



## Unternehmensbewertung\_



### Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung\_

**DVFA-Arbeitskreis "Corporate Transactions  
and Valuation"**

**Dezember 2012**

### **Mitglieder**

Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, Center for Corporate Transactions, Handelshochschule Leipzig (Vorsitzender)  
Prof. Dr. Christian Aders, Duff & Phelps und Value-Trust Financial Advisors (stellvertretender Vorsitzender)

Dr. Johannes Adolff, Hengeler Mueller  
Dr. Sven Arnold, Center for Corporate Transactions, Handelshochschule Leipzig  
Dr. Ulrike Binder, Mayer Brown LLP  
Henryk Ciesielski, American Appraisal  
Andreas Creutzmann, IVA Valuation & Advisory AG  
Prof. Dr. Mark-Ken Erdmann, Rickmers Holding  
Ralf Frank, DVFA - Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.  
Prof. Dr. Thomas Gasteyer, Clifford Chance  
Dr. Martin Hebertinger  
Dr. Karsten Heider, CMS Hasche Sigle  
Guido Kerkhoff, ThyssenKrupp AG  
Dr. Julia Sitter, White & Case LLP  
Dr. Gerhard Killat, Lazard & Co. GmbH  
Christian Krause, Blue Arrow Company  
Dr. Thomas Krecek, Clifford Chance  
Dr. Hanns Ostmeier  
Christian Strenger, DWS Investment GmbH und Center for Corporate Governance, Handelshochschule Leipzig  
Michael Wabnitz, Alix Partners GmbH  
Dr. Robert Weber, White & Case LLP

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

### Inhalt

<b>Teil I: Grundlegung</b> .....	<b>5</b>
<b>A. Einführung</b> .....	<b>5</b>
A.1. Anwendungsbereich der Empfehlungen: angemessene Abfindung.....	5
A.2. Zielsetzungen der Empfehlungen .....	5
A.3. Rechtliche Vorgaben.....	7
A.3.1. Barabfindung.....	8
A.3.2. Abfindung in Aktien und up-stream Verschmelzungen im Konzern .....	9
A.3.3. Fazit .....	9
<b>B. Konkretisierung der Bewertungskonzeption „markttypischer Unternehmenserwerber“ als Typisierungsmaßstab</b> .....	<b>10</b>
<b>Teil II: Bewertungsverfahren</b> .....	<b>12</b>
<b>C. Markttypische Vorgehensweisen bei Diskontierungsverfahren</b> .....	<b>12</b>
C.1. Grundsätzliches .....	12
C.2. Die relevanten Unternehmensüberschüsse.....	12
C.2.1. Definition der Überschussgröße .....	12
C.2.2. Die Projektion der künftigen Unternehmensüberschüsse.....	13
C.3. Der Diskontierungszinssatz.....	14
C.3.1. Grundsätzliches: Entity- vs. Flow-to-Equity-Ansatz.....	14
C.3.2. Eigenkapitalkosten .....	14
C.3.3. Fremdkapitalkosten .....	15
C.4. Sensitivitätsanalysen und Ermittlung von Wertbandbreiten .....	15
<b>D. Markttypische Vorgehensweisen bei Multiplikator-basierten Verfahren</b> .....	<b>16</b>
D.1. Grundsätzliches .....	16
D.2. Auswahl der Vergleichsunternehmen .....	16
D.2.1. Mögliche Quellen für Vergleichsunternehmen mit beobachtbaren Marktpreisen .....	16
D.2.2. Vorgehen bei der Auswahl von Vergleichsunternehmen .....	17
D.3. Die weitere Einengung der „Peer Group“ .....	17
D.4. Die Aggregation der Vergleichs-Multiplikatoren.....	17
D.5. Die Auswahl der verwendeten Multiplikator-Definition: Konsistenzanforderungen .....	18
D.6. Die verwendete Überschussgröße.....	20
D.6.1. Bereinigungen .....	20
D.6.2. Der zeitliche Bezug der Überschussgröße .....	20
D.7. Mögliche Anpassungen .....	21
<b>E. Urteilsbildung</b> .....	<b>22</b>

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

### Inhalt

<b>Teil III: Praktische Hinweise zur Umsetzung dieser Empfehlungen im Bewertungsgutachten .....</b>	<b>23</b>
<b>F. Grundsatz: Transparenz und Konsistenz .....</b>	<b>23</b>
<b>G. Planung: künftige Unternehmensüberschüsse .....</b>	<b>23</b>
G.1. Grundlegende Annahmen bei der Projektion der künftigen Überschüsse .....	23
G.2. Vergangenheitsanalyse .....	23
G.3. Detailplanungsphase.....	24
G.4. Rentenphase (Fortführungswert).....	24
<b>H. Kapitalkosten .....</b>	<b>24</b>
H.1. Eigenkapitalkosten .....	24
H.2. Fremdkapitalkosten .....	25
H.3. Durchschnittlicher Kapitalkostensatz.....	25
H.4. Sensitivitätsanalyse.....	25
<b>I. Multiplikatoren.....</b>	<b>25</b>
I.1. Peer Group .....	25
I.2. Aggregation .....	25
I.3. Wertermittlung .....	26
<b>J. Branchenspezifische Besonderheiten .....</b>	<b>26</b>
<b>K. Abschließende Urteilsbildung .....</b>	<b>26</b>

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

### Teil I: Grundlegung

#### A. Einführung

##### A.1. Anwendungsbereich der Empfehlungen: angemessene Abfindung

Gegenstand der folgenden Empfehlungen ist die (*ex post* richterlich angeordnete oder *ex ante* mit Blick auf die Möglichkeit einer späteren gerichtlichen Überprüfung vorgenommene) Unternehmensbewertung als Grundlage einer angemessenen Abfindung, die an Minderheitsgesellschafter von Aktiengesellschaften für den Verlust ihrer Aktien geleistet wird.

Eine solche Abfindung hat beispielsweise der Hauptaktionär beim aktienrechtlichen bzw. verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out an die aus der Gesellschaft ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre (§ 327a AktG bzw. § 62 Abs. 5 UmwG) zu leisten. In einem Beherrschungsvertrag muss sie den Minderheitsaktionären der Untergesellschaft angeboten werden, und zwar mit der Besonderheit, dass es in bestimmten Fallkonstellationen auch zur Abfindung in Aktien kommen kann (§ 305 AktG). Bei einer Mischverschmelzung (beispielsweise Verschmelzung einer AG auf eine GmbH) muss denjenigen Aktionären der übertragenden Gesellschaft, die nicht an der Verschmelzung teilnehmen wollen, die Möglichkeit gegeben werden, die Gesellschaft gegen eine angemessene Barabfindung zu verlassen (§ 29 UmwG). Dasselbe gilt bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung für die Aktionäre einer deutschen übertragenden Gesellschaft (§ 122i UmwG).

Allen diesen Bewertungsanlässen ist gemeinsam, dass es sich um „dominierte Transaktionssituationen“ handelt, in denen die betroffenen Minderheitsaktionäre keine Möglichkeit haben, für den Verlust ihrer Aktie eine angemessene Gegenleistung frei auszuhandeln, sondern deren Festsetzung durch die Mehrheit hinnehmen müssen. Als Korrektiv hierzu stellt der Gesetzgeber eine richterliche Angemessenheitsprüfung zur Verfügung, zu der es in der großen Mehrzahl der Bewertungsanlässe im Spruchverfahren, in besonders gelagerten Fallkonstellationen auch im Anfechtungsprozess kommen kann. Weil es diese Überprüfungsmöglichkeit gibt, müssen sich die Transaktionsbeteiligten schon im Vorfeld an denjenigen Bewertungsmaßstäben und -methoden orientieren, von denen sie erwarten, dass sie im Falle eines Gerichtsverfahrens zur Anwendung kommen werden.

##### A.2. Zielsetzungen der Empfehlungen

Die Methoden der Unternehmensbewertung, welche auf gerichtliche Anordnung zur Anwendung kommen, sind für den gesamten Transaktionsablauf – und somit für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts – von entscheidender Bedeutung. Aus der Sicht der Marktteilnehmer sind sie eine wesentliche Komponente des Kalküls, welches darüber entscheidet, ob ein bestimmtes Transaktionsvorhaben ökonomisch sinnvoll ist oder nicht.

Für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist dabei ein hohes Maß an Kongruenz zwischen den *in praxi* von den unterschiedlichen Kapitalmarktakteuren angewendeten Bewertungsmethoden und denjenigen in der gerichtlichen Angemessenheitsprüfung wünschenswert. Die richterliche Überprüfung von Wertpapiertransaktionen sollte sich an den gleichen Bewertungsmaßstäben und -verfahren orientieren, die die Wirtschaftssubjekte anwenden, wenn sie eine entsprechende Entscheidung zum Kauf oder Verkauf von Unternehmensanteilen frei treffen können. Andernfalls entsteht zusätzliche (und vermeidbare) Unsicherheit, die dazu führt, dass ökonomisch sinnvolle Entscheidungen verhindert oder ökonomisch nicht sinnvolle Entscheidungen befördert werden. Diese Unsicherheit besteht u.E. derzeit in Deutschland:

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

- Die gerichtliche Angemessenheitsprüfung wird in Deutschland weitgehend durch die „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S 1) beherrscht.<sup>1</sup> Diese Grundsätze stellen für dominierte Transaktionssituationen im Kern bekanntlich auf das sog. Ertragswertverfahren ab. Multiplikator-basierte Bewertungsmethoden und Aktienkursanalyse spielen neben diesem (in seinen spezifischen Ausformungen von zahlreichen nationalen Besonderheiten geprägten) Diskontierungsverfahren eine sehr untergeordnete Rolle.<sup>2</sup> Zielgröße ist nicht primär die Bestimmung einer Bandbreite von Wertansätzen (unter Verwendung unterschiedlicher methodischer Bewertungsansätze), sondern die Ermittlung eines „objektivierten“ Wertes, im Sinne eines „intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswertes“<sup>3</sup>), welcher in der gerichtlichen Angemessenheitskontrolle als Richtschnur herangezogen werden kann.
- Eine derartige Fokussierung auf einen einzigen methodologischen Grundansatz steht im klaren Gegensatz zur Lebenswirklichkeit aus der Sicht *sämtlicher* Kapitalmarktakteure. Rational handelnde Privatanleger, strategische Investoren, Finanzinvestoren, Pensionsfonds, (auf eigene Rechnung handelnde) Banken ermitteln als Basis ihrer Investitionsentscheidungen Bandbreiten von Wertansätzen auf der Grundlage gleichrangig nebeneinander angewandter Bewertungsmethoden, wobei die Unterschiedlichkeit dieser Methoden und ihrer Ergebnisse transparent offen gelegt wird. Typisch für diese Methodenvielfalt ist die Kombination der drei Elemente
  - Diskontierungsverfahren (international klar dominierend: Discounted Cash Flow-Methode),
  - Multiplikator-basierte Verfahren (auf der Basis von Börsenkursen vergleichbarer Unternehmen und Kaufpreisen vergleichbarer Transaktionen), sowie
  - bei börsennotierten Unternehmen der Börsenkursanalyse (wobei in jüngerer Zeit klar erkannt wird, dass sich reale Börsenkurse in Abhängigkeit einer Vielzahl von Determinanten bilden, von welchen der Fundamentalwert des Unternehmens nur ein Teil des Spektrums ausmacht).

Die empirisch durchgängig zu beobachtende Vorgehensweise der Praxis ist Ausdruck der Erkenntnis, dass es einen eindeutig ermittelbaren, für jedermann gleichen (und in diesem Sinne „richtigen“ bzw. „wirklichen“) Unternehmenswert nicht gibt. Da der Unternehmenswert eine Funktion des erwarteten Nutzens ist, den ein bestimmtes Wirtschaftssubjekt von seinem Prognosehorizont aus dem Eigentum an einem Unternehmen ziehen kann, kommt es vielmehr darauf an, aus der Sicht eines solchen Bewertungssubjekts eine möglichst genaue Abschätzung dieses künftigen Nutzens vorzunehmen. Keine der heute gängigen Methoden der Unternehmensbewertung ist geeignet, diese schwierige Aufgabe allein zu bewältigen und vermag jederzeit zweckadäquate Bewertungsergebnisse zu liefern.

Möglich sind nur Approximationen: Deren Qualität hängt davon ab, dass diese Grenzen der Leistungsfähigkeit sämtlicher Methoden der Unternehmensbewertungen transparent gemacht werden. Geschieht dies, so wird offensichtlich, dass man am ehesten zu belastbaren Approximationen gelangt, wenn man unterschiedliche Methoden nebeneinander zur Anwendung bringt, sodann die resultierende Bandbreite der Analyseergebnisse in den Blick nimmt und diese genau analysiert bzw. erläutert.

Der Arbeitskreis empfiehlt, diese in der Praxis gewonnenen Erkenntnisse stärker auf die Unternehmensbewertung in dominierten Transaktionssituationen zu übertragen. Auch im Vorfeld einer derartigen Transaktion (und später im Kontext der gerichtlichen Angemessenheitskontrolle) empfiehlt es sich, Bandbreiten von Wertansätzen auf der Grundlage (von im gedanklichen Ausgangspunkt gleichrangig nebeneinander angewandter und nach den Umständen des Einzelfalls begründet zu gewichtender) unterschiedlicher Bewertungsmethoden zu ermitteln.

<sup>1</sup> IDW S 1 i.d.F. 2008, FN-IDW 7/2008, S. 271 ff.

<sup>2</sup> Von den 179 Randziffern in den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen IDW S 1 in der Fassung 2008 behandeln gerade zwei Randziffern Multiplikator-gestützte Verfahren als „vereinfachte Preisfindungen“; es werden dort keinerlei Vorgaben bezüglich des Bewertungsprozesses gemacht.

<sup>3</sup> IDW S 1 i.d.F. 2008, Ziffer 4.4.2, Rn. 29. Konzeptionell stark abweichend (Methodenvielfalt, Bandbreiten, nachvollziehbare Aggregation) IDW S 8 (zu Fairness Opinions), Stand: 17.01.2011. Zur Methodenvielfalt vgl. bereits die DVFA Grundsätze für Fairness Opinions, Version 2.0. v. November 2008.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

Methodische Ansätze, die in der Praxis breite Anerkennung gefunden haben, sollten bei der Bewertung in dominierten Transaktionssituationen nicht ausgeblendet werden. Nur der transparente Umgang mit der Methodenvielfalt ermöglicht den an der Wertfindung und deren Überprüfung Beteiligten eine belastbare Approximation, welche ihrerseits zur Grundlage für die Festsetzung einer angemessenen Abfindung (und später der gerichtlichen Angemessenheitsprüfung) gemacht werden sollte.

### A.3. Rechtliche Vorgaben

Die Empfehlungen des Arbeitskreises richten sich nicht primär an den Gesetzgeber, sondern zielen auf eine mit den derzeitigen gesetzlichen Vorgaben vereinbare Ausweitung des methodologischen Instrumentariums für die gerichtlich angeordnete Unternehmensbewertung im Rahmen des Spruchverfahrens – und damit auch desjenigen Instrumentariums, welches im Vorfeld einer später gerichtlich überprüfbaren Maßnahme von den Beteiligten und deren Beratern zur Anwendung gebracht wird.

Dabei legt der Arbeitskreis das folgende Verständnis der relevanten verfassungsrechtlichen und einfachgesetzlichen Vorgaben<sup>4</sup> zugrunde.

Im Rahmen der gerichtlichen Angemessenheitskontrolle prüft das Gericht in zwei Stufen:

Auf der ersten Stufe muss das Gericht feststellen, ob die festgesetzte bzw. angebotene Abfindung (noch) angemessen ist. Wird dies bejaht – etwa weil aus der Sicht des Gerichts die festgesetzte bzw. angebotene Abfindung auf einer Unternehmensbewertung beruht, die sich innerhalb der gesetzlichen Vorgaben bewegt<sup>5</sup> – so ist die Prüfung des Gerichts beendet. Für das Gericht besteht dann keine Notwendigkeit zur exakten Bezifferung des Unternehmenswertes bzw. des Wertes einer Aktie.<sup>6</sup>

Weiterer Präzisierungsbedarf ergibt sich erst auf einer zweiten Stufe der Prüfung, wenn das Gericht zu dem Schluss gelangt, die von den Beteiligten, beispielsweise vom Hauptaktionär, festgesetzte bzw. angebotene und vom gerichtlich bestellten Prüfer bestätigte Abfindung sei unangemessen niedrig (weil außerhalb der mit den gesetzlichen Vorgaben vereinbarten Bandbreite). Die Abfindung ist in diesem Fall vom Gericht neu festzusetzen. Hierfür bedarf es der Festlegung auf einen exakten Euro-Betrag. Zu diesem Zweck nimmt das Gericht eine Schätzung vor.<sup>7</sup> Dabei kann und muss es unter Würdigung aller Umstände nach freier Überzeugung entscheiden, einschließlich der Entscheidung, ob die Begutachtung durch einen gerichtlichen Sachverständigen anzuordnen ist (§ 287 ZPO). Wird ein Sachverständiger hinzugezogen, so ist es Sache des Gerichts, den Gutachterauftrag nach Maßgabe der rechtlichen Vorgaben für die Gutachtertätigkeit abzufassen. Im Falle der Unternehmensbewertung ergeben sich diese Vorgaben aus dem gesetzlichen Angemessenheitserfordernis, welches der verfassungskonformen Auslegung bedarf. Soweit diese rechtlichen Vorgaben reichen, genießen die betriebswirtschaftlichen Sachverständigen – und auch deren berufsständige Organisationen – keine Freiheit in der Wahl ihrer Methode. Wo sie enden, beginnt die Sphäre der betriebswirtschaftlichen Expertise, in welcher die Auswahl und Anwendung der – im Lichte der rechtli-

4 Abschnitt A.3 analysiert das deutsche nationale Recht. Die Konformität der hier vorgeschlagenen Aggregation unterschiedlicher Methoden mit dem Europarecht dürfte außer Streit stehen. Sie ist im europäischen Sekundärrecht angelegt, vgl. etwa Art. 10 Abs. 2 der Dritten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie von 1978 (78/855/EWG, umgesetzt in § 12 Abs. 2 UmwG, strukturell identisch § 293e AktG): „In dem Bericht [= Bericht des unabhängigen Experten] nach Absatz 1 müssen die Sachverständigen in jedem Fall erklären, ob das Umtauschverhältnis ihrer Ansicht nach angemessen ist. In dieser Erklärung ist zumindest anzugeben, a) nach welcher oder welchen Methoden das vorgeschlagene Umtauschverhältnis bestimmt worden ist; b) ob diese Methode oder Methoden im vorliegenden Fall angemessen sind und welche Werte sich bei jeder dieser Methoden ergeben; zugleich ist dazu Stellung zu nehmen, welche relative Bedeutung diesen Methoden bei der Bestimmung des zugrunde gelegten Wertes beigemessen wurde.“ Die Methodenvielfalt entspricht auch der Praxis in zahlreichen europäischen Nachbarländern.

5 Dass insbesondere das Grundgesetz keine bestimmte Methode zur Unternehmensbewertung vorgibt, hat das Bundesverfassungsgericht jüngst erneut bekräftigt, vgl. BVerfG, ZIP 2011, 1051 ff. (Telekom/t-online).

6 Bei Zugrundelegung der hier empfohlenen Grundsätze bedeutet dies: auf dieser Stufe der Prüfung ist es nicht notwendig, aus der Bandbreite von Wertindikatoren denjenigen zu benennen, der vom Gericht als „richtig“ angesehen wird. Aus diesem Grund wird die Aufgabe des Gerichts bei Zugrundelegung der hier empfohlenen Herangehensweise an dieser Stelle nicht erschwert, sondern **im Gegenteil vereinfacht**: aus dem Umstand, dass es bei der Unternehmensbewertung „keine Punktlandung“ geben kann, wird methodenehrlich der Schluss gezogen, dass „angemessen“ ist, was sich innerhalb einer nach vernünftigen, gesetzeskonformen Methoden transparent hergeleiteten Bandbreite bewegt.

7 Vgl. zum richterlichen Überprüfungsspielraum etwa OLG Stuttgart, AG 2011, 560, 562, 563.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

chen Vorgaben geeigneten – Methoden von dem jeweiligen Sachverständigen unter Beachtung der Besonderheiten des Einzelfalls zu leisten ist.

Hinsichtlich dieser, der Beurteilung bzw. Neufestlegung durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen entzogenen rechtlichen Vorgaben bietet es sich an, zwischen Barabfindung und Abfindung in Aktien zu unterscheiden:

### A.3.1. Barabfindung

Der zentrale Rechtssatz, aus dem sich in den Barabfindungsfällen die rechtlichen Methodenvorgaben ergeben, ist das verfassungsrechtliche Prinzip der vollen Kompensation. Die aus der Gesellschaft ausscheidenden Minderheitsaktionäre müssen eine „volle Entschädigung“<sup>8</sup> für ihren Verlust erhalten, wobei es zulässig ist, diese „Schutzrechte für die Minderheitsaktionäre ... auf die Vermögenskomponente der Beteiligung zu konzentrieren“.<sup>9</sup> Bei der Barabfindung folgt aus dem Prinzip der vollen Kompensation, wie das Bundesverfassungsgericht 1999 klar gestellt hat,<sup>10</sup> eine doppelte Untergrenze. Der Abfindungsberechtigte kann sich auf das für ihn günstigere der folgenden beiden Modelle berufen:

- *Desinvestition der Aktien über die Börse:* Das erste dieser beiden Modelle orientiert sich an dem hypothetischen Veräußerungserlös, den der Abfindungsberechtigte bei einem Verkauf seiner Aktien am Bewertungsstichtag erzielt hätte, wenn die zur Abfindungspflicht führende Strukturmaßnahme unterblieben wäre. Dieser hypothetische Veräußerungserlös – den man als den Desinvestitionswert bezeichnen kann – lässt sich auf der Grundlage des empirisch beobachtbaren Kursverlaufs bis zum Tag der Ankündigung der Strukturmaßnahme in der Einladung zur Hauptversammlung oder in einer *Ad Hoc*-Meldung nach § 15 WpHG schätzen.<sup>11</sup>
- *Verkauf des Gesamtunternehmens am Markt für Unternehmen:* Das zweite Modell orientiert sich an dem hypothetischen Grenzpreis, den ein typisierter Dritter am Bewertungsstichtag für das Gesellschaftsvermögen in seiner Gesamtheit bezahlt hätte. Wird dieser hypothetische Kaufpreis für das von der Gesellschaft getragene Gesamtunternehmen nach den Anteilen am Grundkapital auf die einzelne Aktie umgelegt, so gelangt man zu dem Bruchteil am Gesamtunternehmenswert, der dieser Aktie als „gesellschaftsrechtlich vermitteltes Eigentum“<sup>12</sup> zugeordnet ist. Die Methoden für die Ermittlung dieses quotalen Unternehmenswertes – den man als abgeleiteten Fundamentalwert der Aktie bezeichnen kann – bilden den Gegenstand der vorliegenden Empfehlungen. Ihr liegt der Grundgedanke einer simulierten (transaktionskostenfreien) Liquidation der Gesellschaft zugrunde. Der ausscheidende Minderheitsaktionär soll zumindest dasjenige erhalten, das er auch dann bekommen hätte, wenn die Gesellschaft liquidiert worden wäre und der Liquidator das von der Gesellschaft getragene Unternehmen in seiner Gesamtheit und im Going Concern „möglichst vorteilhaft“<sup>13</sup> an einen vernünftig handelnden Dritten verkauft hätte. Für das Ergebnis einer solchen abgeleiteten Anteilsbewertung kommt es somit nicht darauf an, welchen Wert der einzelne Aktionär nach der ökonomischen Vernunft den Aktien in seiner Hand zumessen sollte, sondern auf den Kaufpreis, der bei einer Veräußerung an einen typisierten Dritten für das Gesamtunternehmen als Ganzes erzielt werden könnte und der sodann *pro rata* der Grundkapitalanteile auf die einzelnen Aktien umzulegen ist.<sup>14</sup> Die Abfindung wird damit gedanklich einer partiellen Gesellschafter-Auseinandersetzung gleichgestellt.

<sup>8</sup> BVerfGE 100, 289, 305 (DAT/Altana); ebenso schon BVerfGE 14, 263, 283 f. (Feldmühle); zur Übertragung dieser Rechtsprechung auf die Verschmelzung zur Aufnahme zuletzt BVerfG, ZIP 2011, 1051 (Telekom/t-online).

<sup>9</sup> BVerfG, ZIP 2000, 1670, 1671 (Moto Meter).

<sup>10</sup> BVerfGE 100, 289, 305 (DAT/Altana); in jüngerer Zeit wiederholt bestätigt durch das BVerfG, vgl. etwa BVerfG, ZIP 2011, 1051 (Telekom/t-online) und BVerfG AG 2011, 128 (Kuka).

<sup>11</sup> Zum Beginn des Referenzzeitraums nunmehr klärend BGH, AG 2010, 629 (Stollwerck).

<sup>12</sup> BVerfGE 14, 263, 276 (Feldmühle).

<sup>13</sup> St. Rspr seit den 1920ern, vgl. nur RGZ 106, 128, 132; BGH, NJW 1967, 1464; OLG Düsseldorf, WM 1984, 732, 733; OLG Stuttgart, AG 2011, 49, 50 m.w.N.

<sup>14</sup> Dabei erfolgt die Modellierung der Käufer- bzw. Verkäufersicht in vergleichbarer Weise. Es gibt somit theoretisch keine Grenzpreisdifferenz die ihre Ursache in Umständen außerhalb des bewerteten Unternehmens hätte. Aus demselben Grund genügt es, eine einzige Bandbreite in den Blick zu nehmen, welche im Modell die Käufer- und Verkäufersicht in sich vereinigt (volle Kompensation aus Verkäufersicht aber keine Partizipation an käuferspezifischen werterhöhenden Faktoren).

### A.3.2. Abfindung in Aktien und up-stream Verschmelzungen im Konzern

Für die Abfindung in Aktien und up-stream Verschmelzungen im Konzern (in „dominierten Transaktionssituationen“) ist umstritten, inwieweit die genannte doppelte Untergrenze ebenfalls Geltung beanspruchen kann. Richtigerweise sollte in diesen Fällen allein auf den – hier im Mittelpunkt der Betrachtung stehenden – abgeleiteten Fundamentalwert abgestellt werden, da hier nicht der Schutz einer einzigen Gruppe von Minderheitsaktionären zu gewährleisten ist, sondern von zweien (Minderheit der Unter- und der Obergesellschaft) und es logisch ausgeschlossen ist, diesen beiden Gruppen gleichzeitig das Privileg der Meistbegünstigung zu gewähren.<sup>15</sup> Unabhängig von diesem juristischen Fachstreit steht jedenfalls fest, dass zumindest auch eine Fundamentalbewertung des bzw. der betroffenen Unternehmen erforderlich werden kann. Es stellen sich dann dieselben konzeptionellen Fragen zur richtigen Bewertungsmethode, die soeben unter A.3.1. erörtert worden sind.

### A.3.3. Fazit

Immer dann, wenn betriebswirtschaftliche Sachverständige aufgerufen sind, bei einer Angemessenheitsprüfung im Zusammenhang mit der Abfindung von Minderheitsaktionären in dominierten Transaktionssituationen einen Unternehmenswert nach Maßgabe der geltenden rechtlichen Vorgaben zu bestimmen, bedarf es einer Simulation der Gesamtunternehmensveräußerung. Gedachter Zeitpunkt dieser Gesamtunternehmensveräußerung ist der relevante Bewertungsstichtag, d.h. in der Regel der Tag der Zustimmungs-Hauptversammlung. Gedachter Verkäufer ist die Gesellschaft. Gedachter Erwerber ist ein vernünftig handelnder hypothetischer Dritter, dessen bewertungsrelevante subjektive Attribute (Risikoneigung, Investitionsalternativen, Steuerregime etc.) ihm aufgrund bewusster Entscheidungen des Gerichts bzw. des Sachverständigen normativ zugewiesen werden müssen. Die hier niedergelegten Empfehlungen haben ihren konzeptionellen Ausgangspunkt in der Überlegung, dass für die Modellierung dieses gedachten Modell-Unternehmenserwerbers empirisch verbreitete Herangehensweisen realer Unternehmenserwerber und -veräußerer stärker als Vorbild herangezogen werden sollten als dies bisher in Deutschland üblich ist. Mit der Umsetzung dieser Empfehlungen würden nach Ansicht des Arbeitskreises keine europarechtlichen, verfassungsrechtlichen oder einfachgesetzlichen Vorgaben verletzt.<sup>16</sup> Im Gegenteil würde diesen Vorgaben besser entsprochen als dies in der bisherigen Praxis im Umgang mit dominierten Transaktionssituationen der Fall ist.

<sup>15</sup> Eingehend OLG Stuttgart, AG 2007, 705, 713 f. (Kuka). Offen gelassen BVerfG, AG 2011, 128 (Kuka).

<sup>16</sup> Gerade in der jüngsten Rechtsprechung wird eine Tendenz deutlich, mehrere Methoden nebeneinander gelten zu lassen und dabei z.B. der Schätzung nach Börsenwerten gegenüber der Schätzung auf der Grundlage eines Ertragswertgutachtens den Vorzug zu geben, vgl. nur OLG Frankfurt am Main, AG 2010, 751 (Telekom/t-online) und in derselben Sache BVerfG, ZIP 2011, 1051.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

### **B. Konkretisierung der Bewertungskonzeption „markttypischer Unternehmenserwerber“ als Typisierungsmaßstab**

Bei einer Unternehmensbewertung im Rahmen aktienrechtlicher Bewertungsanlässe (Unternehmensvertrag, Verschmelzung und Squeeze-Out) ist wegen der großen Zahl betroffener Aktionäre die Festlegung und Typisierung des Bewertungsobjekts von großer Bedeutung: Aus wessen Sicht ist zu bewerten und wie lässt sich dieses Bewertungsobjekt am besten typisieren?

In diesen Empfehlungen wird dem Wertkonzept des soeben beschriebenen „markttypischen Erwerbers“ gefolgt. Dieses Konzept ist gut in den Prozess der transaktionsbezogenen Unternehmensbewertung eingebunden. Es stellt als Bewertungskonzeption somit keinen Fremdkörper im Transaktionsprozess dar. Der einschlägigen Rechtsprechung steht dieses Konzept, wie unter (A.) dargelegt, nicht entgegen.

Vor der Durchführung der Transaktion ist die Unternehmensbewertung Grundlage für die Festlegung der jeweiligen Verhandlungsgrenze: Bei käuferinduzierten Transaktionen wird das maximale Gebot, bei verkäuferinduzierten Transaktionen die minimale zu akzeptierende Forderung mit Hilfe von Unternehmensbewertungen festgelegt. Dabei kommen, je nach Stadium des Transaktionsprozesses, entweder marktbasierende Vergleichsverfahren (Multiplikatoren) oder Discounted Cash Flow (DCF)-Methoden zum Einsatz.

Im Verlauf der Transaktion sind Unternehmensbewertungen für die Übermittlung und Unterstützung der jeweils eigenen Wertvorstellungen von Bedeutung. Bei verhandelten Transaktionen steht der sog. Argumentationswert im Mittelpunkt. Bei öffentlichen Transaktionen werden solche Bewertungen auch in Verbindung mit Wertpapiergesetzen und Übernahmeregelungen erforderlich: So werden z.B. bei öffentlichen Übernahmeangeboten regelmäßig Fairness Opinions eingesetzt, um eine unabhängige Indikation und Beurteilung eines vorliegenden Übernahmegebotes zu erhalten. Auch hier stehen Multiplikatoren und die DCF-Bewertung im Zentrum.

Falls der Käufer nach Abschluss der Transaktion den Ausschluss der noch verbleibenden Minderheitsaktionäre anstrebt, ist zur Überprüfung der Angemessenheit der in diesem Falle anzubietenden Abfindung eine Unternehmensbewertung erforderlich. Diese hat ggf. einer gerichtlichen Überprüfung standzuhalten. Die Gerichte orientieren sich dabei noch immer mehrheitlich an den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen IDW S 1.<sup>17</sup>

Wegen der abweichenden Bewertungskonzeption und zahlreicher weiterer Besonderheiten des Verfahrens im Vergleich zur internationalen Bewertung wird diese alleinige Orientierung am Ertragswertverfahren von Investoren als Fremdkörper im Transaktionsprozess empfunden. Vor diesem Hintergrund wird hier empfohlen, dem Konzept des „markttypischen Erwerbers“ auch bei der Prüfung der Angemessenheit der Abfindung zu folgen.

Folgende wichtige Eigenschaften des Konzeptes eines „markttypischen Erwerbers“ weichen konzeptionell vom Ertragswertverfahren nach den Grundsätzen IDW S 1 ab:

- **Methodenvielfalt:** Der markttypische Erwerber wendet mehrere Bewertungsmethoden, i.d.R. Multiplikator-gestützte Verfahren und Diskontierungsmethoden, nebeneinander an. Die Methoden sind zueinander gleichwertig, sofern nicht branchenbedingte Besonderheiten die Bevorzugung einer Methode rechtfertigen. Aus den so errechneten unterschiedlichen Unternehmenswerten bzw. Wertbandbreiten (s.u.) wird abschließend ein Unternehmenswert ermittelt. Die Anwendung mehrerer gleichberechtigter Bewertungsverfahren ist im Rahmen der Preisfindung bei einer Unternehmenstransaktion Bewertung Standard.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Siehe oben Abschnitt A; vgl. aber zu der sich in der jüngeren Rechtsprechung abzeichnenden größeren Flexibilität bei der Methodenwahl auch Fn.17.

<sup>18</sup> Dies gilt auch für international anerkannte rechnungslegungs-orientierte Bewertungsanlässe.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

- Wertbandbreiten: Bei einer Multiplikator-gestützten Bewertung ergeben sich in Abhängigkeit von der gewählten Bezugsgröße, Vergleichsunternehmen und Schätzverfahren unterschiedliche Unternehmenswerte. Werden Diskontierungsverfahren angewendet, führen Veränderungen der gesetzten Annahmen als Input-Faktoren für das Bewertungsverfahren zu unterschiedlichen Unternehmenswerten. In beiden Fällen werden die Bewertungsergebnisse nicht als punktgenaue Schätzung, sondern zunächst als Bandbreiten von Unternehmenswerten dargestellt. Auf diese Weise sollen relevante Einflussfaktoren auf das Bewertungsergebnis transparent gemacht werden. Die finale Wertbestimmung findet dann auf Basis der ermittelten Bandbreiten statt. Auch dieses Vorgehen entspricht dem Bewertungsprozess eines „markttypischen Erwerbers“ bei Unternehmenstransaktionen und beim Impairment Test.
- Annahmen: Der „markttypische Erwerber“ bewertet das Unternehmen auf der Basis einer angenommenen künftigen geplanten Unternehmenspolitik; diese umfasst neben geplanten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, Akquisitionen und/oder Desinvestitionen auch Annahmen bezüglich der Finanzierungspolitik und der Kapitalstruktur des Unternehmens. Diese Annahmen müssen mit Blick auf den markttypischen Erwerber konsistent sein, wobei der Erwerber rein käuferindividuelle Synergien bzw. wertbestimmende Faktoren nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises berücksichtigen wird. Der Einfluss der gewählten Annahmen auf den Unternehmenswert ist mit Hilfe von Sensitivitätsanalysen und Vergleich mit branchentypischen Werten transparent zu machen.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

### Teil II: Bewertungsverfahren

#### C. Markttypische Vorgehensweisen bei Diskontierungsverfahren

##### C.1. Grundsätzliches

Diskontierungsverfahren ermitteln den Unternehmenswert als Barwert künftiger, aus dem Bewertungsobjekt zu erzielender Zahlungen. In der Literatur wird bisweilen zwischen der sog. Discounted Cash Flow Methode und dem Ertragswertverfahren unterschieden. Beiden Verfahren ist gemeinsam, dass sie auf der Projektion künftiger Unternehmensüberschüsse basieren und den damit verbundenen Schätz-Unsicherheiten unterliegen. Das Risiko der künftigen Unternehmensüberschüsse wird in beiden Methoden über einen Zuschlag auf den Diskontierungszinsfuß berücksichtigt. Unterschiede ergeben sich insbesondere in Bezug auf Details zur Berücksichtigung von Steuern, Inflation und der zugrundeliegenden Überschussdefinition. Der Entity-Ansatz der DCF-Methode ermittelt zuerst den Wert aller operativen Vermögensgegenstände als „Enterprise Value“ und berechnet den Eigenkapitalwert durch Abzug der Netto-Verbindlichkeiten. Das Ertragswertverfahren und der Flow-to-Equity-Ansatz der DCF-Methode berechnen den Eigenkapitalwert direkt durch Diskontierung der Überschüsse an die Unternehmenseigentümer.<sup>19</sup>

Die hier niedergelegten Empfehlungen sprechen sich nicht für oder gegen eine bestimmte Variante der Diskontierungsverfahren aus; es gilt der Grundsatz der Methodenvielfalt. Dort, wo konkrete Anwendungsempfehlungen gegeben werden, gilt die „Comply or explain“-Regel: Abweichungen von den Empfehlungen sind möglich, wenn sie erklärt und plausibel begründet werden.

Bei Anwendung von Diskontierungsverfahren erfordert die Umsetzung des Konzeptes eines „markttypischen Erwerbers“ bestimmte Annahmen zur Umsetzung und Kenntnis künftiger unternehmerischer Maßnahmen, zu Verbundvorteilen, zur Kapitalstruktur und zur Relevanz von verschiedenen Steuerarten (Unternehmenssteuern und persönliche Einkommensteuern). Jede dieser Annahmen hat Einfluss auf den resultierenden Unternehmenswert und ist deshalb offenzulegen. Der unterstellte „markttypische Erwerber“ muss sich als sinnvolle Kombination der entsprechenden Annahmen darstellen.

##### C.2. Die relevanten Unternehmensüberschüsse

###### C.2.1. Definition der Überschussgröße

Bei Anwendung des Entity-Ansatzes der DCF-Methode ist der relevante Überschuss der freie Cash Flow an Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber nach (Netto-) Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen des Unternehmens („Free Cash Flow“). Für die Ertragswertmethode und den Flow-to-Equity Ansatz der DCF-Methode wird zunächst der Überschuss an die Eigenkapitalgeber des Unternehmens nach Zinsen als Ausgangspunkt für die Wertermittlung verwendet. Allen Ansätzen ist gemein, dass die bewertungsrelevanten Cash Flows aus einem integrierten Planungsmodell mit zusammenhängender Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Finanzplan abgeleitet werden.

Je nach gesetzter Annahme bezüglich der Finanzierungs- bzw. Ausschüttungspolitik ergeben sich unterschiedliche endgültige Überschussdefinitionen: In diesen Empfehlungen wird die Fixierung der Kapitalstruktur empfohlen; der relevante Überschuss ist dann der freie Cash Flow an die Eigenkapitalgeber nach Zinsen, Tilgung bzw. Kreditaufnahme („Free Cash Flow to Equity“). Die zugrundeliegenden Unternehmensüberschüsse sind nach Unternehmenssteuern (Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer) definiert. Die Einbeziehung von persönlichen

<sup>19</sup> Ob sich Ertragswertverfahren und Flow-to-Equity-Ansatz der DCF-Methode voneinander unterscheiden, hängt von den jeweils gesetzten Annahmen hinsichtlich der Kapitalstruktur, der Ausschüttungspolitik und der einbezogenen Steuern ab. Bei gleichen Annahmen resultieren identische Unternehmenswerte. Zu den hier empfohlenen Annahmen vgl. die folgenden Punkte C.2. bis C.4.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

Einkommensteuern auf Dividenden und Kapitalgewinne wird nicht empfohlen: Die damit verbundene Annahme einer unbeschränkt steuerpflichtigen, inländischen natürlichen Person als relevanter Anteilseigner ist vor dem Hintergrund der empirischen Anteilseignerstruktur deutscher Aktiengesellschaften und der empirisch auftretenden Unternehmenserwerber nicht mit dem Konzept des „markttypischen Erwerbers“ vereinbar. Markttypische Unternehmenserwerber wenden regelmäßig keine persönlichen Steuern in ihren Bewertungsmodellen an.<sup>20</sup>

Die Anwendung der Diskontierungsverfahren erfordert eine Annahme bezüglich der Kapitalstruktur des Unternehmens: Im Flow-to-Equity-Ansatz der DCF-Methode sind die Überschüsse nach Zinsen und Veränderung des Fremdkapitalbestandes definiert. Im Entity-Ansatz der DCF-Methode ist die Kapitalstruktur für die Ermittlung des durchschnittlichen Kapitalkostensatzes erforderlich. Diese Annahme ist transparent zu machen und durch einen Vergleich mit dem Branchendurchschnitt zu plausibilisieren. Annahmen bezüglich der Ausschüttungspolitik bzw. Ausschüttungsquote des Unternehmens sind nach diesen Empfehlungen nicht erforderlich; diese ergibt sich aus den Annahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur.

### C.2.2. Die Projektion der künftigen Unternehmensüberschüsse

Diskontierungsverfahren erfordern die Schätzung der künftigen Unternehmensüberschüsse. Ausgangspunkt sind dabei der Kenntnisstand und die Erwartungen zum Bewertungsstichtag (Stichtagsprinzip). Nachträglich eintretende tatsächliche Entwicklungen sind zu berücksichtigen, soweit sie ihren kausalen Ursprung im Bewertungsstichtag haben (Wertaufhellungsprinzip). Zugrunde zu legen ist die integrierte Unternehmensplanung und der Informationsstand des unterstellten markttypischen Erwerbers am Bewertungsstichtag. Die Projektion der künftigen Überschüsse ist als Nominalrechnung durchzuführen. Wirkungen von Preis- und/oder Kostensteigerungen sind bei der Schätzung der Überschüsse zu berücksichtigen.

Der Prognosezeitraum ist in mindestens zwei Phasen zu unterteilen. Die Detailplanungsphase umfasst i.d.R. 3 bis maximal 10 Jahre; hier sind detaillierte Planungen der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der künftigen bewertungsrelevanten Überschüsse vorzulegen. In der sich daran anschließenden sog. Rentenphase wird für die Ermittlung des Fortführungswertes von einer kontinuierlichen Entwicklung der Unternehmensüberschüsse über einen unendlichen Zeitraum mit einer konstanten Wachstumsrate ausgegangen. Befindet sich das Unternehmen noch nicht in einer stabilen Situation, sollte vor der Rentenphase eine Konvergenz- bzw. Grobplanungsphase eingefügt werden. Auf diese Weise können außerordentliche Effekte in der Planung angepasst und das Unternehmen in einen „nachhaltigen“ Zustand überführt werden.

Für die Bestimmung des Fortführungswerts in der Rentenphase ist eine Annahme für die dauerhafte Wachstumsrate erforderlich. Wegen des großen Einflusses auf das Bewertungsergebnis ist die gewählte Annahme sorgfältig zu begründen. Zur Plausibilisierung der Wachstums-Annahme wird die Verbindung zwischen Thesaurierungsquote  $q$ , der Rendite auf die Erweiterungsinvestitionen ROIC und der Wachstumsrate der Überschüsse  $g$  empfohlen; es gilt nach der sog. Gordon-Shapiro Gleichung

$$q \times \text{ROIC} = g.$$

Durch die Kombination der im Gutachten verwendeten dauerhaften Wachstumsrate  $g$  mit der im ersten Jahr der Phase 2 unterstellten Thesaurierungsquote  $q$  lässt sich die implizite Rendite auf die Erweiterungsinvestitionen bestimmen. Der Vergleich dieser Rendite mit den Kapitalkosten des Unternehmens ermöglicht eine Plausibilisierung

<sup>20</sup> Bei den rechnungslegungsbezogenen Bewertungsanlässen nach IFRS und/oder US GAAP wird regelmäßig ein markttypischer Erwerber ohne Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern unterstellt. Auch bei der Erstellung von Fairness Opinions zur Beurteilung der Angemessenheit von angebotenen Transaktionspreisen für ein Gesamtunternehmen werden keine persönlichen Steuern berücksichtigt.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

der Planung. Die zusätzliche Berücksichtigung von „inflationbedingtem Wachstum“ ist in diesem Modell nicht erforderlich: Alle enthaltenen Größen (Wachstumsrate, Thesaurierungsquote, künftige Gewinne und Zahlungsüberschüsse) beziehen sich auf nominale Größen. Die Wirkungen von Preissteigerungen sind somit bereits berücksichtigt. Auch eine standardisierte Normierung der Rendite auf Erweiterungsinvestitionen im Fortführungswert auf die Höhe der Kapitalkosten ist nicht sinnvoll; diese Rendite ist Ausdruck der individuellen Leistungsfähigkeit des Geschäftsmodells. Durch die mit den Grundsätzen IDW S1 für die objektivierte Wertermittlung verbundene Vorgabe von kapitalwertneutralem thesaurierungsbedingtem Wachstum für alle Unternehmen nach Ende des Planungshorizonts bzw. im Fortführungswert wird man diesen Unterschieden nicht gerecht und unterschätzt gegebenenfalls systematisch Unternehmenswerte.

In allen Diskontierungsverfahren ist die Bewertung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen getrennt durchzuführen. Wertansatz sind hier die Einzelveräußerungspreise der Vermögensgegenstände. Die Zuordnung von geldnahen Wertpapieren, Bankguthaben und Kassenbeständen in betriebsnotwendige und nicht betriebsnotwendige Bestandteile und deren Bewertung sind darzulegen. Die Berücksichtigung von besonderen Finanzierungsverhältnissen wie Pensionsverbindlichkeiten oder Leasingverpflichtungen ist darzulegen und zu erläutern, wenn ihr Einfluss materiell ist.

### C.3. Der Diskontierungszinssatz

#### C.3.1. Grundsätzliches: Entity- vs. Flow-to-Equity-Ansatz

Dem Diskontierungszinsfuß fällt in der Unternehmensbewertung die Aufgabe zu, die Rendite einer vergleichbaren risikoäquivalenten Wertpapieranlage als Alternative zum Unternehmenserwerb abzubilden. Der relevante Diskontierungszins ist von der gewählten Variante des Diskontierungsmodells abhängig. Im Entity-Ansatz der DCF-Methode ist der Diskontierungssatz der durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) als gewogener Durchschnitt über die Eigenkapitalkosten und die Fremdkapitalkosten des Unternehmens anzuwenden. Die Gewichtung von Eigen- und Fremdkapital repräsentiert dabei die Annahme bezüglich der Kapitalstruktur des Unternehmens (s.o.). Im Ertragswertverfahren bzw. Flow-to-Equity Ansatz sind nur die Eigenkapitalkosten relevant.

#### C.3.2. Eigenkapitalkosten

Die Eigenkapitalkosten entsprechen den erwarteten Renditen für eine risikoäquivalente Wertpapieranlage. Das Risiko des eingesetzten Eigenkapitals wird über einen Zuschlag auf den risikolosen Zinssatz berücksichtigt. Für die Ableitung des Zuschlages und der gesamten Eigenkapitalkosten wird regelmäßig das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) verwendet. Für die Ableitung des verwendeten Diskontierungssatzes gelten folgende Empfehlungen:

- Risikoloser Zinssatz: Der sog. Basiszins reflektiert die inländische risikolose Anlagealternative auf dem Kapitalmarkt. Empfohlen wird die Verwendung der Rendite von Bundesanleihen mit der längsten verfügbaren Laufzeit; ggf. kann die sog. Svensson-Methode zur Ermittlung des Basiszinses angewendet werden.
- Risikozuschlag CAPM: Bei Anwendung des CAPM entspricht der Risikozuschlag dem Produkt aus der Markttrisikoprämie und dem firmenspezifischen Beta-Faktor. Die Markttrisikoprämie repräsentiert die erwartete Überrendite des Aktienmarktes gegenüber dem Basiszinsfuß. Diese kann aus Vergangenheitsdaten als geometrisches oder arithmetisches Mittel der realisierten Überrenditen geschätzt werden. Auch andere Vorgehensweisen, z.B. die Ermittlung als implizite Risikoprämien aus beobachtbaren Marktpreisen, sind bei Erfüllung der Transparenzanforderungen (vgl. Abschnitt III) zulässig. Als aktien- bzw. firmenspezifischer Risikofaktor ist das sog. Beta anzuwenden. Ist das Unternehmen börsennotiert, ist der entsprechende Beta-

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

Faktor zu schätzen (zu den Transparenzanforderungen vgl. ausführlich Abschnitt III.H.1). Ist die Anwendung des unternehmenseigenen Beta-Faktors nicht möglich oder wird sie wegen zu geringer Liquidität der Anteile abgelehnt, so ist stattdessen die Anwendung eines Beta-Faktors der Branche oder einer Peer Group möglich. Dabei sind Unterschiede in der Kapitalstruktur durch sog. De-levering bzw. Re-levering zu berücksichtigen.

- Weitere Risikozuschläge: Für die USA wurden in empirischen Untersuchungen mit der Unternehmensgröße (Size) und der Market to Book Ratio (MTB) zwei weitere Einflussfaktoren auf die Aktienrendite herausgearbeitet. Für Deutschland steht der empirische Nachweis der Relevanz bislang noch aus. Die Anwendung solcher Faktoren soll nur in einzelnen Fällen unter Nachweis der Relevanz erfolgen.
- Steuern: Es sind bei der Bewertung lediglich Unternehmenssteuern zu berücksichtigen. Persönliche Einkommensteuern sind aus der Perspektive des markttypischen Unternehmenserwerbers irrelevant.
- Inflation: Eigenkapitalkosten sind auf der Basis von beobachtbaren, nominalen Renditen zu ermitteln. Da diese bereits eine Marktprämie für die antizipierte Inflation beinhalten, ist eine weitergehende Berücksichtigung von Inflation nicht erforderlich.

### C.3.3. Fremdkapitalkosten

Bei der Ermittlung der Fremdkapitalkosten des Unternehmens ist das Kreditrisiko zu berücksichtigen.

### C.4. Sensitivitätsanalysen und Ermittlung von Wertbandbreiten

Bei der Anwendung von Diskontierungsverfahren ist der resultierende Unternehmenswert entscheidend von den gesetzten Annahmen bezüglich wertrelevanter Einflussfaktoren abhängig. Einige dieser Annahmen wie die unterstellte Kapitalstruktur, daraus resultierende Eigen- und durchschnittliche Kapitalkosten und ggf. zu realisierende Verbundvorteile ergeben sich indirekt aus dem unterstellten „markttypischen Erwerber“. Auch Annahmen bezüglich der künftigen Geschäftspolitik und der operativen Werttreiber (Umsatzentwicklung, Marge künftiger Geschäfte, Kapitalbindung im Umlaufvermögen etc.) haben erheblichen Einfluss auf den resultierenden Unternehmenswert. Schließlich sind noch die unterstellten Thesaurierungs- und Reinvestitionsquoten, Reinvestitionsrenditen und daraus resultierenden Wachstumsraten in der Rentenphase entscheidend für den Unternehmenswert. Wegen der Unsicherheit der genannten Einflussfaktoren ist die Wirkung von geänderten Annahmen bezüglich zentraler Bewertungsparameter über Sensitivitätsanalysen zu untersuchen. Zu den entsprechenden Dokumentationsanforderungen vgl. Abschnitt III. H. 4.

Ergebnis des Bewertungsprozesses ist somit kein Punktwert, sondern eine Bandbreite von Unternehmenswerten für unterschiedliche Modellannahmen. Die Ableitung des endgültigen Wertes aus den verschiedenen Wertbandbreiten ist in einem eigenen Bewertungsschritt durchzuführen.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

### **D. Markttypische Vorgehensweisen bei Multiplikator-basierten Verfahren**

#### **D.1. Grundsätzliches**

Im Zuge der geforderten Methodenvielfalt sollen Multiplikator-basierte Bewertungsverfahren auch für die Ermittlung angemessener Abfindungen bei dominierten Bewertungsanlässen und deren richterlicher Überprüfung angewendet werden.

Bei diesem Vorgehen werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen wie Umsatz, EBIT, Gewinn etc. in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so ermittelten Relationen (genannt Multiplikatoren) auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen den zugrunde liegenden Bezugsgrößen und dem Unternehmenswert ein proportionaler Zusammenhang besteht.

Die Multiplikator-gestützte Unternehmensbewertung weist als Vorteil die strikte Marktbezogenheit auf: Die zugrundeliegenden Preisrelationen sind beobachtbar und werden tatsächlich auf Kapitalmärkten und/oder bei Unternehmenstransaktionen bezahlt. Auf der anderen Seite ist diese Bewertungsmethode damit auch allen Marktunvollkommenheiten und -ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können.<sup>21</sup> Im Rahmen der hier empfohlenen Vorgehensweise nutzt die Multiplikator-gestützte Bewertung, ebenso wie das Diskontierungsverfahren, unternehmensinterne Planungen und Informationen: die ermittelten Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen werden auf die realisierten sowie die von der Unternehmensleitung geplanten Bezugsgrößen (auf Basis des gleichen Business Plans, der auch bei der DCF-Methode verwendet wird) angewendet. Allerdings ist der verfügbare Zeitraum der Prognose deutlich kürzer als bei Anwendung der Diskontierungsverfahren: Im Regelfall ist die Bewertung nur auf der Basis der Bezugsgrößen der nächsten zwei bis drei Jahre möglich.<sup>22</sup>

#### **D.2. Auswahl der Vergleichsunternehmen**

Gemäß dem Grundsatz „Bewerten heißt vergleichen“ sind in einem ersten Schritt mehrere Vergleichsunternehmen mit beobachtbaren Preisen zu finden. Diese müssen in allen wichtigen Eigenschaften (Risiko, Profitabilität und Ergebniswachstum) mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sein.

##### **D.2.1. Mögliche Quellen für Vergleichsunternehmen mit beobachtbaren Marktpreisen**

Marktpreise von börsennotierten Unternehmen können über die entsprechenden Kurse abgeleitet werden (markt-basierte Multiplikatoren). Da es sich um den Kaufpreis einer einzelnen Aktie handelt, ist in diesem Preis und in dem daraus abgeleiteten Multiplikator keine Prämie für die Erlangung der Unternehmenskontrolle enthalten. Zusätzlich können Multiplikatoren über die gezahlten Kaufpreise für Unternehmen bei kürzlich durchgeführten Unternehmens-transaktionen ermittelt werden (Transaktionsmultiplikatoren). Hier enthalten die gezahlten Kaufpreise und somit auch die daraus abgeleiteten Multiplikatoren bereits eine Prämie für die Erlangung der Kontrolle. Multiplikatoren aus den beiden genannten unterschiedlichen Kategorien sollten deshalb getrennt voneinander für die Bewertung herangezogen werden.

<sup>21</sup> Werden im Rahmen von Diskontierungsverfahren Kapitalkosten basierend auf Marktdaten bzw. mittels des CAPM geschätzt, sind diese prinzipiell den gleichen Marktunvollkommenheiten ausgesetzt.

<sup>22</sup> Dem steht als Vorteil gegenüber, dass wegen der fehlenden expliziten Notwendigkeit zur Einbeziehung und Schätzung von Kapitalkosten und dauerhaften Wachstumsraten die Gefahr einer interessensgeleiteten Verzerrung dieser beiden Inputfaktoren weniger stark ausgeprägt ist.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

Bei marktbasierter Multiplikatoren ist prinzipiell der Börsenkurs der Vergleichsunternehmen möglichst nahe am Bewertungsstichtag (dem Tag der beschließenden Hauptversammlung) maßgeblich; in bestimmten Fällen kann auch ein dreimonatiger Durchschnittskurs analog zu § 5 WpÜGAngebV verwendet werden. Bei Verwendung von Transaktionsmultiplikatoren ist es schwieriger, eine ausreichende Anzahl von zeitnahen Unternehmenskäufen und die maßgeblichen wertbeeinflussenden Faktoren für die Ableitung von Transaktionspreisen zu erhalten. Der zeitliche Rahmen der gewählten Transaktionen erfordert eine Berücksichtigung und Würdigung von zwischenzeitlich eingetretenen Marktpreisentwicklungen.

### D.2.2. Vorgehen bei der Auswahl von Vergleichsunternehmen

Als Ausgangspunkt für den Auswahlprozess der Vergleichsunternehmen wird die Branche, in der das zu bewertende Unternehmen tätig ist, empfohlen. Dahinter steht die Annahme, dass die Unternehmen innerhalb der gleichen Branche hinsichtlich ihres Risikos vergleichbar sind. Zur Einteilung der Unternehmen in unterschiedliche Branchen stehen mehrere Klassifikationen zur Verfügung, z.B. über verschiedene Industrie-Einteilungen wie SIC, über das statistische Bundesamt oder über die Brancheneinteilung von nationalen oder internationalen Börsenindizes. Die Güte der Auswahl der Vergleichsunternehmen einer Branche wird verbessert, wenn man zudem die Faktoren geographische Abdeckung, Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells, Profitabilität, Anlagenintensität und Wachstum berücksichtigt.

### D.3. Die weitere Einengung der „Peer Group“

Im weiteren Bewertungsverfahren wird der Kreis der Vergleichsunternehmen weiter eingeeengt, indem „ungeeignete“ Unternehmen aus der Branchen-Vergleichsgruppe eliminiert werden. Dadurch kann sich die Qualität des Bewertungsergebnisses deutlich erhöhen. Die Beurteilung, welche Unternehmen geeignet oder ungeeignet sind, ist in hohem Maße subjektiv und beinhaltet über die Möglichkeit das Ergebnis zu beeinflussen auch die bekannten Interessenskonflikte des Großaktionärs. Aus diesem Grund sind die in Abschnitt III.1.1. beschriebenen Transparenzanforderungen zu erfüllen.

In einigen Fällen sind Unternehmen aus der Vergleichsgruppe herauszunehmen, weil die ermittelten Multiplikatoren extreme Werte annehmen und diese daher als „Ausreißer“ klassifiziert werden. Auch hier gelten spezielle Anforderungen an die Transparenz des Vorgehens.

Im Regelfall ist die empirische Verteilung von berechneten Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen rechtschief.<sup>23</sup> Dies ist bei der Eliminierung der Ausreißer und/oder ggf. bei der Aggregation der Vergleichsmultiplikatoren zu berücksichtigen.

### D.4. Die Aggregation der Vergleichs-Multiplikatoren

Nach der Bereinigung werden zunächst die Multiplikatoren für jedes einzelne Unternehmen aus der Gruppe der Vergleichsunternehmen ermittelt. Aus der gesamten Verteilung der Multiplikatoren ist als Ergebnis eine enge Bandbreite für das Multiple abzuleiten; diese wird als Bewertungsfaktor auf die entsprechende Ergebnisgröße des zu bewertenden Unternehmens angewendet. Erster Schritt in diesem Prozess ist regelmäßig die Ermittlung eines einwertigen Schätzers, der das zentrale Moment der Multiplikatorverteilung verkörpert. Aus der Statistik abgeleitet, bieten sich folgende Schätzer an:

<sup>23</sup> Die Ursache hierfür ist die Tatsache, dass sehr kleine positive Ausprägungen von Werttreiber-Größen selbst in Verbindung mit geringen Marktpreisen sehr hohe Multiplikatoren erzeugen. Der maximal mögliche Wert eines Multiplikators geht daher gegen plus unendlich. Die potenzielle Verzerrung kann ggf. auch durch die Wahl einer entsprechenden Aggregations-Methode reduziert werden. Vgl. hierzu Punkt D.4.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

- Das arithmetische Mittel wird als Durchschnittswert über die Multiplikatoren ermittelt.
- Der Median ist der Multiplikator, der die oberen 50% der berechneten Multiplikatoren von den unteren 50% trennt.
- Für das harmonische Mittel wird zunächst der Kehrwert der einzelnen Multiplikatoren ermittelt und der Durchschnitt berechnet. Der Kehrwert dieses Durchschnitts ist das harmonische Mittel.
- Das geometrische Mittel bildet zunächst das Produkt über alle n Multiplikatoren der Beobachtungen, um abschließend durch die Ziehung der n-ten Wurzel einen aggregierten zentralen Wert der Verteilung zu bilden.

Die Wahl des Schätzers sollte sich auch an der ggf. zuvor vorgenommenen Bereinigung von Ausreißern orientieren. Wurde keine Bereinigung durchgeführt, ist das arithmetische Mittel nicht zu empfehlen, da es stark von Ausreißern beeinflusst wird. Die anderen hier genannten Schätzer des zentralen Wertes der Verteilung wirken einer möglichen Verzerrung von Bewertungsergebnissen durch eine geringere Gewichtung der Ausreißer entgegen: Der Median der Verteilung ist hier weniger anfällig. Auch das harmonische und das geometrische Mittel sind bei schiefen Verteilungen robuster als das arithmetische Mittel und beugen deshalb möglichen Verzerrungen vor.

Für das weitere Vorgehen wird empfohlen, ausgehend vom ermittelten zentralen Schätzwert, unter Berücksichtigung der relativen Stärken und Schwächen des zu bewertenden Unternehmens und den damit verbundenen Zu- bzw. Abschlägen, eine individuelle und begründete Bandbreite für den anzuwendenden Multiplikator abzuleiten.

### **D.5. Die Auswahl der verwendeten Multiplikator-Definition: Konsistenzanforderungen**

Es wird empfohlen, die Bewertung auf der Basis von Multiplikatoren mit mehreren unterschiedlichen Bezugsgrößen durchzuführen. Auf diese Weise lässt sich ein möglichst vollständiges Bild unterschiedlicher wertbildender Faktoren erfassen. Die Auswahl der verwendeten Bezugsgrößen und Definitionen wird zum einen von der damit verbundenen Aussagekraft, z.B. hinsichtlich der Profitabilität des Unternehmens und zum anderen von der Verfügbarkeit der dafür erforderlichen Informationen bestimmt.

Für die Multiplikator-gestützte Bewertung sind folgende Wert- bzw. Preisgrößen von Bedeutung:

- Equity Value bezeichnet den Wert/Preis des Eigenkapitals des Unternehmens. Werden börsennotierte Unternehmen als Vergleich herangezogen, dann entspricht deren Equity Value ihrer Marktkapitalisierung (Preis pro Aktie mal ausstehende Aktienzahl).
- Firm Value ist der Wert/Preis des gesamten eingesetzten Kapitals als Summe über den Equity Value und den Wert der zinstragenden Verbindlichkeiten. ( $\text{Firm Value} = \text{Debt Value} + \text{Equity Value}$ )
- Enterprise Value bezeichnet den Wert des operativen Vermögens des betrachteten Unternehmens. Dieser Wert ergibt sich durch Abzug des Finanzvermögens incl. des (excess) Cash vom Firm Value. ( $\text{Enterprise Value} = \text{Debt Value} + \text{Equity Value} - \text{Value Cash/Financial Assets}$ ).

Prinzipiell sind eine Vielzahl von Kombinationen aus einer Überschuss- bzw. Bezugsgröße und einer Preisgröße zu einem Multiplikator denkbar. Nicht alle möglichen Relationen sind sinnvoll; die verwendeten Kombinationen sollten die Anforderung der Konsistenz erfüllen. Die hier formulierte Anforderung betrifft zwei Dimensionen:

- Operative Überschüsse vs. Gesamtüberschüsse (incl. Finanzüberschüsse): Überschussgrößen aus dem operativen Geschäft des Unternehmens (z.B. Umsatz, EBITDA und EBIT) sind in Beziehung zu setzen zu operativen Wert- und Kapitaleinsatzgrößen. Hier ist darauf zu achten, dass Erträge aus Finanzanlagen,

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

Wertpapieren und Cash im Finanzergebnis separat ausgewiesen werden. Auf der anderen Seite ist die Definition des entsprechenden Enterprise Value ohne Gegenstände des Finanzvermögens und der Cash Position des Unternehmens heranzuziehen. Orientiert sich der Bewerter hingegen am Wert des gesamten Vermögens (also dem Firm Value) dann ist die in Bezug zu setzende, konsistente Überschussgröße die Summe aus Finanzerträgen und operativen (Netto-) Erträgen.

- Gesamtkapital (Entity) vs. Eigenkapital (Equity) -Ansatz: Im konsistenten Entity-Ansatz werden Überschussgrößen, die vor Abzug der Zinsaufwendungen definiert sind (EBIT, EBITDA etc.), in Bezug gesetzt zu einer Kapitaleinsatzgröße, die die (Netto-) Verbindlichkeiten des Unternehmens mit berücksichtigt (Enterprise bzw. Firm Value). Die konsistente Anwendung des Equity-Ansatz kombiniert Überschussgrößen, die nach Abzug des Zinsaufwandes definiert sind (EBT, EAT), mit Eigenkapital-Werten.

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die Konsistenzanforderung:<sup>24</sup>

Preis/Wertgröße und Überschussgröße	Enterprise Value = Eigenkapital + Fremdkapital - Finanzvermögen (inkl. Cash)	Firm Value = Eigenkapital + Fremdkapital	Equity Value Eigenkapital
Operativer Überschuss (ohne Finanzerträge) EBIT oder NOPLAT EBITDA	Operativer Überschuss zu Enterprise Value  Konsistent	Preis/Wertgröße inkl. Finanzvermögen, Überschussgröße ohne Finanzerträge  Inkonsistent	Preis/Wertgröße nach Fremdkapital, Überschussgröße vor Zinsaufwand  Inkonsistent
Umsatz	Umsatz zu Enterprise Value  Konsistent	Preis/Wertgröße inkl. Finanzvermögen, Überschussgröße ohne Finanzerträge  Inkonsistent	Preis/Wertgröße nach Fremdkapital, Überschussgröße vor Zinsaufwand  Inkonsistent
EBIT + Finanzerträge NOPLAT + Finanzerträge	Preis/Wertgröße ohne Finanzvermögen, Überschussgröße inkl. Finanzerträge  Inkonsistent	Preis/Wertgröße inkl. Finanzvermögen, Überschussgröße inkl. Finanzerträge  Konsistent	Preis/Wertgröße nach Fremdkapital, Überschussgröße vor Zinsaufwand  Inkonsistent
Gewinn vor Steuern (Earnings before Taxes EBT) Gewinn nach Steuern (Earnings after Taxes EAT)	Preis/Wertgröße inkl. Fremdkapital, Überschussgröße nach Zinsaufwand  Inkonsistent	Preis/Wertgröße inkl. Fremdkapital, Überschussgröße nach Zinsaufwand  Inkonsistent	Preis/Wertgröße nach Fremdkapital, Überschussgröße nach Zinsergebnis  Konsistent

<sup>24</sup> Vgl. Chullen/Schwetzer, Does consistency improve multiple quality? The German case, Working Paper 2011 HHL Leipzig Graduate School of Management.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

Der Wert eines Unternehmens wird entscheidend von seiner Fähigkeit bestimmt, im operativen Geschäft Gewinne und Überrenditen zu erzielen. Aus diesem Grund werden hier für produzierende und dienstleistende Unternehmen speziell Enterprise Value-basierte Multiplikatoren empfohlen<sup>25</sup>. Bezüglich der Behandlung von Sonderfragen der Enterprise Value Ermittlung wird hier auf die einschlägige Literatur verwiesen.<sup>26</sup> Grundsätzlich gilt die Anforderung der vollständigen Transparenz hinsichtlich der verwendeten Enterprise Value Definition und der dazu in Beziehung gesetzten Überschussgröße.

Werden für die Multiplikatorbildung Überschussgrößen verwendet, die auf konsolidierten Jahresabschlüssen basieren, sind für die Bewertung des Einzelunternehmens die Minderheitenanteile als Abzugsposten zu berücksichtigen. Nicht konsolidierte, „at equity“-ausgewiesene Beteiligungen sind im Rahmen der Bewertung wie Finanzanlagen zu behandeln.

### D.6. Die verwendete Überschussgröße

#### D.6.1. Bereinigungen

Die für die Bewertung verwendete Überschussgröße ist als eine „nachhaltige“, dauerhaft erzielbare Überschussgröße zu interpretieren. Dies erfordert die Bereinigung der Überschussgröße um einmalige Sondereffekte. Ausgangspunkt für die Datenerhebung ist im Fall von historischen Multiplikatoren (s.u.) der aktuelle, zuletzt publizierte Jahresabschluss. Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Erträgen und/oder Aufwendungen und/oder Veränderungen der Bilanzierungsvorschriften sind offenzulegen und jeweils zu begründen.

Liegen außerordentliche, wertbestimmende Effekte für einzelne Unternehmen in der Vergleichsgruppe vor, so ist dort prinzipiell ebenfalls eine Bereinigung vorzunehmen.<sup>27</sup>

#### D.6.2. Der zeitliche Bezug der Überschussgröße

Die der Bewertung zugrundegelegten Überschüsse können sich auf verschiedene Zeitpunkte beziehen:

- „Trailing Multiples“ legen die letzte publizierte Ausprägung (oder auch ältere historische Zeitpunkte) der entsprechenden Überschussgröße (z.B. dem Jahresabschluss) zugrunde und setzen sie in Beziehung zum aktuellen Marktpreis. Alternativ kann ein rollierendes Verfahren angewendet werden, das die entsprechende Überschussgröße anhand der publizierten Quartalszahlen über die letzten vier Quartale ermittelt (sog. LTM last twelve month).
- „Forward Multiples“ kombinieren die verwendete Preisgröße mit künftigen erwarteten Überschussgrößen. Die künftigen Größen werden dabei regelmäßig aus den aggregierten Einschätzungen von Finanzanalysten („consensus belief“) gewonnen und von spezialisierten Finanzdienstleistern gegen Entgelt angeboten.

Werden die Preise von Vergleichsunternehmen aus Kapitalmarktdaten gewonnen, soll sich die Überschussgröße für Vergleichsunternehmen und Bewertungsobjekt auf den gleichen Zeitpunkt bzw. Zeitraum beziehen. Empfehlenswert ist für Vergleichsunternehmen und Bewertungsobjekt jeweils mehrere verschiedene Bezugszeitpunkte bzw. Bezugszeiträume zu verwenden; die Analyse sollte sich wenn möglich sowohl auf Trailing als auch auf Forward

<sup>25</sup> Für Banken und Versicherungen sind hingegen Equity-basierte Multiplikatoren besser geeignet.

<sup>26</sup> Z.B. Damodaran Investment Valuation, New York 2002, Krolle/Schmitt/Schwetzer Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, Stuttgart 2005.

<sup>27</sup> Liegt für alle Vergleichsunternehmen ein identischer Sondereffekt vor (z.B. in Form der Finanzkrise), ist davon auszugehen, dass dieser Effekt auch auf das zu bewertende Unternehmen wirkt. Daher ist weder eine Bereinigung beim Zielunternehmen noch bei den Vergleichsunternehmen durchzuführen.

Multiplikatoren stützen. Für die Endauswahl ist zu berücksichtigen, dass kapitalmarkt-basierte Forward Multiplikatoren in der Regel zu besseren Ergebnissen führen.

### **D.7. Mögliche Anpassungen**

Nach der Anwendung des aggregierten Multiplikators werden regelmäßig Adjustierungen des so ermittelten vorläufigen Wertes des Zielunternehmens durchgeführt.

- Anpassung der zugrundeliegenden Aktienanzahl: Als mögliche Situationen sind hier künftige geplante Aktienrückkäufe oder die Ausübung von ausstehenden Stock Options zu nennen. Für die Multiplikator-gestützte Bewertung ist grundsätzlich die Anzahl der ausstehenden Anteile im Bewertungsstichtag relevant. Eine Adjustierung der Aktienanzahl ist abzulehnen.
- Anpassung um eine Kontrollprämie: Die Berücksichtigung eines Zuschlags in Form einer positiven „Kontrollprämie“ wird regelmäßig durch besondere Vorteile begründet, die ein Erwerber erzielen kann, wenn er durch Mehrheits- oder Vollerwerb die Kontrolle über das Unternehmen erlangen und dadurch z.B. Synergieeffekte erzielen kann. Werden vergleichbare Unternehmenstransaktionen und dort gezahlte Preise als Vergleichsmaßstab verwendet, ist eine nochmalige Berücksichtigung einer Kontrollprämie nicht zulässig. Die entsprechenden finanziellen Vorteile sind bereits in den Vergleichspreisen und den daraus abgeleiteten Multiplikatoren enthalten.
- Anpassung um einen Illiquiditätsabschlag: Diese Adjustierung soll einen Unterschied zwischen Vergleichsunternehmen und dem zu bewertenden Unternehmen hinsichtlich der Transaktionskosten bei Kauf und Verkauf von Anteilen reflektieren. Er findet als Abschlag regelmäßig Anwendung, wenn das Bewertungsobjekt im Gegensatz zu den Vergleichsunternehmen nicht an einer Börse gehandelt wird.

### E. Urteilsbildung

Ausgangspunkt für die finale Urteilsbildung über die Angemessenheit der festgesetzten bzw. angebotenen Abfindung oder des Umtauschverhältnisses sind die ermittelten Bandbreiten der unterschiedlichen angewendeten Bewertungsverfahren (Diskontierungsverfahren, Multiplikator-gestützte Bewertung, Aktienkursanalyse etc). Diese sind das Ergebnis eines vorgelagerten Analyse- und Bewertungsprozesses. Der Arbeitskreis empfiehlt, mindestens zwei unterschiedliche Bewertungsverfahren anzuwenden.

Die verschiedenen Bewertungsverfahren sind im gedanklichen Ausgangspunkt gleichberechtigt. Die Beteiligten können jedoch die damit ermittelten Ergebnisse verschieden gewichten, sofern sie dies transparent machen und begründen. Unter diesen Voraussetzungen können sie im Einzelfall auch einzelne Methoden als ungeeignet verwerfen. Das finale Urteil bezüglich der Angemessenheit soll folgende Anforderung erfüllen: Der vorgeschlagene Abfindungsbetrag soll innerhalb der Ergebnisbandbreite jedes angewendeten Bewertungsverfahrens liegen, also innerhalb des Überschneidungsbereichs der mit den angewendeten Verfahren ermittelten Wertbandbreiten. Eine Abweichung von dieser Vorgabe ist zu begründen.

Der Börsenkurs (als solcher, d.h. unabhängig von der Kapitalmarkteffizienz) und der Barwert kapitalisierter Zahlungen pro Aktie eines ggf. bestehenden Ausgleichs aus einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gelten als eigene Bewertungsmethoden, die nicht in die hier beschriebene Unternehmensbewertung einbezogen werden dürfen.

- Der Börsenkurs stellt nach der DAT/Altana-Rechtsprechung<sup>28</sup> des Bundesverfassungsgerichts eine Untergrenze der zu ermittelnden angemessenen Abfindung dar und ist somit mit dem hier ermittelten quotalen Unternehmenswert zu vergleichen. Dies gilt auch dann, wenn der Kapitalmarkt nicht allokativ effizient ist, da auch dann im Börsenkurs der Wert der (theoretischen) Handlungsoption des einzelnen Aktionärs zu Ausdruck kommt, seine Aktie (in einer gedachten Welt ohne die abfindungsauslösende Maßnahme) zu veräußern.
- Wenn vor einem aktienrechtlichen oder verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out (§ 327a AktG bzw. § 62 Abs. 5 UmwG) schon ein Vertragskonzern begründet worden ist und ein Anspruch auf Ausgleich aus einem Gewinnabführungsvertrag mit oder ohne Beherrschungsvertrag besteht, stellt sich die Frage, ob sich der Wert der in dieser Weise „verrenteten“ Aktien aus einer Kapitalisierung der Ausgleichszahlungen ergibt. Hierfür wird angeführt, dass die Minderheitsaktionäre während der Dauer eines Gewinnabführungsvertrags am Erfolg oder Misserfolg der Gesellschaft nicht mehr teilnehmen.<sup>29</sup> Eine Bewertung des Unternehmens ist dann für die Bestimmung der Abfindung nicht erforderlich. Folgt man der Gegenposition<sup>30</sup>, so kommt es auf den quotalen Unternehmenswert an; dann kommen wiederum die hier niedergelegten Empfehlungen zur Anwendung.

<sup>28</sup> Oben Fn. 11.

<sup>29</sup> Hierfür Austmann, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht, Band 4: AG, 3. Auflage 2007, § 74 Rn. 90.

<sup>30</sup> OLG München, ZIP 2007, 375 ff.; ausführliche Diskussion und Nachweise bei Popp, AG 2010, 1 ff.

### Teil III: Praktische Hinweise zur Umsetzung dieser Empfehlungen im Bewertungsgutachten

#### **F. Grundsatz: Transparenz und Konsistenz**

Bei der Umsetzung der Empfehlungen aus den Teilen I und II sollte jeder Bericht zur Begründung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung die folgenden Aspekte transparent und deutlich machen, damit Minderheitsaktionäre, gerichtlich bestellte Prüfer und Richter das Ergebnis eigenständig nachvollziehen und plausibilisieren können.

Im Rahmen der Unternehmensbewertung existieren Bewertungsspielräume, die es erlauben, das Ergebnis zu beeinflussen. Die hier niedergelegten Empfehlungen haben das Ziel, durch die Vorgabe von Vorgehensweisen eine potenziell gezielte Nutzung von Bewertungsspielräumen zu erschweren und somit auf diesem Wege sowohl die Rechtssicherheit als auch den Schutz der Minderheitsaktionäre zu verbessern.

Zentrales Anliegen der Empfehlungen ist die Erhöhung der Transparenz der zugrundeliegenden Annahmen und deren Konsequenzen für die Höhe des Unternehmenswertes. Diese Anforderung richtet sich zunächst an die entsprechenden Berichte mit denen Abfindungsangebote begründet werden. Daneben erleichtert die erhöhte Transparenz eine richterliche Überprüfung der einer Wertermittlung zugrundeliegenden Annahmen und der Angemessenheit der angebotenen Abfindung.

#### **G. Planung: künftige Unternehmensüberschüsse**

##### **G.1. Grundlegende Annahmen bei der Projektion der künftigen Überschüsse**

Der Wert eines Unternehmens und damit auch die Höhe einer angemessenen Abfindung für einen ausscheidenden Minderheitsgesellschafter hängt von der zugrundeliegenden Unternehmensstrategie ab. Im jeweiligen Bewertungsbericht (z.B. beim aktienrechtlichen Squeeze-Out ist das der Bericht des Hauptaktionärs) ist deshalb zu dokumentieren und zu erläutern, welche künftige Strategie der Bewertung im Zeitpunkt der Maßnahme zugrundeliegt und ob und ggf. in welcher Höhe zusätzliche finanzielle Vorteile durch die angestrebte Maßnahme einbezogen wurden.

Der jeweilige Bericht hat ebenfalls transparent zu machen, welche (typisierenden) Annahmen hinsichtlich der (Ziel-) Kapitalstruktur des Unternehmens gesetzt wurden. Ein Vergleich mit der aktuellen Kapitalstruktur und mit branchentypischen Kapitalstrukturen soll ebenfalls durchgeführt werden.

Grundsätzlich sollen die zugrundeliegenden Annahmen für die Schätzung der künftigen Überschüsse so dargestellt werden, dass einem außenstehenden sachverständigen Dritten mit vertretbarem Aufwand deren Plausibilisierung möglich ist. Das Gutachten soll auch eine Einschätzung der Planungssicherheit des Unternehmens ermöglichen.

##### **G.2. Vergangenheitsanalyse**

Ausgangspunkt für die Planung der zukünftigen Unternehmensüberschüsse ist regelmäßig die Analyse von Vergangenheitsdaten. Als zentrale Größen sind dabei die erzielten Umsatzerlöse, operativen Überschüsse (EBITDA, EBIT), Investitionen und das investierte operative Kapital der letzten 3 Jahre zu dokumentieren. Eine ggf. durchgeführte Bereinigung von außerordentlichen Einflüssen ist zu erläutern.

Auf dieser Basis operativer Unternehmensdaten lassen sich entsprechende zentrale Kennzahlen wie die Umschlagsgeschwindigkeit, operative Marge und Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROIC) ableiten. Diese Kennzahlen sollten ebenfalls für zurückliegende Jahre berechnet und die Ergebnisse im Gutachten publiziert werden. Durch den Vergleich mit relevanten Vergleichsunternehmen und den für die Projektion der künftigen Überschüsse angenommenen Werten dieser Kennzahlen wird eine Plausibilisierung der Detailplanung erleichtert.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

### G.3. Detailplanungsphase

Die Plausibilisierung der projizierten künftigen Unternehmensüberschüsse in der Detailplanungsphase geschieht durch die Ermittlung der künftigen Werte für die wichtigsten Kennzahlen wie Kapitalumschlag, operative Marge und ROIC mit den aus der Vergangenheitsanalyse ermittelten Zahlen.

Besonders wichtige Einflussfaktoren und deren Wirkung sind gesondert darzulegen: Weist z.B. das Unternehmen direkte Pensionszusagen oder Pensionszusagen über Versorgungswerke auf, sind die zugrundeliegenden Annahmen bezüglich der Deckung der Zusagen, der Diskontierungszinssätze bei der Wertermittlung der Verpflichtung und (bei externen Versorgungswerken) der Planrenditen auf das Deckungsvermögen offenzulegen. Auch die Behandlung von langfristigen Leasingverpflichtungen bei der Projektion künftiger Überschüsse ist zu erläutern.

### G.4. Rentenphase (Fortführungswert)

Der gewählte Zeitpunkt für die Länge der Detailplanungsphase und der damit verbundene Übergang in die Rentenphase ist zu begründen. Wegen der schwierigen Schätzung der künftigen dauerhaften Wachstumsrate ist die im jeweiligen Bericht gewählte Wachstumsrate zu begründen und zu plausibilisieren. Für letzteres bietet sich die Verwendung des Gordon-Shapiro Modells an: Über den Vergleich der Rendite auf die Erweiterungsinvestitionen (ROIC) mit den entsprechenden Kapitalkosten können Rückschlüsse auf die Profitabilität der Erweiterungsinvestitionen gezogen werden.

## H. Kapitalkosten

### H.1. Eigenkapitalkosten

Die Herleitung der verwendeten Kapitalkosten muss nachvollziehbar sein. Im jeweiligen Bericht sind die Annahmen für die einzelnen Komponenten der Eigenkapitalkosten offenzulegen:

- Basiszinsfuß: Der verwendete risikolose Zinssatz ist zu begründen.
- Marktrisikoprämie: Wurde die Marktrisikoprämie auf der Basis von empirischen Beobachtungen ermittelt, ist darzulegen welcher zeitliche Horizont und welche Berechnungsmethoden (arithmetisches oder geometrisches Mittel) angewendet wurden. Falls keine empirisch gestützte Berechnung vorgenommen wurde, ist die gewählte Größe zu erläutern und ihre Auswahl zu begründen.
- Beta-Faktor: Falls eigenständige Schätzungen vorgenommen wurden, sind der zeitliche Horizont der Schätzung (z.B. 200 Tage und 2 oder 5 Jahre) und die Intervalle der Renditeberechnung (täglich, wöchentlich, monatlich) und die Wahl des Index offenzulegen. Ein Vergleich der Ergebnisse mit längerem und kürzerem Schätzzeitraum wird empfohlen. Die Qualität der Schätzung, gemessen über das Bestimmtheitsmaß  $R^2$ , ist anzugeben. Der ermittelte Beta-Faktor ist mit dem entsprechenden Branchen-Beta zu vergleichen; ggf. auftretende Unterschiede, z.B. durch abweichende Verschuldungsgrade, sind zu erläutern. Wird der Beta-Faktor für das zu bewertende Unternehmen nicht direkt geschätzt, sondern aus Branchen-Betas abgeleitet, ist das dabei gewählte Vorgehen (de-levern und re-levern) und die unterstellte Kapitalstruktur sowie die Annahmen zum Risiko von Fremdkapitalbeständen und damit verbundenen Steuervorteilen zu erläutern.

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung \_

### H.2. Fremdkapitalkosten

Die Ermittlung der im Bericht verwendeten Fremdkapitalkosten, insbesondere die Berücksichtigung von Kreditrisiken, ist zu erläutern.

### H.3. Durchschnittlicher Kapitalkostensatz

Bei der erforderlichen Gewichtung der Eigen- und Fremdkapitalkosten ist die aus Sicht des markttypischen Erwerbers sinnvolle Kapitalstruktur des Unternehmens zu unterstellen.

### H.4. Sensitivitätsanalyse

Wegen der Schätzprobleme und des hohen Einflusses auf das Bewertungsergebnis sind für die Kapitalkosten Sensitivitätsanalysen durchzuführen und im Bericht zu publizieren. Diese Sensitivitätsanalysen können mit denjenigen für die Wachstumsrate kombiniert werden. Dabei ist auf die Interdependenz zwischen Wachstum, Profitabilität und Kapitalkosten zu achten.

## I. Multiplikatoren

### I.1. Peer Group

Wegen der vorhandenen Spielräume des Bewerbers ist der Prozess der Peer Group-Zusammenstellung für die außenstehenden Anteilseigner so transparent wie möglich zu gestalten. Das Gutachten sollte daher alle zugehörigen Unternehmens-Multiplikatoren in der zunächst gewählten Brancheneinteilung ermitteln und offenlegen. In einem nächsten Schritt sollten die ausgeschlossenen und verbleibenden Unternehmen dargestellt und eine kurze Begründung für deren Eliminierung, z.B. das Vorliegen von negativen Überschüssen, angeführt werden. Die gleiche Anforderung gilt für den Fall, dass ein zunächst nicht in der Branchen-Vergleichsgruppe enthaltenes Unternehmen dieser Gruppe nachträglich zugefügt wird. „Ausreißer“ und deren Behandlung im Rahmen der Wertermittlung sind kenntlich zu machen.

### I.2. Aggregation

Für die unterschiedlichen Multiplikator-Definitionen sind zunächst plausible Bandbreiten anzugeben und erst danach ein begründeter finaler Wert als Schätzer des Branchen-Multiplikators zu bestimmen.

Für die Aggregation der Multiplikatoren aus der Vergleichsgruppe sind mindestens zwei unterschiedliche Vorgehensweisen (z.B. Mittelwert, Median) anzuwenden. Für beide Vorgehensweisen sind die weiteren Schritte zur Wertermittlung, wie die Multiplikation mit der korrespondierenden Erfolgsgröße des zu bewertenden Unternehmens und die Ermittlung des Unternehmenswertes, durchzuführen. Auf diese Weise wird der Einfluss der gewählten Aggregationsmethode auf das Ergebnis transparent.

Zugleich sollte das Bewertungsgutachten Informationen über die Schiefe der Multiplikator-Verteilung (auch nach der ggf. erfolgten Bereinigung von Ausreißern) enthalten, damit sich außenstehende Investoren selbst ein Bild über den kombinierten Effekt aus ggf. schiefer Multiplikatorverteilung und gewählter Aggregationsmethode machen können.

### **I.3. Wertermittlung**

Werden im weiteren Verlauf der Bewertung Zu- oder Abschläge (z.B. für die Erlangung der Unternehmenskontrolle) angewendet, so sind die dafür gewählten Werte zu begründen. Dies kann z.B. durch den Verweis auf Marktdaten geschehen.

Die Aggregation der Multiplikatoren zu einzelnen zentralen Werten bzw. zu einer Bandbreite und die Ermittlung von Werten bzw. Wertbandbreiten für das Bewertungsobjekt müssen für jede verwendete Multiplikator-Definition nachvollziehbar sein. Eine graphische Präsentation der Wertbandbreiten wird für alle verwendeten Multiplikator-Definitionen empfohlen.

### **J. Branchenspezifische Besonderheiten**

Eine Abweichung des Bewerbers vom Bewertungsansatz auf Grund branchenspezifischer Besonderheiten ist möglich und muss transparent gemacht werden.

### **K. Abschließende Urteilsbildung**

Im jeweiligen Bericht zur Angemessenheit der angebotenen Abfindung sind die Ergebnisse und Bandbreiten der einzelnen Bewertungsmethoden zu veröffentlichen. Eine graphische Darstellung der ermittelten Wertbandbreiten wird empfohlen. Bei der Verdichtung unterschiedlicher Wertbandbreiten der einzelnen Methoden zur Begründung des angebotenen Abfindungsbetrages sollte der Bericht die Wertbildung erläutern und begründen, warum es ggf. zu Unterschieden kommt. Nimmt man eine Gewichtung einzelner Bewertungsmethoden vor, so ist diese zu begründen.



### **DVFA e.V.**

Mainzer Landstraße 47a  
D-60329 Frankfurt am Main  
Tel.: +49 (0) 69 - 26 48 48 0  
Fax: +49 (0) 69 - 26 48 48 489  
Mail: [info@dvfa.de](mailto:info@dvfa.de)  
Web: [www.dvfa.de](http://www.dvfa.de)

### **DVFA – Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management**

Die DVFA ist der Berufsverband der Investment Professionals. Aktuell gehören der DVFA ca. 1.600 persönliche Mitglieder an. Sie sind als Fach- und Führungskräfte bei über 400 Investmenthäusern, Banken sowie Fondsgesellschaften oder als unabhängige Kapitalmarktdienstleister tätig. Die DVFA sichert die Glaubwürdigkeit der Berufsangehörigen und die Integrität des Marktes durch eine internationalen Standards entsprechende Aus- und Weiterbildung, durch die Bereitstellung von Plattformen für die professionelle Finanzkommunikation sowie durch effektive Selbstregulierung.

Über EFFAS, den Dachverband der europäischen Analystenvereinigungen, bietet die DVFA Zugang zu einer paneuropäischen Plattform mit über 17.000 Berufsangehörigen in 27 Nationen. Über die Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA) ist der Verband an ein weltweites Netzwerk von über 60.000 Investment Professionals angeschlossen.

Bilder: [www.shutterstock.com](http://www.shutterstock.com)

**ISBN: 978-3-928759-22-9**

© 2012 DVFA e.V.

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.