

Valuation News

DEAL ADVISORY

Frühjahr 2016

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen auch mit dieser sechzehnten Ausgabe unserer „Valuation News“ wieder aktuelle Themen der Unternehmensbewertung vorstellen zu können.

Zunächst beantworten wir ausgewählte Fragestellungen im Rahmen der Bewertung junger Unternehmen. Die Bewertung eines Start-ups ist eine Wertableitung unter hoher Unsicherheit. Die zur Anwendung kommenden Bewertungsverfahren und -modelle müssen daher die mit hohen Volatilitäten verbundenen Geschäftsmodelle junger Unternehmen und die Vielzahl von Annahmen, die zu treffen sind, sachgerecht abbilden können. Der zweite Artikel befasst sich mit der Quantifizierung von Rechtsrisiken. Es ist regelmäßige Aufgabe des Vorstands und Aufsichtsrats, drohende oder bereits laufende Rechtsstreitigkeiten auf mögliche Wertauswirkungen zu prüfen. Hierzu eignet sich eine modelltechnische Abbildung aller Optionen im Rahmen eines Rechtsstreits nach den Grundsätzen der Entscheidungstheorie und unter Anwendung eines kapitalwertorientierten Bewertungsver-

fahrens wie dem Discounted-Cash-flow-Verfahren. Abschließend beleuchten wir Optionen in Unternehmensverträgen. Bereits im Rahmen der Vertragsgestaltung sollte der Wertbeitrag von Optionsrechten ermittelt und dokumentiert werden. Nur dadurch ist sichergestellt, dass im Rahmen der Vertragsverhandlungen die Entscheider über eine ausreichende Informationsbasis zu den in Rede stehenden Optionsrechten verfügen und diese zielgerecht einsetzen können.

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

Dr. Marc Castedello
Partner

Stefan Schöniger
Partner

Inhalt

**Bewertung junger Unternehmen –
großes Potenzial, hohe Risiken**
Seite 2

**Ihr gutes Recht – Quantifizierung von
Rechtsrisiken**
Seite 5

**Optionen in Unternehmensverträgen –
wirtschaftlicher Wert und
unternehmerisches Risiko**
Seite 7

Bewertung junger Unternehmen - großes Potenzial, hohe Risiken

Fragen der Unternehmensbewertung werden neben dem generellen Fokus auf die Steigerung des Unternehmenswerts für Unternehmensgründer spätestens dann relevant, wenn externe Partner zur Finanzierung mit an Bord geholt werden. So bestimmt der Unternehmenswert im Vergleich zu der in Aussicht gestellten Kapitalerhöhung den Anteil am Unternehmen, den der potenzielle Investor als Gegenleistung erhält. Die Bewertung eines Start-ups ist eine Wertableitung unter erheblicher Unsicherheit. Aufgrund der mit hohen Volatilitäten verbundenen Geschäftsmodelle junger Unternehmen und der vielen Annahmen, die zu treffen sind, können die Unternehmenswerte folglich innerhalb erheblicher Bandbreiten liegen. Vor dem Hintergrund der großen wirtschaftlichen Relevanz für den Gründer und die Investoren ist eine nachvollziehbare und belastbare Bewertung des Start-ups unerlässlich.

Bewertungsverfahren in der Praxis

Unabhängig von der gewählten Bewertungsmethodik basiert ein Unternehmenswert immer auf der Erwartung künftiger unsicherer Zahlungsströme. Diese werden je nach Vorgehen auf unterschiedliche Art und Weise zu einem bestimmten Zeitpunkt (Bewertungsstichtag) in einen Unternehmenswert transformiert. Grundlage jeder Unternehmensbewertung ist immer ein fundierter Businessplan zur Ableitung der künftig erwarteten Zahlungsströme. Die in der Praxis üblichen Bewertungsverfahren werden nachfolgend kurz skizziert. Anschließend stellen wir ein Konzept zur Berücksichtigung der Besonderheiten von jungen Unternehmen im Rahmen zahlungsstromorientierter Bewertungsverfahren vor.

Multiplikatorenbewertung

Die Unternehmensbewertung bzw. genauer gesagt die Unternehmensbepreisung mittels Multiplikatoren ist rein transaktionsmarktorientiert und hat unter Berücksichtigung des aktuellen Marktumfelds regelmäßig einen potenziellen Preis des bewerteten Unternehmens zum Ergebnis. In der Multiplikatorenbewertung wird davon ausgegangen, dass gewisse Ertragszahlen und operative Kennzahlen für die Preisbestimmung genutzt werden können. Durch die

Verwendung marktorientierter Multiplikatoren auf die Kennzahlen des Unternehmens werden die subjektiven Preisvorstellungen der Beteiligten teilweise durch die Objektivität des Marktes ersetzt. Eine Multiplikatorenbewertung kann Zeit und Kosten sparen, falls in einem ersten Schritt auf eine (tiefer) Plausibilisierung der maßgeblichen Planungsrechnung des Bewertungsobjekts und eine intensive Analyse hinsichtlich der den Multiplikatoren zugrunde liegenden Vergleichsunternehmen verzichtet wird. So abgeleitete erste überschlägige Preisabschätzungen sind allerdings mit hohen Unsicherheiten verbunden. Sie können durch weiterführende Analysen hinsichtlich der Planungsrechnungen und der Vergleichsunternehmen (teilweise) reduziert werden. Beobachtbare Kaufpreise und damit auch die daraus abgeleiteten Multiplikatoren beinhalten jedoch stets auch unternehmensspezifische Komponenten, wie etwa konkrete Risiken der Erlangung der Marktreife sowie Synergien zum Geschäftsmodell des Investors, die auf das zu bewertende Unternehmen regelmäßig nicht übertragen werden dürfen. Für nicht börsennotierte Unternehmen sind außerdem realisierte Kaufpreise nur sehr schwer am Markt ermittelbar.

Discounted-Cashflow-Bewertung

Die Discounted-Cashflow-Bewertung (DCF-Bewertung) baut auf dem finanzmathematischen Konzept der Abzinsung (Discounting) von Zahlungsströmen (Cashflows) zur Ermittlung des Kapitalwerts (Barwerts) künftiger Zahlungsströme auf. Die Summe der diskontierten Zahlungsüberschüsse ergibt den Unternehmenswert. Die Renditeforderungen umfassen hierbei regelmäßig eine Vergütung für die temporäre Überlassung von Kapital (Basiszinssatz) sowie eine Prämie für die Übernahme unternehmerischen Risikos. Diese Risikoprämie ist vor allem für Start-ups sehr hoch. DCF-Bewertungen sind grundsätzlich, unabhängig vom Bewertungsanlass, von der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung anerkannt. Bei der Bewertung von Start-ups nach diesem Verfahren sind jedoch Besonderheiten zu beachten, die nachfolgend dargestellt werden.

Venture-Capital-Bewertung

Die Venture-Capital-Methode ist eine Kombination aus dem DCF- und dem Multiplikatoren-Verfahren. Sie findet in der Praxis häufig Anwendung, um den Unternehmenswert eines Start-ups vor dem Einstieg eines Venture-Capital-Investors zu ermitteln. In einem ersten Schritt werden künftige Umsatz- und Ergebniszahlen bis zum Ausstieg des Investors durch Verkauf (Exit) anhand einer Unter-

nehmensplanung ermittelt. Auf Basis der erwarteten Umsatz- und Ergebnisgrößen zum angenommenen Verkaufszeitpunkt wird der Exit-Erlös bei Verkauf (oder Börsengang) des Unternehmens mithilfe eines relevanten Multiplikators ermittelt. Der sich ergebende Exit-Erlös wird mit der vom Investor erwarteten Rendite abgezinst. Auf diese Weise wird der sogenannte Post-Money-Unternehmenswert zum heutigen Tag ermittelt. Nach Abzug des ursprünglichen Kapitaleinsatzes des Investors ergibt sich der den Pre-Money-Wert des Unternehmens.

Vorteile der Venture-Capital-Methode liegen vor allem in der stark vereinfachten Vorgehensweise und der Kombination von Multiplikator- und DCF-Bewertung für erste überschlägige Preisabschätzungen. Allerdings teilt das Verfahren dabei auch die genannten Nachteile insbesondere der Multiplikator-Bewertung. Verlässliche Ergebnisse lassen sich auch hier nur durch detaillierte Analysen sowohl auf Planungs- als auch auf Kapitalkostenebene ermitteln. Folglich kann die Venture-Capital-Methode bei der Preisfindung ebenfalls nur als grobe Orientierung dienen.

Besonderheiten bei der Bewertung eines Start-ups

Start-ups weisen im Vergleich zu etablierten Unternehmen besondere Merkmale auf:

- Eingeschränkter Informationsumfang: Naturgemäß liegt keine oder nur eine kurze Unternehmenshistorie zur Beurteilung der „Zukunftsfähigkeit“ vor.
- Innovationsfähigkeit und Herrschaftswissen: Der Unternehmensgründer selbst bildet meist den wichtigsten Erfolgsfaktor im Hinblick auf die Innovationsfähigkeit. Damit verbunden ist eine hohe Abhängigkeit

vom Know-how des Unternehmensgründers.

- Große Chancen und Risiken: Zum Zeitpunkt der Bewertung stehen häufig geringe Umsätze bei gegebenenfalls operativen Verlusten und unsicheren Ergebnissen beträchtlichen Potenzialen hinsichtlich der absoluten Höhe und des erwarteten Wachstums gegenüber.
- Abhängigkeit von externem Eigenkapital: Zur Deckung des Liquiditätsbedarfs sind Start-ups auf externes Eigenkapital in Form von Wagniskapital (Förderinstitute, Venture Capital, Private Equity) angewiesen. Die Innenfinanzierungspotenziale der Gründer sind oftmals bereits in der Gründungsphase erschöpft. Aufgrund der hohen Risikoaufschläge kommt eine Fremdkapitalfinanzierung selten infrage.

Neben der Insolvenz eines Start-ups aus wirtschaftlichen Gründen, zum Beispiel aufgrund eines nicht erfolgreichen Geschäftsmodells oder einer nicht ausreichenden Finanzierung, erfolgt ein bemerkenswert hoher Anteil der Schließungen junger Unternehmen ohne unmittelbaren wirtschaftlichen Zwang. Ein Teil der Start-ups beendet ihre Geschäftstätigkeit unter anderem, wenn der Unternehmer keine für sich ausreichende Entlohnung erzielt, zu hohen Stress empfindet, die Unternehmertätigkeit als zu riskant ansieht oder auch eine neue Geschäftsidee hat.

In der Praxis führen diese wirtschaftlichen und nicht wirtschaftlichen Charakteristika zu einer hohen Ausfallwahrscheinlichkeit von Start-ups. Diese liegt innerhalb der ersten Dekade eines Unternehmens in der Regel deutlich über dem Ausfallrisiko etablierter Unternehmen. Empirisch lässt sich überschlägig feststellen, dass im siebten Jahr nach der

Gründung nur noch rund 30 bis 40 Prozent aller Jungunternehmen existieren.

Bewertung eines Start-ups mit der DCF-Methode

Eine Unternehmensbewertung anhand der DCF-Methode für Start-ups ist trotz hoher Unsicherheiten in der Planungsrechnung sinnvoll, da nur auf diese Weise eine intensive Auseinandersetzung mit den Planungsprämissen und dem Geschäftsmodell erfolgt. Die dabei entwickelte Sicht auf die wesentlichen Performance- und Risikotreiber des Geschäftsmodells ist eine Grundvoraussetzung für Diskussionen zum Beispiel mit potenziellen Investoren.

In Anbetracht der Anlaufphase eines Start-ups empfiehlt sich ein verlängerter Planungshorizont für den Businessplan. Vor allem angesichts der hohen Ausfallwahrscheinlichkeit in den ersten Jahren sollte dieser – abhängig vom zugrunde liegenden Geschäftsmodell – auf etwa zehn Jahre angelegt sein. Doch gerade bei einem Start-up sind verlängerte Planungshorizonte aufgrund der jungen und damit noch sehr unsicheren Geschäftsmodelle deutlich herausfordernder als bei Unternehmen mit einer langjährigen Historie, deren künftig erwartete Zahlungsüberschüsse in der Regel mit höherer Sicherheit prognostiziert werden können. Um die signifikant größeren Unsicherheiten in der Planung eines Start-ups vollständig berücksichtigen zu können, sind zum einen integrierte und flexible Planungsmodelle zur systematischen Erfassung der relevanten Performance- und Risikotreiber heranzuziehen. Zudem sollten mehrwertige strategische Planungsszenarien angewendet werden. So nutzt KPMG zur Plausibilisierung und Analyse mehrwertiger Planungsrechnungen regelmäßig Monte-Carlo-Simulationen sowie eigene,

speziell für diese Belange entwickelte Ansätze zur konsistenten Erfassung und Untersuchung der Performance und der Risiken.

Mithilfe dieser Modelle werden die maßgeblichen Performance- und Risikotreiber hinsichtlich ihrer Relevanz sowie ihrer möglichen Ausprägungsbandbreite analysiert. Tornado-Diagramme zeigen hierbei die Relevanzreihenfolge, die Verteilungsfunktion, die Volatilität und den Erwartungswert des gesuchten Unternehmenswerts auf. Im Ergebnis lässt sich auf der Basis einer Vielzahl denkbarer Szenarien der Erwartungswert der geplanten Größen explizit quantifizieren. Dieser kann dann mit den Werten einer einwertigen Basisplanung verglichen werden. Auch kann er mit Einschätzungen bezüglich des besonderen Risikoniveaus der Planungsrechnung eines Start-ups unterlegt werden. Die genannten Simulationsrechnungen können zudem helfen, empirisch beobachtbare Ausfallwahrscheinlichkeiten des konkreten Einzelfalls zu plausibilisieren und gegebenenfalls anzupassen.

Um die besonderen Ausfallwahrscheinlichkeiten von Start-ups zu ermitteln, eignen sich zwei Vorgehensweisen. Zum einen können zusätzliche Ausfallrisiken als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz erfasst werden (siehe Venture-Capital-Bewertung). So erwarten beispielsweise Venture Capital-Gesellschaften pro Jahr von ihren Beteiligungen in der Regel eine hohe Verzinsung bis zum Exit (circa 25 bis 70 Prozent). Diese beruht auf der großen Ausfallwahrscheinlichkeit eines Start-ups. Zum anderen können zur Ermittlung die besonderen Ausfallrisiken durch Abschläge unmittelbar in den erwarteten Zahlungsströmen berücksichtigt werden. Eine mittelbare Berücksichtigung der Ausfallwahrscheinlichkeit von Start-ups in den Zah-

lungsströmen ist dergestalt möglich, dass die Zahlungsströme mit Eintrittswahrscheinlichkeiten multipliziert und mit Renditeerwartungen börsennotierter Unternehmen (Kapitalkosten aus dem Kapitalmarktmodell CAPM) diskontiert werden.

Durch mehrwertige Planungsanalysen auf Basis der relevanten Performance- und Risikotreiber einerseits und die Berücksichtigung der höheren Ausfallwahrscheinlichkeiten von Start-ups andererseits können nachvollziehbar und belastbare Unternehmenswerte oder -wertbandbreiten für Start-ups ermittelt werden, die sowohl für den Unternehmensgründer als auch für einen Investor eine geeignete Entscheidungsgrundlage zum Beispiel im Fall einer Transaktion darstellen können.

Ihr gutes Recht – Quantifizierung von Rechtsrisiken

Rechtsstreitigkeiten stellen für Unternehmen ein hohes Risiko dar und sind dennoch nahezu integraler Bestandteil unternehmerischer Tätigkeit. Bereits der bekannte Ökonom Milton Friedman wusste in seinem Klassiker „Kapitalismus und Freiheit“, dass absolute Freiheit wirtschaftlichen Handelns unmöglich ist. Er stellte plakativ fest: „My freedom to move my fist must be limited by the proximity of your chin“. Rechtsrisiken nehmen für Unternehmen einen immer größer werdenden Stellenwert ein und konfrontieren diese mit wachsenden Anforderungen an ihre Organisationsstruktur sowie an ihre unternehmerische Tätigkeit. Nahezu alle großen Konzerne sind von Schadenersatz-, Produktqualitäts-, Patentrechts- sowie Korruptions- und Kartellrechtsrisiken betroffen. Hieraus resultieren zahlreiche Gerichtsverfahren mit einer entsprechenden bilanziellen Erfassung dieser Rechtsrisiken in Form von Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten sowie tatsächlichen Inanspruchnahmen in teilweise existenzbedrohender Höhe.

Rechtsrisiken als Anwendungsfall wertorientierter Entscheidungen

Jedes erfolgreiche Unternehmen will und muss sein Geschäftsmodell absichern oder sich gegen Angriffe verteidigen. Der KPMG-Beratungsansatz „Corporate Economic Decision Assessment“ (kurz: CEDA) ermöglicht es, Rechtsrisiken im Sinne eines wertorientierten Entscheidungsansatzes zu beleuchten (für weitere Ausführungen zu CEDA siehe auch unseren Newsletter vom Winter 2015/2016).

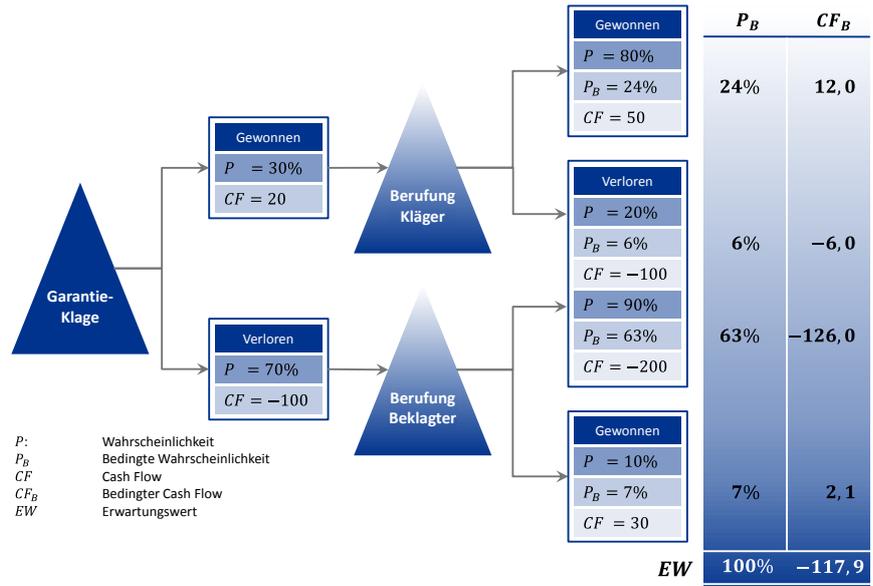
Stakeholder fordern vermehrt, unternehmerische Entscheidungen transparent und eindeutig zu unterlegen. Dies macht eine fundierte kommerzielle Analyse der auftretenden Rechtsrisiken im Spannungsfeld zwischen Rendite- und Risikoauswirkungen notwendig. CEDA schließt die Lücke zwischen einer oftmals qualitativ geprägten reinen Rechtsberatung und der Orientierung an einer quantifizierbaren Wertentwicklung im Sinne der Stakeholder. Messlatte für jede Entscheidung – auch im Rahmen eines Rechtsstreits – muss die durch sie geschaffene Wertauswirkung auf das Unternehmen sein.

Quantifizierung von Rechtsrisiken – ein Anwendungsfall

Der folgende Anwendungsfall verdeutlicht die Einsatzmöglichkeiten von CEDA bei der Analyse von Rechtsstreitigkeiten: Es ist regelmäßig Aufgabe des Vorstands und Aufsichtsrats, drohende oder bereits laufende Rechtsstreitigkeiten auf mögliche Wertauswirkungen zu prüfen. Im vorliegenden Fall war ein Unternehmen in mehrere laufende und wechselseitige Rechtsstreitigkeiten mit mehreren gegnerischen Parteien verstrickt. Hierbei hatten sich über einen längeren Zeitraum sowohl eine beträchtliche Anzahl an Schadenersatzklagen mit unterschiedlichen Klagesachverhalten und entsprechend divergierenden Streithöhen als auch gegenseitige Abhängigkeiten der einzelnen Verfahren und Verfahren an örtlich unterschiedlichen Gerichtsständen angehäuft. Der Vorstand des Unternehmens erwog nun die Möglichkeit, durch den Abschluss eines Generalvergleichs alle laufenden Verfahren endgültig beizulegen und sich durch entsprechende bilaterale Vereinbarungen auf eine Vergleichssumme zu einigen.

Aufgabenstellung des Vorstands und Aufsichtsrats war es folglich, zu entscheiden, ob sie den Vergleich annehmen oder diesen ablehnen und alle laufenden Rechtsstreitigkeiten fortführen sollten. Um vor dem Hintergrund dieser Ausgangslage eine wertorientierte Entscheidung treffen zu können, galt es zu analysieren, welche wirtschaftlichen Folgen – im Sinne einer Barwertbetrachtung – sich für das Unternehmen bei Annahme oder Ablehnung des Vergleichs ergeben. Grundlage dieser Entscheidungsfindung war eine wahrscheinlichkeitsgewichtete Gegenüberstellung der Barwerte beider Optionen, anhand deren Höhe sich eine Rangfolge der Optionen nach wirtschaftlichen Maßstäben ableiten ließ. Gemeinsam mit dem Rechtsberater des Unternehmens wurden mittels CEDA laufenden Rechtsstreitigkeiten anhand von Entscheidungsbäumen unter Berücksichtigung gegenseitiger Abhängigkeiten strukturiert sowie den einzelnen Verfahren pfadabhängige Erfolgswahrscheinlichkeiten mit entsprechenden Verteilungsannahmen und pfadabhängigen Streitwerten zugeordnet. Auf Basis dieser Analyse erfolgte eine modelltechnische Abbildung

beider Optionen nach den Grundsätzen der Entscheidungstheorie und unter Anwendung eines kapitalwertorientierten Bewertungsverfahrens (Discounted-Cashflow-Verfahren). Durch eine Simulations- und Szenario-Betrachtung wurden für beide Optionen die maßgeblichen Werttreiber identifiziert und darauf aufbauend rechtliche Absicherungsmaßnahmen entwickelt. Als Ergebnis lag dem Vorstand und Aufsichtsrat eine nach kommerziellen Maßstäben erstellte, fundierte Entscheidungsgrundlage vor. Erst eine Quantifizierung des Werteeinflusses der Handlungsalternativen ermöglichte eine unternehmerische Entscheidung unter Berücksichtigung der damit verbundenen Risiko- und Ertragsauswirkungen.



Quelle: KPMG, 2016¹

Anwendung in verschiedenen Rechtsgebieten

Die Anwendbarkeit und der damit verbundene Mehrwert von CEDA bei Rechtsstreitigkeiten ist nicht auf obigen Fall beschränkt. Weitere Anwendungsfälle sind beispielsweise kommerzielle Analysen im Rahmen von Produktqualitätsrisiken. Hierbei werden durch eine modelltechnische Abbildung des Streitsachverhalts die maßgeblichen Werttreiber identifiziert und in eine entscheidungsrelevante Wertkomponente überführt. Erst die Quantifizierung einzelner Wertkomponenten und die damit verbundene modelltechnische Abbildung von Abhängigkeiten ermöglichen eine zielgerichtete Entwicklung von Absicherungsmaßnahmen.

Die folgende Abbildung zeigt exemplarisch einen vereinfachten Entscheidungsbaum im Fall eines Rechtstreits bei Produktqualitätsrisiken:

Des Weiteren ermöglicht CEDA eine Quantifizierung der zu erwartenden Höhe von Streitwerten beispielsweise in Korruptions- oder Kartellrechtsverfahren und liefert gleichzeitig eine verlässliche Dokumentation der bilanziellen Erfassung dieser Rechtsrisiken. Darüber hinaus lassen sich in Fällen unzulässiger wirtschaftlicher Nutzung von geistigem Eigentum, wie Marken und Patente, durch kommerzielle Analysen des wirtschaftlich zu erwartenden Schadens höhere Erfolgswahrscheinlichkeiten in der Durchsetzung eigener Interessen erzielen.

Im Ergebnis bietet der wertorientierte Entscheidungsansatz CEDA auch für die Vielzahl von Anwendungsfällen im Rahmen von Rechtsstreitigkeiten eine fundierte Grundlage unternehmerischer Entscheidungen. Eine oftmals qualitativ geprägte reine Rechtsberatung wird durch eine belastbare Quantifizierung und damit durch eine Wertorientierung im Sinne der Stakeholder ergänzt.

¹ Anmerkung: Obige Darstellung zeigt einen stark vereinfachten Entscheidungsbaum im Rahmen einer Garantieklage mit anschließenden Berufungsverfahren aus der Perspektive des Beklagten. Einzelnen Zuständen wurden Eintrittswahrscheinlichkeiten und Cashflows zugeordnet. So ergibt sich beispielsweise eine bedingte Wahrscheinlichkeit, die Berufungsklagen nach Ausgang des ersten Verfahrens zu verlieren, in Höhe von 69 % (=70 %*90 % + 30 %*20 %). Die pfadabhängigen bedingten Wahrscheinlichkeiten ergeben insgesamt 100 %. Angaben zur Höhe der Cashflows sind bei Eintritt des jeweiligen Zustandes. Auf eine Berücksichtigung des Eintrittsdatums der einzelnen Zustände und einer entsprechenden Diskontierung wurde vereinfachend verzichtet.

Optionen in Unternehmensverträgen – wirtschaftlicher Wert und unternehmerisches Risiko

Individuelle Anforderungen von Vertragsparteien werden in Unternehmensverträgen häufig durch Optionsrechte umgesetzt. Optionsrechte sind daher regelmäßig Bestandteil von Unternehmenskaufverträgen, Beschaffungs- und Absatzverträgen oder Finanzierungsverträgen. Sie umfassen dabei entweder Wahlrechte der Vertragsparteien, wie beispielsweise das Recht, einen (Minderheiten-)Anteil an einem Unternehmen zu erwerben oder zu veräußern, oder legen Zahlungen abhängig vom Eintreten zukünftiger Ereignisse fest, wie beispielsweise Earn-out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen, Haftungsregelungen oder Preisanpassungsklauseln in Beschaffungs- und Lieferverträgen. Bei der Gestaltung von Verträgen stehen Unternehmen vor der Herausforderung, den wirtschaftlichen Wert von Optionsrechten im Rahmen von Vertragsverhandlungen angemessen zu berücksichtigen, die Optionsrechte anreizkompatibel zu gestalten und in der Rechnungslegung anforderungsgemäß abzubilden. Wichtige Voraussetzung für einen erfolgreichen Einsatz von Optionsrechten in Unternehmensverträgen ist daher, sich vor Vertragsschluss Transparenz zu dem Wert und den wirtschaftlichen Chancen und Risiken solcher Vertragsbedingungen zu verschaffen.

Strategische Fragestellungen

In Vertragsverhandlungen ist der Umgang mit unsicheren zukünftigen Entwicklungen häufig ein wesentlicher Entscheidungsfaktor für das Zustandekommen und die Konditionen einer Übereinkunft. Optionsrechte und ereignisabhängige Vertragsklauseln können dabei helfen, einen Vertragsabschluss zu erzielen, Risiken aus unsicheren zukünftigen Entwicklungen in den Vertragskonditionen zu berücksichtigen und eine angemessene Kompensation der Vertragsparteien sicherzustellen.

Die Zielsetzung von Optionsrechten kann es dabei sein, Vertragsparteien gegenüber unerwarteten Markt- und Preisentwicklungen, dem Eintreten von Haftungsfällen oder negativen Ergebniseffekten aus unternehmerischen Entscheidungen abzusichern, oder eine angemessene Beteiligung der Vertragsparteien an erwarteten, aber unsicheren zukünftigen Markt- bzw. Unternehmensentwicklungen sicherzustellen. Der Einsatz von Optionsrechten in Unternehmensverträgen ist insbe-

sondere dann sinnvoll, wenn zukünftige Markt- und Unternehmensentwicklungen das Entscheidungsverhalten oder die Wertvorstellungen der Vertragsparteien beeinflussen.

Eine transaktionsbegleitende Wert- und Risikoanalyse zu den Auswirkungen vertraglicher Optionsrechte auf Transaktionswerte, Finanzkennzahlen und die Rechnungslegung zählt zu den Grundvoraussetzungen für eine zielgerichtete Strukturierung vertraglicher Optionsrechte und ist für die Beurteilung der Konditionengestaltung und Werthaltigkeit vertraglicher Optionsrechte unabdingbar.

Gestaltungsvarianten

Optionen in Unternehmensverträgen umfassen Wahlrechte, die an spezifische Bedürfnisse oder Interessen einer Vertragspartei ausgerichtet sind und deren Wirkung erst durch die zukünftige Markt- und Unternehmensentwicklung sowie das Verhalten der Vertragsparteien bestimmt wird. Optionen in

Unternehmensverträgen sind dabei häufig in folgender Form anzutreffen:

- **Earn-out-Optionen** auf bedingte Kaufpreiszahlungen bei Erreichen definierter finanzieller Kennzahlen des Unternehmens
- **Close-out-Optionen** auf den Erwerb oder die Veräußerung von Minderheitenanteilen
- **Exit-Optionen** auf den Verkauf von Unternehmensanteilen
- **Preisindexierungs- bzw. Preisanpassungsklauseln** in Beschaffungs- und Lieferverträgen
- Optionen auf Teilnahme an einer **Kapitalerhöhung**
- Optionen auf **Wandlung** eines Finanzierungsinstruments in Eigenkapitalanteile
- **Präferenzrechte** über die Beteiligung an Unternehmenserlösen
- **Tilgungsrechte** auf vorzeitige Rückzahlung einer Finanzierung oder Kündigung eines Vertrags
- **Preisanpassungsklauseln** in Beschaffungs- und Lieferverträgen

- **Variable Ergebnisbeteiligungen** im Rahmen von Finanzierungsinstrumenten

Im Rahmen von Unternehmenskaufverträgen können Optionsrechte den Erwerber einer Unternehmensbeteiligung gegenüber Unsicherheiten in Bezug auf die Geschäftsaussichten wirtschaftlich absichern. Ebenso kann über Optionsrechte eine angemessene Beteiligung des Verkäufers oder von Minderheitsgesellschaftern ermöglicht werden. Weitere in Unternehmensverträgen anzutreffende Optionsrechte umfassen Change-in-Control-Klauseln, Drag-along- und Tag-along-Rechte (Mitveräußerungspflichten bzw. Mitveräußerungsrechte) sowie Kapitalschutzklauseln.

In Beschaffungs- und Lieferverträgen können Preisindexierungen einen langfristigen Güterbezug zu aktuellen Rohstoffpreisen sicherstellen. Entsprechende Preisgleitklauseln werden häufig auch in Zusammenhang mit einem Rohstoffpreisrisikomanagement eingesetzt.

In Finanzierungsverträgen eingebettete Sondertilgungs- und Wandlungsrechte können aus Sicht eines Unternehmens die Kapitalbeschaffung vereinfachen, Finanzierungsbedingungen verbessern und im Rahmen des Kapitalstrukturmanagements zur Optimierung des Finanzergebnisses und des Unternehmenswerts beitragen. Wandlungsrechte und Sicherungsklauseln bieten Fremdkapitalgebern zusätzliche Ertragspotenziale und erhöhte Sicherheit im Fall unerwarteter zukünftiger Unternehmensentwicklungen, während Unternehmen sich neue Finanzierungsmöglichkeiten erschließen können.

Bewertung und Rechnungslegung

In Verträge eingebettete Handlungsoptionen und ereignisabhängige Zahlungsflüsse besitzen regelmäßig einen wirtschaftlichen Wert. Die Wertentwicklung von Optionsrechten ist dabei durch unsichere zukünftige Markt- und Unternehmensentwicklungen, individuell festgelegte Ausübungsbedingungen und ereignisabhängige Zahlungsflüsse bestimmt. Die Bewertung erfordert daher regelmäßig den Einsatz von Optionspreismodellen, die den Wert der Handlungsoption abhängig von der Entwicklung der Einflussfaktoren bestimmen.

Die Abgrenzung der Wertentwicklung eingebetteter Optionsrechte von der Wertentwicklung des zugrunde liegenden Vertrags kann dabei eine komplexe Herausforderung darstellen. Häufig ist eine integrierte Bewertung mehrerer Optionsrechte unter Beachtung ihrer gegenseitigen Abhängigkeiten notwendig.

Eine Analyse der Sensitivität des Werts von eingebetteten Optionsrechten in Bezug auf eine Änderung der wertbestimmenden Einflussgrößen kann der Unternehmensführung wertvolle Hinweise auf eine ergebnisoptimale vertragliche Gestaltung der Handlungsoptionen sowie auf zukünftig mögliche Bilanz- und Ergebniseffekte geben. Folglich sollte im Rahmen der Vertragsgestaltung frühzeitig der Wertbeitrag von Optionsrechten ermittelt und dokumentiert werden. Nur dadurch ist sichergestellt, dass im Rahmen der Vertragsverhandlungen die Entscheider über eine ausreichende Informationsbasis zu den in Rede stehenden Optionsrechten verfügen und diese zielgerecht einsetzen können.

Rechnungslegung

Aufgrund ihres wirtschaftlichen Werts führen Optionsrechte in Unternehmensverträgen häufig im Rahmen der handelsrechtlichen sowie der internationalen Rechnungslegung zu ansatzpflichtigen Vermögenswerten oder Verpflichtungen. Die Behandlung der Optionsrechte in der Bilanz und der Erfolgsrechnung ist aufgrund der regelmäßig individuellen Ausgestaltung der Rechte jeweils im Einzelfall zu bestimmen.

Nach IFRS ansatzpflichtige Optionen sind im Regelfall bei der Erstfassung des zugrunde liegenden Unternehmensvertrags zum Fair Value zu erfassen und in der Folgebewertung zum Fair Value erfolgswirksam fortzuführen. Aufgrund der zumeist erfolgswirksamen Bilanzierung der Wertänderungen können Optionsrechte, insbesondere in Zusammenhang mit Unternehmenskäufen sowie Finanzierungsverträgen, erhebliche Auswirkungen auf die künftige Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung haben. Eine Simulation solcher Effekte auf die Rechnungslegung sollte daher ebenfalls Bestandteil der Überlegungen im Rahmen der Vertragsverhandlungen und der Ausgestaltung von Optionsrechten sein.

Auch hier gilt generell: Nur wer bereits bei der Verhandlung um den wirtschaftlichen Wert erlangter oder gewährter Optionsrechten weiß, kann potenzielle unangenehme Überraschungen bei der Bilanzierung verhindern - etwa wenn der „gefühlte“ Wert bei der Verhandlung nicht mit dem zu bilanzierenden Wert übereinstimmt.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin

Redaktion

Dr. Marc Castedello **(V. i. S. d. P.)**

Ganghoferstraße 29
80339 München
T +49 89 9282-1145
mcastedello@kpmg.com

Stefan Schöniger

Ludwig-Erhard-Straße 11-17
20459 Hamburg
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com

Newsletter kostenlos abonnieren

www.kpmg.de/newsletter/subs-cribe.aspx

www.kpmg.de

www.kpmg.de/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. Unsere Leistungen erbringen wir vorbehaltlich der berufsrechtlichen Prüfung der Zulässigkeit in jedem Einzelfall.

© 2016 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International“), einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.