

# Kapitel B

## UNTERNEHMENSBEWERTUNG IM RAHMEN VON TRANSAKTIONEN

1. Fairness Opinion – Absicherung bei allen wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen.....	49
2. Multiples 2.0 – Quo Vadis Multiplikatorbewertung.....	52
3. Fair-Value-Hierarchie – Verwendung von Preisen Dritter.....	59
4. Debt Equity Swaps – Einsatz und Bewertung .....	63
5. Unternehmensfinanzierungen – Beurteilung der finanziellen Angemessenheit durch Fairness Opinions.....	68

## 1. Fairness Opinion – Absicherung bei allen wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen

Fairness Opinions werden im Rahmen von Unternehmenstransaktionen regelmäßig zur Absicherung von Entscheidungen und damit auch zur persönlichen Absicherung von Entscheidungsträgern wie Vorständen, Geschäftsführern und Aufsichtsräten eingesetzt. Im Fokus stehen dabei die Transaktionspreise bei Unternehmenskäufen und -verkäufen bzw. die Angebotspreise im Rahmen von öffentlichen Erwerbs- oder Übernahmeangeboten. Der Anwendungsbereich von Fairness Opinions ist jedoch nicht auf Unternehmenstransaktionen beschränkt, sondern umfasst alle wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen. Gerade in Zeiten, in denen Entscheidungen durch Aufsichtsräte und durch aktive Aktionäre immer stärker hinterfragt werden und in denen Entscheidungsträger bei vermuteter Missachtung ihrer Sorgfaltspflichten auch persönlich in Anspruch genommen werden, wird ihre proaktive und effektive Absicherung immer wichtiger. Schließlich geht es um den Nachweis, dass die Entscheidungsträger ihre Sorgfaltspflichten und dabei insbesondere die sogenannte Business Judgement Rule beachtet haben. Ihnen selbst obliegt die Beweislast. Eine durch einen Wirtschaftsprüfer erstellte Fairness Opinion nach dem etablierten IDW Standard S 8 „Grundsätze zur Erstellung von Fairness Opinions“ (IDW S 8) kann ein wesentliches Element zur Dokumentation der Einhaltung von Sorgfaltspflichten sein.

Die Haftung von Vorständen und in analoger Weise von Geschäftsführern sowie in gewissem Rahmen auch von Aufsichtsräten richtet sich nach § 93 Aktiengesetz. Demnach haben diese bei ihrer Tätigkeit die Sorgfaltspflichten eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden. Entscheidungsträger können einer etwaigen Haftung vorbeugen, wenn sie im Sinne der Business Judgement Rule nachweisen können, dass sie bei unternehmerischen Entscheidungen auf der Grundlage angemessener Informationen zum Wohle der Gesellschaft gehandelt haben.

Fairness Opinions kommen typischerweise bei unternehmerischen Entscheidungen zum Einsatz, die durch zeitliche Restriktionen und eingeschränkte Informationen geprägt sind. Fairness Opinions im Zusammenhang mit Unternehmenstransaktionen sind kein Instrument zur Ermittlung von Unternehmenswerten, sondern eine fachliche Stellung-

nahme zur unabhängigen Beurteilung der finanziellen Angemessenheit von Transaktionspreisen. Der Anwendungsbereich von Fairness Opinions ist außerdem deutlich weiter gefasst, da er grundsätzlich alle unternehmerischen Entscheidungen von wesentlicher finanzieller Tragweite umfasst.

Dazu zählen beispielsweise folgende unternehmerische Entscheidungen:

- ◇ Ist der in Redestehende Transaktionspreis im Rahmen eines Unternehmenskaufs bzw. -verkaufs aus Sicht des Erwerbs bzw. Veräußerers finanziell angemessen?
- ◇ Welche Aussage können Vorstand und Aufsichtsrat einer Zielgesellschaft im Rahmen öffentlicher Erwerbs- oder Übernahmeangebote zur Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung treffen (Stellungnahme nach § 27 WpÜG)?
- ◇ Ist der Transaktionspreis im Rahmen eines Verkaufs eines Portfoliounternehmens eines Private Equity-Fonds an einen Schwesterfonds finanziell angemessen?
- ◇ Welche finanziellen Auswirkungen haben beabsichtigte grundlegende Änderungen der Unternehmensstrategie, zum Beispiel in Folge von Veränderungen relevanter Absatz- oder Beschaffungsmärkte? Welche strategischen Optionen hat das Unternehmen und welche Strategie ist unter finanzwirtschaftlichen Gesichtspunkten die bessere Alternative?
- ◇ Wie wirken sich Veränderungen im Portfolio von Geschäftsfeldern auf das gesamte Unternehmen aus und welche Interdependenzen (positive und negative Synergieeffekte) sind bei Portfolioänderungen zu erwarten?
- ◇ Soll eine Produktionsstätte weiterbetrieben, geschlossen oder veräußert werden?
- ◇ Ist die Eigenentwicklung oder der Erwerb einer bestimmten Technologie (Make-or-Buy) günstiger?
- ◇ Sollen Vermögensgegenstände, möglicherweise ein Unternehmensbereich oder eine Beteiligung, veräußert werden, um fällige Kredite zu tilgen? Ist eine Eigenfinanzierung über Kapitalmaßnahmen günstiger als eine Fremdfinanzierung? Ist ein Gesellschafterdarlehen günstiger als andere Finanzierungsquellen? Wie wirkt sich ein Gesellschafterdarlehen auf das Rating aus?
- ◇ Lohnt sich bei einer Gesamtschau (Finanzen und Steuern versus Qualität und Verfügbarkeit) die Verlagerung von Unternehmensteilen ins Ausland?
- ◇ Soll zur Beendigung eines Gerichtsverfahrens ein Vergleich geschlossen werden, unter anderem um langjährige finanzielle Belastungen mit

Prozesskosten und -risiken zu beenden sowie um gebundene Managementkapazitäten wieder für ihre eigentlichen Aufgaben freizusetzen?

In allen diesen Fällen geht es darum, im Rahmen eines finanziellen Vorteilsvergleichs Antworten auf konkrete Fragestellungen zu finden und zu dokumentieren. Fehlentscheidungen oder interessengeleitete Entscheidungen können für ein Unternehmen sehr teuer werden – entweder direkt ausgabenwirksam oder in Form von Opportunitätskosten. Daher sind wesentliche Entscheidungen auf der Grundlage umfassender Informationen vorzubereiten und abzusichern. Solche Alternativenvergleiche können anhand nachvollziehbarer und individuell zu bestimmender Angemessenheitskriterien auf ihre finanziellen Folgen für das Unternehmen untersucht werden.

Eine umfassende Informationsgenerierung im Controlling, integrierte sowie mehrjährige Planungsrechnungen und Verfahren der Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung sind die grundlegenden Instrumente für die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit.

Zur fundierten Dokumentation der Entscheidung werden die Analyseergebnisse in professionellen Fairness Opinions nach IDW S 8 ausführlich begründet hergeleitet und zu eindeutigen Ergebnissen zusammengefasst. IDW S 8 stellt hohe Anforderungen an den Detaillierungsgrad, den Umfang und die Tragfähigkeit dessen, was als angemessene Informationsbasis anzusehen ist. Die Standardisierung ermöglicht den Adressaten und dem weiteren Empfängerkreis die Qualität und Aussagekraft besser nachzuvollziehen – nicht zuletzt hierfür wurden Anforderungen an die Analysetätigkeiten und die Berichterstattung explizit geregelt. Damit kann es zum einen durch die einzuhaltende Unabhängigkeit nicht zu Interessenkonflikten kommen; zum anderen werden aufgrund der normierten Dokumentation die Analyse- und Bewertungsergebnisse für die Adressaten transparent dargelegt. Fairness Opinions, die dem Standard IDW S 8 genügen, bieten somit einen hohen Grad an Verlässlichkeit und Akzeptanz.

Eine Fairness Opinion als fachliche Stellungnahme eines unabhängigen, sachverständigen Dritten zur finanziellen Angemessenheit einer unternehmerischen Initiative unterstützt das Management, den gesetzlichen Sorgfalts- bzw. Dokumentationspflichten nachzukommen und ist damit ein wirksames Instrument zur Begrenzung von Haftungsrisiken.

## 2. Multiples 2.0 – Quo Vadis Multiplikatorbewertung

Die Multiplikatormethode ist ein „Klassiker“ der Unternehmensbewertung. Grundlage der Multiplikatorbewertung ist ein Analogieschluss: aus dem Preis, der für ein Unternehmen oder einen Vermögenswert gezahlt wurde, wird auf den Wert eines anderen vergleichbaren Bewertungsobjekts geschlossen. Was einfach klingt, löst in der Praxis zunehmend Störgefühle aus – warum werden derzeit vergleichsweise hohe Preise bezahlt? Wie kann ich mein fundamentales Bewertungsergebnis über die Multiplikatormethode qualifizieren? Welche Erwartung an die zukünftige Entwicklung des Bewertungsobjekts steckt in dem Multiplikator und kann ich diesen überhaupt auf meine Bewertung anwenden? Die Vermutung ist: Es lohnt sich hier „Licht ins Dunkel“ zu bringen.

### Status Quo Multiplikatorbewertung

Bereits im Grundsatz der Unternehmensbewertung „bewerten heißt vergleichen“ drückt sich die Systematik eines Analogieschlusses aus. Eine Multiplikatorbewertung wird häufig als ein vereinfachendes Verfahren betrachtet, weil es ausschließlich einzelne finanzielle Kennzahlen (wie Umsatz oder EBITDA) oder nicht finanzielle Kennzahlen (wie Click-Through Rates bei Start-ups) für den Vergleich heranzieht. Aus Preisinformationen von Kapital- und Transaktionsmärkten und den finanziellen/nicht finanzielle Kennzahlen wird auf den Wert des Bewertungsobjekts geschlossen. Das Gesetz von der Unterschiedslosigkeit der Preise (law of one price) bildet die Grundidee jeder Anwendung von Multiplikatoren – sei es für Unternehmen und Unternehmensteile oder einzelne immaterielle oder materielle Vermögenswerte. Insbesondere für letztere finden sich in der Praxis in der Regel nur selten Anwendungsfälle mangels öffentlich verfügbarer Informationen – Ausnahmen bestehen unter anderem bei Mobilfunklizenzen für Telekommunikationsunternehmen oder für die Bewertung von Immobilienobjekten. Meist werden daher Multiplikatoren für die Bewertung von Unternehmen in Gänze oder Unternehmensteilen herangezogen.

Häufig wird in der Bewertungspraxis übersehen, dass ein Vergleich zwischen Multiplikatormethode und kapitalwertorientierten Verfahren nur dann möglich ist, wenn beide Methoden auf der gleichen Grundlage fußen. Letztlich ist die Multiplikatormethode aus der Perspektive der Un-

Unternehmensbewertung ein einperiodiges Discounted Cashflow-, also ein sogenanntes Rentenmodell. Demzufolge funktioniert der Analogieschluss nur dann, wenn alle wertbeeinflussenden Faktoren sich auch in den miteinander verglichenen Objekten, das heißt in den herangezogenen Vergleichsunternehmen bzw. -transaktionen und im konkreten Bewertungsobjekt gleichermaßen auswirken. Nur dann ist ein Multiplikator ein geeigneter Schätzer für den Unternehmenswert.

Die Anwendungsfälle der Multiplikatormethode sind in der Praxis recht breit und finden sich bei M&A-Transaktionen bis hin zu steuerlichen oder rechnungslegungsbezogenen Bewertungen. Inhaltlich ist die Auswahl geeigneter Multiplikatoren vom jeweiligen Bewertungsanlass abhängig.

Kriterien, die für die Vergleichbarkeit von Multiplikatoren, heranzuziehen sind, sind vielfältig. Jedoch gibt es wiederkehrende Fallstricke bei der Analyse, die nachfolgend skizziert werden:

#### **Einflussfaktoren für die Multiplikatorbewertung**



Abb. B-1

#### **Einfluss von Wachstum und Risiko**

Wachstum und Risiko sind zentrale Kriterien, die bei der Anwendung der Multiplikatormethode in vielerlei Hinsicht Einfluss auf die Wertaussage haben.

Der Grundsatz lautet: Höheres Wachstum führt zu höheren Multiplikatoren. Wachstum wirkt sich auf alle Multiplikatoren gleichermaßen aus und spielt bei der Auswahl für das Bewertungsobjekt (erwartetes Wachstum im Vergleich zur Peer Group oder zu vergleichbaren Transaktionen) und in der Interpretation des Bewertungsergebnisses eine zentrale Rolle.

Der Wachstumspfad oder -zyklus kann sich bei einzelnen Vergleichsunternehmen oder zwischen Peer Group und Bewertungsobjekt unterscheiden. Demzufolge sind absolute, aber auch periodenspezifische Wachstumsunterschiede bei der Auswahl von Multiplikatoren zu berücksichtigen.

Spiegelbildlich zum Wachstum wirkt sich das Risikomaß auf die Multiplikatorbewertung aus. Potenzielle Unterschiede im Risikomaß (Renditeforderung, also verlangte Rendite für die Übernahme des Risikos) sind ebenfalls über die Auswahl der Vergleichsunternehmen und vergleichbaren Transaktionen zu berücksichtigen.

Oftmals sind Wachstum und Risiko in Abhängigkeit vom Reifegrad des Unternehmens negativ miteinander korreliert. So bestimmt einerseits die Größe eines Unternehmens (in einer relativen Betrachtung bezogen auf die Größe des relevanten Marktes) häufig auch Chancen in Bezug auf zukünftiges Wachstum durch eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit in diesem Markt, das heißt je kleiner der relative Marktanteil, desto höher grundsätzlich die Wachstumsmöglichkeiten. Andererseits weisen größere Unternehmen, die sich bereits am Markt erfolgreich etabliert haben und damit zukünftig nur noch geringere Wachstumserwartungen haben, oftmals ein gegenüber jungen, kleinen Unternehmen geringeres Risiko auf. Zudem hat die regionale Ausrichtung der Geschäftsaktivitäten Einfluss auf Wachstum und Risikoprofil bzw. den Reifegrad der Geschäftsentwicklung.

„Wachstum“ und „Risikomaß“ wirken sich auf alle finanziellen und nicht finanziellen Größen, die Basis für einen Multiplikator sein können, gleichermaßen aus. Hinter dem Wachstum stehen, ökonomisch betrachtet, das makroökonomische und konjunkturelle Umfeld und die regionale Ausrichtung auf Märkte (geografischer Footprint, Lebenszyklus der Märkte/Produkte). Spiegelbildlich drückt sich dies im Risikomaß aus, das heißt in den Renditeforderungen von Investoren an das Vergleichsunternehmen (Länderrisikoprofil der Geschäftsaktivitäten, Reifegrad der Märkte).

Hier zeigen sich insbesondere die aktuellen Herausforderungen durch die signifikanten Veränderungen von Geschäftsmodellen zum Beispiel durch

Digitalisierung und/oder makroökonomische Veränderungen wie politischer Protektionismus. Der Reifegrad eines Unternehmens ist kein unveränderlicher Zustand, sondern wird durch strategische Neuausrichtungen auf zukünftige innovative Wachstumsfelder oder die Konvergenz von Branchen verändert. Gleiches gilt für das dynamische Markt- und technologische Umfeld, in dem sich Unternehmen bewegen, gepaart mit globalpolitischen Entwicklungen. Diese Trends, auf welche Unternehmen sehr unterschiedlich reagieren, erschweren die Bestimmung von Vergleichsunternehmen und Vergleichstransaktionen, um Wachstum und Risiko sachgerecht in die Multiplikatorbewertung einfließen zu lassen. Wie wurde dieses Spannungsfeld bisher in der Bewertungspraxis gelöst? Es wurde angenommen, dass die Peer Group oder die Vergleichstransaktionen das Risikoprofil des Bewertungsobjekts im Sinne des Risikoäquivalenzprinzips zutreffend abbilden. Der Vergleich von Wachstumserwartungen auf Basis von Schätzungen für Peer Group und Bewertungsobjekt führte dann zu einer Einschätzung eines sachgerechten Multiplikators. Wenn aber vor dem Hintergrund der skizzierten Veränderungsdynamiken und Trends die Peer Group zunehmend das Risikoäquivalenzprinzip verletzt, stellt sich die Frage, wie belastbar die Multiplikatormethode noch sein kann?

Hier setzt die von KPMG entwickelte Lösung der Multiplikatorbewertung 2.0 an. Ausgangspunkt stellt das Prinzip der Multiplikatormethode dar, das eine Kombination aus einer Performance- und gleichermaßen Risikogröße ist, da der Multiplikator aus dem Wert bzw. Preis abgeleitet wird, in dem sich diese beiden Elemente abgebildet haben. Insofern lassen sich die exogenen und endogenen Faktoren für das zukünftige Wachstum des Bewertungsobjekts über Simulationsanalysen untersuchen, die gleichermaßen Rückschluss auf das individuelle Risiko des Bewertungsobjekts bzw. die Rendite für das übernommene Risiko und damit den sachgerechten Multiplikator ermöglichen.

### **Einflüsse weiterer Faktoren**

Neben Wachstum und Risiko beeinflussen weitere Kriterien die Vergleichbarkeit des Multiplikators zwischen Bewertungsobjekt und Unternehmen bzw. Transaktionen, die sich in unterschiedlichem Maße auf die Vorgehensweise bei der Multiplikatorbewertung auswirken.

Unterschiede in der Kostenstruktur zwischen Bewertungsobjekt und Vergleichsunternehmen sind nur insoweit relevant, wie sie sich noch nicht in der relevanten Kennzahl abbilden, was insbesondere Umsatzmultiplikatoren oder nicht finanzielle Multiplikatoren betrifft. Ergebnismultiplika-



toren sind daher gegenüber Umsatzmultiplikatoren zur Berücksichtigung individueller Unterschiede in der Kostenstruktur des Bewertungsobjekts vorzugswürdig. Umsatzmultiplikatoren sind grundsätzlich gegenüber Ergebnismultiplikatoren nur dann vorteilhaft, wenn für das Bewertungsobjekt eine gegenüber Ist- bzw. Plangrößen andere Ziel-Kostenstruktur angenommen werden soll.

Steuervorteile der Fremdfinanzierung oder aus steuerlichen Verlustvorträgen materialisieren sich in höheren Multiplikatoren auf Basis operativer Größen. Aus diesem Grund ist auf eine Vergleichbarkeit der Finanzierungsstruktur und steuerliche Sondersachverhalte der einzelnen Peer Group-Unternehmen und des Bewertungsobjekts zu achten.

Auch nicht zahlungswirksame Erträge und Aufwendungen haben – bei nicht sachgerechter Anwendung – Einfluss auf die Multiplikatorbewertung. Es ist für die Multiplikatorbewertung auf bereinigte Ergebnisgrößen abzustellen; so sind insbesondere nicht zahlungswirksame Erträge und Aufwendung für Bewertungszwecke zu eliminieren. Dies gilt sowohl bei den Vergleichsunternehmen und Transaktionen als auch beim Bewertungsobjekt.

Ein weiterer Bereich, der bei der Multiplikatorbewertung besondere Aufmerksamkeit verdient, sind die Investitionen oder die Veränderung des Net Working Capital. Multiplikatorbewertungen auf Grundlage von Größen der Gewinn- und Verlustrechnungen gehen implizit davon aus, dass einheitliche Prämissen für die Vergleichsunternehmen und das Bewertungsobjekt im Hinblick auf ein einheitliches Investitionsverhalten und Veränderung des Working Capital bestehen. Liegt zum Zeitpunkt der Bewertung zum Beispiel ein Investitionsstau vor oder ist das Working Capital nach einem Asset Deal wieder aufzubauen, ist dies bei einer sachgerechten Anwendung von Multiplikatorbewertungen zu berücksichtigen.

Einflüsse auf Multiplikatoren sind ferner durch die von Erwerbern bezahlten Transaktionspreise oder Prämien gegeben, die sich aus einer Erlangung der Kontrolle sowie etwaiger Synergieerwartungen speisen. Daher ist im spezifischen Bewertungsfall zu prüfen, ob Kontrollprämien als impliziter Bestandteil von Transaktionsmultiplikatoren für das Bewertungsobjekt zur Anwendung kommen können beziehungsweise bei Mehrheitsübernahmen Berücksichtigung finden sollen. Auch hierbei gilt es bei der Beurteilung das aktuelle Marksentiment zu reflektieren, da die Prämien zwischen den Branchen, aber auch in Abhängigkeit von der Position im Zyklus der M&A-Märkte schwanken.