

Kommentierung zum Entwurf „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ des DVFA-Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“

1. Ausgangslage

Die Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung („Best-Practice-Empfehlungen“) geben einen Überblick über Bewertungsfragen im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen als Grundlage einer angemessenen Abfindung, die an Minderheitsgesellschafter von börsennotierten Aktiengesellschaften für den Verlust ihrer Aktien geleistet werden. Ähnliche Regelungen finden sich auch im IDW Standard S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“.

Diskutiert werden insbesondere

- Diskontierungsverfahren (Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren) und die Bestimmung wesentlicher Input Parameter (Risikoloser Zinssatz, Kapitalstruktur, Risikozuschläge, Steuern, Wachstumsannahmen etc.) sowie
- Multiplikator-basierte Verfahren.

2. Diskontierungsverfahren und wesentliche Input Parameter

Auch wenn wir mit den Ausführungen zu den Diskontierungsverfahren und insbesondere mit der Bestimmung wesentlicher Input Parameter in einigen Fällen nicht übereinstimmen, halten wir eine eingehende Diskussion im Rahmen dieser Kommentierung nicht für erforderlich. In der einschlägigen Literatur und Rechtsprechung finden sich zu diesen Themengebieten ausführliche und differenzierte Darstellungen. Beispielhaft sei nur auf die folgende Themengebiete verwiesen:

Themengebiet	Quelle	Kommentar
Fixierung der Kapitalstruktur	WP Handbuch 2008, S. 107 ff.	Die geforderte Fixierung der Kapitalstruktur widerspricht dem Erfordernis, das konkrete, spezifische Unternehmen zu bewerten, an dem der abzufindende Aktionär beteiligt ist.
Wachstumsrate	Saur, Tschöpel, Wiese, Willershausen, WPg 2011, S. 1017-1026; Pawelzik, WPg 2010, S. 964ff.	Die Ausführungen des DVFA-Arbeitskreises sind vor dem Hintergrund der geführten Diskussionen nicht eindeutig. Im Gegensatz zu den Best-Practice Empfehlungen halten wir jedoch die Normierung der Rendite auf Erweiterungsinvestitionen auf die Höhe der Kapitalkosten für realistisch. Dauerhafte Überrenditen oder zu geringe Renditen sind in einer vollkommenen Marktwirtschaft nicht realistisch.

Themengebiet	Quelle	Kommentar
Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer	WP Handbuch 2008, S. 69ff.	Die von den Best-Practice Empfehlungen kritisierte „nationale Sonderstellung“ ergibt sich aus deutschen Gesetzesregelungen zu einer „vollen Kompensation“ und der dazu ergangenen Rechtsprechung.

3. Multiplikator-basierte Verfahren und Wertbandbreiten

Ein besonderer Schwerpunkt wird bei den Best-Practice-Empfehlungen auf die Anwendung von Multiplikator-basierten Verfahren gelegt. Die Multiplikator-basierten Verfahren seien in der Praxis stark verbreitet und würden von Investoren als Basis ihrer Investitionsentscheidungen genutzt. Die Best-Practice-Empfehlungen schlagen daher vor, sie auch gleichrangig neben den Diskontierungsverfahren und bei börsennotierten Unternehmen neben der Börsenkursanalyse zur Bestimmung angemessener Abfindungen anzuwenden. Ergänzt werden diese Vorschläge durch das an mehreren Stellen der Best-Practice-Empfehlungen geforderte Gebot der Transparenz der Unternehmensbewertungsergebnisse. Nach Ansicht -des DVFA-Arbeitskreises erhöht das Aufzeigen von Wertbandbreiten die Transparenz des Bewertungsergebnisses (Bandbreiten von Multiplikator-basierten Verfahren sowie geforderte Sensitivitätsanalysen in Bezug auf bestimmte Bewertungsparameter bei den Diskontierungsverfahren).

3.1. Multiplikator-basierte Verfahren als Ausgangspunkt in der Praxis

Als Multiplikator-basierte Verfahren werden die üblichen Verfahren auf Basis von Börsenkursen vergleichbarer Unternehmen (Börsenmultiplikatoren) und Kaufpreisen vergleichbarer Transaktionen (Transaktionsmultiplikatoren) genannt. Zu Recht wird darauf verwiesen, dass in der Praxis in Transaktionssituationen häufig mit Multiplikator-basierten Verfahren gearbeitet wird. Allerdings ist es wichtig, die Zwecksetzung bzw. Intention herauszuarbeiten. Während eine Unternehmensbewertung als Grundlage einer angemessenen Abfindung zu einem eindeutigen möglichst objektiven Wert pro Anteil kommen muss, werden Multiplikator-basierte Verfahren in der Praxis insbesondere dann angewendet, wenn man schnell eine Wertindikation erhalten möchte und Argumentationswerte bei Verhandlungen benötigt. Zur Bestimmung von Entscheidungswerten sind sie ungeeignet, da sie individuelle Gegebenheiten des Bewertungsobjektes nicht berücksichtigen wollen und können (vgl. Mandl/Rabel in Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, NWB-Verlag, 4. Auflage S. 80 und Ballwieser (2004), Unternehmensbewertung, Stuttgart, S. 197f.). Bei Transaktionsmultiplikatoren ist zudem keine Transparenz der Transaktionshintergründe bei veröffentlichten Daten gegeben. Man beobachtet daher regelmäßig in der Praxis, dass Multiplikator-basierte Verfahren als Ausgangspunkt genutzt werden, diese aber regelmäßig durch erweiterte Bewertungsüberlegungen ersetzt oder ergänzt werden, sobald

zusätzliche Informationen, Einzelheiten und Details (z.B. aufgrund durchgeführter Due Diligence Analysen) zur Verfügung stehen. Bei Unternehmensbewertungen als Grundlage einer angemessenen Abfindung sollte die Informationstransparenz des Bewertungsobjektes höher sein, so dass der Bewertungsgutachter individueller auf die spezifische Unternehmenssituation eingehen sollte.

3.2. Multiplikator-basierte Verfahren als Vereinfachungen expliziter Diskontierungsverfahren

Zusätzlich ist zu berücksichtigen, dass Multiplikatoren von der mathematischen Logik her lediglich Vereinfachungen expliziter Diskontierungsverfahren sind, in denen sich implizit Annahmen über Zukunftseinschätzungen und Zinssätzen widerspiegeln (vgl. z.B. Ballwieser, (2004), Unternehmensbewertung, Stuttgart, S. 198). Allerdings sind diese Annahmen in einer einzigen Zahl zusammengefasst, ohne nach den einzelnen Bewertungsparametern (risikofreier Zins, Marktrisikoprämie, Risikozuschläge, Wachstums- und Inflationsannahmen etc.) zu differenzieren. Sie sind daher in hohem Maße als intransparent anzusehen und stehen damit im Widerspruch zu der zu Recht in den Best-Practice-Empfehlungen geforderten Transparenz der Unternehmensbewertung. Diese grundsätzliche Problematik ist auch nicht dadurch zu vermeiden, dass die angewandten Multiplikator-basierten Verfahren detailliert hinsichtlich der gewählten Vergleichsunternehmen, „Einengung der „Peer Group“, „Aggregation der Vergleichs-Multiplikatoren“ und Multiplikator-Definition etc. erläutert werden. Auch eine noch so detaillierte Erläuterung ändert nichts an der Intransparenz der Ausgangsdaten.

Wie auch die Best-Practice-Empfehlungen darlegen, ist es eine unstrittige „Erkenntnis, dass es einen eindeutig ermittelbaren, für jedermann gleichen (und in diesem Sinne „richtigen“ bzw. „wirklichen“) Unternehmenswert nicht gibt“. Aus diesem Grund werden unter anderem in den Best-Practice-Empfehlungen eine Methodenvielfalt und insbesondere neben den Diskontierungsverfahren gleichwertige Multiplikator-basierte Verfahren gefordert. Wenn letztere aber wie oben ausgeführt nur Vereinfachungen von Diskontierungsverfahren sind, ist nicht nachvollziehbar, wie damit „bessere“ Ergebnisse in Bezug auf einen „richtigen“ Unternehmenswert erzielt werden können. Eine zwangsläufig nur ungefähre Abschätzung eines Wertes wird nicht durch die Kombination verschiedener ungefährender Werte richtiger.

3.3. Bewertungsbandbreiten

Die Best-Practice-Empfehlungen befürworten insbesondere bei den Multiplikator-basierten Verfahren das Aufzeigen von Bewertungsbandbreiten. Wie oben bereits ausgeführt, sind Bandbreiten bei diesen Verfahren durchaus üblich. Nur dienen sie in der Praxis als erster Ausgangspunkt für weitere Verhandlungen und Überlegungen. Es stellt sich im Regelfall nicht die Notwendigkeit der Verdichtung dieser Bandbreite auf einen einzelnen Wert, denn entweder erfolgt auf Grund besserer Erkenntnisse ohnehin eine detaillierte Bewertung

oder es ergibt sich auf dem Verhandlungswege ein bestimmter Wert. Für Zwecke der Ermittlung einer angemessenen Abfindung von Minderheitsgesellschaftern scheidet eine Verhandlungslösung naturgemäß aus. Die besseren Erkenntnisse sind aufgrund der über die Gesellschaft zu erhaltenen Informationen regelmäßig vorhanden und sollten in eine Bewertung mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens einfließen. Damit stellt sich bei Unternehmensbewertungen zu Abfindungszwecken die Frage, warum man nicht gleich diese besseren Erkenntnisse zur Unternehmensbewertung nutzt.

3.4. Auswahl des „richtigen“ Wertes aus der ermittelten Bandbreite

Die Best-Practice-Empfehlungen setzen wie schon dargestellt auf Methodenvielfalt und Transparenz. Es wird dargelegt, dass nur so die an der Ermittlung und Überprüfung der Werte beteiligten Personen und Institutionen zu einer angemessenen Wertfindung gelangen können. Es bleibt allerdings offen, inwiefern den Beteiligten die Wertfindung erleichtert wird, wenn diverse Alternativwerte aufgezeigt werden, die alle für sich als möglich angesehen werden (sonst dürfte man sie gar nicht erst in die Auswahl möglicher Werte einbeziehen). Soll man einen wie auch immer definierten Durchschnitt ermitteln? Welches wäre dann der richtige Durchschnitt? Wie stellt man sicher, dass in diesen dominierten Transaktionssituationen innerhalb der Bandbreiten infolge der verschiedenen Methoden die abzufindenden Minderheitsaktionäre nicht immer den höchsten Wert fordern und der Mehrheitsgesellschafter immer den geringsten Wert anbietet. Wie soll sich ggf. ein Gericht bei einer derartigen Ausgangslage verhalten? Faktisch vergrößert man damit nur noch die Anzahl der Diskussionspunkte und erhöht die Rechtsunsicherheit aller Beteiligten. Neben den jeweiligen hinlänglich bekannten Angriffspunkten bei allen einzelnen Werten innerhalb der Bandbreite oder auch möglichen Argumentationen zu Werten ober- oder unterhalb der Bandbreite, ergibt sich noch ein weiterer zusätzlicher Angriffspunkt, nämlich das genutzte Auswahlkriterium bei den Werten innerhalb der Bandbreite. Zudem würde man ein Bewertungsgutachten mit Informationen überladen und gleichzeitig die Aufgabe eines Gutachters ignorieren. Es ist Aufgabe des Gutachters, bestimmte Annahmen und Informationen zu plausibilisieren und gutachtliche Entscheidungen zu fällen.

3.5. Gesetzliche Verankerung der Methodenvielfalt?

Ergänzend sei noch darauf hingewiesen, dass entgegen der Aussage der Best-Practice-Empfehlungen sich in den deutschen Gesetzestexten keineswegs Hinweise auf Bandbreiten und die Verwendung unterschiedlicher Bewertungsmethoden finden. Erwähnt werden die §§ 12 Abs. 2 UmwG und 293e AktG. Beide Paragraphen regeln die gesetzlichen Anforderungen an den Prüfungsbericht bei Verschmelzungen und Unternehmensverträgen. Der Gesetzgeber verlangt hier vom Prüfer (nicht vom Unternehmen oder dessen Bewerter) die Beschreibung der angewendeten Methoden, sofern überhaupt verschiedene Methoden angewendet wurden. Die einschlägige Kommentierung ist nicht eindeutig, ob damit nur die Auswahl der Methode (z.B.

Ertragswert, Substanzwert, Liquidationswert) gemeint ist oder ob die einzelnen Ausprägungen insbesondere der Ertragswertmethode und einzelner Parameter gemeint sind. Auf eine Berücksichtigung des Börsenkurses als eine eigenständige Methode ist jedenfalls hinzuweisen. Von einer Durchschnittsbildung verschiedener Methoden oder einer ausdrücklichen Anwendung verschiedener Methoden ist hier jedoch keinesfalls die Rede (vgl. Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Auflage 2010, § 293e; Semler/Stengel, Umwandlungsgesetz, 3. Auflage 2012).

4. Zusammenfassung

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die gemäß IDW S 1 durchgeführten Bewertungen deutlich zielführender sind als die Best-Practice Empfehlungen mit ihrer Betonung der Multiplikator-basierten Ansätze. Nur durch eine Unternehmensbewertung auf Basis eines Diskontierungsverfahrens im Sinne des IDW S 1 ist unter Berücksichtigung eines ggf. vorhandenen Börsenkurses gewährleistet, dass die Minderheitsgesellschafter bei ihrem Ausscheiden an der tatsächlichen wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit ihres konkreten Unternehmens partizipieren. Multiplikator-basierte Verfahren sollten, wie auch im IDW S 1 vorgesehen, zu einer Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse genutzt werden. Die konkrete Bewertung kann innerhalb der Bandbreite von Multiplikator-basierten Werten liegen oder auch außerhalb. In letzterem Fall sind die Gründe darzustellen, um dem zu Recht von den Best-Practice-Empfehlungen herausgearbeiteten wichtigen Kriterium der Transparenz zu genügen.