

Veröffentlicht in

M&A REVIEW

Heft 4/2019

Gleißner, W. (2019):

„Unternehmerische Entscheidung über Kauf oder Verkauf von Unternehmen: Anforderung aus § 93 AktG und der neue Prüfungsstandard DIIR Nr. 2“, s. 126 – 132

Mit freundlicher Genehmigung der
GoingPublic Media AG, München

www.goingpublic.ag

M&A REVIEW

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

www.ma-review.de

Publikationsorgan **BUNDESVERBAND
MERGERS &
ACQUISITIONS E.V.**

30. Jahrgang 4/2019

1989–2019: **30 Jahre**

Standpunkt

Der virtuelle Datenraum kann mehr als nur Due Diligence

Recht und Steuern

Schiedsklauseln in Unternehmenskaufverträgen – Einbeziehung von nicht-unterzeichnenden Dritten

Recht und Steuern

Konflikte zwischen Schiedsklauseln und Schiedsgutachterklauseln in Unternehmenskaufverträgen

Bewertung und Kapitalmärkte

Eingriffe Dritter in M&A-Transaktionen nehmen zu: Käufer und Verkäufer sind gefordert

Recht und Steuern

Finanzierungsstrukturen im Lichte der Zinsschranke – Problemfelder und Lösungsansätze im Überblick

Bewertung und Kapitalmärkte

Unternehmerische Entscheidung über Kauf oder Verkauf von Unternehmen

Deal des Monats

Roche kauft Spark Therapeutics für 4,3 Mrd. USD

SONDERDRUCK



FUTUREVALUE GROUP

Unternehmerische Entscheidung über Kauf oder Verkauf von Unternehmen: Anforderung aus § 93 AktG und der neue Prüfungsstandard DIIR Nr. 2
Prof. Dr. Werner Gleißner



Recht und Steuern

Post-M&A Litigation – Fallkonstellationen potenziell streitanfälliger Komplexe

GoingPublicMedia

AKTIENGESELLSCHAFT

Unternehmerische Entscheidung über Kauf oder Verkauf von Unternehmen: Anforderung aus § 93 AktG und der neue Prüfungsstandard DIIR Nr. 2

Prof. Dr. Werner Gleißner, FutureValue Group AG, TU Dresden

1 Akquisition als „unternehmerische Entscheidung“ (§ 93 AktG)

► Entscheidungen über den Kauf oder Verkauf von Unternehmen im Rahmen der M&A-Aktivitäten sind regelmäßig „unternehmerische Entscheidungen“ im Sinne § 93 AktG.¹ Die bisher für die Entscheidung über den Kauf eines „Target-Unternehmens“ üblichen Arbeiten, wie die Durchführung einer Due Diligence oder die Beauftragung einer Fairness Opinion, sind alleine nicht ausreichend.

Entscheidungsvorlagen müssen speziell bei Akquisitionen Mindestanforderungen erfüllen. Ein Bewertungsgutachten alleine ist keine Entscheidungsvorlage. Notwendig ist eine entscheidungsvorbereitende Risikoanalyse und empfehlenswert ist der Wertvergleich des eigenen Unternehmens vor und nach der möglichen Akquisition. Um „angemessene Informationen“ (§ 93 AktG) zu erhalten, sind nämlich unter anderem die Implikationen für den zukünftigen Risikoumfang des eigenen Unternehmens aufzuzeigen. Eine Akquisition bedeutet auch die Übernahme neuer Risiken. Die Analyse der zusätzlichen Akquisitionsrisiken ist auch nötig, um eine etwaige „bestandsgefährdende Entwicklung“ früh erkennen zu können (§ 91 AktG). Ergänzend zur (eher qualitativen) Risikoidentifikation mittels Due Diligence ist somit eine die Entscheidung vorbereitende quantitative Risikoanalyse notwendig, die regelmäßig die frühzeitige Einbeziehung des Risikomanagements erfordert. Genau eine solche entscheidungsorientierte Ausrichtung des Risikomanagements ist eine Implikation aus § 93 AktG, deren Umsetzung gemäß des neuen Prüfungsstandards des Deutschen Instituts für interne Revision (DIIR Nr. 2) vom November 2018 nun auch seitens der internen Revision zu prüfen ist (vgl. Abschnitt 5).

Der Beitrag vertieft diese Themen und gliedert sich dabei wie folgt: In Abschnitt 2 wird § 93 AktG erläutert und in Abschnitt 3 werden die wesentlichen Implikationen aus § 93 AktG für Akquisitionsentscheidungen knapp zusammengefasst. Abschnitt 4 erläutert darauf aufbauend einige betriebswirtschaftliche Herausforderungen, speziell zu Risikoanalyse und risikogerechter Bewertung (Strategiebewertung), vertiefend. Abschnitt 5 geht ergänzend auf den neuen DIIR Nr. 2 ein, der als Prüfungsstandard nun erstmalig infolge der erweiterten Anforderungen an das Risikomanagement aus § 93 AktG die Einbeziehung des Risikomanagements in die Vorbereitung „unternehmerischer Entscheidungen“, wie Akquisitionsentscheidungen, thematisiert und zu einem zentralen Prüfungsgegenstand macht.

2. M&A-Entscheidungen, Business Judgement Rule und Fairness Opinion

Die Business Judgement Rule – aus § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG abgeleitet – regelt schadensersatzträgliche Pflichtverletzungen des Vorstands² für Fälle, in denen die Sorgfaltspflicht bei Entscheidungen nicht erfüllt ist. Grundsätzlich liegt eine derartige Pflichtverletzung dann nicht vor, wenn Vorstand oder Geschäftsführer „bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln“. Damit also die Business Judgement Rule greift, muss im Rahmen einer Entscheidung zwischen alternativen Handlungsmöglichkeiten gewählt werden und die Entscheidung bestimmte Eigenschaften aufweisen, insbesondere auf „angemessene Informationen“ basieren (auch wenn der Aufsichtsrat zustimmt, bleibt die Verantwortung beim Vorstand, und der muss beweisen können, dass er zum Entscheidungszeitpunkt diese Informationen hatte (§ 93 AktG)).

¹ In Anlehnung an Gleißner: Entscheidungsvorlagen für den Aufsichtsrat: Fallbeispiel Akquisition, in: Der Aufsichtsrat, 4/2017, S. 54 – 57.

² Bzw. indirekt des Aufsichtsrats.

Graumann (Graumann: Die angemessene Informationsgrundlage bei Entscheidungen, in: WISU, 3/14, S. 319–361) erläutert: „Dazu gehören nach Auffassung des BGH geeignete Ziele sowie das Abwägen der Vor- und Nachteile der in Betracht kommenden Handlungsmöglichkeiten. Letzteres erfordert Prognosen, wie sich die Handlungsmöglichkeiten auswirken, und dass die damit verbundenen Risiken gemessen und beurteilt werden. ...“³

Und weiter: „Überließe man Entscheidungen der Intuition, würden diese zu einer Art Black Box und damit nicht nachvollziehbar werden. Dies ließe sich jedoch nicht mit dem Zweck des Gesetzes vereinbaren, der dem Schutz des Gesellschaftsvermögens und der Interessen der Gesellschafter am Bestand des Unternehmens dient. ...“

Der Entscheidungsprozess muss sich an geeigneten betriebswirtschaftlichen Methoden der Entscheidungslehre orientieren,⁴ insbesondere folgender Fragen bei der Entscheidungsvorbereitung:

- „1. Welche Ziele werden bei der Entscheidung verfolgt?
2. Welche Handlungsmöglichkeiten stehen zur Verfügung?
3. Wie wirken sich die Handlungsmöglichkeiten auf die Ziele aus?
4. Wie sind die prognostizierten Wirkungen im Hinblick auf Nutzen und Risiko zu bewerten?“

Bei einer Entscheidung unter Unsicherheit beziehungsweise Risiko, speziell im Kontext M&A, sind es natürlich insbesondere die Risikoinformationen, die bei der Entscheidungsvorbereitung wesentlich sind und dem Vorstand oder Geschäftsführer zur Verfügung gestellt werden müssen, damit dieser über „angemessene Informationen“ im Sinne von § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG verfügt. Dies erfordert meist die Einbeziehung des Risikomanagements in die Vorbereitung der Entscheidung, wie insbesondere der neue Prüfungsstandard DIIR Nr. 2 (von 2018) betont (vgl. Abschnitt 5).

Bei M&A-Entscheidungen ist zu beachten, dass die bei geplanten Akquisitionen anderer Unternehmen oft in Auftrag gegebenen Fairness Opinions (s. auch IDW S 8)⁵ alleine nicht ausreichen. Primäres Ziel der Fairness Opinion ist es festzustellen, ob der zu zahlende Kaufpreis „marktgerecht“ ist. In einem unvollkommenen Kapitalmarkt weichen aber Preis und fundamentaler Wert regelmäßig voneinander ab (s. z.B. die „Dotcom-Blase“). Der zu zahlende Kaufpreis sollte daher verglichen werden mit

- a) einem in der aktuellen Marktsituation üblichen Preis und
- b) dem fundamentalen Ertragswert, der abhängig ist von den zukünftig erwarteten Erträgen und den Ertragsrisiken (Cashflow-Volatilität).

Notwendig ist auch die Beurteilung der Risiken, die mit der Akquisition verbunden sind. Hier reicht auch die Risikoidentifikation durch eine Due Diligence allein nicht aus, weil zusätzlich die Quantifizierung und Aggregation nötig sind, um die Wirkungen der Risiken auf das eigene Unternehmen (z.B. Rating und Covenants) beurteilen zu können (s. Abschnitt 3 und 4).

Wenn die Entscheidungsvorlage alle entscheidungsrelevanten Informationen transparent aufbereitet darstellt, lässt sich auch später – bei Verdacht einer Fehlentscheidung – belegen, dass mit den zum Entscheidungszeitpunkt verfügbaren Daten die Entscheidung, zum Beispiel bezüglich des Kaufs eines Wettbewerbers, sachgerecht war. Unter diesen Bedingungen ist auch die in § 93 AktG genannte „Beweislastumkehr“ kein Problem. Kein Vorstand oder Geschäftsführer soll für „Pech“ haften: Akquisitionen sind mit Risiken verbunden, die natürlich auch eintreten können. Eine Sorgfaltspflichtverletzung liegt insbesondere nicht vor, wenn ein in der Entscheidungsvorlage genanntes Risiko sich in einer Höhe realisiert, die aufgrund der qualitativen Risikoanalyse möglich erschien. Problematisch ist es dagegen, wenn

- nicht in der Entscheidungsvorlage angegebene, aber an sich erkennbare Risiken eintreten, oder
- Risiken (negative) Auswirkungen zeigen, die erheblich über die Schätzung der Risikowirkung gemäß Risikoanalyse liegen (also z.B. außerhalb der Bandbreite einer Dreiecksverteilung).⁶

Statt für das (auch zufällige) Ergebnis seiner Handlungen zu haften, ergibt sich eine mögliche Verletzung der Sorgfaltspflicht des Vorstands nach § 93 AktG nun „nur“ bei Defiziten in der Entscheidungsvorlage; speziell bei der Risikoanalyse.

3. Entscheidungsvorlagen bei wichtigen Akquisitionen (M&A-Entscheidungen)

Wenn der Vorstand aus einer strategischen Initiative einen konkreten Handlungsvorschlag – zum Beispiel eine Strategieveränderung oder eine Akquisition – abgeleitet hat, benötigt er eine Entscheidungsvorlage.

Nachfolgend werden Entscheidungsvorlagen etwas näher betrachtet, die sich auf Akquisitionen beziehen (M&A-Entscheidungen). Eine Entscheidungsvorlage

³ Vgl. weiterführend zu Managemententscheidungen unter Risiko Risk Management Association e. V. (Hrsg.): Managemententscheidungen unter Risiko, erarbeitet von Gleißner/Kimpel/Kühne/Lienhard/Nickert/Nickert, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2019 (erscheint in Kürze).

⁴ Graumann: Die angemessene Informationsgrundlage bei Entscheidungen, in: WISU, 3/14, S. 319–361.

⁵ Vgl. Franken/Schulte: Fairness Opinion nach IDW S 8, IDW Verlag, Düsseldorf, 2014 und Herrmann: Fairness Opinion und Haftung, Reihe: Deutsches, Europäisches und Vergleichendes Wirtschaftsrecht, Band 94, Nomos Verlag, Baden-Baden, 2015.

⁶ Vgl. Gleißner: Grundlagen des Risikomanagements, 3. Auflage, Vahlen Verlag, München, 2017 zu Methoden der Risikoanalyse.

Abb. 1 • Besonderheiten einer M&A-Strategie-Bewertung

Quelle: Eigene Darstellung

Eckpunkte einer M&A-Strategiebewertung	
Vergleich der Werte des eigenen Unternehmens <i>mit dem</i> versus <i>ohne das</i> Target-Unternehmen (und nicht alleinige Bewertung des Targets „Stand alone“).	Risikogerechte Bewertung mit Kapitalkosten, die vom aggregierten Ertragsrisiko abhängig sind (und nicht von historischen Aktienkursschwankungen).
1	2
Grundlage der Bewertung ist eine quantitative Analyse von Chancen und Gefahren (Risiken), inklusive unsicherer Synergien, die mittels stochastischer Simulation aggregiert werden (und nicht einfach CAPM-Beta).	Die Auswirkungen der zusätzlichen Risiken der Akquisition und der Akquisitionsfinanzierung auf das zukünftige Rating und die Insolvenzwahrscheinlichkeit p (als Werttreiber) werden berücksichtigt (und nicht implizit $p=0$ gesetzt).
3	4

betrachtet immer das eigene Unternehmen und die Auswirkungen einer unternehmerischen Entscheidung auf dieses. Neben einer adäquaten Einschätzung der Risiken, die sich aus einer Entscheidung ergeben, sind zum Beispiel Transparenz über die zugrunde liegenden Annahmen und das Aufzeigen der Implikationen für das zukünftige Rating notwendige Mindestanforderungen an eine Entscheidungsvorlage. Insbesondere sind die erwähnten Anforderungen aus § 93 AktG zur Risikoanalyse zu beachten.

Entscheidungsvorlagen für Akquisitionen müssen damit einige Besonderheiten berücksichtigen, die bei einer „traditionellen Unternehmensbewertung“ nicht beachtet werden. Hier geht es nämlich nicht primär um den Marktpreis oder den Wert des Target-Unternehmens „stand alone“, sondern um die Implikationen des Kaufs für das Ertrag-Risiko-Profil des eigenen Unternehmens und damit dessen Wert, was nachfolgend erläutert wird (vgl. auch Tab. 1 und vertiefend Abschnitt 4).

Für eine Akquisitionsbewertung notwendig ist eine Beurteilung der durch den geplanten Unternehmenskauf zusätzlich zu erwartenden Erträge und ein Abwägen mit den zusätzlichen Risiken (unter Berücksichtigung von unsicheren Integrationskosten und Synergien sowie von Risikodiversifikationseffekten)⁷. Traditionelle Unternehmensbewertungsverfahren, wie die Discounted-Cashflow-Methode (DCF) in Verbindung mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), sind dafür unzureichend:

1. Aufgrund seiner realitätsfernen Annahmen und der empirisch durchgängig belegten fehlenden Eignung des CAPM, risikogerechte Kapitalkosten ableiten zu können, lassen sich mit traditionellen „finanzierungstheoretischen“ Bewertungsverfahren keine aussagefähigen Entscheidungswerte für eine Strategiebeurteilung ableiten.⁸

2. Eine Akquisition führt zu unsicheren Synergien, unsicheren Integrationskosten und Risikodiversifikationseffekten, was eine Bewertung auf der Grundlage der zukünftigen aggregierten Ertragsrisiken erfordert – historische Aktienrenditeschwankungen, die zum Beispiel im Betafaktor des CAPM erfasst werden, sind nicht repräsentativ für die Ertragsrisiken nach der Akquisition.

3. Durch die Übernahme zusätzlicher Risiken des Target-Unternehmens und die Fremdkapitalaufnahme zur Akquisitionsfinanzierung kann es zu einer Änderung des zukünftigen Ratings (und damit der Insolvenzwahrscheinlichkeit) des eigenen Unternehmens kommen. Diese Veränderungen des „Werttreibers Rating“ sind im Bewertungskalkül zu erfassen. Die durch das Rating ausgedrückte Insolvenzwahrscheinlichkeit wirkt langfristig weitgehend wie eine „negative Wachstumsrate“ der Erträge.⁹

Bei der Beurteilung von M&A-Strategien ist also eine Analyse der hiermit verbundenen Chancen und Gefahren (Risiken) unter Einbeziehung des Risikomanagements¹⁰ erforderlich. Bei einer wesentlichen M&A-Entscheidung sind auch deren Implikationen für den Gesamtrisikoumfang des eigenen Unternehmens – und die Risikotragfähigkeit¹¹ – zu beurteilen, um mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ (im Sinne von § 91 AktG) vor der Entscheidung zu erkennen (vgl. DIIR Nr. 2)¹². Da sich diese im Allgemeinen aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken ergeben, benötigt man eine Risikoaggregation¹³. Die Aggregation von Risiken im Kontext der Unternehmensplanung erfordert eine Monte-Carlo-Simulation, weil Risiken – anders als Kosten – nicht addierbar sind. Mit der Risi-

7 Vgl. vertiefend Gleißner: Stochastische Simulation als Grundlage für Unternehmensbewertung und M&A-Entscheidungen, in: M&A Review, 04/2017, S. 90-95.
 8 Vgl. Hering: Unternehmensbewertung, 3. Auflage, De Gruyter Oldenbourg Verlag, 2014.

9 Gleißner: Die risikogerechte Bewertung alternativer Unternehmensstrategien: ein Fallbeispiel jenseits CAPM, in: Bewertungspraktiker, 3/2013, S. 82-89.
 10 Vgl. Abschnitt 5.
 11 Vgl. DIIR Nr. 2 und IDW PS 981 (siehe Gleißner: Risikomanagement 20 Jahre nach KonTraG: Auf dem Weg zum entscheidungsorientierten Risikomanagement, in: Der Betrieb, 46/2018, S. 2769-2774).
 12 Risk Management Association e. V. (Hrsg.): Managemententscheidungen unter Risiko, erarbeitet von Gleißner/Kimpel/Kühne/Lienhard/Nickert/Nickert, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2019 (erscheint in Kürze).
 13 Vgl. Gleißner: Risikomanagement 20 Jahre nach KonTraG: Auf dem Weg zum entscheidungsorientierten Risikomanagement, in: Der Betrieb, 46/2018, S. 2769-2774.

Abb. 2 • Bewertung einer M&A-Strategie in einer Entscheidungsvorlage

Quelle: Eigene Darstellung, vgl. Gleißner: Die risikogerechte Bewertung alternativer Unternehmensstrategien: ein Fallbeispiel jenseits CAPM, in: Bewertungspraktiker, 3/2013, S. 82-89 und Gleißner/Ihlau: Anwendung von Unternehmensbewertungsmethoden bei der Strategiebeurteilung, in: Betriebs-Berater, 26/2017, S. 1387-1391 mit Fallbeispielen.

	Status quo	Handlungsoption: Akquisition „Target-AG“	
Ertrag (erwartet 2017)	16	18,5	deutlicher Ertragsanstieg
Risiko (Variationskoeffizient Ertrag)	19%	21%	moderat erhöhtes Risiko
Kapitalkostensatz	5,5%	5,7%	
Ratingprognose (Plan)	BB+	BB+	
Rating (Stressszenario)	BB	BB-	ausreichend stabiles Rating
Wert (in Mio. EUR)	153	168	klare Wertsteigerung
Strategisches Fitting			Kompetenzen vorhanden

kosimulation kann berechnet werden, wie sich die Wahrscheinlichkeit ändert, Kreditvereinbarungen (Covenants) oder Ratinganforderungen zu verletzen (vgl. Abschnitt 4).

Die Beurteilung der Auswirkungen einer Akquisition erfordert Bewertungsverfahren, die das Ertrag-Risiko-Profil der bestehenden Handlungsoptionen vergleichen¹⁴. Eine Strategiebewertung zeigt die Implikationen für Eigentümer (risikogerechter fundamentaler Unternehmenswert) und Gläubiger (Ratingprognose), was in Abschnitt 4 noch vertiefend erläutert wird. Die bisher in der Bewertungspraxis noch übliche Ableitung von Diskontierungszinssätzen aus historischen Aktienrenditeschwankungen (CAPM-Betafaktor) ist hier wie erwähnt nicht sinnvoll (vgl. Abschnitt 4). Die Zukunft wird – auch im Hinblick auf Chancen und Gefahren – oft deutlich anders aussehen als die Vergangenheit. Entsprechend ist es notwendig, ausgehend vom Ertragsrisiko auf die risikogerechten Kapitalkosten, die Insolvenzwahrscheinlichkeit und damit den Unternehmenswert zu schließen. Höhere Ertragschwankungen führen zu höherem Bedarf an Eigenkapital, um mögliche Verluste abzudecken, und zu steigenden Kapitalkosten.¹⁵

Zu vergleichen ist letztlich der Ertragswert des eigenen Unternehmens (a) ohne das und (b) mit dem Target-Unternehmen, inklusive der Wirkungen von unsicherer Synergie und der Akquisitionsfinanzierung (vgl. Tab. 2). Eine Bewertung des Target-Unternehmens „stand alone“ ist nicht aussagefähig und keine Entscheidungsgrundlage.

In einer fundierten Entscheidungsvorlage, die den Anforderungen gemäß Business Judgement Rule gerecht wird, sind also speziell folgende Fragen zu beantworten¹⁶:

1. Ist der Kaufpreis angemessen in Anbetracht der zukünftig erwarteten unsicheren Erträge (inklusive unsicherer Synergien und unsicherer Integrationskosten)?
2. Wie ändert sich der aggregierte Gesamtrisikoumfang (Eigenkapitalbedarf, Risikotragfähigkeit) des eigenen Unternehmens nach der Übernahme (speziell auch der Risiken des Targets) – und ist diese Erhöhung des Risikoumfangs beim Abwägen mit den zukünftig erwarteten Erträgen angemessen?
3. Ergeben sich durch die Übernahme in Verbindung mit bereits vorhandenen Risiken „bestandsgefährdende Entwicklungen“ im Sinne von § 91 Abs. 2 AktG?
4. Welche Implikationen hat die Übernahme (und eine ggf. damit einhergehende Erhöhung des Fremdkapitals) für das zukünftige Rating (die eigene Insolvenzwahrscheinlichkeit) und die Fremdkapitalkosten?

4 Akquisitionsbewertung ist eine Strategiebewertung: eine vertiefende Betrachtung

Wie erwähnt reicht eine traditionelle „stand alone“ Bewertung des Targets (oder eine Fairness Opinion) als Entscheidungsgrundlage für eine „unternehmerische Entscheidung“ meist nicht aus. Nötig ist eine umfassende Risikoanalyse der Wirkung, zum Beispiel einer Akquisition, bezogen auf das eigene Unternehmen, und damit eine sogenannte Strategiebewertung (zumindest bei strategischen Investoren).

Unter Strategiebewertung versteht man die Anwendung von (Unternehmens-)Bewertungsmethoden im Bereich der Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen, speziell strategischer Entscheidungen. Der Einsatz von Bewertungsmethoden unterstützt die Entscheidungsvorbereitung und die Ergebnisse der Bewertung fließen ein in Entscheidungsvorlagen für Vorstand, Geschäfts-

¹⁴ Vgl. Dorfleitner/Gleißner: Valuing streams of risky cash flows with risk-value, in: Journal of Risk, 3/2018, S.1-27 und Gleißner: Grundlagen des Risikomanagements, 3. Auflage, Vahlen Verlag, München, 2017.

¹⁵ Gleißner/Ihlau: Anwendung von Unternehmensbewertungsmethoden bei der Strategiebeurteilung, in: Betriebs-Berater, 26/2017, S. 1387-1391.

¹⁶ Gleißner: Grundlagen des Risikomanagements, 3. Auflage, Vahlen Verlag, München, 2017.

führung beziehungsweise Aufsichtsrat. Der Vorteil der Nutzung von Bewertungsmethoden besteht darin, dass der durch diese transparent und modellbasiert berechnete Wert ein Entscheidungskriterium (Performancemaß) ist, das

- erwartete Höhe,
- Zeitpunkt und
- Risiko

der durch die zu beurteilenden Strategien (strategische Handlungsoptionen) generierten Cashflows oder Erträge in einer Kenngröße erfasst.

Bei der Strategiebewertung wird entsprechend nicht nur ein Unternehmenswert bestimmt, sondern zu Vergleichszwecken alternative Unternehmenswerte in Abhängigkeit der jeweiligen strategischen Handlungsoption. Methodisch werden entsprechend subjektive Entscheidungswerte¹⁷ der strategischen Handlungsoptionen verglichen, speziell also der Wert des Unternehmens mit oder ohne Kauf eines „Target-Unternehmens“.

Dabei werden zum Beispiel im Falle der Bewertung einer Akquisitionsstrategie im Entscheidungskalkül – wie erwähnt – auch Risikodiversifikationseffekte, die Implikationen der erwarteten Höhe und der Unsicherheit von Integrationskosten und Synergien berücksichtigt. Auch die Implikationen der Akquisitionsfinanzierung und ihre Auswirkungen auf das zukünftige Rating (Insolvenzwahrscheinlichkeit) und damit das Insolvenzrisiko fließen ein. Entscheidend ist, dass bei der Strategiebewertung die mit der Strategie verbundenen Risiken der Cashflows oder Erträge betrachtet werden; nicht etwa (historische) Aktienrenditeschwankungen (wie üblicherweise bei der Bestimmung von Kapitalkosten über den Beta-Faktor des CAPM).

Da sich durch eine strategische Entscheidung bewusst eine Veränderung der Zukunft des Unternehmens (speziell auch seiner zukünftigen Chancen und Gefahren) ergeben soll, ist ein zentrales Charakteristikum der Strategiebewertung der konsequente Zukunftsbezug (den eigentlich jede Unternehmensbewertung aufweisen sollte, aber in der Bewertungspraxis oft nicht zu sehen ist), da die Vergangenheit nicht repräsentativ ist für die Zukunft (und insbesondere historische Aktienrenditeschwankungen nichts aussagen über die zukünftigen Erträge und Ertragsrisiken).

Im Kern bedeutet Strategiebewertung den Vergleich von Ertrag-Risiko-Profilen alternativer (strategischer) Handlungsoptionen. Für eine derartige zukunftsorientierte Betrachtung bei (oft intendiert) innovativen und neuen strategischen Handlungsmöglichkeiten (Geschäfts-

modellen) ergibt sich eine deutliche Unterscheidung zur bisher üblichen Praxis einer „traditionellen“ kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung aus rechtlichen Anlässen: Eine Betrachtung historischer Aktienmarktdaten ist ebenso wenig sinnvoll wie die Suche nach (risikoäquivalenten) Unternehmen für einen Peer-group-Vergleich; eine geeignete Peergroup gerade für innovative Geschäftsmodelle wird man nicht finden.

Da sich die Chancen und Gefahren (Risiken) alternativer strategischer Handlungsoptionen meist deutlich unterscheiden, ist eine strukturierte Identifikation und Quantifizierung von Risiken erforderlich (Risikoanalyse). Die bedeutet auch eine Quantifizierung der Risiken aus einer Due Diligence. Neben der Identifikation strategischer Risiken (z.B. Bedrohung von Erfolgsfaktoren des Geschäftsmodells) sind dabei insbesondere systematisch alle unsicheren Planannahmen, die implizit Risiken darstellen, zu erfassen und durch eine geeignete Wahrscheinlichkeitsverteilung zu beschreiben. Die Aggregation der Risiken erfordert eine Monte-Carlo-Simulation zur Berechnung einer großen repräsentativen Anzahl möglicher Zukunftsszenarien und damit die Überleitung einer traditionellen einwertigen zu einer mehrwertigen „Bandbreitenplanung“. Aus dieser lässt sich unmittelbar – unter Beachtung der Risiken – der Erwartungswert der Cashflows oder Erträge ableiten.

Die Aggregation der Einzelrisiken im Kontext der Unternehmensplanung müssen aufgrund der gesetzlichen Vorgaben aus § 91 Abs. 2 AktG, mit der in der Gesetzesbegründung genannten Ausstrahlwirkung auch für mittelständische GmbHs, alle Unternehmen vornehmen, um mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ auch aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken früh erkennen zu können. Eine strukturierte Identifikation, quantitative Beschreibung und simulationsbasierte Aggregation der Risiken sollte prinzipiell damit bei jedem Unternehmen als Bewertungsgrundlage verfügbar sein – wenngleich die Praxis zeigt, dass hier noch häufig Umsetzungsdefizite bestehen (vgl. dazu den neuen DIIR Revisionsstandard Nr. 2: Prüfung des Risikomanagementsystems durch die Interne Revision von November 2018 in Abschnitt 5 und den IDW Prüfungsstandard 340).

Bei der Strategiebewertung ist sicherzustellen, dass im gewählten Bewertungsverfahren, zum Beispiel der Discounted-Cashflow-Methode (DCF), Erwartungswerte der Cashflows einfließen. Erwartungswerte sind Prognosen, die „im Mittel“ realisierbar sind und daher unter Beachtung der Chancen und Gefahren (Risiken) der Risikoanalyse zu berechnen sind. Die Umrechnung einer meist auch für Zielvorgaben und strategischen Steuerung erzeugten Planung in „erwartungstreue Planwerte“ ist von grundlegender Bedeutung, um nicht

¹⁷ Vgl. Matschke/Brösel: Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Springer Gabler Verlag, Wiesbaden, 2013.

durch „ambitionierte Planwerte“, wie man sie häufig in Planungen findet, eine zu positive Beurteilung einer strategischen Handlungsoption zu erhalten.¹⁸ Am besten erfolgt die Berechnung von Erwartungswerten über eine Risikosimulation (Risikoaggregation). Dies ist speziell im Kontext M&A wichtig, weil Unternehmensplanungen der „Target-Unternehmen“ meist zu hohe „ambitionierte“ Zielwerte aufweisen, die für eine Bewertung nicht einfach übernommen werden dürfen.¹⁹

Als nächstes muss die Risikoadjustierung der Erwartungswerte erfolgen; bevorzugt durch einen Risikoabschlag, das heißt die Berechnung eines sogenannten Sicherheitsäquivalents²⁰. Eine risikogerechte Bewertung ist so einfach möglich und entspricht in ihrem Vorgehen übrigens praktisch der Intuition, weil der Erwartungswert um einen „Risikoabschlag“ reduziert wird, wobei dieser vom aggregierten Risikoumfang abhängt (Eigenkapitalbedarf oder Standardabweichung der Erträge, $\sigma(Z)$). Zudem ist er abhängig vom „Marktpreis des Risikos“ (λ)²¹ und dem Anteil der Risiken (d), die unter Beachtung des Risikodiversifikationsmöglichkeiten zu tragen sind. Will man statt eines Risikoabschlags aber „traditionellerweise“ eine Risikofassung „im Nenner“ vornehmen, kann man leicht auch den korrekten risikogerechten Diskontierungszinssatz k ableiten.^{22 23}

$$k = \frac{1 + r_f}{1 - \lambda \cdot V \cdot d} - 1 \approx r_f + \lambda \cdot V \cdot d$$

Der Diskontierungszinssatz (Kapitalkostensatz) für die Strategiebewertung ist damit gerade der risikolose Zinssatz (r_f) plus eine Risikoprämie. Diese hängt wiederum von den bereits erläuterten Größen (λ , d) ab. Als Risikomaß verwendet wird nun der Variationskoeffizient (V), der sich unmittelbar aus Risikoanalyse und Risikosimulation ergibt. Er zeigt in % die „relative“ Schwankungsbreite der Erträge und Cashflows (und ist formal die Standardabweichung $\sigma(Z)$ bezogen auf den Erwartungswert $E(Z)$). Je riskanter eine Zahlung, desto höher die Anforderung an die erwartete Rendite und damit der hier berechnete Kapitalkostensatz. So wird gewährleistet, dass Ertrag und Risiko bei der Strategiebewertung Berücksichtigung finden.

Der durch Diskontierung der erwarteten Erträge berechnete Wert (W) wird zunächst für die aktuelle Strategie berechnet (also des eigenen Unternehmens ohne Akquisition). Im Rahmen der Strategiebewertung erfolgt nun eine „Was-wäre-wenn-Analyse“, also eine Bewertung des eigenen Unternehmens mit oder ohne Target (unter Beachtung der Zahlung von Kaufpreis und Akquisitionsfinanzierung). Entsprechend wird gezeigt, welche Veränderungen von (1) Ertrag Z und (2) Risiko erwartet werden und wie sich diese auf Kapitalkosten und Wert auswirken. Dabei sollten auch die Auswirkungen der Strategien auf die Finanzkennzahlen und damit die durch eine Ratingnote ausdrückbare Insolvenzwahrscheinlichkeit, das Insolvenzrisiko, berücksichtigt werden. Die Insolvenzwahrscheinlichkeit ist ein oft übersehener, aber wesentlicher Werttreiber, der langfristig quasi wie eine „negative Wachstumsrate“ der Erträge wirkt. Ohne eine derartige Berechnung ist eine adäquate Berücksichtigung des mit unterschiedlichen Risiken typischerweise verbundenen unterschiedlichen Risikoumfangs im Entscheidungskalkül nicht möglich – und darum stehen ohne diese eben keine „angemessenen Informationen“ im Sinne § 93 AktG zur Verfügung.

5. Der DIIR Nr. 2: Einbeziehung des Risikomanagements bei Akquisitionen

Ende November 2018 wurde der neue Prüfungsstandard für das Risikomanagement, der DIIR Revisionsstandard Nr. 2, veröffentlicht. Er wurde maßgeblich in einem gemeinsamen Arbeitskreis des Deutschen Instituts für Interne Revision mit der Risk Management Association (RMA) erarbeitet.²⁴ Er stellt insbesondere klar, dass das Risikomanagement bei unternehmerischen Entscheidungen, wie M&A-Entscheidungen, einzubeziehen ist (und die Einbeziehung durch die Interne Revision geprüft werden muss).

Die Interne Revision hat gemäß DIIR Nr. 2 Angemessenheit und Wirksamkeit der Maßnahmen und Kontrollen zur internen Risikosteuerung zu beurteilen. Hervorzuheben ist zunächst, dass der neue DIIR Nr. 2 nun erstmals zwei große Prüfungsfelder deutlich getrennt aufzeigt:

1. Die Prüfung von Organisation und Prozessen im Risikomanagement sowie
2. Die Prüfung der im Risikomanagement eingesetzten betriebswirtschaftlichen Methoden (z.B. zur Risikoquantifizierung und Risikoaggregation).

¹⁸ Siehe die Studie Behringer/Gleißner: Die Unternehmensplanung als Grundlage für die Unternehmensbewertung – eine empirische Studie, in: WPg, 5/2018, S. 312-319 zur Aussagefähigkeit für die Unternehmensplanung.

¹⁹ Behringer/Gleißner: Die Unternehmensplanung als Grundlage für die Unternehmensbewertung – eine empirische Studie, in: WPg, 5/2018, S. 312-319.

²⁰ Vgl. Dorfleitner/Gleißner: Valuing streams of risky cash flows with risk-value, in: Journal of Risk, 3/2018, S.1-27 zur Herleitung.

²¹ Wie das Sharpe Ratio (ca. 0,25); das zeigt wieviel mehr Rendite pro Einheit Risiko bei Alternativinvestments zu erwarten ist (Dorfleitner/Gleißner: Valuing streams of risky cash flows with risk-value, in: Journal of Risk, 3/2018, S.1-27).

²² Gleißner: Grundlagen des Risikomanagements, 3. Auflage, Vahlen Verlag, München, 2017.

²³ Gleißner: Stochastische Simulation als Grundlage für Unternehmensbewertung und M&A-Entscheidungen, in: M&A Review, 04/2017, S. 90-95.

²⁴ Vgl. Gleißner: Risikomanagement 20 Jahre nach KonTraG: Auf dem Weg zum entscheidungsorientierten Risikomanagement, in: Der Betrieb, 46/2018, S. 2769-2774 zu den rechtlichen Grundlagen und Anforderungen an das Risikomanagement.

Exemplarisch können hier nur einige Punkte besonders hervorgehoben werden, zum Beispiel folgende Aspekte des DIIR Nr. 2, die für Risikoanalysen bei Akquisitionen wichtig sind:

Risiko wird verstanden als Überbegriff zu möglichen positiven Abweichungen (Chancen) und möglichen negativen Abweichungen (Gefahren, Risiken im engeren Sinn). Der DIIR Nr. 2 betont klar die Notwendigkeit der Quantifizierung von Risiken (ganz auf Linie des älteren IDW PS 340) und empfiehlt die darauf aufbauende Messung der Risikotragfähigkeit.

Mit Bezug auf die gesetzliche Anforderung aus § 91 (2) AktG im Hinblick auf die Erkennung möglicher „bestandsgefährdender Entwicklungen“ wird die Methode zur Risikoaggregation zum zentralen Prüfungsfeld (weil nur durch die Risikoaggregation gewährleistet werden kann, dass auch mögliche bestandsgefährdende Entwicklungen aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken erfasst werden).

Von grundlegender Bedeutung ist es, dass bei der Prüfung des Risikomanagements auch schon die Implikationen aus § 93 AktG im Hinblick auf ein „entscheidungsorientiertes Risikomanagement“ berücksichtigt werden. Entsprechend klar wird zu den Aufgaben des Risikomanagements bei der Vorbereitung „unternehmerischer Entscheidungen“, wie Akquisitionsentscheidungen, ausgeführt:

„Es gehört auch zu den Aufgaben des Risikomanagements sicherzustellen, dass schon bei der Vorbereitung wesentlicher unternehmerischer Entscheidungen deren Implikationen für den zukünftigen Risikoumfang nachvollziehbar aufgezeigt werden, um zumindest eine mit solchen Entscheidungen möglicherweise einhergehende bestandsgefährdende Entwicklung früh zu erkennen. Neben bereits vorhandenen Risiken sind damit durch das Risikomanagement insbesondere auch geplante Maßnahmen und Entscheidungen zu betrachten, speziell im Hinblick auf durch diese möglicherweise verursachten zukünftigen Risiken.“

Insbesondere ist damit eine Einbeziehung von Risikomanagement und Risikoanalyse bei M&A-Entscheidungen erforderlich, um die Veränderung des Risikoumfangs des eigenen Unternehmens bei einer Akquise schon vor der Entscheidung in den Entscheidungsvorlagen zu zeigen. Wichtig ist, dass die bei einer Akquisition genutzte Risikoanalysemethode mindestens den Standard aufweist, den das Risikomanagement auch selbst aufweist. Nur so ist möglich, dass der Risikoumfang, den man vor der Akquisition erwartet, dem entspricht, der später im eigenen Risikomanagement „gefunden“ wird.

6. Fazit und Empfehlungen

Akquisitionsentscheidungen haben grundlegende Bedeutung für das Unternehmen und sind regelmäßig als „unternehmerische Entscheidung“ im Sinne § 93 AktG aufzufassen. Akquisitionen im Kontext der M&A-Strategie stellen speziell immer eine „Risikoübernahme“ dar. Eine adäquate Entscheidungsvorbereitung und eine fundierte Entscheidungsvorlage, die sämtliche im Gesetz geforderten „angemessenen Informationen“ enthält, erfordert regelmäßig die frühzeitige Einbeziehung des Risikomanagements, um die Implikationen der Entscheidung für den Risikoumfang des eigenen Unternehmens (inklusive des Insolvenzrisikos) transparent darzustellen. Der neue Prüfungsstandard DIIR Nr. 2 (vom November 2018) sieht einen zentralen Prüfungsgegenstand der internen Revision genau darin zu untersuchen, inwieweit das Risikomanagement bei der Vorbereitung solcher „unternehmerischer Entscheidungen“ adäquat einbezogen wird. Durch die Einbeziehung des Risikomanagements wird sichergestellt, dass die dort üblichen Verfahren – speziell für die quantitative Risikoanalyse und Risikosimulation – auch schon in der Entscheidungsvorbereitung einfließt (und so z.B. die Erkenntnisse aus einer Due Diligence quantifiziert und aggregiert werden). So werden die Voraussetzungen geschaffen, um die Auswirkungen einer Akquisitionsentscheidung, auch unter Beachtung der zum Beispiel unsicheren Synergien und der Akquisitionsfinanzierung, auf (1) zukünftige Cashflows und (2) Risikoumfang adäquat im Entscheidungskalkül zu berücksichtigen (also eine risikogerechte Bewertung der entsprechenden strategischen Handlungsoptionen vornehmen zu können). ■



Prof. Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen, und der European Association of Certified Valuators and Analysts (EACVA) sowie Honorarprofessor an der TU Dresden (Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Risikomanagement). Die Schwerpunkte seiner Tätigkeit liegen in den Bereichen Risikomanagement, Bewertung und Rating. w.gleissner@futurevalue.de