

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen mit dieser 38. Ausgabe unserer Valuation News erneut aktuelle Themen in Bezug auf die Bewertung von Unternehmen und Vermögenswerten vorstellen zu können.

Betriebswirtschaftslehre, Bewertungs- und Rechnungslegungspraxis verwenden im Rahmen der Unternehmensbewertung eine Vielzahl unterschiedlicher Begriffe zur Bezeichnung des jeweils gesuchten Bewertungsergebnisses. In unserem ersten Artikel strukturieren wir eine zunehmende Begriffsvielfalt im Bereich der Wertbegriffe und Wertkonzepte.

Im zweiten Beitrag diskutieren wir die Auswirkungen der infolge des abrupten Endes des Niedriginflationsumfelds gestiegenen Zinssätze an den Anleihemärkten und der zunächst gestiegenen, zwischenzeitlich wieder rückläufigen aber dennoch im Zeitvergleich derzeit noch erhöhten Markttrenditen an den Aktienmärkten auf Multiplikatorbewertungen.

Mit der gesetzlich kodifizierten Business Judgement Rule werden der Unternehmensleitung Vorgaben auferlegt, um zum Wohle der Gesellschaft und damit ihrer Anteilseigner zu handeln und durch ihre Einhaltung mögliche eigene Haftungsrisiken zu reduzieren. Der dritte Beitrag stellt Bewertungen im Rahmen von strategischen Entscheidungen zur Beurteilung von Handlungsoptionen im Rahmen von Transaktionen und Transformationen als Grundlage für im Sinne der Business Judgements vertretbare Entscheidungen vor.

Inhalt

1

Wertbegriffe und Wertkonzepte –
Struktur für eine zunehmende
Begriffsvielfalt
Seite 2

2

Multiplikatorbewertung –
Veränderter Analysefokus in der
Praxis der Unternehmensbewertung
Seite 6

3

Business Judgement – Bewertungen
im Rahmen von strategischen
Entscheidungen
Seite 10

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und freuen uns über Ihr Feedback. Auch Anregungen, Themenvorschläge und weiterführende Diskussionen sind jederzeit willkommen.

Gerne stehen wir darüber hinaus für Ihre individuellen Fragen zur Verfügung. Sie erreichen uns unter de-valuation-news@kpmg.com.

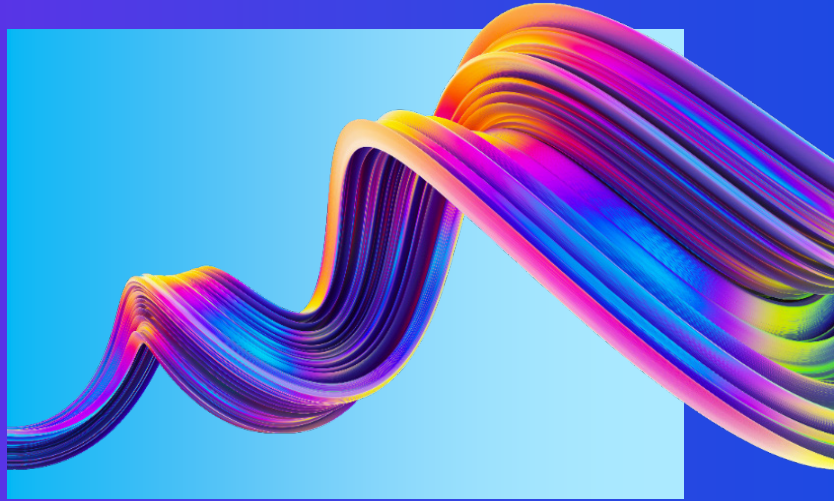
Mit freundlichen Grüßen

Stefan Schöniger
Partner

Dr. Andreas Tschöpel
Partner

Wertbegriffe und Wertkonzepte –

Struktur für eine zunehmende Begriffsvielfalt



Betriebswirtschaftslehre, Bewertungs- und Rechnungslegungspraxis verwenden im Rahmen der Unternehmensbewertung (und der Bewertung von Vermögenswerten) eine Vielzahl unterschiedlicher Begriffe zur Bezeichnung des jeweils gesuchten Bewertungsergebnisses. Die Begriffe in der Praxis folgen einerseits den durch den jeweiligen Bewertungszweck determinierten Anforderungen an das Bewertungsergebnis und hierbei regelmäßig der Rechtsprechung (z.B. „Verkehrswert“), gesetzlichen Vorschriften (z.B. „gemeiner Wert“) oder Regularien wie Bilanzierungsstandards (z.B. „Fair Value“). In der Theorie wird andererseits oft zwischen „Wert“ und „Preis“ unterschieden. Abgrenzung, Inhalt sowie Bedeutung der genannten Begriffe werden jedoch meist nicht einheitlich verwendet. Eine unpräzise Verwendung kann in der praktischen Anwendung somit zu Missverständnissen führen. Die vor diesem Hintergrund gebotene Präzisierung hat – ausgehend vom jeweiligen praktischen Bewertungszweck einerseits und auf der normativen Basis der Bewertungstheorie andererseits – mittels eines konzeptionell geschlossenen und widerspruchsfreien Rahmens zu erfolgen. Dieser Rahmen wird durch Bewertungsstandards, wie beispielsweise dem Bewertungsstandard der Wirtschaftsprüfer, IDW S 1, gesetzt. Im Ergebnis lassen sich die zahlreichen vorgenannten Begriffe der Bewertungspraxis unter Berücksichtigung des mit ihnen jeweils verbundenen Bewertungszwecks konzeptionell kategorisieren und hieran anschließend Implikationen für ihre jeweilige Bestimmung ableiten.

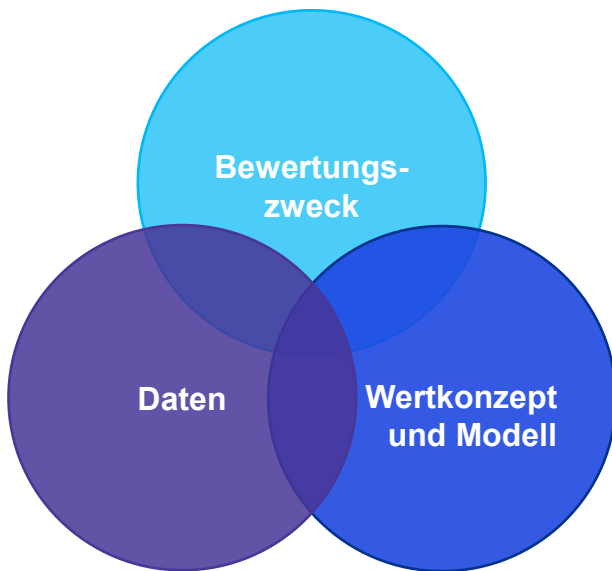
Bestimmung von Unternehmenswerten

Die Unternehmensbewertung benötigt zur Bestimmung eines Bewertungsergebnisses regelmäßig ein (Rechen-)Modell, mit welchem das gesuchte Ergebnis mathematisch abgeleitet wird. Das jeweils Anwendung findende (konzeptionelle) Modell ist mit (realen) Inputgrößen, den sog. Bewertungsparametern, zu befüllen, um als Output das jeweils gesuchte Bewertungsergebnis zu ermitteln. Modell und Parameter werden hierbei regelmäßig durch den zugrunde liegenden Bewertungszweck bestimmt; sie setzen also ein klares Verständnis des mit dem Bewertungszweck verbundenen Wertkonzepts voraus.

Konzeptionell geprägte Wertkonzepte und Wertbegriffe

Die Begriffsentwicklung in der Unternehmensbewertung in Deutschland folgt zeitlich der Entwicklung der deutschen Betriebswirtschaftslehre. Frühe Bestrebungen, in der Frage nach dem Wert eines Unternehmens die „Frage nach bestimmten, unabhängigen und unveränderlichen Eigenschaften des jeweils betrachteten Bewertungsobjektes“ zu sehen, wurden rasch durch eine entscheidungsorientierte Grenzpreiskonzeption auf der Basis investitionstheoretischer Ansätze mittels Kapitalwertkalkül abgelöst. Die Grenzpreiskonzeption folgte der Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks und ist heute fester Bestandteil jeder Unternehmensbewertung. Der Zweck der Grenzpreiskonzeption liegt in der Unterstützung unternehmerischer Entscheidungen.

Abbildung 1: Bewertungszweck, Bewertungsmodell und Daten



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

Im Zusammenhang mit den Diskussionen zur Grenzpreiskonzeption wurden auch die Begriffe „Grenzpreis“ und „Entscheidungswert“ geprägt.

Ab Mitte des 20. Jahrhunderts wurden konzeptionell die wesentlichen Grundlagen der heutigen modernen Kapitalmarkttheorie gelegt. Diese entwickelte zur Beschreibung real existierender Kapitalmärkte unter anderem das neoklassische Kapitalmarktmodell, das die Grundlage für alle kapitalmarkt-orientierten Kapitalwertkalküle bildet. Neben wesentlichen idealtypischen Annahmen eines idealisierten Marktmodells wie Informationseffizienz, Vollständigkeit und Vollkommenheit wird insbesondere unterstellt, dass alle Kapitalmarktteilnehmenden homogene Erwartungen haben und sämtliche Informationen zeitgleich in ihrem Bewertungskalkül verarbeiten. Ein wesentlicher Meilenstein war die Entwicklung des Capital Asset Pricing Models (CAPM), eines Kapitalmarktmodells zur Erklärung der sich an Kapitalmärkten bildenden beobachtbaren Transaktionspreise. Marktmodelltypisch ist auch das Ergebnis des CAPM – der **Gleichgewichtspreis** –, der das Ergebnis eines fiktiven Auktionsprozesses zwischen einer Vielzahl von „kleinen“ (atomistischen) Anbietern und Nachfragern und somit das rein fiktive Ergebnis einer idealen gleichgewichtigen Situation ist.

Praxisorientierte Wertbegriffe

Die Begriffe „Grenzpreis“ und „Entscheidungswert“ werden heute in der Unternehmensbewertungspraxis regelmäßig im Zusammenhang mit **unternehmerischen Initiativen** verwendet. Sie kennzeichnen z.B. den Maximalpreis, den ein potenzieller Käufer zahlen darf, bzw. den Minimalpreis, den ein potenzieller Verkäufer erzielen muss, um sich nach der Transaktion nicht schlechter zu stellen als vor der Transaktion. Der Wert eines

Unternehmens im Sinne des Entscheidungswerts wird von dem subjektiven Nutzen bestimmt, den seine Eigentümer aus ihm ziehen können. Grenzpreise bzw. Entscheidungswerte markieren die Grenzen des Einigungsbereichs zwischen den beteiligten Parteien, in dem sich der Transaktionspreis als Resultat des Verhandlungsprozesses einstellen wird. Sie sind subjektive Entscheidungswerte der Beteiligten (Bewertungssubjekte) und stellen das Ergebnis des jeweiligen (subjektiven) Bewertungsprozesses dar. Unternehmensbewertung im klassischen betriebswirtschaftlichen Sinne ist somit eine Grenzpreis- bzw. Entscheidungswertbestimmung. Ungeachtet dessen stellen diese subjektiven Grenzpreise einzelner Marktteilnehmenden keine beobachtbaren Parameter dar, sie werden vielmehr von den Beteiligten als Entscheidungswerte intern ermittelt und nicht nach außen kommuniziert, um die eigene Verhandlungsposition nicht zu schwächen. Im Rahmen unternehmerischer Entscheidungen besteht in der Realität – regelmäßig in Folge von Principal-Agent-Konstellationen – oft das Bedürfnis, auch subjektiv motivierte Unternehmensentscheidungen im Rahmen von **Compliance-nahen Sachverhalten** (beispielsweise im Rahmen von Fairness Opinions oder unter den Vorgaben der Business Judgement Rule) intersubjektiv nachprüfbar zu treffen bzw. nachzuprüfen.

Neben der Bestimmung von reinen Grenzpreisen für unternehmerische Entscheidungen oder (nachvollziehbaren) subjektiven Unternehmenswerten bestehen in der Bewertungspraxis zahlreiche Bewertungsanlässe, in denen subjektiv begründete Wertbestandteile im Bewertungsergebnis unerwünscht sind. Für zahlreiche Bewertungsanlässe in diesem regelmäßig **streng Compliance-orientierten Umfeld** – beispielsweise im steuerlichen (z.B. „gemeiner Wert“), gesellschaftsrechtlichen (z.B. „Verkehrswert“) oder bilanziellen Umfeld (z.B. „Fair Value“) – sollen gerade keine subjektiven Werte oder Wertbestandteile die Grundlage für die sich jeweilig anschließenden normzweckinduzierten Konsequenzen sein. Vielmehr wird darüber hinausgehend regelmäßig normgetrieben impliziert, dass für einen bestimmten Anlass (Besteuerung, Abfindung von Gesellschaftern, Bilanzierung usw.) für die Bewertungssubjekte einheitliche „faire“ Konsequenzen losgelöst von subjektiven Perspektiven resultieren sollen, was bedeutet, dass aus ihrer Perspektive ein jeweils einheitlicher – von subjektiven Präferenzen losgelöster – Unternehmenswert zugrunde gelegt werden muss. Vor dem Hintergrund dieses Bewertungsbedürfnisses in der Realität ist es folgerichtig, dass das kapitalmarkt-orientierte CAPM im Zeitablauf Eingang in die Unternehmensbewertung gefunden hat, denn es liefert im (modelltheoretischen) Ergebnis genau diesen einheitlichen Unternehmenswert, frei von den subjektiven Präferenzen und Erwartungen der Bewertungssubjekte. Unterstützt wird die sachgerechte Etablierung der kapitalmarkt-orientierten Ansätze zudem durch eine oft anzutreffende

Parallelität zwischen den in den jeweiligen Normen zugrunde gelegten und beschriebenen Annahmen und den modelltheoretischen Annahmen des Marktmodells. Unternehmensbewertung für diese Zwecke ist somit auf das Ergebnis einer rein hypothetischen Transaktion orientiert, wohingegen die Bestimmung subjektiver Grenzpreise eher auf den Verhandlungsprozess realer Transaktionen orientiert ist.

Standardisierte Verbindung von konzeptionellen und praxisgeprägten Wertbegriffen

Die Verbindung zwischen in der Praxis geforderten Wertbedürfnissen mit konzeptionellen Modellen der Bewertungstheorie erfolgt in der Bewertungspraxis regelmäßig auf der Basis von Bewertungsstandards, wie beispielsweise durch den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1). Im Rahmen der aktuellen Fassung des aktuellen IDW S 1 wird zwischen **subjektiven Entscheidungswerten** und dem sog. **objektivierten Unternehmenswert** unterschieden. Während bereits durch die unmittelbare Wortidentität beim subjektiven Entscheidungswert sowohl konzeptionelle Sicht als auch die Perspektive der Bewertungspraxis eindeutig bestimmt sind, ist die Stellung des objektivierten Unternehmenswertes auf den ersten Blick nicht unmittelbar erkennbar.

Dem Ziel einer standardisierten Handlungsempfehlung entsprechend, die sich gerade nicht unmittelbar auf die Ableitung zahlreicher normenbasierter Wertbedürfnisse der Praxis beziehen kann, sondern vielmehr eine übergeordnete Perspektive als grundlegende Basis für diese Wertbedürfnisse insgesamt einnehmen sollte (sowie der Auslegung des WP-Handbuches WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung 2018 folgend), kann der objektivierte Unternehmenswert als standardisierter Unternehmenswert im Sinne eines idealisierten Gleichgewichtsmodells ausgelegt werden. Dieser bildet die Basis für zahlreiche normenbasierte Wertbedürfnisse im Rahmen Compliance-orientierter Bewertungsanlässe. Hierbei bedient sich der objektivierte Wert unter anderem einem gleichgewichtigen Kapitalmarktmodell, dem vorgenannten CAPM. Sowohl das theoretische Marktmodell als auch die in ihm zu verwendenden Kapitalmarktparameter lassen eine explizite Berücksichtigung rein subjektiver Annahmen und Präferenzen einzelner Marktteilnehmenden nicht zu und erfüllen somit das vorgenannte Postulat einer übergeordneten Perspektive. Nachfolgende Übersicht (*Abbildung 2*) fasst das Verhältnis zwischen den Wertbedürfnissen in der Praxis, den theoretisch zur Verfügung stehenden konzeptionellen Modellen sowie die Stellung von Bewertungsstandards überblicksartig zusammen:

Abbildung 2: Verbindung von Theorie und Praxis mittels Bewertungsstandards

Konzept	Ökonomisches Wertkonzept	
(theoretisches) Ergebnis	Subjektiver Grenzpreis (Entscheidungs- und Investitionstheorie)	Gleichgewichtiger Marktpreis (Kapitalmarkttheorie)
Perspektive	„subjektive Erwartungen“ (individuelle Perspektive und Annahmen)	„Markterwartungen“ (typisierter Investor, Marktannahmen im Gleichgewichtsmodell)
Anforderung der Praxis	Individuelle Transaktionspreise	„Value in Use“, „RS-10-Beteiligungswert bei nachhaltiger Haltedauer“ „Verkehrswert“, „gemeiner Wert“, „Fair Value“, „RS-10-Beteiligungswert bei Veräußerungsabsicht“
	Sachgerechte Wert-/Preisableitungen gemäß Bewertungszweck und -anlass ggf. zuzüglich regelbasierter Anpassungen „außerhalb“ der Konzeption	
Standardisierung	„reguliert“ durch IDW Standards	
Wertkategorie	Subjektiver Entscheidungswert	Objektivierter Wert

Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

Ungeachtet von Teilen der kapitalmarkttheoretischen Literatur, die das CAPM zwischenzeitlich für wenig geeignet für die Erklärung der Bildung realer Marktpreise hält, orientiert sich die Bewertungspraxis in Ermangelung vorzuziehender Alternativen regelmäßig an diesem Modell. Bei der Anwendung des CAPM ist zu berücksichtigen, dass theoretische Modelle die Realität grundsätzlich nur eingeschränkt reflektieren (können), da sie vereinfachende Annahmen treffen (müssen) und insoweit von der Komplexität der realen Markttransaktionen abstrahieren. Andererseits bieten sie den Vorteil, geeignete intersubjektiv nachvollziehbare Grundüberlegungen, Ausgangsgrößen und Maßstäbe für die Bestimmung der benötigten Kapitalkosten zu liefern. Insoweit werden mittels dieser Modelle berechnete hypothetische Werte regelmäßig von realisierten und beobachtbaren Transaktionspreisen abweichen. Die Höhe der Abweichungen sowie die Relation von berechnetem Wert und beobachtbarem Marktpreis werden hierbei durch die jeweilige konjunkturelle Phase sowie unternehmensspezifische Sondersituationen geprägt. Vor diesem Hintergrund hat der Bewerter kritisch zu hinterfragen, ob und inwieweit die vereinfachenden Modellannahmen und die Rahmenbedingungen der realen Kapitalmärkte signifikant auseinanderlaufen. Dies kann insbesondere dann der Fall sein, wenn reale Kapitalmärkte neben einer systembedingt zyklischen Entwicklung in besonderen Hoch- oder Tiefphasen zu temporären Über- oder Untertreibungen neigen und es hierdurch zum größtmöglichen Auseinanderfallen von hypothetisch gleichgewichtigen Marktpreisen und empirisch beobachtbaren Transaktionspreisen kommen kann.

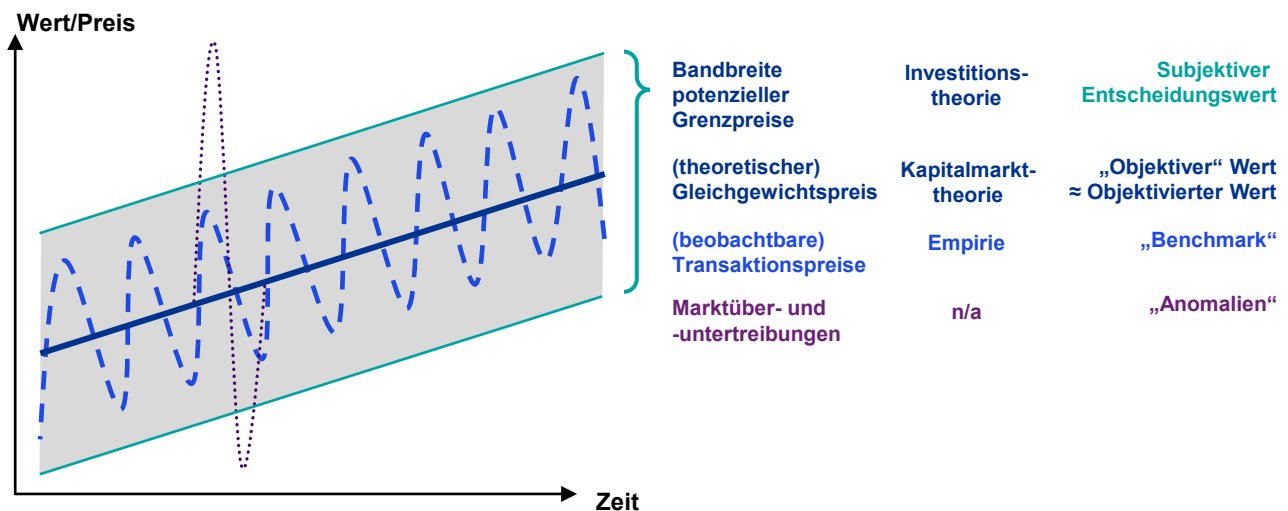
Zum Verhältnis von Entscheidungswerten, objektivierten Werten und beobachtbaren Preisen

Im Ergebnis können in Bewertungstheorie und Bewertungspraxis somit nicht nur die allgemein

bekanntem Unterscheidungen zwischen „Wert“ und „Preis“ vorgenommen werden – vielmehr muss zwischen drei Begriffen unterschieden werden: (subjektiver) Grenzpreis, (theoretischer) Gleichgewichtspreis und (beobachtbarer) Transaktionspreis, wie die unten abgebildete Grafik (Abbildung 3) verdeutlicht.

Empirisch beobachtbar sind lediglich reale Transaktionspreise, die sich auf Transaktionsmärkten einstellen. Diese unterliegen zyklischen und konjunkturellen Schwankungen, die einerseits in theoretischen Gleichgewichtsmodellen regelmäßig nicht reflektiert sind, andererseits jedoch Einfluss auf die Ausprägung empirisch beobachtbarer Kapitalmarktparameter haben. Die empirisch beobachtbaren Transaktionspreise schwanken in Abhängigkeit vom jeweiligen Wirtschaftszyklus sowie systembedingten temporären Über- oder Untertreibungen um die hypothetisch gleichgewichtigen Preise idealisierter Kapitalmarktmodelle. Gleichgewichtspreise theoretischer Modelle sind dagegen empirisch nicht beobachtbar, sie können jedoch als „Wert“ entsprechend dem theoretischen Ideal interpretiert werden, auf den sich die realen Märkte durch einen kontinuierlichen Anpassungsmechanismus zubewegen, soweit sich die realen Marktbedingungen den idealisierten Annahmen gleichgewichtiger Kapitalmarktmodelle annähern. Der hierfür notwendige Anpassungsmechanismus basiert auf Angebot und Nachfrage einer Vielzahl von Marktteilnehmenden, die ihren Anreiz zum Handeln aus einer bestehenden Differenz zwischen beobachtbaren Transaktionspreisen und ihren subjektiven Grenzpreisen ziehen, wobei die subjektiven Grenzpreise auf der Basis von Bewertungsverfahren sowie den individuellen Annahmen der jeweiligen Marktteilnehmenden bestimmt werden und somit ebenfalls nicht unmittelbar beobachtbar sind.

Abbildung 3: Entscheidungswerte, objektivierte Werte und beobachtbare Preise



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

Multiplikatorbewertung –

Veränderter Analysefokus in der Praxis der Unternehmensbewertung



Die seit dem ersten Quartal 2022 eingetretenen Entwicklungen an den Kapitalmärkten sind geprägt von zwei zentralen Beobachtungen: gestiegene Zinssätze an den Anleihemärkten und zunächst gestiegene, zwischenzeitlich wieder rückläufige, aber dennoch im Zeitvergleich derzeit noch erhöhte Marktrenditen an den Aktienmärkten. Ein zentraler Grund für diese Entwicklungen ist das abrupte Ende des Niedriginflationsumfelds. Diese Entwicklungen können sich nicht nur auf Discounted-Cashflow-Kalküle bei Unternehmensbewertungen auswirken, sondern auch auf Multiplikatorbewertungen. Deren Grundsatz, dass Einflüsse von Wachstum und Risiko zentrale Relevanz für eine sachgerechte Anwendung von Multiplikatoren haben, gilt auch im Lichte der Kapitalmarktveränderungen uneingeschränkt. Daher bestehen derzeit die Herausforderungen in der Praxis, wie die sich verändernden Inflationserwartungen und Risikowahrnehmungen in Multiplikatoranalysen sachgerecht abgebildet werden können. Der vorliegende Beitrag zeigt, dass für aktuelle Bewertungsanlässe der Analysefokus noch mehr als bisher auf zukunftsgerichteten Multiplikatoren liegen sollte.

Entwicklung der Marktrendite und Analystenschätzungen für Unternehmen

Die Aktienmärkte sind seit dem ersten Quartal 2022

von zunächst stark rückläufigen, mittlerweile jedoch wieder gestiegenen Aktienkursen geprägt – wie nachstehende Grafik am Beispiel des CDAX für den deutschen Aktienmarkt zeigt.

Abbildung 1: Entwicklung CDAX seit Q1 2022



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

Diese Entwicklung am Aktienmarkt findet spiegelbildlich Ausdruck in der Entwicklung beobachtbarer Marktrenditen für Deutschland, d.h. impliziter Marktrenditen gemessen anhand von Aktienkursen und Analystenschätzungen für deutsche Unternehmen. Ein zentraler Grund für die Entwicklung der impliziten Marktrendite ist das Ende des Niedriginflationsumfelds. Folglich bilden sich die Einschätzungen über die veränderte Entwicklung der Inflation und deren Auswirkung auf zukünftige Ergebnisentwicklungen der Unternehmen und Risikowahrnehmungen in der Marktrendite ab. Mit der gestiegenen Inflation sind gleichermaßen die Renditen auf den Anleihemärkten gestiegen – auch die Renditen für deutsche Staatsanleihen, die von sich verändernden Inflationserwartungen und der Notenbankpolitik geprägt sind.

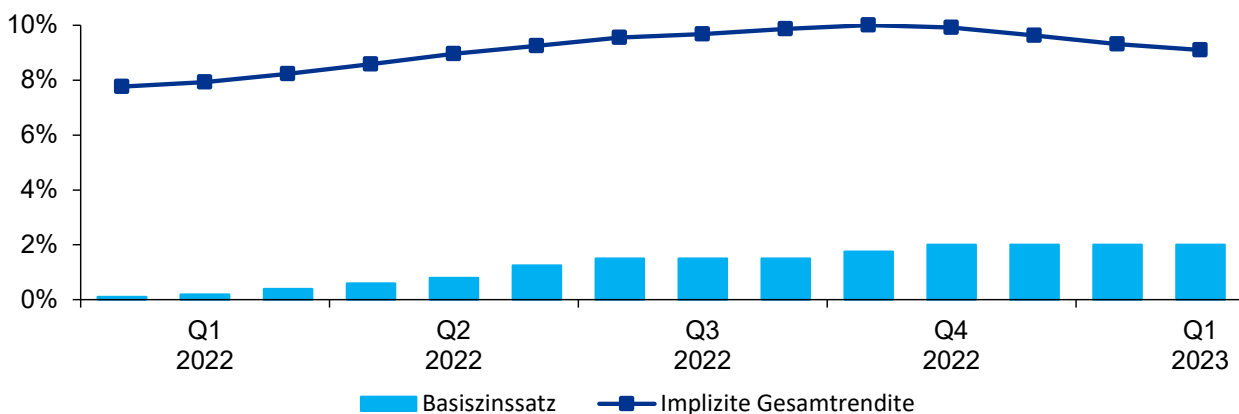
Dieses veränderte Kapitalmarktumfeld wirkt sich auch auf das Kalkül der Unternehmensbewertung aus. So sind als Folge dieser Entwicklungen seit dem zweiten Quartal 2022 zwei zentrale Komponenten im Discounted-Cashflow-Kalkül für Unternehmensbewertungen gleichermaßen gestiegen: der risikolose Zins und – trotz des leichten Rückgangs in den letzten Monaten – die implizite Marktrendite. Die

unten abgebildete Grafik (*Abbildung 2*) zeigt die Entwicklung von risikolosen Zinssätzen und beobachtbaren (impliziten) Marktrenditen für Deutschland im Zeitverlauf seit dem ersten Quartal 2022.

Während der risikolose Zinssatz Spiegelbild der Entwicklung an den Anleihemärkten für deutsche Staatsanleihen ist, ist die implizite Marktrendite geprägt von den Aktienkursentwicklungen und aktuellen Analystenschätzungen für die erwartete Ergebnisentwicklung börsennotierter Unternehmen. Beide sind von sich verändernden Inflationserwartungen und von einer sich verändernden Risikowahrnehmung beeinflusst.

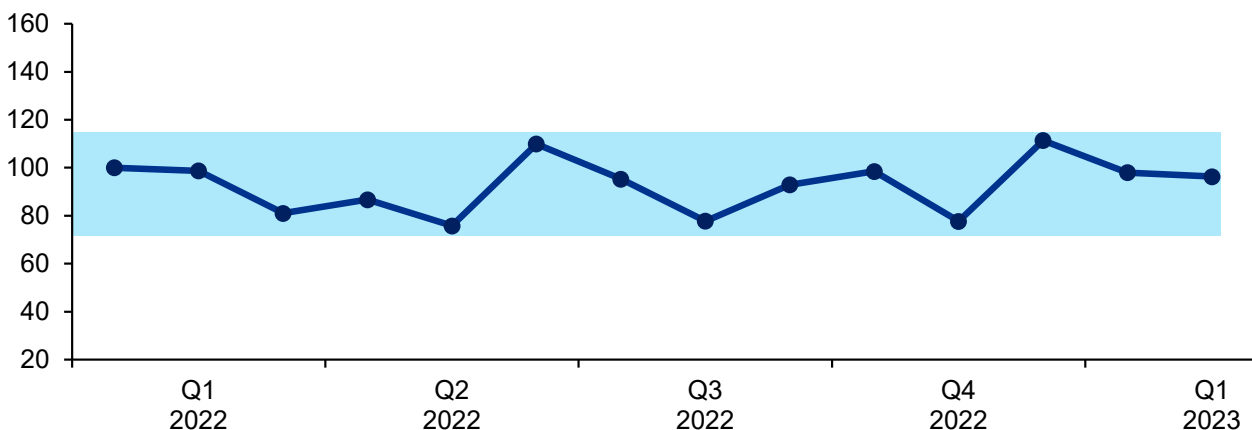
Es zeigt sich bei genauerer Betrachtung, dass die Analystenschätzungen im Durchschnitt aller deutschen Unternehmen eine stabile Entwicklung seit dem ersten Quartal 2022 im Zeitverlauf aufweisen. Die Entwicklung der Analystenschätzung für alle deutschen Unternehmen im Zeitverlauf ist in der am Seitenende abgebildeten Grafik (*Abbildung 3*) illustriert (auf Basis Konsensusschätzung für das EBITDA der Unternehmen zum jeweiligen Monatsende; Durchschnittswerte).

Abbildung 2: Entwicklung risikoloser Zins (Basiszins) und implizite Marktrendite für Deutschland



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

Abbildung 3: Entwicklung durchschnittliche EBITDA-Konsensusschätzungen für alle börsennotierten deutschen Unternehmen seit Q1 2022



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

Bezogen auf die implizite Marktrendite bedeutet dies, dass sich bei fallenden Aktienkursen – wie die eingangs dargestellte Grafik (Abbildung 1) zum Verlauf des CDAX zeigt – und stabilen Analystenschätzungen erhöhte implizite Marktrenditen ergeben – wie es die auf der vorherigen Seite gezeigte Grafik (Abbildung 2) zum Verlauf der impliziten Marktrendite zeigt. Die Analystenschätzungen waren somit nicht ursächlich für die Kursrückgänge, da sie nicht in gleichem Maße rückläufig waren wie die Aktienkurse.

Was bedeutet dies nun für die Multiplikatorbewertung im Lichte des aktuellen Kapitalmarktumfelds? Zunächst ist festzuhalten, dass die konzeptionellen Grundlagen der Multiplikatorbewertung weiterhin Gültigkeit haben: Multiplikatoren stellen den Kehrwert aus der Differenz zwischen Renditeerwartungen und Wachstumsannahmen dar. Vor diesem Hintergrund ist im aktuellen Umfeld dem gleichzeitigen Einfluss von sich verändernden Inflationserwartungen und Risikowahrnehmungen bei der Anwendung von Multiplikatoren für Bewertungszwecke Rechnung zu tragen.

Analyseschwerpunkt bei Trading-Multiplikatoren im aktuellen Kapitalmarktumfeld

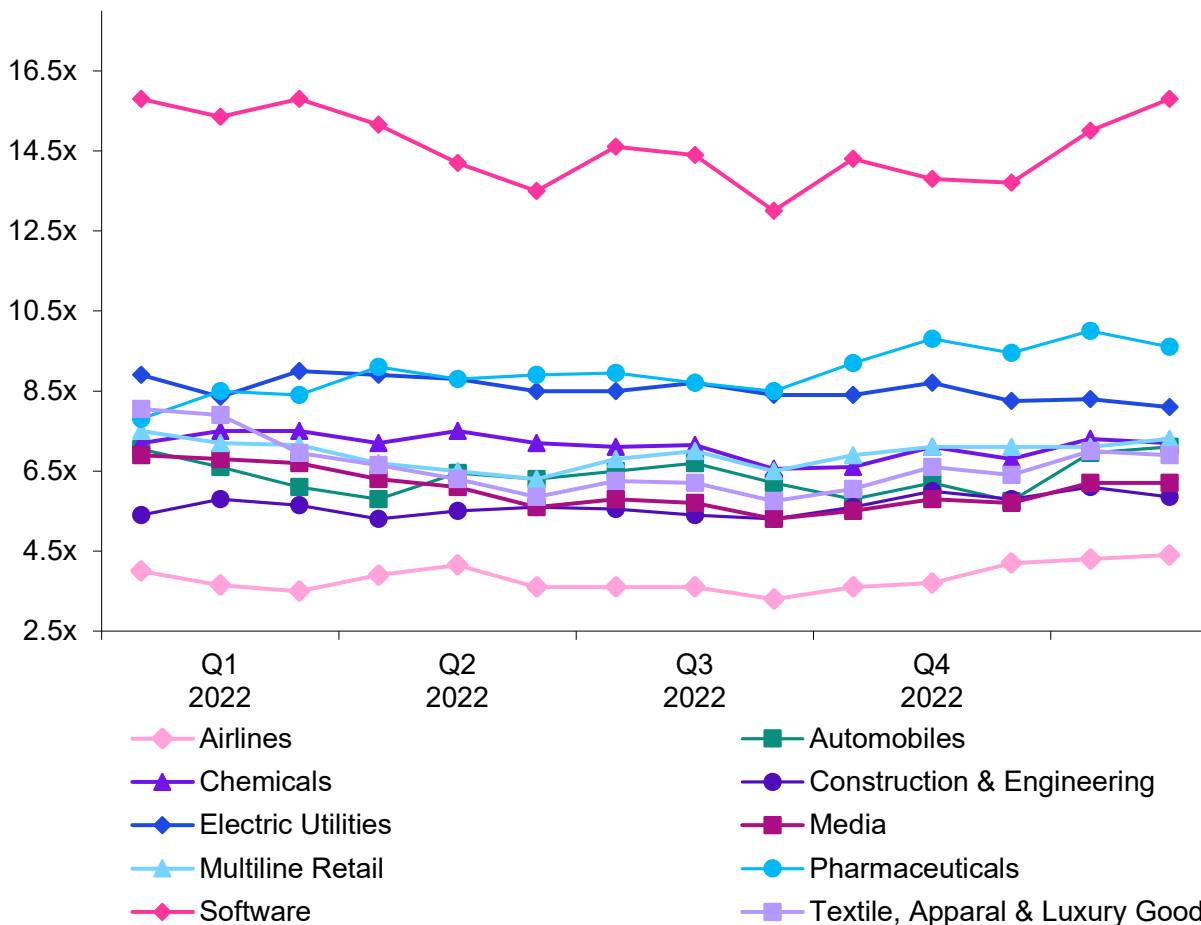
In der Bewertungspraxis werden regelmäßig Trading-Multiplikatoren börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Groups) herangezogen,

um geschäftsmodellspezifische bzw. sektorspezifische Einflüsse abzubilden. Die grundsätzlich beobachtbare Entwicklung an den Aktienmärkten bildet sich auch in den Trading-Multiplikatoren ab. Dabei hat sich der gleichzeitige Einfluss von sich verändernden Inflationserwartungen und Risikowahrnehmungen an den Aktienmärkten in unterschiedlichem Maße auf die Sektoren und ihre Multiplikatoren ausgewirkt.

In der am Seitenende abgebildeten Grafik (Abbildung 4) wird der Trend von EBITDA-Trading-Multiplikatoren im Zeitverlauf für ausgewählte Sektoren dargestellt. Dabei wird auf die Konsensschätzungen der Analysten für das Jahr 2024 und Aktienkurse zum jeweiligen Monatsende abgestellt.

Mit zukunftsgerichteten Trading-Multiplikatoren, d.h. Verwendung von Analystenschätzungen für zukünftige Zeiträume, ausgehend vom jeweiligen Stichtag der Analyse, werden zum einen die Aktienkursdynamiken im Sektor und zum anderen die sich verändernden Ergebnisschätzungen für die Unternehmen zum Analysetichtag in die Multiplikatorbewertung einbezogen. Auf diese Weise werden sich verändernde Inflationserwartungen und Risikowahrnehmungen in den Multiplikatoren der jeweiligen Sektoren bzw. Peer Groups sachgerecht erfasst.

Abbildung 4: Entwicklung EBITDA-Trading-Multiplikatoren für ausgewählte Sektoren



Quelle: KPMG in Deutschland, 2023

Demzufolge steigt umso mehr die Bedeutung von Multiplikatoren auf der Grundlage von zukunftsgerichteten Finanzgrößen im Lichte der jüngsten Kapitalmarktentwicklung. Die so ermittelten Multiplikatoren werden dann für Bewertungszwecke auf die Finanzgrößen des Bewertungsobjekts angewendet. Auch aus dieser Perspektive zeigt sich, dass unter Anwendung zukunftsgerichteter Größen Äquivalenzprinzipien im Bewertungskalkül erfüllt werden – denn in die aktuellen Unternehmensplanungen fließen auch die sich verändernden Inflationserwartungen und Risikoeinschätzungen des aktuellen Umfelds ein (z.B. erwartete inflationsbedingt steigende Kosten für Personal und externen Leistungsbezug sowie wachsende Ausgaben für Investitionen, erwartete Überwälzbarkeit von unternehmensspezifischer Inflation auf Absatzmärkten und die Kunden des Unternehmens).

In der Bewertungspraxis werden auch Multiplikatoren verwendet, die sich beispielsweise auf Stichtage in der Vergangenheit beziehen (z.B. Aktienkurse vor dem ersten Quartal 2022), die ein aktuelles Bewertungsniveau an den Aktienmärkten in Relation zu historischen Finanzgrößen (z.B. letztverfügbare Ist-Zahlen) stellen oder die allgemein auf historischen Erfahrungswerten von Marktteilnehmenden und Investoren beruhen. Ein Vergleich der so ermittelten Multiplikatoren mit den zukunftsgerichteten Trading-Multiplikatoren weist nur eine stark eingeschränkte Aussagekraft auf – denn es bilden sich in den historischen Finanzgrößen und den so abgeleiteten Multiplikatoren die Effekte aus dem Niedriginflationsumfeld und historische Risikowahrnehmungen im Bewertungsniveau ab.

Einordnung des Analysefokus auf zukunftsgerichtete Multiplikatoren im Kontext von Transaktionsmultiplikatoren

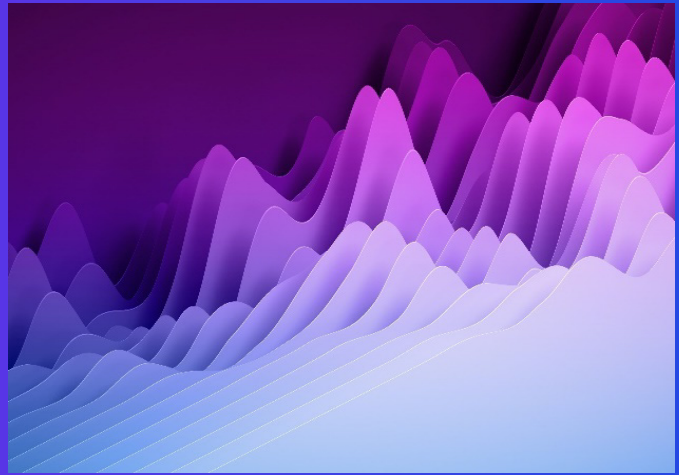
Neben Trading-Multiplikatoren börsennotierter Unternehmen kommen in der Praxis der Unternehmensbewertung auch Transaktionsmultiplikatoren zur Anwendung.

Mangels Verfügbarkeit zukunftsgerichteter Finanzgrößen wird für deren Ableitung meist auf historische Umsatz- oder Erfolgsgrößen zurückgegriffen. Zudem bilden sich in historischen Transaktionen, die in zeitlicher Hinsicht im Niedriginflationsumfeld durchgeführt wurden, die seinerzeitigen Erwartungen an Inflationsentwicklung und Risikowahrnehmung ab. Als Folge haben so ermittelte Transaktionsmultiplikatoren für aktuelle Bewertungen stark eingeschränkte Aussagekraft.

Allerdings ist die Verfügbarkeit von vergleichbaren Transaktionen im aktuellen Umfeld ebenso meist eingeschränkt. Um dennoch analytisch auf Transaktionsmultiplikatoren im aktuellen Umfeld zurückgreifen zu können, stellt die Technik der Kalibrierung eine Möglichkeit für Multiplikatoranalysen auf Basis historischer Transaktionen dar. Dazu wird ein Vergleich des Transaktionsmultiplikators mit Trading-Multiplikatoren und auf diese Weise mit dem Kapitalmarktniveau einer börsennotierten Gruppe von (im weiteren Sinne) vergleichbaren Unternehmen zum Zeitpunkt der Transaktion vorgenommen. Anschließend wird über die Veränderung des Bewertungsniveaus der börsennotierten Peer Group, welches sich in den Trading-Multiplikatoren zum aktuellen Bewertungsstichtag abbildet, eine Fortschreibung des beobachteten Transaktionsmultiplikators vorgenommen. Mittels dieser Kalibrierung wird eine Adjustierung des Transaktionsmultiplikators vorgenommen und in das aktuelle Kapitalmarktumfeld eingeordnet. Dabei wird davon ausgegangen, dass sich bei Durchführung der Transaktion im aktuellen Umfeld ein Transaktionsmultiplikator gebildet hätte, der dem Trend der Trading-Multiplikatoren folgt. Analytisch betrachtet ist die Aussagekraft dieser mittels Kalibrierung adjustierten Transaktionsmultiplikatoren höher, wenn Homogenitätsprämissen erfüllt sind, also die vergleichbare Entwicklung von Peer Group und Transaktionsobjekt im Hinblick auf erwartete Effekte aus Inflation und Risikowahrnehmung.

Business Judgement –

Bewertungen im Rahmen von
strategischen Entscheidungen



Der Erwerb oder die Veräußerung von Unternehmen, Unternehmensteilen oder einzelnen materiellen bzw. immateriellen Vermögenswerten und die Bildung von Kooperationen und Joint Ventures (Transaktionen), aber auch umfangreiche Transformationen des Unternehmens selbst, stellen für Vorstand und Aufsichtsrat eines Unternehmens regelmäßig eine komplexe Entscheidungssituation dar. Die betreffenden Organe müssen Entscheidungen zum Wohle der Unternehmensentwicklung treffen, die von Annahmen und – da regelmäßig mit entsprechendem Zukunftsbezug – hohen Unsicherheiten begleitet sind. Unsicherheiten ergeben sich durch Annahmen über die zukünftige Markt- und Geschäftsentwicklung oder beispielweise mögliche Synergieeffekte. Entscheidungen über die Durchführung oder Nichtdurchführung einer Transaktion oder Transformation beeinflussen oftmals in erheblichem Umfang den zukünftigen Erfolg und die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens. Wie können Organmitglieder im Zusammenhang mit der Veränderung des Unternehmens entstehende Unsicherheiten quantifizieren, um fundierte und angemessene Entscheidungen zu treffen? Mit der gesetzlich kodifizierten sog. ‚Business Judgement Rule‘ werden der Unternehmensleitung Vorgaben auferlegt, um zum Wohle der Gesellschaft und damit ihrer Anteilseigner zu handeln und durch ihre Einhaltung mögliche eigene Haftungsrisiken zu reduzieren. Neben einer breiten rechtsgeprägten Literatur zur Business Judgement Rule gewinnen ökonomisch geprägte Vorgaben zur Auslegung und Einhaltung zunehmend an Bedeutung.

Rechtlicher Hintergrund

Die Business Judgement Rule hat ihren Ursprung im US-amerikanischen Recht, wo sie bereits seit Jahrzehnten anerkannt ist. Sie soll Mitgliedern des Vorstands und Aufsichtsrats als „sicherer Hafen“ dienen, indem sie ihnen unternehmerisches Ermessen bei Entscheidungen und Handlungen gewährt. Die gesetzliche Regel besagt, dass Organe nicht für den Erfolg einer unternehmerischen Initiative verantwortlich sind, sondern zunächst für im Sinne der

Business Judgements vertretbare Entscheidungen. Durch die Auslegung der Verantwortlichkeit bietet sie Vorständen und Aufsichtsräten einen „sicheren Hafen“, um bedeutende Entscheidungen zu legitimieren. In Deutschland wurde die Business Judgement Rule mit dem § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG in das Gesellschaftsrecht übernommen und dient seither als Leitprinzip für die Beurteilung von Entscheidungen von Vorständen, Aufsichtsräten und von Unternehmensführungsorganen anderer Rechtsformen.

Der Business Judgement Rule nach liegt „eine Pflichtverletzung [...] nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied / das Aufsichtsratsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.“

(§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG)

Das Gesetz bezieht sich auf unternehmerische Entscheidungen, was impliziert, dass der Entscheidungsträger die Möglichkeit hat, zwischen Handlungsoptionen zu wählen und nicht an eine bestimmte Entscheidung gebunden ist. Die Handlungsoptionen sind grundsätzlich zukunftsbezogen und daher mit Risiken verbunden. Regelmäßig führen zum Beispiel Transaktionen oder Transformationen zu Entscheidungen mit erheblichen strukturellen und finanziellen Konsequenzen.

Im Entscheidungsprozess ist die Business Judgment Rule nach zwei Handlungsmaßstäben zu berücksichtigen. Zunächst ist die Entscheidung zum Wohle des Unternehmens zu treffen, indem die Geschäftsführung bei ihrer Entscheidungsfindung das Fortbestehen des Unternehmens und die Rentabilität des Geschäftsmodells in den Mittelpunkt stellt. Die zu treffende Entscheidung muss frei von Interessenskonflikten, Fremdeinflüssen und einem unmittelbaren Eigeninteresse sein. Darüber hinaus muss der Entscheidungsträger bei der Wahl seiner Entscheidung davon ausgehen können, im besten Interesse des Unternehmens zu handeln – dabei gilt der Grundsatz des guten Glaubens. Ferner sind Entscheidungen auf Basis angemessener Informationen zu treffen. Im Entscheidungsprozess sind daher alle in der konkreten Situation verfügbaren Informationen einzubeziehen, sodass Vor- und Nachteile sowie Risiken angemessen abgeschätzt werden können. Dabei ist zu beachten, dass mit einem erhöhten Risiko auch die Anforderungen an die Detailtiefe der Informationsquelle steigt.

Wertorientierung und Standardisierung

Vor dem Hintergrund derartig komplexer Entscheidungen sollten die Unternehmensorgane eine angemessene Beurteilung des Transaktions- bzw. Transformationsumfelds und -gegenstands erarbeiten. Die Entscheidung über Transaktionen und/oder unternehmerische Initiativen sollte sich hierbei eng an mit ihnen verbundenen Wertveränderungen orientieren – hierdurch lassen sich die juristischen Vorgaben hinsichtlich einer geforderten Unternehmenswohlorientierung quantitativ operationalisieren. Durch die mit einer Wertorientierung verbundenen Bewertungen des Transaktions- bzw. Transformationsgegenstands lassen sich sodann in Rechtsprechung und Unternehmenspraxis allgemein anerkannte Regelungen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen heranziehen. Regulierte Bewertungen können hierdurch einen quantitativ unterlegten und dadurch nachvollziehbaren Beitrag zur Beurteilung unternehmerischer Entscheidungen sowie der ihnen zugrunde liegenden Annahmen leisten.

Herausforderung bei der Beurteilung

Unternehmerische Entscheidungen werden regelmäßig auf der Basis subjektiver Annahmen und Erwartungen getroffen. Ein erwarteter Mehrwert

und hierdurch das Initial zu unternehmerischem Handeln entsteht nur dann, wenn zum Beispiel im Rahmen einer Transaktion beim Erwerb ein geringerer Preis gezahlt wird, als der (subjektive) Wert zum Zeitpunkt der Transaktion – basierend auf subjektiven Annahmen und Erwartungen. Entsprechende gezahlte Preise exakt dem erworbenen Wert, würde nur „Geld getauscht“ werden und keinerlei Mehrwert entstehen. Bei etwaigen nachgelagerten Überprüfungen unternehmerischer Entscheidungen hinsichtlich ihrer Eignung zum Wohle der Gesellschaft können somit die folgenden Fragen entstehen: Lag der gezahlte Preis tatsächlich unterhalb des (subjektiven) Werts zum Entscheidungszeitpunkt? Basierte der subjektive Wert auf nachvollziehbaren subjektiven Annahmen und Erwartungen? Nur wenn beide Fragen positiv beantwortet werden können, kann davon ausgegangen werden, dass die unternehmerische Entscheidung zum Wohle der Gesellschaft und damit ihrer Anteilseigner erfolgte, da sie zumindest nicht wertvernichtend wirkte. Hieraus resultieren zwei Herausforderungen, die auch durch den Rückgriff auf etablierte Standards des Berufsstands der Wirtschaftsprüfer in Deutschland zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) und Fairness Opinions (IDW 8) bislang nicht vollständig beantwortet werden.

So orientiert sich eine Fairness Opinion gemäß IDW S 8 unter anderem an beobachtbaren Preisen im Marktumfeld, Börsenkursen sowie daraus abgeleiteten Multiplikatoren. Hierdurch ist denkbar, dass gezahlte Preise möglicherweise „fair“ sind, weil sie sich noch hinreichend in das Preisgefüge eines möglicherweise „überpreisten“ Marktes in Boomphasen einbetten lassen. Der Vergleich von Preisen mit Preisen sichert jedoch nicht die oben angeführte Wertorientierung, da denkbar ist, dass gezahlte Preise in der zu beurteilenden Transaktion unterhalb von Vergleichspreisen vergleichbarer Transaktionen im aktuellen Marktumfeld liegen, sie jedoch gleichwohl oberhalb subjektiver Grenzpreise liegen könnten.

Der IDW S 1 in aktueller Fassung postuliert Vorgaben für die Bestimmung subjektiver Entscheidungswerte sowie objektivierter Unternehmenswerte. Erstere bestimmt der Bewerter oftmals in der Funktion des Beratenden, letztere regelmäßig in der Funktion des neutralen Gutachters. Die nachvollziehbare Ableitung bzw. Überprüfung eines subjektiven Entscheidungswertes und somit die Nachvollziehbarkeit subjektiver Annahmen und Erwartungen ist somit bislang zumindest nicht vollständig in den vorgenannten Standards geregelt und auch in den flankierenden Funktionen des Bewerbers bislang nicht hinreichend reflektiert.

Im Ergebnis liegt die Herausforderung der Business Judgment Rule somit darin, ökonomische Vorgaben und Auslegungen zu entwickeln und umzusetzen, die die mögliche Beliebigkeit rein subjektiver

Annahmen und Erwartungen intersubjektiv eingeschränkt, ohne hierdurch den wirtschaftlich notwendigen unternehmerischen Handlungsspielraum von Entscheidenden unnötig zu begrenzen. Hierbei ist insbesondere zu berücksichtigen, dass es im Falle nachgelagerter Überprüfungen unternehmerischer Entscheidungen nahezu irrelevant ist, ob sich bis zum Überprüfungszeitpunkt subjektive Erwartungen tatsächlich erfüllt haben. Es kommt vielmehr darauf an, was zum Entscheidungszeitpunkt nach bestem Wissen und Gewissen subjektiv – jedoch intersubjektiv nachprüfbar – zum Wohle der Gesellschaft war. Mit zunehmender Notwendigkeit der Überprüfung unternehmerischer Entscheidungen ist zu erwarten, dass hierfür notwendige Vorgaben (weiter)entwickelt werden.

Bewertungsverfahren

In der Bewertungstheorie und -praxis wird grundsätzlich zwischen marktpreisorientierten und kapitalwertorientierten Verfahren differenziert. In speziellen Fällen ist die Anwendung eines kostenorientierten Verfahrens ebenfalls möglich.

Bei marktpreisorientierten Verfahren wird auf Basis historischer Transaktionen oder direkt beobachtbarer Preise ein Multiplikator in Bezug zu einer definierten Kennzahl (beispielsweise eine Ergebnisgröße) abgeleitet, der wiederum auf das eigene Bewertungsobjekt Anwendung findet. Kapitalwertorientierte Verfahren leiten Unternehmenswerte auf Basis erwarteter zukünftiger Zahlungsströme ab, deren Barwert mit risiko- und laufzeitäquivalenten Kapitalkosten zum Bewertungsstichtag ermittelt wird. Kostenorientierte Verfahren ermitteln den Wert auf Basis von Reproduktions- oder Wiederbeschaffungsneukosten und kommen in der Regel dann zum Einsatz, wenn keine ausreichende Datenbasis für die beiden zuvor genannten Verfahren vorliegt, sodass eine verlässliche Bewertung auf Basis dieser Verfahren nicht möglich ist.

In der hier diskutierten Fragestellung können marktpreisorientierte Verfahren zwar bei der Einschätzung des gezahlten Preises innerhalb des aktuellen Marktumfeldes helfen, notwendig ist jedoch primär die Anwendung eines kapitalwertorientierten Verfahrens, in dem die subjektiven Annahmen und Erwartungen Berücksichtigung finden. Dies gilt sowohl hinsichtlich der erwarteten zukünftigen – im Falle von Transaktionen auch zu berücksichtigender Synergien umfassenden – Zahlungsströme (Zähler des Bewertungskalküls) als auch in Bezug auf die zu berücksichtigenden subjektiven Renditeerwartungen (Nenner des Bewertungskalküls), die im Wesentlichen die subjektive Risikopräferenz des Entscheidenden widerspiegelt. Die subjektiven Annahmen hinsichtlich Zähler und Nenner müssen jedoch auch hierbei den grundlegenden Äquivalenzbedingungen der Unternehmensbewertung folgen und – wie bereits ausgeführt – einer intersubjektiven Überprüfung zugänglich sein.

Fazit

Entscheidungen im Zusammenhang mit Transaktionen und Transformationen sind für die verantwortlichen Organe eine überaus komplexe Herausforderung. Sie unterliegen Unsicherheiten hinsichtlich zukünftiger Annahmen und Erwartungen. Notwendige Entscheidungen werden in der Regel auf Basis unvollständiger Informationen sowie subjektiver Entscheidungskriterien getroffen. Zur Verhinderung möglicher Willkür unter dem Mantel unternehmerischer Entscheidungsfreiheit hat der Gesetzgeber die Business Judgement Rule im Aktiengesetz verankert. Die Business Judgement Rule soll sicherstellen, dass unternehmerische Entscheidungen zum Wohle der Gesellschaft und damit ihrer Anteilseigner erfolgen. Sie dient auch der Absicherung der Entscheidungen von Vorstand und Aufsichtsrat im Falle geforderter Überprüfungen ihrer Entscheidungen. Vorausgesetzt, dass eine Entscheidung auf Basis angemessener Informationen getroffen wurde, kann eine Bewertung von Handlungsoptionen eine angemessene Informationsgrundlage bereitstellen und den Nachweis der erwarteten Wertsteigerung aus der Entscheidung als operationalisiertes Maß für das Unternehmenswohl dienen. Notwendige Kriterien für die intersubjektive Nachvollziehbarkeit rein subjektiver Annahmen und Erwartungen werden sich zukünftig mit zunehmender Nachfrage nach der Unterlegung unternehmerischer Entscheidungen weiterentwickeln und etablieren. Bis dahin bilden die Regelungen der bewährten Standards IDW S 1 und IDW S 8 einen Ausgangspunkt für die Bewertung der Handlungsoptionen.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin

**Newsletter kostenlos
abonnieren**

[www.kpmg.de/newsletter/
subscribe.aspx](http://www.kpmg.de/newsletter/subscribe.aspx)

Sprechen Sie uns an



Stefan Schöniger
Partner

Fuhrentwiete 5
20355 Hamburg
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com



Dr. Andreas Tschöpel
Partner

Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin
T +49 30 2068-1488
atschoepel@kpmg.com

kpmg.com/socialmedia



Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation.

© 2023 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht und ein Mitglied der globalen KPMG-Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer Private English Company Limited by Guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind Marken, die die unabhängigen Mitgliedsfirmen der globalen KPMG-Organisation unter Lizenz verwenden.