

3. Anforderungen an „M&A-Transaktionen“ als Grundlage einer „unternehmerischen Entscheidung“ (§ 93 AktG)

3.1 Problemstellung

Bewertungsgutachten (und Fairness Opinions) sind eine wesentliche Informationsgrundlage für die Entscheidung über den Kauf oder Verkauf eines Unternehmens (oder Unternehmensteils). Solche Entscheidungen sind aufgrund ihrer Bedeutung für den langfristigen Unternehmenserfolg regelmäßig „unternehmerische Entscheidungen“ im Sinne §93 AktG, von denen Entscheidungsvorlagen gefordert werden, die u. a. eine angemessene Informationsgrundlage inklusive Risikoinformationen enthalten müssen. Das Problem ist, dass viele der heute erstellten Unternehmensbewertungen als Entscheidungsgrundlage nicht geeignet sind.

3.2 Hintergrund

Die Business Judgement Rule – aus § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG abgeleitet – regelt Schadensersatzträchtige Pflichtverletzungen des Vorstands⁷⁹ für Fälle, in denen die Sorgfaltspflicht bei unternehmerischen Entscheidungen nicht erfüllt ist. Grundsätzlich liegt eine derartige Pflichtverletzung dann nicht vor, wenn Vorstand oder Geschäftsführer „bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln“. Damit also die Business Judgement Rule greift, muss im Rahmen einer Entscheidung zwischen alternativen Handlungsmöglichkeiten gewählt werden und die Entscheidung bestimmte Eigenschaften aufweisen, insbesondere auf „angemessene [n] Informationen“ basieren. Dabei bleibt die Verantwortung gemäß §93 AktG auch dann beim Vorstand, wenn der Aufsichtsrat der Entscheidung zustimmt. Zudem muss der Vorstand beweisen, dass er zum Entscheidungszeitpunkt über diese Informationen verfügte. Graumann (2014, S. 319) erläutert Anforderungen an eine angemessene Informationsversorgung: *„Dazu gehören nach Auffassung des BGH geeignete Ziele sowie das Abwägen der Vor- und Nachteile der in Betracht kommenden Handlungsmöglichkeiten. Letzteres erfordert Prognosen, wie sich die Hand-*

79 Oder des Aufsichtsrats, siehe § 116 AktG. Die Business Judgement Rule gilt gemäß der Gesetzesbegründung nicht nur für Vorstände von AGs, sondern ist eine Anforderung generell an eine ordnungsgemäße Unternehmensführung.

lungsmöglichkeiten auswirken, und dass die damit verbundenen Risiken gemessen und beurteilt werden. ...“⁸⁰

Der Entscheidungsprozess muss sich zudem an geeigneten betriebswirtschaftlichen Methoden der Entscheidungslehre orientieren und insbesondere folgende Fragen bei der Entscheidungsvorbereitung beachten:

- „1. Welche Ziele werden bei der Entscheidung verfolgt?
2. Welche Handlungsmöglichkeiten stehen zur Verfügung?
3. Wie wirken sich die Handlungsmöglichkeiten auf die Ziele aus?
4. Wie sind die prognostizierten Wirkungen im Hinblick auf Nutzen und Risiko zu bewerten?“⁸¹

Bei einer Entscheidung unter Unsicherheit wie bei M&A-Transaktionen sind natürlich insbesondere die Risikoinformationen bei der Entscheidungsvorbereitung wesentlich und müssen dem Vorstand oder Geschäftsführer zur Verfügung gestellt werden.⁸² Dies erfordert meist die Einbeziehung des Risikomanagements in die Vorbereitung der Entscheidung, wie insbesondere der neue Prüfungsstandard DIIR Nr.2 (seit 2018) zum Risikomanagement betont (aktuelle Version ist von 2022).⁸³

Bei M&A-Entscheidungen ist zu beachten, dass die bei geplanten Akquisitionen anderer Unternehmen oft in Auftrag gegebenen Fairness Opinions (s. auch IDW S 8)⁸⁴ als Entscheidungsgrundlage alleine nicht ausreichen. Primäres Ziel der Fairness Opinion ist es festzustellen, ob der zu zahlende Kaufpreis angemessen ist. In einem unvollkommenen Kapitalmarkt weichen aber Preis und fundamentaler Wert regelmäßig voneinander ab (siehe z. B. die „Dotcom-Blase“). Der zu zahlende Kaufpreis sollte daher verglichen werden mit

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

Notwendig ist auch die Beurteilung der Risiken, die mit der Akquisition verbunden sind. Hier reicht auch die Risikoidentifikation durch eine Due Diligence allein nicht aus, weil zusätzlich die Quantifizierung und Aggregation der wesentlichen Risiken nötig sind, um die Wirkungen der Risiken auf das eigene Unternehmen (z. B. Rating und Covenants) beurteilen zu können.⁸⁵

80 Vgl. weiterführend zu Managemententscheidungen unter Risiko: RMA Band 2, 2019.

81 Graumann, 2014, S. 319 f.

82 Vgl. Gleißner, 2019a; Günther/Gleißner, 2021 und ICV, 2021.

83 Vanini et al., 2023.

84 Vgl. Franken/Schulte, 2014; Herrmann 2015 und Follert/Gleißner, 2022.

85 Vgl. Gleißner, 2017 und 2018.

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

- nicht angegebene, aber an sich erkennbare Risiken eintreten oder
- Risiken (negative) Auswirkungen zeigen, die erheblich über der Schätzung der Risikowirkung gemäß Risikoanalyse liegen z. B. außerhalb der Bandbreite einer Dreiecksverteilung.⁸⁶

Statt für das (auch zufällige) Ergebnis seiner Handlungen zu haften, ergibt sich eine mögliche Verletzung der Sorgfaltspflicht des Vorstands nach §93 AktG also „nur“ bei Defiziten in der Entscheidungsvorlage; speziell bei solchen in der Risikoanalyse.⁸⁷ Die Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen im Kontext von M&A-Aktivitäten erfordert also eine fundierte Vorbereitung, damit sich Vorstände einer persönlichen Haftung entziehen können. Hasselbach und Alles (2021) erläutern die rechtlichen Anforderungen im Rahmen der Business Judgement Rule und zeigen insb. die Bedeutung der „Fairness Opinion“ für die Transaktionspraxis. Follert und Gleißner (2022) erläutern ergänzend aus betriebswirtschaftlicher Perspektive, welche weiteren Inhalte Entscheidungsvorlagen enthalten sollten, wobei speziell auf die Bedeutung von Informationen durch Risikoanalyse und Risikoaggregation eingegangen wird. Bei einer kritischen Betrachtung einer „Fairness Opinion“⁸⁸ ist erkennbar, dass die durch Wirtschaftsprüfer und andere Gutachter verwendeten, finanzierungstheoretischen Bewertungsverfahren keine subjektiven Entscheidungswerte ermitteln können.⁸⁹ Kapitalmarktunvollkommenheiten und Finanzierungsrestriktionen werden ignoriert.⁹⁰ Besonders hervorzuheben ist, dass eine Akquisition zu Risiken durch die individuelle Akquisitionsfinanzierung, unsicheren Synergien und unsicheren Integrationskosten sowie Risikodiversifikationseffekten führen kann, was für eine Bewertung einen adäquaten Umgang mit den unsicheren Erfolgen erfordert. Histori-

86 Vgl. Gleißner, 2017c zu Methoden der Risikoanalyse.

87 Für eine Sorgfaltspflichtverletzung muss im Übrigen kein Schaden eingetreten sein, es genügt eine unzureichende Entscheidungsvorlage.

88 Franken/Schulte, 2014.

89 Vgl. Zimmermann, 2016, S. 214, 215, 217; ferner insb. Hering, 2000 und 2021.

90 Vgl. Shleifer/Vishny, 1997; Dempsey, 2013, und Fernandez, 2019b.

sche Aktienrenditeschwankungen, die z. B. im Betafaktor des CAPM erfasst werden, sind somit nicht repräsentativ für die zukünftige Ertragsrisiken nach der Akquisition. Zudem kann es durch die Übernahme zusätzlicher Risiken des Akquisitionsobjekts und die Fremdkapitalaufnahme zur Finanzierung der Transaktion zu einer Änderung des zukünftigen Ratings (und damit der Insolvenzwahrscheinlichkeit) des eigenen Unternehmens kommen. Diese Veränderungen des „Werttreibers Insolvenzwahrscheinlichkeit“ sind ebenfalls im Bewertungskalkül zu erfassen. Die durch das Rating ausgedrückte Insolvenzwahrscheinlichkeit wirkt langfristig weitgehend wie eine „negative Wachstumsrate“ der Erträge.⁹¹

Zentrale Größe der Beurteilung einer Managemententscheidung bei M&A-Transaktionen zum Zweck der Haftungsbefreiung ist der Kaufpreis, der den Grenzpreis nicht überschreiten darf, da dies zu einem negativen Kapitalwert führte, der das Unternehmensinteresse verletzt.⁹² Die Beurteilung der Auswirkungen einer Akquisition erfordert Verfahren, die das Bewertungsobjekt mit realen Handlungsoptionen vergleichen und hier insb. auf das Ertrags-Risiko-Profil der verschiedenen Alternativen abstellen.⁹³ Die bisher in der Bewertungspraxis übliche Ableitung von Diskontierungszinssätzen aus historischen Aktienrenditeschwankungen (CAPM-Betafaktor) erscheint als inadäquat. Die Zukunft nach einer Akquisition wird – auch im Hinblick auf Chancen und Gefahren – deutlich anders aussehen als die Vergangenheit. Entsprechend ist es notwendig, ausgehend vom Ertragsrisiko auf die risikogerechten Kapitalkosten, die Insolvenzwahrscheinlichkeit und damit den Unternehmenswert zu schließen. Höhere Ertragsschwankungen führen zu höherem Bedarf an Eigenkapital, um mögliche Verluste abzudecken, und zu steigenden Kapitalkosten.⁹⁴ Zu vergleichen ist somit der Zukunftserfolg des eigenen Unternehmens (a) ohne das und (b) mit dem Bewertungsobjekt, inklusive der Wirkungen unsicherer Synergien sowie der Risiken aus der Akquisitionsfinanzierung.

3.3 Methoden

Die Bewertung einer M&A-Transaktion ist eine Spezialfunktion einer Strategiebewertung und dient der Herleitung eines Entscheidungswerts.⁹⁵ Eine Strategiebewertung ist der Vergleich von Ertrag-Risiko-Profilen alternativer (strategischer) Handlungsoptionen. Für eine derartige zukunftsorientierte Betrachtung bei innovativen und neuen strategischen Handlungsmöglichkeiten wie z. B. Geschäftsmodellen ergibt sich eine deutliche Unterscheidung zur bisher üblichen Praxis einer „traditio-

91 Vgl. Gleißner, 2010a; Saha/Malkiel, 2012; Knabe, 2012; Franken et al., 2020 und Friedrich, 2015.

92 Vgl. Follert/Gleißner, 2022.

93 Vgl. Dorfleitner/Gleißner, 2018, und Gleißner, 2017c.

94 Siehe z. B. Gleißner, 2019c und Gleißner/Ihla, 2017.

95 Vgl. Hering 2021; Matschke/Brösel, 2013.

nellen“ kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung aus rechtlichen Anlässen⁹⁶. Eine Betrachtung historischer Aktienmarktdaten ist ebenso wenig sinnvoll wie die Suche nach (risikoäquivalenten) Unternehmen für einen Peer Group-Vergleich. Eine geeignete Peer Group wird man gerade für innovative Geschäftsmodelle nicht finden.

In der Konsequenz startet die Strategiebewertung mit einer strukturierten Beschreibung der Strategie sowie des Geschäftsmodells und einer darauf basierenden stringenten Ableitung einer integrierten Unternehmensplanung entsprechend den Anforderungen der „Grundsätze ordnungsgemäßer Planung“.⁹⁷ Da sich die Chancen und Gefahren (Risiken) alternativer strategischer Handlungsoptionen meist deutlich unterscheiden, ist eine strukturierte Identifikation und Quantifizierung von Risiken erforderlich (Risikoanalyse). Neben der Identifikation strategischer Risiken wie z. B. Bedrohung von Erfolgsfaktoren des Geschäftsmodells sind alle unsicheren Planannahmen systematisch zu erfassen und durch eine geeignete Wahrscheinlichkeitsverteilung (oder stochastische Prozesse) zu beschreiben. Die Aggregation der Risiken⁹⁸ erfordert eine Monte Carlo-Simulation zur Berechnung einer großen repräsentativen Anzahl möglicher Zukunftsszenarien und damit die Überleitung einer traditionellen einwertigen zu einer mehrwertigen „Bandbreitenplanung“. Aus dieser lässt sich unmittelbar – unter Beachtung der Risiken – der Erwartungswert der Cashflows oder Überschüsse ableiten.⁹⁹ Die intensive Befassung mit dem „Zähler“ und der hier bestehenden Unsicherheit (Risiko) führt automatisch dazu, dass durch die Transparenz über die bestehende Planungssicherheit man den zum Risikoumfang konsistenten Kapitalisierungszinssatz (Diskontierungszinssatz) ableiten kann,¹⁰⁰ d. h. der „Nenner“ und der „Zähler“ ergeben sich aus der Analyse konsistent zueinander. Auch Insolvenzzrisiken können bei einer derartigen simulationsbasierten Bewertung unter Berücksichtigung von (1) Höhe der Verschuldung, (2) Ertragsniveau und (3) Ertragsrisiko – den Determinanten der Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) – im Modell automatisch und konsistent erfasst werden.

96 Dazu z. B. Ballwieser/Hachmeister, 2021.

97 Siehe Exler et al., 2023 und Abschnitt 5.3 hier im Buch.

98 Die – ebenso wie die Risikoanalyse – Unternehmen sogar selbst vornehmen müssen, um den Anforderungen gemäß §91 AktG und § 1 StaRUG bezüglich der frühen Erkennung möglicher „bestandsgefährdender Entwicklungen“ gerecht zu werden (siehe dazu den IDW PS 340 und Gleißner, 2022 sowie Gleißner/Lienhard/Kühne, 2021; Nickert/Nickert, 2021 und Weitzmann, 2021).

99 Die Studie von Behringer/Gleißner, 2018 zeigt, dass Unternehmensplanungen meist zum Zwecke der Unternehmenssteuerung erstellt werden (und damit auf Zielwerten basieren) und nicht einmal intendiert bestehende Chancen und Gefahren berücksichtigen und damit nicht erwartungstreu sind. Erwartungstreue Planwerte sind aber die Voraussetzung für eine Bewertung, siehe dazu auch IDW S1.

100 Siehe zur Methodik Gleißner, 2011 und Dorfleitner/Gleißner, 2018 und Dorfleitner, 2020.

Für eine Akquisitionsbewertung ist eine Beurteilung der durch den geplanten Unternehmenskauf zusätzlich zu erwartenden Erträge und ein Abwägen mit den zusätzlichen Risiken (unter Berücksichtigung von unsicheren Integrationskosten und Synergien sowie von Risikodiversifikationseffekten) notwendig.¹⁰¹ Traditionelle Unternehmensbewertungsverfahren, wie die Discounted-Cashflow-Methode (DCF) in Verbindung mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), sind dafür unzureichend.¹⁰²

1. Aufgrund seiner realitätsfernen Annahmen und der empirisch durchgängig belegten fehlenden Eignung des CAPM, risikogerechte Kapitalkosten ableiten zu können, lassen sich mit traditionellen „finanzierungstheoretischen“ Bewertungsverfahren keine aussagefähigen Entscheidungswerte für eine Strategiebeurteilung ableiten.¹⁰³
2. Eine Akquisition führt zu unsicheren Synergien, Integrationskosten und Risikodiversifikationseffekten, was eine Bewertung auf der Grundlage der zukünftigen aggregierten Ertragsrisiken erfordert. Historische Aktienrenditeschwankungen, die im Betafaktor des CAPM erfasst werden, sind nicht repräsentativ für die Ertragsrisiken nach der Akquisition.
3. Durch die Übernahme zusätzlicher Risiken des Target-Unternehmens und die Fremdkapitalaufnahme zur Akquisitionsfinanzierung kann es zu einer Änderung des zukünftigen Ratings (und damit der Insolvenzwahrscheinlichkeit) des eigenen Unternehmens kommen. Diese Veränderungen des „Werttreibers Rating“ sind im Bewertungskalkül zu erfassen. Die durch das Rating ausgedrückte Insolvenzwahrscheinlichkeit wirkt langfristig weitgehend wie eine „negative Wachstumsrate“ der Erträge.¹⁰⁴

Bei der Beurteilung von M&A-Strategien ist somit eine Analyse der hiermit verbundenen Chancen und Gefahren (Risiken) unter Einbeziehung des Risikomanagements erforderlich. Bei einer wesentlichen M&A-Entscheidung sind auch deren Implikationen für den Gesamtrisikoumfang des eigenen Unternehmens – und die Risikotragfähigkeit¹⁰⁵ – zu beurteilen, um mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ im Sinne von § 91 AktG und § 1 StaRUG vor der Entscheidung zu erkennen.¹⁰⁶ Da sich diese im Allgemeinen aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken ergeben, benötigt man eine Risikoaggregation.¹⁰⁷ Die Aggregation von Risiken im Kontext der Unternehmensplanung erfordert eine Monte-Carlo-Simulation, weil Risiken – anders als

101 Vgl. vertiefend Gleißner, 2019a, 2019c und 2022 sowie Ernst, 2022a und b.

102 Siehe Rossi 2016, Dempsey 2013 und Fernandez 2019a, zur Methodik und Schildbach, 2022.

103 Vgl. Hering, 2021.

104 Vgl. Gleißner, 2019b.

105 Vgl. DIIR RS Nr. 2 von 2018 und 2022 und IDW PS 981 (siehe Gleißner, 2018 und DIIR- und RMA-Arbeitskreis „Interne Revision und Risikomanagement“, 2022).

106 Vgl. DIIR RS Nr. 2 und RMA, 2019.

107 Vgl. Gleißner, 2018.

Kosten – nicht addierbar sind. Mit der Risikosimulation kann berechnet werden, wie sich die Wahrscheinlichkeit ändert, Kreditvereinbarungen (Covenants) zu verletzen.¹⁰⁸

Die Beurteilung der Auswirkungen einer Akquisition erfordert damit Bewertungsverfahren, die das Ertrag-Risiko-Profil der bestehenden Handlungsoptionen vergleichen.¹⁰⁹ Eine Strategiebewertung zeigt die Implikationen für Eigentümer (risikogerechter fundamentaler Unternehmenswert) und Gläubiger (Ratingprognose). Dies wird von der in der Bewertungspraxis noch üblichen Ableitung von Diskontierungszinssätzen aus historischen Aktienrenditeschwankungen (CAPM-Betafaktor) nicht gewährleistet und damit ist deren Einsatz – wie schon erwähnt – hier nicht sinnvoll. Die Zukunft wird – auch im Hinblick auf Chancen und Gefahren – oft deutlich anders aussehen als die Vergangenheit. Entsprechend ist es notwendig, ausgehend vom Ertragsrisiko auf die risikogerechten Kapitalkosten, die Insolvenzwahrscheinlichkeit und damit den Unternehmenswert zu schließen. Höhere Ertragsschwankungen führen zu höherem Bedarf an Eigenkapital, um mögliche Verluste abzudecken, und zu steigenden Kapitalkosten.¹¹⁰

Zu vergleichen ist letztlich der Ertragswert des eigenen Unternehmens (a) ohne das und (b) mit dem Target-Unternehmen, inklusive der Wirkungen von unsicherer Synergie und der Akquisitionsfinanzierung. Eine Bewertung des Target-Unternehmens „stand alone“ ist nicht aussagefähig und keine Entscheidungsgrundlage, außer wenn es in Relation sehr klein ist und wenig zusätzliche Risiken trägt.

In einer fundierten Entscheidungsvorlage, die den Anforderungen gemäß Business Judgement Rule gerecht wird, sind also speziell folgende Fragen zu beantworten.¹¹¹

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

108 Vgl. Gleißner, 2018 und Gleißner/Lienhard/Kühne, 2021.

109 Vgl. Dorfleitner/Gleißner, 2018 und Gleißner, 2017a und 2019c.

110 Vgl. Gleißner/Ihlau, 2017 mit einem Fallbeispiel.

111 Vgl. Gleißner, 2017a.

3.4 Handlungsoptionen und Empfehlungen für die Bewertung

1. Es ist bei der Beauftragung eindeutig zu klären, ob durch die Unternehmensbewertung (das Unternehmensbewertungsgutachten) die Vorlage für eine „unternehmerische Entscheidung“ (im Sinne §93 AktG) erstellt werden soll.
2. Soll das Bewertungsgutachten als Entscheidungsvorlage gelten, so sind die oben unter „Hintergrund“ erläuterten methodischen Herausforderungen zu berücksichtigen. Insbesondere muss ein subjektiver Entscheidungswert abgeleitet werden und die Implikationen der „Kaufentscheidungen“ oder „Verkaufsentscheidungen“ für den Risikoumfang des Entscheiders müssen transparent aufgezeigt und in der Entscheidungsvorlage gewürdigt werden.
3. Jede Vorlage für eine „unternehmerische Entscheidung“ (im Sinne des §93 AktG), speziell auch im Kontext M&A, erfordert eine strukturierte und quantitative Risikoanalyse (mit Risikosimulation) speziell auch unter Beachtung der Auswirkungen der Entscheidungen für das Insolvenzrisiko (also die Untersuchung der Auswirkungen der Entscheidung auf mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ im Sinne §91 AktG und § 1 StaRUG).