinsunabhängige Erträge insgesamt	17.678	17.740	14.686	14.070	12.123
Personalaufwand	12.512	13.293	11.874	12.253	11.814
Sachaufwand und sonstiger Aufwand	14.254	15.030	13.054	11.973	11.286
EDV-Aufwendungen	3.333	3.664	3.872	3.816	3.822
Regulatorische Aufwendungen, Steuern & Versicherung	-	-	1.421	1.489	1.545
Mieten und Aufwendungen für Gebäude, Betriebs- und Geschäftsausstattung	1.978	1.944	1.972	1.849	1.723
Aufwendungen für Beratungsleistungen	2.029	2.283	2.305	1.750	1.530
Kommunikation und Datenadministration	725	807	664	744	753
Aufwendungen für Reisen und Repräsentation	500	505	761	686	636
Aufwendungen für Bank- und Transaktionsdienstleistungen	660	598	450	405	347
Marketingaufwendungen	313	294	285	309	278
Konsolidierte Beteiligungen	811	406	334	-	-
Sonstige Aufwendungen	3.905	4.529	990	925	652
Aufwendungen im Versicherungsgeschäft	289	256	374	-	-
Wertminderungen auf Geschäfts- oder Firmenwert und sonstige immaterielle Vermögenswerte	111	976	256	21	-
Restrukturierungsaufwand	133	710	484	447	360
Personalaufwand	124	663	491	430	367
Sachaufwand	9	46	- 7	17	- 6
Zinsunabhängige Aufwendungen insgesamt	27.299	30.265	26.042	24.694	23.460
Ergebnis vor Steuern	3.518	2.400	1.967	1.228	1.330
Ertragsteueraufwand	1.425	675	546	563	989
Jahresüberschuss / Jahresfehlbetrag	2.093	1.725	1.421	665	341

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 3: Bilanz der Commerzbank AG für die Jahre 2014 – 2018

Commerzbank AG	in Mio. €				
Bilanzstichtag	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Aktiva					
Kassenbestand und Sichtguthaben	4.897	28.509	36.206	55.733	53.914
Kassenbestand	1.093	1.391	1.431	4.423	9.763
Guthaben bei Zentralnotenbanken	3.409	23.858	33.030	49.063	43.597
Täglich fällige Sichtguthaben bei Kreditinstituten			1.404	1.736	554
Schuldtitle öffentlicher Stellen	395	3.260	341	511	-
Finanzielle Vermögenswerte - Amortised Cost	311.596	293.921	276.578	265.712	279.137
Darlehen und Forderungen	266.442	257.435	246.880	241.708	247.387
Verbriefte Schuldinstrumente	45.154	36.486	29.698	24.004	31.750
Finanzielle Vermögenswerte - Fair Value OCI	49.103	36.434	24.797	23.745	26.659
Finanzielle Vermögenswerte - Mandatorily Fair Value P&L	42.756	43.026	39.634	31.155	34.073
Finanzielle Vermögenswerte - Held for Trading	130.343	114.684	88.862	63.666	42.501
Darlehen und Forderungen	14.059	9.150	1.044	1.080	1.028
Verbriefte Schuldinstrumente	1.102	1.084	4.361	2.955	1.621
Eigenkapitalinstrumente	24.936	26.410	20.642	11.302	1.021
Positive Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	89.315	76.711	62.205	47.783	38.067
Sonstige Handelsbestände	931	1.329	610	546	764
Wertanpassung aus Portfolio Fair Value Hedges	415	284	310	153	199
Positive Marktwerte aus derivativen Sicherungsinstrumenten	4.456	3.031	2.075	1.464	1.457
Anteile an at-Equity-bewerteten Unternehmen	677	735	180	181	173
Immaterielle Vermögenswerte	3.330	3.525	3.047	3.312	3.246
Sachanlagen	1.916	1.437	1.723	1.600	1.547
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	620	106	16	16	13
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und Vermögenswerte aus Veräußerungsgruppen	421	846	1.188	78	13.433
Tatsächliche Ertragsteueransprüche	716	512	629	767	783
Latente Ertragsteueransprüche	3.358	2.836	3.035	2.950	3.116
Sonstige Aktiva	3.005	2.755	2.156	1.961	2.119
Gesamt	557.609	532.641	480.436	452.493	462.369
Passiva					
Finanzielle Verbindlichkeiten - Amortised Cost	358.633	370.052	343.798	341.260	346.668
Einlagen	298.937	318.926	298.051	297.907	301.144
Begebene Schuldverschreibungen	59.696	51.126	45.747	43.380	45.524
Finanzielle Verbindlichkeiten - Fair Value Option	51.096	23.708	18.084	14.940	21.949
Einlagen	49.621	22.371	17.071	14.279	21.083
Begebene Schuldverschreibungen	1.475	1.337	1.013	661	866
Finanzielle Verbindlichkeiten - Held for Trading	97.163	86.443	77.772	56.484	43.404
Negative Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	88.901	75.994	65.952	48.451	40.264
Zertifikate und andere eigene Emissionen	5.271	5.011	4.828	5.565	49
Lieferverbindlichkeiten aus Wertpapierleerverkäufen, negative Marktwerte von Kreditzusagen und sonstige Handelspassiva	2.991	5.438	864	2.467	3.091
Wertanpassung aus Portfolio Fair Value Hedges	1.278	1.137	1.001	491	532
Negative Marktwerte aus derivativen Sicherungsinstrumenten	9.355	7.406	3.080	2.255	1.462
Rückstellungen	5.251	3.326	3.436	3.291	3.153
Tatsächliche Ertragsteuerschulden	239	401	672	673	472
Latente Ertragsteuerschulden	131	106	49	34	20
Verbindlichkeiten von zur Veräußerung gehaltenen Veräußerungsgruppen	142	1.073	-	-	12.914
Sonstige Passiva	7.361	8.582	2.970	3.024	2.384
Eigenkapital	26.960	30.407	29.573	30.041	29.411
Gezeichnetes Kapital	1.139	1.252	1.252	1.252	1.252
Kapitalrücklage	15.928	17.192	17.192	17.192	17.192
Gewinnrücklage	10.383	11.740	11.117	11.249	10.054
Andere Rücklagen	- 1.396	- 781	- 1.014	- 817	- 287
Gesamt vor nicht beherrschenden Anteilen	26.054	29.403	28.547	28.877	28.211
Nicht beherrschende Anteile	906	1.004	1.027	1.164	1.200
Gesamt	557.609	532.641	480.436	452.493	462.369

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 4: GuV der Commerzbank AG für die Jahre 2014 – 2018 nach Bereinigungen

Commerzbank AG	in Mio. €				
Stichtag	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Zinserträge	11.004	9.766	8.773	8.423	8.670
Zinserträge – Amortised Cost	9.473	8.382	7.325	6.823	6.891
Zinserträge aus dem Kredit- und Geldmarktgeschäft	8.100	7.341	6.538	6.310	6.056
Zinserträge aus dem Wertpapiergeschäft	1.373	1.040	787	513	835
Zinserträge – Fair Value OCI	359	220	226	334	312
Zinserträge – Mandatorily Fair Value P&L	850	766	790	664	801
Vorfälligkeitsentschädigung	122	135	122	109	115
Unwinding	77	33	21	18	-
Positive Zinsen aus passivischen Finanzinstrumenten	223	230	289	474	551
Zinsaufwendungen	6.731	5.494	4.608	4.222	3.922
Zinsaufwendungen - Amortised Cost	6.065	4.744	3.902	3.251	2.667
Einlagen	3.397	2.640	2.204	1.939	1.638
Begebene Schuldverschreibungen	2.668	2.104	1.698	1.312	1.029
Zinsaufwendungen - Fair Value Option	602	352	340	345	625
Einlagen	536	297	264	296	605
Begebene Schuldverschreibungen	66	55	76	49	20
Negative Zinsen aus aktivischen Finanzinstrumenten		197	346	601	609
Sonstige Zinsaufwendungen	64	201	21	25	20
Zinsüberschuss	4.273	4.272	4.165	4.201	4.748
Dividendenerträge	231	316	164	106	36
Risikovorsorge im Kreditgeschäft	- 1.144	- 696	- 900	- 781	- 446
Sonstiges Realisierungs- und Bewertungsergebnis	- 133	- 248	40	- 76	-
Provisionsüberschuss	3.205	3.430	3.212	3.178	3.089
Wertpapiergeschäft	844	941	850	918	897
Vermögensverwaltung	173	216	257	283	284
Zahlungsverkehr und Auslandsgeschäft	1.282	1.331	1.234	1.237	1.228
Bürgschaften	220	219	197	190	185
Ergebnis aus Syndizierungen	336	298	262	260	240
Vermittlungsgeschäft	130	262	250	118	52
Treuhandgeschäfte	8	7	9	13	10
Übrige Erträge	212	156	153	160	193
Ergebnis aus erfolgswirksam zum Fair Value bewerteten finanziellen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten	1.506	1.509	1.019	1.092	366
Ergebnis aus Sicherungszusammenhängen	16	- 60	- 37	- 86	48
Übriges Ergebnis aus Finanzinstrumenten	151	440	129	170	26
Laufendes Ergebnis aus at-Equity-bewerteten Unternehmen	44	82	150	23	12
Sonstiges Ergebnis	278	28	66	289	245
Verwaltungsaufwendungen	6.929	7.157	7.100	7.079	6.879
Personalaufwendungen	3.843	3.900	3.724	3.600	3.441
Sachaufwendungen	2.637	2.759	2.821	2.862	2.776
Raumaufwendungen	598	604	570	565	581
EDV-Aufwendungen	514	482	498	542	556
Arbeitsplatz- und Informationsaufwendungen	259	254	253	260	248
Pflichtbeiträge	205	279	372	417	420
Beratungs-, Prüfungs- und gesellschaftsrechtliche Aufwendungen	397	428	507	502	386
Reise-, Repräsentations- und Werbungskosten	346	329	306	263	275
Personalinduzierte Sachaufwendungen	141	153	131	126	146
Übrige Sachaufwendungen	177	230	185	188	164
Abschreibungen	446	498	556	617	663
Betriebs- und Geschäftsausstattung	131	141	133	129	123
Grundstücke, Gebäude und übrige Sachanlagen	78	58	38	14	11
Immaterielle Vermögenswerte	237	299	385	473	529
Operatives Ergebnis	684	1.909	1.399	1.303	
Wertminderungen auf Geschäfts- oder Firmenwerte und sonstige immaterielle Vermögenswerte	-	-	627	-	-
Restrukturierungsaufwendungen	61	114	128	808	-
Ergebnis vor Steuern	623	1.796	643	495	1.245
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	253	619	261	245	268
Konzernergebnis insgesamt	370	1.177	382	250	968

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 5: Plan-Bilanz der Deutschen Bank AG für die Jahre 2019 – 2023

Deutsche Bank AG	in Mio. €				
Bilanzstichtag	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Aktiva					
Barreserven und Zentralbankeinlagen	187.505	187.913	190.143	194.172	200.278
Einlagen bei Kreditinstituten (ohne Zentralbanken)	7.876	6.985	6.195	5.494	4.873
Forderungen aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Reverse Repos)	5.926	4.271	3.078	2.218	1.599
Forderungen aus Wertpapierleihen	2.491	1.827	1.340	982	721
Zum beizulegenden Zeitwert bewertet finanzielle Vermögenswerte	584.811	596.507	608.437	620.606	633.018
Handelsaktiva	155.793	158.909	162.087	165.329	168.635
Positive Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	326.459	332.988	339.648	346.441	353.370
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete, nicht als Handelsbestand klassifizierte finanzielle Vermögenswerte	102.559	104.610	106.702	108.836	111.013
Zum beizulegenden Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewertete finanzielle Vermögenswerte	48.920	46.758	44.691	42.716	40.828
Nach der Equitymethode bilanzierte Beteiligungen	946	946	946	946	946
Forderungen aus dem Kreditgeschäft	412.306	424.675	437.415	450.538	464.054
Sachanlagen	2.314	2.211	2.113	2.019	1.929
Geschäfts- oder Firmenwert und sonstige immaterielle Vermögenswerte	9.453	9.776	10.110	10.456	10.813
Sonstige Aktiva	85.245	77.766	70.942	64.718	59.040
Steuerforderungen aus laufenden Steuern	1.370	1.370	1.370	1.370	1.370
Steuerforderungen aus latenten Steuern	7.464	7.464	7.464	7.464	7.464
Summe der Aktiva	1.356.626	1.368.468	1.384.245	1.403.699	1.426.932
Passiva					
Einlagen	573.119	582.549	592.733	603.710	615.522
verzinslich	339.098	335.574	332.086	328.635	325.219
unverzinslich	234.021	246.976	260.647	275.076	290.303
Verbindlichkeiten aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapiergeschäften (Repos)	5.473	6.155	6.922	7.785	8.755
Verbindlichkeiten aus Wertpapierleihen	4.081	4.957	6.022	7.316	8.888
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Verpflichtungen	423.948	432.384	440.992	449.776	458.737
Handelspassiva	61.122	62.345	63.592	64.864	66.161
negative Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	307.517	313.667	319.940	326.339	332.866
zum beizulegenden Zeitwert klassifizierte finanzielle Verpflichtungen	54.832	55.929	57.047	58.188	59.352
Investmentverträge	477	444	413	384	358
Sonstige kurzfristige Geldaufnahmen	12.980	11.899	10.909	10.001	9.168
Sonstige Passiva	105.163	94.111	84.220	75.369	67.449
Rückstellungen	2.419	2.126	2.126	2.126	2.126
Steuerverbindlichkeiten aus laufenden Steuern	1.316	1.316	1.316	1.316	1.316
Steuerverbindlichkeiten aus latenten Steuern	653	653	653	653	653
Langfristige Verbindlichkeiten	155.396	159.597	164.795	171.118	178.712
Schuldverschreibungen - vorrangig	105.951	103.568	101.238	98.961	96.735
Schuldverschreibungen - nachrangig	7.260	7.847	8.481	9.167	9.908
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten- vorrangig	41.851	47.922	54.873	62.832	71.946
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten - nachrangig	333	260	203	159	124
Hybride Kapitalinstrumente	2.384	1.794	1.350	1.016	765
Summe der Verbindlichkeiten	1.286.931	1.297.543	1.312.041	1.330.187	1.352.091
Stammaktien, ohne Nennwert, rechnerischer Nominalwert 2,56 €	5.291	5.291	5.291	5.291	5.291
Kapitalrücklage	40.252	40.252	40.252	40.252	40.252
Gewinnrücklagen	17.796	19.090	20.399	21.721	23.057
Eigenen Aktien im Bestand zu Anschaffungskosten	- 8	- 8	- 8	- 8	- 8
Verpflichtung zum Erwerb Eigener Aktien	-	-	-	-	-
Kumulierte sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung, nach Steuern	121	58	28	13	6
Den Deutsche Bank-Aktionären zurechenbares Eigenkapital	63.452	64.683	65.961	67.269	68.598
Zusätzliche Eigenkapitalbestandteile	4.675	4.675	4.675	4.675	4.675
Anteile ohne beherrschenden Einfluss	1.568	1.568	1.568	1.568	1.568
Eigenkapital einschließlich Anteile ohne beherrschenden Einfluss	69.695	70.926	72.204	73.512	74.841
Summe der Passiva	1.356.626	1.368.468	1.384.245	1.403.699	1.426.932

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 6: Plan-GuV der Deutschen Bank AG für die Jahre 2019 – 2023

Deutsche Bank AG	in Mio. €				
Stichtag	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Zinsen und ähnliche Erträge	25.578	25.970	26.416	26.914	27.462
Zinserträge aus Barreserven und Zentralbankeinlagen	1.848	1.852	1.874	1.914	1.974
Zinserträge aus Einlagen bei Kreditinstituten (ohne Zentralbanken)	207	184	163	145	128
Forderungen aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Reverse Repos)	140	101	73	52	38
Forderungen aus dem Kreditgeschäft	13.382	13.783	14.197	14.623	15.061
Sonstige	736	672	613	559	510
Zinsen und ähnliche Erträge insgesamt aus zu fortgeführten Anschaffungskosten bewerteten finanziellen Vermögenswerten	16.313	16.591	16.919	17.292	17.711
Zinserträge aus zum Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewerteten finanziellen Vermögenswerten	1.121	1.071	1.024	978	935
Zinsen und ähnliche Erträge insgesamt aus nicht zum Zeitwert bewerteten finanziellen Vermögenswerten	17.434	17.662	17.943	18.271	18.646
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Vermögenswerte	8.145	8.308	8.474	8.643	8.816
Zinsaufwendungen	11.571	11.492	11.466	11.489	11.561
Verzinsliche Einlagen	3.086	3.054	3.022	2.991	2.959
Verbindlichkeiten aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Repos)	426	479	539	606	682
Sonstige kurzfristige Geldaufnahmen	119	109	100	92	84
Langfristige Verbindlichkeiten	2.024	2.079	2.147	2.229	2.328
Hybride Kapitalinstrumente	178	134	101	76	57
Sonstige	1.721	1.540	1.378	1.233	1.104
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Verpflichtungen	4.018	4.098	4.179	4.262	4.347
Zinsüberschuss	14.007	14.478	14.951	15.425	15.901
Risikovorsorge im Kreditgeschäft	540	556	573	590	608
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge im Kreditgeschäft	13.467	13.922	14.378	14.835	15.294
Provisionsüberschuss	9.382	8.772	8.206	7.681	7.194
Provisionsüberschuss aus Treuhandgeschäften	3.509	3.306	3.115	2.935	2.765
Provisionsüberschuss des Wertpapiergeschäfts	2.300	2.063	1.850	1.659	1.487
Gebühren für sonstige Dienstleistungen	3.573	3.403	3.241	3.087	2.941
Vermögenswerten/Verpflichtungen	2.028	2.028	2.028	2.028	2.028
Handelsergebnis	1.324	1.324	1.324	1.324	1.324
Ergebnis aus erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewerteten, nicht als Handelsbestand klassifizierten, finanziellen Vermögenswerten	212	212	212	212	212
Ergebnis aus zum beizulegenden Zeitwert klassifizierten finanziellen Vermögenswerten/ Verpflichtungen insgesamt	492	492	492	492	492
Ergebnis aus zu fortgeführten Anschaffungskosten bewerteten finanziellen Vermögenswerten	2	2	2	2	2
Ergebnis aus zum beizulegenden Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewerteten finanziellen Vermögenswerten	317	317	317	317	317
Ergebnis aus zur Veräußerung verfügbaren finanziellen Vermögenswerten	-	-	-	-	-
Ergebnis aus nach der Equitymethode bilanzierten Beteiligungen	339	339	339	339	339
Sonstige Erträge	59	109	153	193	228
Gewinne/Verluste aus der Veräußerung von Forderungen aus dem Kreditgeschäft	24	24	24	24	24
Beiträge im Versicherungsgeschäft	3	3	3	3	3
Ergebnis aus Sicherungsbeziehungen, die die Voraussetzungen für eine Bilanzierung als Sicherungsgeschäft erfüllen	- 440	- 390	- 345	- 306	- 271
Übrige sonstige Erträge	471	471	471	471	471
Zinsunabhängige Erträge insgesamt	12.126	11.566	11.045	10.560	10.107
Personalaufwand	11.525	11.500	11.474	11.448	11.423
Sachaufwand und sonstiger Aufwand	11.125	11.013	10.944	10.914	10.918
EDV-Aufwendungen	3.959	4.101	4.247	4.399	4.557
Regulatorische Aufwendungen, Steuern & Versicherung	1.611	1.680	1.752	1.826	1.905
Mieten und Aufwendungen für Gebäude, Betriebs- und Geschäftsausstattung	1.666	1.610	1.556	1.505	1.454
Aufwendungen für Beratungsleistungen	1.441	1.358	1.279	1.205	1.135
Kommunikation und Datenadministration	766	779	792	806	820
Aufwendungen für Reisen und Repräsentation	581	532	486	444	406
Aufwendungen für Bank- und Transaktionsdienstleistungen	296	253	216	184	157
Marketingaufwendungen	271	263	256	249	243
Sonstige Aufwendungen	534	438	359	294	241
Aufwendungen im Versicherungsgeschäft	-	-	-	-	-
Wertminderungen auf Geschäfts- oder Firmenwert und sonstige immaterielle Vermögenswerte	341	341	341	341	341
Restrukturierungsaufwand	445	57	57	57	57
Personalaufwand	433	45	45	45	45
Sachaufwand	12	12	12	12	12
Zinsunabhängige Aufwendungen insgesamt	23.437	22.910	22.816	22.760	22.739
Ergebnis vor Steuern	2.156	2.577	2.608	2.635	2.662
Ertragsteueraufwand	675	807	816	825	833
Jahresüberschuss / Jahresfehlbetrag	1.481	1.771	1.791	1.810	1.829

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 7: Plan-Bilanz der Commerzbank AG für die Jahre 2019 – 2023

Commerzbank AG	in Mio. €				
Bilanzstichtag	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Aktiva					
Kassenbestand und Sichtguthaben	55.007	56.084	57.199	58.228	59.163
Finanzielle Vermögenswerte - Amortised Cost	283.690	288.404	293.288	298.351	303.605
Darlehen und Forderungen	249.861	252.359	254.883	257.432	260.006
Verbriefte Schuldinstrumente	33.829	36.044	38.405	40.919	43.599
Finanzielle Vermögenswerte - Fair Value OCI	27.729	28.843	30.001	31.205	32.458
Finanzielle Vermögenswerte - Mandatorily Fair Value P&L	32.431	30.868	29.380	27.964	26.616
Finanzielle Vermögenswerte - Held for Trading	45.073	47.064	49.156	51.352	53.659
Darlehen und Forderungen	1.021	1.014	1.007	1.000	993
Verbriefte Schuldinstrumente	2.225	2.225	2.225	2.225	2.225
Eigenkapitalinstrumente	1.021	1.021	1.021	1.021	1.021
Positive Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	39.970	41.969	44.067	46.271	48.584
Sonstige Handelsbestände	836	836	836	836	836
Wertanpassung aus Portfolio Fair Value Hedges	272	272	272	272	272
Positive Marktwerte aus derivativen Sicherungsinstrumenten	1.450	1.443	1.436	1.429	1.422
Anteile an at-Equity-bewerteten Unternehmen	170	166	163	160	157
Immaterielle Vermögenswerte	3.292	3.292	3.292	3.292	3.292
Sachanlagen	1.496	1.446	1.398	1.352	1.307
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	13	13	13	13	13
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und Vermögenswerte aus Veräußerungsgruppen	-	-	-	-	-
Tatsächliche Ertragsteueransprüche	819	857	896	937	980
Latente Ertragsteueransprüche	3.059	3.059	3.059	3.059	3.059
Sonstige Aktiva	2.109	2.098	2.088	2.077	2.067
Gesamt	456.609	463.909	471.641	479.693	488.072
Passiva					
Finanzielle Verbindlichkeiten - Amortised Cost	352.190	357.859	363.681	369.661	375.806
Einlagen	304.416	307.724	311.068	314.448	317.864
Begebene Schuldverschreibungen	47.774	50.135	52.613	55.213	57.942
Finanzielle Verbindlichkeiten - Fair Value Option	22.688	23.236	23.797	24.374	24.964
Einlagen	21.617	22.165	22.727	23.303	23.894
Begebene Schuldverschreibungen	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070
Finanzielle Verbindlichkeiten - Held for Trading	44.085	44.765	45.446	46.127	46.808
Negative Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	40.345	40.425	40.506	40.587	40.668
Zertifikate und andere eigene Emissionen	49	49	49	49	49
Lieferverbindlichkeiten aus Wertpapierleerverkäufen, negative Marktwerte von Kreditzusagen und sonstige Handelspassiva	3.691	4.291	4.891	5.491	6.091
Wertanpassung aus Portfolio Fair Value Hedges	576	625	677	733	794
Negative Marktwerte aus derivativen Sicherungsinstrumenten	1.009	697	481	332	229
Rückstellungen	3.020	2.893	2.772	2.655	2.543
Tatsächliche Ertragsteuerschulden	491	491	491	491	491
Latente Ertragsteuerschulden	13	8	5	3	2
Verbindlichkeiten von zur Veräußerung gehaltenen Veräußerungsgruppen	-	-	-	-	-
Sonstige Passiva	2.388	2.405	2.450	2.515	2.596
Verbindlichkeiten für Filmfonds	231	171	126	93	69
Fremdkapital aus nicht beherrschenden Anteilen	41	26	16	10	6
Rechnungsabgrenzungsposten	334	334	334	334	334
Übrige Passiva	1.781	1.875	1.973	2.077	2.187
Eigenkapital	30.149	30.930	31.841	32.802	33.837
Gezeichnetes Kapital	1.252	1.252	1.252	1.252	1.252
Kapitalrücklage	17.192	17.192	17.192	17.192	17.192
Gewinnrücklage	10.685	11.373	12.150	12.980	13.884
Andere Rücklagen	- 216	- 163	- 123	- 93	- 70
Gesamt vor nicht beherrschenden Anteilen					
Nicht beherrschende Anteile	1.237	1.275	1.370	1.471	1.579
Gesamt	456.609	463.909	471.641	479.693	488.072

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 8: Plan-GuV der Commerzbank AG für die Jahre 2019 – 2023

Commerzbank AG	in Mio. €				
Stichtag	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Zinserträge	8.863	9.063	9.287	9.538	9.819
Zinserträge – Amortised Cost	7.017	7.137	7.262	7.391	7.525
Zinserträge aus dem Kredit- und Geldmarktgeschäft	6.117	6.178	6.240	6.302	6.365
Zinserträge aus dem Wertpapiergeschäft	900	959	1.022	1.089	1.160
Zinserträge – Fair Value OCI	322	335	349	363	377
Zinserträge – Mandatorily Fair Value P&L	762	726	691	657	626
Vorfälligkeitsentschädigung	121	121	121	121	121
Positive Zinsen aus passivischen Finanzinstrumenten	641	745	866	1.006	1.170
Zinsaufwendungen	4.008	4.103	4.201	4.303	4.409
Zinsaufwendungen - Amortised Cost	2.724	2.795	2.869	2.946	3.026
Einlagen	1.644	1.662	1.680	1.698	1.716
Begebene Schuldverschreibungen	1.080	1.133	1.189	1.248	1.309
Zinsaufwendungen - Fair Value Option	645	661	677	693	710
Einlagen	620	636	652	669	686
Begebene Schuldverschreibungen	25	25	25	25	25
Negative Zinsen aus aktivischen Finanzinstrumenten	617	625	634	642	651
Sonstige Zinsaufwendungen	22	22	22	22	22
Zinsüberschuss	4.855	4.960	5.086	5.235	5.410
Dividendenerträge	26	19	13	10	7
Risikovorsorge im Kreditgeschäft	- 450	- 455	- 460	- 464	- 469
Provisionsüberschuss	3.127	3.143	3.166	3.195	3.230
Wertpapiergeschäft	890	890	890	890	890
Vermögensverwaltung	299	315	331	348	367
Zahlungsverkehr und Auslandsgeschäft	1.262	1.262	1.262	1.262	1.262
Bürgschaften	177	170	163	156	150
Ergebnis aus Syndizierungen	221	203	187	172	159
Vermittlungsgeschäft	50	49	48	46	45
Treuhandgeschäfte	9	9	9	9	9
Übrige Erträge	217	245	276	310	349
Ergebnis aus erfolgswirksam zum Fair Value bewerteten finanziellen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten	282	218	168	129	100
Ergebnis aus Sicherungszusammenhängen	- 24				
Übriges Ergebnis aus Finanzinstrumenten	183	183	183	183	183
Laufendes Ergebnis aus at-Equity-bewerteten Unternehmen	62	62	62	62	62
Sonstiges Ergebnis	181	181	181	181	181
Verwaltungsaufwendungen	6.919	6.850	6.847	6.874	6.902
Personalaufwendungen	3.347	3.253	3.253	3.253	3.253
Sachaufwendungen	2.911	2.940	2.941	2.972	3.004
Raumaufwendungen	584	584	584	584	584
EDV-Aufwendungen	583	612	612	642	674
Arbeitsplatz- und Informationsaufwendungen	245	243	240	238	235
Pflichtbeiträge	423	426	429	432	435
Beratungs-, Prüfungs- und gesellschaftsrechtliche Aufwendungen	444	444	444	444	444
Reise-, Repräsentations- und Werbungskosten	304	304	304	304	304
Personalinduzierte Sachaufwendungen	139	139	139	139	139
Übrige Sachaufwendungen	189	189	189	189	189
Abschreibungen	661	657	653	649	646
Betriebs- und Geschäftsausstattung	121	117	113	109	106
Grundstücke, Gebäude und übrige Sachanlagen	11	11	11	11	11
Immaterielle Vermögenswerte	529	529	529	529	529
Operatives Ergebnis	1.323	1.437	1.529	1.633	1.779
Wertminderungen auf Geschäfts- oder Firmenwerte und sonstige immaterielle Vermögenswerte	-	-	-	-	-
Restrukturierungsaufwendungen	82	82	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	1.241	1.355	1.529	1.633	1.779
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	391	427	482	514	560
Konzernergebnis insgesamt	850	928	1.048	1.119	1.218

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 9: Potenzielle Vergleichsunternehmen für die Bewertung nach dem Multiplikatorverfahren

in Mio. €	Bilanzsumme	Eigenkapital	Ergebnis n. St.	KGV	EK-Rendite
Cembra Money Bank	5.440	933	154	14,2	16,51%
Close Brothers Group	10.251	1.350	204	11,8	15,11%
Bankinter	71.333	4.357	495	14,6	11,36%
Banco Com. Português SA (BCP)	71.940	6.081	288	19,3	4,74%
Mediobanca	72.301	8.880	867	8	9,76%
PKO Bank Polski	75.549	9.113	872	7,3	9,57%
Jyske Bank	80.353	4.257	335	8,4	7,87%
AIB Group	90.062	13.612	1.114	13,6	8,18%
Julius Baer Gruppe	91.327	5.361	652	10,4	12,17%
Bank of Ireland	123.669	9.243	675	9,9	7,30%
Unio.di Banche Italiane	127.376	11.706	717	5,6	6,13%
Raiffeisen Bank International	140.115	11.713	1.398	6	11,94%
Banco BPM S.p.A. Azioni	161.207	9.702	1.844	1,5	19,01%
BANKIA S.A.	205.223	13.177	697	11,6	5,29%
Swedbank A	219.643	13.412	2.067	10,4	15,41%
Banco Sabadell A	221.348	13.222	335	6	2,53%
Erste Group Bank	236.792	14.375	2.163	7,2	15,05%
Skandinaviska Enskilda Banken	250.881	14.525	2.258	8,1	15,55%
DNB ASA	265.434	22.604	2.451	9,5	10,84%
KBC Groep	283.808	19.633	2.570	9,5	13,09%
Svenska Handelsbanken A	290.905	13.886	1.694	11	12,20%
ABN AMRO Group N.V.	381.295	21.358	2.325	8,7	10,89%
CaixaBank	386.186	24.058	1.720	9,9	7,15%
Commerzbank	462.369	28.211	978		3,47%
Danske Bank AS	479.481	19.953	1.967	7,8	9,86%
Natixis	519.987	19.795	1.861	8,8	9,40%
Nordea Bank ABP	551.408	32.895	3.081	11	9,37%
Standard Chartered	600.699	43.676	967	32,6	2,21%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	676.689	47.110	6.151	6,1	13,06%
Credit Suisse Group	682.450	38.983	1.785	13,5	4,58%
Royal Bank of Scotland	770.516	50.761	2.313	16,1	4,56%
Intesa Sanpaolo	787.721	134.821	4.072	8,1	3,02%
UniCredit	831.469	55.841	4.095	57,8	7,33%
UBS Group	850.705	46.976	4.013	13,2	8,54%
Lloyds Banking Group	885.236	55.411	4.883	9,5	8,81%
ING Groep	887.030	50.932	4.811	7,8	9,45%
Barclays	1.130.000	62.556	2.372	16,1	3,79%
Société Générale	1.310.000	61.026	4.556	6,6	7,47%
Deutsche Bank	1.350.000	67.169	341		0,51%
Banco Santander	1.460.000	107.361	9.315	8,8	8,68%
Crédit Agricole	1.620.000	58.811	5.030	6,8	8,55%
BNP Paribas	1.960.000	107.209	8.207	10,3	7,66%
HSBC Holdings	2.232.688	162.439	13.104	10,3	8,07%

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 10: Plan-Bilanz Szenario 1 für die Jahre 2019 – 2023

Szenario 1	in Mio. €				
Stichtag	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Aktiva					
Barreserven und Zentralbankeinlagen	242.512	243.997	247.342	252.400	259.441
Einlagen bei Kreditinstituten (ohne Zentralbanken)	7.876	6.985	6.195	5.494	4.873
Forderungen aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Reverse Repos)	5.926	4.271	3.078	2.218	1.599
Forderungen aus Wertpapierleihen	2.491	1.827	1.340	982	721
Zum beizulegenden Zeitwert bewertet finanzielle Vermögenswerte	659.063	673.857	689.030	704.593	720.558
Handelsaktiva	160.895	164.004	167.175	170.410	173.710
Positive Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	367.880	376.400	385.152	394.141	403.377
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete, nicht als Handelsbestand klassifizierte finanzielle Vermögenswerte	130.288	133.453	136.703	140.041	143.471
Zum beizulegenden Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewertete finanzielle Vermögenswerte	81.351	77.626	74.071	70.680	67.444
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und Vermögenswerte aus Veräußerungsgruppen	-	-	-	-	-
Nach der Equitymethode bilanzierte Beteiligungen	1.116	1.113	1.109	1.106	1.103
Forderungen aus dem Kreditgeschäft	695.996	713.079	730.703	748.889	767.659
Darlehen und Forderungen	662.167	677.035	692.298	707.970	724.060
Verbriefte Schuldinstrumente	33.829	36.044	38.405	40.919	43.599
Sachanlagen	3.809	3.657	3.511	3.371	3.236
Geschäfts- oder Firmenwert und sonstige immaterielle Vermögenswerte	12.745	13.068	13.402	13.748	14.105
Sonstige Aktiva	87.639	80.149	73.315	67.081	61.392
Steuerforderungen aus laufenden Steuern	2.189	2.226	2.266	2.307	2.350
Steuerforderungen aus latenten Steuern	10.523	10.523	10.523	10.523	10.523
Summe der Aktiva	1.813.235	1.832.377	1.855.885	1.883.392	1.915.003
Passiva					
Einlagen	877.535	890.273	903.801	918.158	933.386
verzinslich	519.212	512.836	506.366	499.807	493.167
unverzinslich	358.323	377.437	397.435	418.351	440.219
Verbindlichkeiten aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapiergeschäften (Repos)	5.473	6.155	6.922	7.785	8.755
Verbindlichkeiten aus Wertpapierleihen	4.081	4.957	6.022	7.316	8.888
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Verpflichtungen	491.729	501.082	510.717	520.608	530.738
Handelspassiva	64.862	66.685	68.532	70.404	72.301
negative Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	348.870	354.789	360.927	367.258	373.763
Zum beizulegenden Zeitwert klassifizierte finanzielle Verpflichtungen	77.520	79.164	80.845	82.562	84.316
Investmentverträge	477	444	413	384	358
Sonstige kurzfristige Geldaufnahmen	12.980	11.899	10.909	10.001	9.168
Sonstige Passiva	108.127	97.141	87.347	78.617	70.839
Rückstellungen	5.439	5.019	4.898	4.781	4.669
Steuerverbindlichkeiten aus laufenden Steuern	1.808	1.808	1.808	1.808	1.808
Steuerverbindlichkeiten aus latenten Steuern	666	661	658	656	655
Langfristige Verbindlichkeiten	203.170	209.732	217.408	226.332	236.655
Schuldverschreibungen - vorrangig	138.524	136.102	133.560	130.892	128.098
Schuldverschreibungen - nachrangig	9.492	10.312	11.189	12.125	13.120
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten- vorrangig	54.718	62.976	72.392	83.106	95.272
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten - nachrangig	436	342	268	210	164
Hybride Kapitalinstrumente	2.384	1.794	1.350	1.016	765
Summe der Verbindlichkeiten	1.713.391	1.730.522	1.751.840	1.777.078	1.806.326
Stammaktien, ohne Nennwert, rechnerischer Nominalwert 2,56 €	6.543	6.543	6.543	6.543	6.543
Kapitalrücklage	57.444	57.444	57.444	57.444	57.444
Gewinnrücklagen	28.481	30.463	32.549	34.701	36.941
Andere Rücklagen	- 216	- 163	- 123	- 93	- 70
Eigenen Aktien im Bestand zu Anschaffungskosten	- 8	- 8	- 8	- 8	- 8
Verpflichtung zum Erwerb Eigener Aktien	-	-	-	-	-
Kumulierte sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung, nach Steuern	121	58	28	13	6
Den Deutsche Bank-Aktionären zurechenbares Eigenkapital	92.364	94.337	96.433	98.601	100.856
Zusätzliche Eigenkapitalbestandteile	4.675	4.675	4.675	4.675	4.675
Anteile ohne beherrschenden Einfluss	2.805	2.843	2.938	3.039	3.147
Eigenkapital einschließlich Anteile ohne beherrschenden Einfluss	99.845	101.855	104.045	106.314	108.679
Summe der Passiva	1.813.236	1.832.377	1.855.885	1.883.392	1.915.004

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 11: Plan-GuV Szenario 1 für die Jahre 2019 – 2023

Szenario 1	in Mo. €				
Stichtag	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Zinsen und ähnliche Erträge	34.441	35.033	35.704	36.452	37.281
Zinserträge aus Barreserven und Zentralbankeinlagen	1.848	1.852	1.874	1.914	1.974
Zinserträge aus Einlagen bei Kreditinstituten (ohne Zentralbanken)	207	184	163	145	128
Forderungen aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Reverse Repos)	140	101	73	52	38
Forderungen aus dem Kreditgeschäft	19.498	19.961	20.436	20.925	21.426
Zinserträge aus bis zur Endfälligkeit gehaltenen Wertpapieren	-	-	-	-	-
Zinserträge aus dem Wertpapiergeschäft	900	959	1.022	1.089	1.160
Sonstige	1.497	1.537	1.599	1.686	1.800
Zinsen und ähnliche Erträge insgesamt aus zu fortgeführten Anschaffungskosten bewerteten finanziellen Vermögenswerten	24.091	24.594	25.167	25.810	26.527
Zinserträge aus zum Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewerteten finanziellen Vermögenswerten	1.883	1.797	1.714	1.636	1.561
Zinsen und ähnliche Erträge insgesamt aus nicht zum Zeitwert bewerteten finanziellen Vermögenswerten	25.974	26.390	26.881	27.446	28.087
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Vermögenswerte	8.467	8.643	8.823	9.006	9.193
Zinsaufwendungen	15.579	15.595	15.667	15.792	15.970
Verzinsliche Einlagen	4.730	4.715	4.702	4.689	4.676
Verbindlichkeiten aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Repos)	426	479	539	606	682
Sonstige kurzfristige Geldaufnahmen	119	109	100	92	84
Langfristige Verbindlichkeiten	3.104	3.212	3.336	3.477	3.637
Hybride Kapitalinstrumente	178	134	101	76	57
Sonstige	2.360	2.187	2.034	1.897	1.776
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Verpflichtungen	4.663	4.758	4.856	4.956	5.058
Zinsüberschuss	18.862	19.438	20.037	20.660	21.311
Dividendenerträge	26	19	13	10	7
Risikovorsorge im Kreditgeschäft	- 990	- 1.011	- 1.032	- 1.054	- 1.076
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge im Kreditgeschäft und Dividendenerträgen	17.898	18.446	19.018	19.615	20.241
Provisionsüberschuss	12.508	11.915	11.372	10.876	10.424
Provisionsüberschuss aus Treuhandgeschäften	3.817	3.630	3.455	3.293	3.141
Provisionsüberschuss des Wertpapiergeschäfts	3.411	3.156	2.927	2.721	2.536
Gebühren für sonstige Dienstleistungen	5.280	5.129	4.990	4.862	4.747
Ergebnis aus zum beizulegenden Zeitwert bewerteten finanziellen Vermögenswerten/Verpflichtungen	2.310	2.246	2.196	2.157	2.128
Ergebnis aus zu fortgeführten Anschaffungskosten bewerteten finanziellen Vermögenswerten	2	2	2	2	2
Ergebnis aus zum beizulegenden Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewerteten finanziellen Vermögenswerten	317	317	317	317	317
Ergebnis aus nach der Equitymethode bilanzierten Beteiligungen	401	401	401	401	401
Sonstige Erträge	399	449	494	533	568
Gewinne/Verluste aus der Veräußerung von Forderungen aus dem Kreditgeschäft	24	24	24	24	24
Beiträge im Versicherungsgeschäft	3	3	3	3	3
Ergebnis aus Sicherungsbeziehungen, die die Voraussetzungen für eine Bilanzierung als Sicherungsgeschäft erfüllen	- 464	- 414	- 369	- 330	- 295
Übrige sonstige Erträge	836	836	836	836	836
Zinsunabhängige Erträge insgesamt	15.938	15.330	14.782	14.287	13.840
Personalaufwand	14.872	14.753	14.727	14.701	14.676
Sachaufwand und sonstiger Aufwand	14.698	14.611	14.538	14.535	14.568
EDV-Aufwendungen	4.542	4.713	4.859	5.041	5.230
Regulatorische Aufwendungen, Steuern & Versicherung	2.034	2.106	2.181	2.259	2.340
Mieten und Aufwendungen für Gebäude, Betriebs- und Geschäftsausstattung	2.910	2.850	2.793	2.737	2.684
Aufwendungen für Beratungsleistungen	1.885	1.802	1.723	1.649	1.579
Kommunikation und Datenadministration	1.011	1.022	1.033	1.044	1.055
Aufwendungen für Reisen und Repräsentation	885	835	790	748	710
Aufwendungen für Bank- und Transaktionsdienstleistungen	296	253	216	184	157
Marketingaufwendungen	271	263	256	249	243
Sonstige Aufwendungen	863	766	687	622	569
Wertminderungen auf Geschäfts- oder Firmenwert und sonstige immaterielle Vermögenswerte	341	341	341	341	341
Restrukturierungsaufwand	527	139	57	57	57
Zinsunabhängige Aufwendungen insgesamt	30.438	29.843	29.663	29.633	29.641
Ergebnis vor Steuern	3.397	3.933	4.137	4.269	4.441
Ertragsteueraufwand	1.063	1.231	1.295	1.336	1.390
Jahresüberschuss / Jahresfehlbetrag	2.334	2.702	2.842	2.933	3.051

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 12: Plan-Bilanz Szenario 2 für die Jahre 2019 – 2023

Szenario 2	in Mio. €				
Stichtag	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Aktiva					
Barreserven und Zentralbankeinlagen	249.300	262.828	266.767	272.492	280.290
Einlagen bei Kreditinstituten (ohne Zentralbanken)	7.876	6.985	6.195	5.494	4.873
Forderungen aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Reverse Repos)	5.926	4.271	3.078	2.218	1.599
Forderungen aus Wertpapierleihen	2.491	1.827	1.340	982	721
Zum beizulegenden Zeitwert bewertet finanzielle Vermögenswerte	659.063	673.857	689.030	704.593	720.558
Handelsaktiva	160.895	164.004	167.175	170.410	173.710
Positive Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	367.880	376.400	385.152	394.141	403.377
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete, nicht als Handelsbestand klassifizierte finanzielle Vermögenswerte	130.288	133.453	136.703	140.041	143.471
Zum beizulegenden Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewertete finanzielle Vermögenswerte	81.351	77.626	74.071	70.680	67.444
Nach der Equitymethode bilanzierte Beteiligungen	1.116	1.113	1.109	1.106	1.103
Forderungen aus dem Kreditgeschäft	659.051	639.279	654.533	670.274	686.520
Darlehen und Forderungen	628.253	609.406	622.703	636.359	650.385
Verbriefte Schuldinstrumente	30.798	29.874	31.830	33.914	36.135
Sachanlagen	3.809	3.657	3.511	3.371	3.236
Geschäfts- oder Firmenwert und sonstige immaterielle Vermögenswerte	12.745	13.068	13.402	13.748	14.105
Sonstige Aktiva	87.639	80.149	73.315	67.081	61.392
Steuerforderungen aus laufenden Steuern	2.189	2.226	2.266	2.307	2.350
Steuerforderungen aus latenten Steuern	10.523	10.523	10.523	10.523	10.523
Summe der Aktiva	1.782.354	1.776.497	1.798.228	1.823.956	1.853.801
Passiva					
Einlagen	850.680	841.001	852.255	864.231	876.969
verzinslich	514.020	507.708	501.302	494.809	488.236
unverzinslich	336.660	333.294	350.953	369.422	388.733
Verbindlichkeiten aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapiergeschäften (Repos)	5.473	6.155	6.922	7.785	8.755
Verbindlichkeiten aus Wertpapierleihen	4.081	4.957	6.022	7.316	8.888
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Verpflichtungen	491.729	501.082	510.717	520.608	530.738
Handelspassiva	64.862	66.685	68.532	70.404	72.301
negative Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	348.870	354.789	360.927	367.258	373.763
zum beizulegenden Zeitwert klassifizierte finanzielle Verpflichtungen	77.520	79.164	80.845	82.562	84.316
Investmentverträge	477	444	413	384	358
Sonstige kurzfristige Geldaufnahmen	12.980	11.899	10.909	10.001	9.168
Sonstige Passiva	108.127	97.141	87.347	78.617	70.839
Rückstellungen	5.439	5.019	4.898	4.781	4.669
Steuerverbindlichkeiten aus laufenden Steuern	1.808	1.808	1.808	1.808	1.808
Steuerverbindlichkeiten aus latenten Steuern	666	661	658	656	655
Langfristige Verbindlichkeiten	203.170	209.732	217.408	226.332	236.655
Schuldverschreibungen - vorrangig	138.524	136.102	133.560	130.892	128.098
Schuldverschreibungen - nachrangig	9.492	10.312	11.189	12.125	13.120
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten- vorrangig	54.718	62.976	72.392	83.106	95.272
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten- nachrangig	436	342	268	210	164
Hybride Kapitalinstrumente	2.384	1.794	1.350	1.016	765
Summe der Verbindlichkeiten	1.686.536	1.681.250	1.700.294	1.723.151	1.749.908
Stammaktien, ohne Nennwert, rechnerischer Nominalwert 2,56 €	6.543	6.543	6.543	6.543	6.543
Kapitalrücklage	57.444	57.444	57.444	57.444	57.444
Gewinnrücklagen	24.454	23.854	26.437	29.191	32.155
Andere Rücklagen	- 216	- 163	- 123	- 93	- 70
Eigenen Aktien im Bestand zu Anschaffungskosten	- 8	- 8	- 8	- 8	- 8
Verpflichtung zum Erwerb Eigener Aktien	-	-	-	-	-
Kumulierte sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung, nach Steuer	121	58	28	13	6
Den Deutsche Bank-Aktionären zurechenbares Eigenkapital	88.337	87.728	90.321	93.091	96.070
Zusätzliche Eigenkapitalbestandteile	4.675	4.675	4.675	4.675	4.675
Anteile ohne beherrschenden Einfluss	2.805	2.843	2.938	3.039	3.147
Eigenkapital einschließlich Anteile ohne beherrschenden Einfluss	95.817	95.246	97.934	100.804	103.893
Summe der Passiva	1.782.354	1.776.497	1.798.228	1.823.956	1.853.801

Quelle: Eigene Darstellung.

Anlage 13: Plan-GuV Szenario 2 für die Jahre 2019 – 2023

Szenario 2	in Mio. €				
Stichtag	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Zinsen und ähnliche Erträge	33.464	33.154	33.771	34.466	35.241
Zinserträge aus Barreserven und Zentralbankeinlagen	1.867	1.962	1.989	2.035	2.102
Zinserträge aus Einlagen bei Kreditinstituten (ohne Zentralbanken)	207	184	163	145	128
Forderungen aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Reverse Repos)	140	101	73	52	38
Forderungen aus dem Kreditgeschäft	18.502	17.972	18.389	18.817	19.258
Zinserträge aus bis zur Endfälligkeit gehaltenen Wertpapieren	-	-	-	-	-
Zinserträge aus dem Wertpapiergeschäft	900	959	1.022	1.089	1.160
Sonstige	1.497	1.537	1.599	1.686	1.800
Zinsen und ähnliche Erträge insgesamt aus zu fortgeführten Anschaffungskosten bewerteten finanziellen Vermögenswerten	23.114	22.714	23.234	23.824	24.486
Zinserträge aus zum Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewerteten finanziellen Vermögenswerten	1.883	1.797	1.714	1.636	1.561
Zinsen und ähnliche Erträge insgesamt aus nicht zum Zeitwert bewerteten finanziellen Vermögenswerten	24.997	24.511	24.949	25.460	26.047
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Vermögenswerte	8.467	8.643	8.823	9.006	9.193
Zinsaufwendungen	15.329	15.338	15.403	15.519	15.687
Verzinsliche Einlagen	4.682	4.668	4.655	4.642	4.629
Verbindlichkeiten aus übertragenen Zentralbankeinlagen und aus Wertpapierpensionsgeschäften (Repos)	426	479	539	606	682
Sonstige kurzfristige Geldaufnahmen	119	109	100	92	84
Langfristige Verbindlichkeiten	2.901	3.002	3.118	3.250	3.401
Hybride Kapitalinstrumente	178	134	101	76	57
Sonstige	2.360	2.187	2.034	1.897	1.776
Zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Verpflichtungen	4.663	4.758	4.856	4.956	5.058
Zinsüberschuss	18.135	17.815	18.369	18.947	19.554
Dividendenerträge	26	19	13	10	7
Risikovorsorge im Kreditgeschäft	- 939	- 910	- 928	- 947	- 966
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge im Kreditgeschäft und Dividendenerträgen	17.222	16.924	17.454	18.010	18.595
Provisionsüberschuss	12.133	11.211	10.700	10.233	9.808
Provisionsüberschuss aus Treuhandgeschäften	3.703	3.415	3.251	3.098	2.956
Provisionsüberschuss des Wertpapiergeschäfts	3.309	2.969	2.754	2.560	2.386
Gebühren für sonstige Dienstleistungen	5.122	4.826	4.695	4.575	4.466
Ergebnis aus zum beizulegenden Zeitwert bewerteten finanziellen Vermögenswerten/Verpflichtungen	2.310	2.246	2.196	2.157	2.128
Ergebnis aus zu fortgeführten Anschaffungskosten bewerteten finanziellen Vermögenswerten	2	2	2	2	2
Ergebnis aus zum beizulegenden Zeitwert über die sonstige erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung bewerteten finanziellen Vermögenswerten	317	317	317	317	317
Ergebnis aus nach der Equitymethode bilanzierten Beteiligungen	401	401	401	401	401
Sonstige Erträge	399	449	494	533	568
Gewinne/Verluste aus der Veräußerung von Forderungen aus dem Kreditgeschäft	24	24	24	24	24
Beiträge im Versicherungsgeschäft	3	3	3	3	3
Ergebnis aus Sicherungsbeziehungen, die die Voraussetzungen für eine Bilanzierung als Sicherungsgeschäft erfüllen	- 464	- 414	- 369	- 330	- 295
Übrige sonstige Erträge	836	836	836	836	836
Zinsunabhängige Erträge insgesamt	15.563	14.626	14.110	13.644	13.224
Personalaufwand	14.671	14.475	14.243	13.977	13.677
Sachaufwand und sonstiger Aufwand	18.223	15.714	10.437	10.407	10.408
EDV-Aufwendungen	6.813	5.891	2.430	2.521	2.615
Regulatorische Aufwendungen, Steuern & Versicherung	2.034	2.106	2.181	2.259	2.340
Mieten und Aufwendungen für Gebäude, Betriebs- und Geschäftsausstattung	2.652	2.257	1.982	1.982	1.982
Aufwendungen für Beratungsleistungen	2.351	1.802	1.379	1.319	1.263
Kommunikation und Datenadministration	1.517	1.277	516	522	528
Aufwendungen für Reisen und Repräsentation	885	835	790	748	710
Aufwendungen für Bank- und Transaktionsdienstleistungen	296	253	216	184	157
Marketingaufwendungen	812	527	256	249	243
Sonstige Aufwendungen	863	766	687	622	569
Wertminderungen auf Geschäfts- oder Firmenwert und sonstige immaterielle Vermögenswerte	341	341	341	341	341
Restrukturierungsaufwand	1.863	1.620	1.238	1.273	1.308
Zinsunabhängige Aufwendungen insgesamt	35.098	32.150	26.259	25.998	25.733
Ergebnis vor Steuern	- 2.314	- 599	5.304	5.655	6.086
Ertragsteueraufwand	-	-	1.660	1.770	1.905
Jahresüberschuss / Jahresfehlbetrag	- 2.314	- 599	3.644	3.885	4.181

Quelle: Eigene Darstellung.

WDP - Wismarer Diskussionspapiere / Wismar Discussion Papers

- Heft 01/2014: Antje Bernier (Hrsg.): Na, altes Haus? – Stadt und Umland im Wandel. Planungs- und Entwicklungsinstrumente mit demografischer Chance, Konferenz der Hochschule Wismar am 14. Okt. 2013 in Schwerin
- Heft 02/2014: Stefan Voll/Daniel Alt: „Das große Ziel immer im Auge behalten“ Sportimmanente Indikatoren des Trainerstils von Jürgen Klopp – Transfermöglichkeiten für Führungskräfte in Genossenschaftsbanken
- Heft 03/2014: Günther Ringle: Genossenschaftliche Solidarität auf dem Prüfstand
- Heft 04/2014: Barbara Bojack: Alkoholmissbrauch, Alkoholabhängigkeit
- Heft 01/2015: Dieter Gerdesmeier/ Hans-Eggert Reimers/ Barbara Roffia: Consumer and asset prices: some recent evidence
- Heft 02/2015: Katrin Schmallowsky: Unternehmensbewertung mit Monte-Carlo-Simulationen
- Heft 03/2015: Jan Bublitz/ Uwe Lämmel: Semantische Wiki und TopicMap-Visualisierung
- Heft 04/2015: Herbert Müller: Der II. Hauptsatz der Thermodynamik, die Philosophie und die gesellschaftliche Praxis – eine Neubetrachtung
- Heft 05/2015: Friederike Diaby-Pentzlin: Auslandsinvestitionsrecht und Entwicklungspolitik: Derzeitiges bloßes internationales Investitionsschutzrecht vertieft Armut
- Heft 02/2016: Günther Ringle: Die soziale Funktion von Genossenschaften im Wandel

- Heft 01/2017: Benjamin Reimers: Momenteffekt: Eine empirische Analyse der DAXsector Indizes des deutschen Prime Standards
- Heft 02/2017: Florian Knebel, Uwe Lämmel: Einsatz von Wiki-Systemen im Wissensmanagement
- Heft 03/2017: Harald Mumm: Atlas optimaler Touren
- Heft 01/2018: Günther Ringle: Verfremdung der Genossenschaften im Nationalsozialismus – Gemeinnutzzvorrang und Führerprinzip
- Heft 02/2018: Sonderheft: Jürgen Cleve, Erhard Alde, Matthias Wißotzki (Hrsg.) WIWITA 2018. 11. Wismarer Wirtschaftsinformatiktage 7. Juni 2018. Proceedings
- Heft 03/2018: Andreas Kneule: Betriebswirtschaftliche Einsatzmöglichkeiten von Cognitive Computing
- Heft 04/2018: Claudia Walden-Bergmann: Nutzen und Nutzung von E-Learning-Angeboten im Präsenzstudium Analyse von Daten des Moduls Investition
- Heft 05/2018: Sonderheft: Katrin Schmallowsky, Christian Feuerhake, Empirische Studie zum Messeverhalten von kleinen und mittleren Unternehmen in Mecklenburg-Vorpommern
- Heft 06/2018: Dieter Gerdesmeier, Barbara Roffia, Hans-Eggert Reimers: Unravelling the secrets of euro area inflation – a frequency decomposition approach
- Heft 07/2018: Harald Mumm: Didaktischer Zugang zur Theorie und Praxis moderner Softwarebibliotheken (Frameworks) für die Unternehmensforschung (OR)