

Veröffentlicht in
Der Aufsichtsrat

04/2017

Gleißner, W. (2017):
„Entscheidungsvorlagen für den
Aufsichtsrat: Fallbeispiel Akquisition“, S. 54 – 57

Mit freundlicher Genehmigung der
Handelsblatt Fachmedien GmbH, Düsseldorf

www.fachmedien.de
www.aufsichtsrat.de

»AR1233092

Entscheidungsvorlagen für den Aufsichtsrat: Fallbeispiel Akquisition

Prof. Dr. Werner Gleißner

Entscheidungsvorlagen müssen speziell bei Akquisitionen Mindestanforderungen erfüllen. Notwendig ist der Wertvergleich des eigenen Unternehmens vor und nach der möglichen Akquisition. Um „angemessene Informationen“ (§ 93 AktG) zu erhalten, sind unter anderem die Implikationen für den zukünftigen Risikoumfang aufzuzeigen. Die Analyse der zusätzlichen Akquisitionsrisiken ist auch nötig, um eine etwaige „bestandsgefährdende Entwicklung“ früh erkennen zu können (§ 91 AktG).

I. M&A-Entscheidungen, Business Judgement Rule und Fairness Opinion

Eine enge Abstimmung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand hinsichtlich der Prioritäten strategischer und operativer Initiativen fördert maßgeblich den nachhaltigen Unternehmenserfolg. Wenn der Vorstand aus einer strategischen Initiative einen konkreten Handlungsvorschlag – z.B. eine Strategieveränderung oder eine große Akquisition – abgeleitet hat, wird er bei zustimmungspflichtigen Geschäften dem Aufsichtsrat eine Entscheidungsvorlage unterbreiten.

In diesem Beitrag werden beispielhaft Entscheidungsvorlagen betrachtet, die sich auf Akquisitionen beziehen (M&A-Entscheidungen). Diese sollten bestimmte Mindestanforderungen erfüllen. Neben einer adäquaten Einschätzung der Risiken, die sich aus einer Entscheidung ergeben, sind z.B. Transparenz über die zugrunde liegenden Annahmen und das Aufzeigen der Implikationen für das zukünftige Rating notwendige Mindestanforderungen an eine Entscheidungsvorlage. Insbesondere sind die Anforderungen aus § 93 AktG (Business Judgement Rule) zu beachten.

Die Business Judgement Rule – aus § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG abgeleitet – regelt schadensersatzträchtige Pflichtverletzungen des Vorstands oder Aufsichtsrats (s. auch § 116 AktG). Grundsätzlich liegt eine derartige Pflichtverletzung dann nicht vor, wenn das Organ „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.

Graumann (2014, S. 319) erläutert: „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 Handlungsmöglichkeiten auswirken, und dass die damit verbundenen Risiken gemessen und beurteilt werden. ...“

Und weiter: „Überließe man Entscheidungen der Intuition, würden diese zu einer Art Black Box und damit nicht nachvollziehbar werden. Dies ließe sich jedoch nicht mit dem Zweck des Gesetzes vereinbaren, der dem Schutz des Gesellschaftsvermögens und der Interessen der Gesellschafter am Bestand des Unternehmens dient. ...“

Der Entscheidungsprozess muss sich an geeigneten betriebswirtschaftlichen Methoden der Entscheidungslehre orientieren. Graumann (2014, S. 319) fordert die Beantwortung folgender Fragen bei der Entscheidungsvorbereitung:

- „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?“

Bei einer Entscheidung unter Unsicherheit, speziell im Kontext M&A, sind es natürlich insbesondere die Risikoinformationen, die bei der Entscheidungsvorbereitung wesentlich sind und dem Aufsichtsrat zur Verfügung gestellt werden müssen, damit dieser über „angemessene Informationen“ im Sinne von § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG verfügt.

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) alleine nicht ausreichen. Primäres Ziel der Fairness Opinion ist es festzustellen, ob der zu zahlende Kaufpreis „marktgerecht“ ist. In einem unvollkommenen Kapitalmarkt weichen aber Preis und fundamentaler Wert regelmäßig voneinander ab (s. 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 Risiko-identifikation durch eine Due Diligence allein nicht aus, weil zusätzlich die Quantifizierung und Aggregation nötig sind, um die Wirkungen der Risiken auf das eigene Unternehmen (z.B. Rating und Covenants) beurteilen zu können (s.u. II.).

Als „Last Line of Defense“ sollte der Aufsichtsrat gewährleisten, dass die Implikationen aus § 93 AktG erfüllt werden. 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 Entscheidung, z.B. bezüglich des Kaufs eines Wettbewerbers, sachgerecht war. Unter diesen Bedingungen ist auch die in § 93 AktG genannte „Beweislastumkehr“ kein Problem.

Es ist erwähnenswert, dass der Vorstand die Anforderung aus § 93 AktG im Hinblick auf die Schaffung „angemessener Informationen“ als Entscheidungsgrundlage auch dann gewährleisten muss, wenn der Aufsichtsrat der Entscheidung zustimmt.

II. Entscheidungsvorlagen bei wichtigen Akquisitionen (M&A-Entscheidungen)

Entscheidungsvorlagen für Akquisitionen müssen einige Besonderheiten berücksichtigen, die bei einer traditionellen Unternehmensbewertung nicht beachtet werden. Hier geht es nämlich nicht primär um den Marktpreis oder den Wert des Target-Unternehmens „stand alone“, sondern um die Implikationen des Kaufs für das Ertrag-Risiko-Profil des eigenen Unternehmens und damit dessen Wert, was nachfolgend erläutert wird (vgl. auch Tab. 1).

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

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.

» ‚Angemessene Informationen‘ (§ 93 AktG) basieren auf einer quantitativen Risikoanalyse. «

2. Eine Akquisition führt zu unsicheren Synergien und Risikodiversifikationseffekten, was eine Bewertung auf der Grundlage der zukünftigen aggregierten Ertragsrisiken erfordert – historische Aktienrenditeschwankungen, die z.B. im Betafaktor des CAPM erfasst werden, sind nicht repräsentativ für die Ertragsrisiken nach 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.

Tab. 1: Besonderheiten einer M&A-Strategie-Bewertung

Eckpunkte einer M&A-Strategie-Bewertung	
Vergleich der Werte des eigenen Unternehmens <i>mit dem</i> versus <i>ohne das</i> Target-Unternehmen (und nicht alleinige Bewertung des Targets „stand alone“).	Risikogerechte Bewertung mit Kapitalkosten, die vom aggregierten Ertragsrisiko abhängig sind (und nicht von historischen Aktienkurschwankungen).
1	2
Grundlage der Bewertung ist eine quantitative Analyse von Chancen und Gefahren (Risiken), inklusive unsicherer Synergien, die mittels stochastischer Simulation aggregiert werden (und nicht einfach CAPM-Beta).	Die Auswirkungen der zusätzlichen Risiken der Akquisition und der Akquisitionsfinanzierung auf das zukünftige Rating und die Insolvenzwahrscheinlichkeit p (als Werttreiber) werden berücksichtigt (und nicht implizit $p=0$ gesetzt).
3	4

Bei der Beurteilung von M&A-Strategien ist also eine Analyse der hiermit verbundenen Chancen und Gefahren (Risiken) erforderlich. Bei einer wesentlichen M&A-Entscheidung sind auch deren Implikationen für den Gesamtrisikoumfang des eigenen Unternehmens – und die freie Risikotragfähigkeit – zu beurteilen, um mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ (im Sinne von § 91 AktG) vor der Entscheidung zu erkennen. Da sich diese im Allgemeinen aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken ergeben, benötigt man eine Risikoaggregation. Die Aggregation von Risiken im Kontext der Unternehmensplanung erfordert Simulationsverfahren (Monte-Carlo-Simulation), weil Risiken – anders als Kosten – nicht addierbar sind. Dabei wird eine große repräsentative Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien berechnet, um mögliche bestandsgefährdende Entwicklungen und das Verlustrisiko (Eigenkapitalbedarf) beurteilen zu können. Mit der Risikosimulation kann berechnet werden, wie sich die Wahr-

scheinlichkeit ändert, Kreditvereinbarungen (Covenants) zu verletzen.

Die Beurteilung der Auswirkungen einer Akquisition erfordert Bewertungsverfahren, die das Ertrag-Risiko-Profil der bestehenden Handlungsoptionen vergleichen. Eine Strategiebewertung zeigt die Implikationen für Eigentümer (risikogerechter fundamentaler Unternehmenswert) und Gläubiger (Ratingprognose). Die bisher in der Bewertungspraxis noch übliche Ableitung von Diskontierungszinssätzen aus historischen Aktienrenditeschwankungen (CAPM-Betafaktor) ist 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.

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 (vgl. Tab. 2). Eine Bewertung des Target-Unternehmens „stand alone“ ist nicht aussagefähig.

Tab. 2: Bewertung einer M&A-Strategie in der AR-Entscheidungsvorlage

	Status quo	Handlungsoption: Akquisition „Target-AG“
Ertrag (erwartet 2017)	16	18,5 deutlicher Ertragsanstieg
Risiko (Variationskoeffizient Ertrag)	19%	21% moderat erhöhtes Risiko
Kapitalkostensatz	5,50%	5,70%
Ratingprognose (Plan)	BB+	BB+
Rating (Stressszenario)	BB	BB- ausreichend stabiles Rating
Wert (in Mio. €)	153	168 klare Wertsteigerung
Strategisches Fitting		Kompetenzen vorhanden

In der Entscheidungsvorlage, die dem Aufsichtsrat (und dem Vorstand) vorliegt, muss bei einer Akquisition ausgehend von transparent dargestellten Annahmen nachvollziehbar sein, welche Implikationen diese für das eigene Unternehmen hätte.

In einer fundierten Entscheidungsvorlage, die den Anforderungen gemäß Business Judgement Rule gerecht wird, sind aber weitere Fragen zu beantworten:

1. Ist der Kaufpreis angemessen in Anbetracht der zukünftig erwarteten unsicheren Erträge (inklusive Synergien)?
2. Wie ändert sich der aggregierte Gesamtrisikoumfang (Eigenkapitalbedarf) des eigenen Unternehmens nach der Übernahme – und ist diese Erhöhung des Risiko-

umfangs 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?
4. Welche Implikationen hat die Übernahme (und eine ggf. damit einhergehende Erhöhung des Fremdkapitals) für das zukünftige Rating (die eigene Insolvenzwahrscheinlichkeit) und die Fremdkapitalkosten?

Weitere Fragen für die kritische Prüfung einer Entscheidungsvorlage für eine Akquisition sind in der Checkliste in Tab. 3 zusammengefasst.

III. Fazit

Die Entscheidungsvorlagen, die der Vorstand bei genehmigungspflichtigen Geschäften dem Aufsichtsrat anbietet, sind das wichtigste Instrument bei der Abstimmung dieser beiden Organe. Vorlagen zu Strategieveränderungen, großen Investitionen oder Akquisitionen müssen bestimmte Mindestanforderungen erfüllen. Speziell bei Entscheidungen im Hinblick auf den Kauf eines anderen Unternehmens ist in besonderer Weise auf die Qualität der Entscheidungsvorlage zu achten. Allein eine traditionelle Fairness Opinion oder die Due Diligence sind als Entscheidungsvorbereitung unzureichend. Notwendig ist vielmehr bei einer größeren Akquisition der Vergleich des Werts des eigenen Unternehmens vor und nach der möglichen Akquisition. Der Wert nach Akquisition wird unter Berücksichtigung von (unsicheren) Synergien und der Auswirkungen der Akquisitionsfinanzierung berechnet. Damit man von „angemessenen Informationen“ im Sinne von § 93 AktG ausgehen kann, sind bei solchen Entscheidungen unter Unsicherheit insbesondere die Implikationen für den zukünftigen Risikoumfang aufzuzeigen. Ökonomisch ist eine Akquisition nur dann sinnvoll, wenn diese nachvollziehbar zu einer Verbesserung des Ertrag-Risiko-Profiles und damit des Werts des eigenen Unternehmens beiträgt. Die Analyse der durch die Akquisition zusätzlich eingegangenen Risiken ist auch notwendig, um eine mögliche „bestandsgefährdende Entwicklung“, auch aus Kombinationseffekten mit den bereits bestehenden Risiken, früh erkennen zu können (wie § 91 AktG dies fordert).

Literaturhinweise:

- Franken/Schulte, Fairness Opinions nach IDW S 8: Praktischer Leitfaden für Auftraggeber und Ersteller mit Fokus auf Multiplikatorverfahren, IDW Verlag: Düsseldorf 2014.
- Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements, 3. Aufl., Vahlen: München 2017.
- Gleißner, Die Wirtschaftsprüfung 2017, S. 158-164.
- Gleißner, „Der Aufsichtsrat“ 2016, S. 53-55.
- Gleißner, Corporate Finance 2014, S. 151-167.
- Gleißner, „Der Aufsichtsrat“ 2012, S. 2-5.
- Gleißner, „Der Aufsichtsrat“ 2010, S. 69-71.
- Gleißner, Die Wirtschaftsprüfung 2010, S. 735-743.
- Graumann, WISU 2014, S. 317-320.
- Shleifer, Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance, Oxford 2000.

Autor:

Prof. Dr. Werner Gleißner, Vorstand FutureValue Group AG und Honorarprofessor für Betriebswirtschaftslehre, insb. Risikomanagement, an der TU Dresden.

Tab. 3: Fragen zur Prüfung von Entscheidungsvorlagen für Akquisitionen

		Keine Informationen verfügbar: Rückfrage nötig!	Informationen zeigen Probleme: Keine Zustimmung!	Probleme legen tiefere Analyse nahe: ToDo!	Informationen zeigen keine kritischen Probleme: OK!
1.	Sind die verwendeten Begriffe und Kennzahlen in der Entscheidungsvorlage klar und eindeutig definiert?				
2.	Sind die Ziele und der erwartete Nutzen der Akquisition nachvollziehbar erläutert?				
3.	Sind die Erfolgspotenziale des Target-Unternehmens (Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteile, interne Stärken) geeignet, um Ziele und Nutzen der geplanten Akquisition zu erreichen?				
4.	Wird aufgezeigt, welche Handlungsalternativen – außer der vorgesehenen Akquisition des Target-Unternehmens – noch bestehen (bzw. geprüft wurden)?				
5.	Ist das Target-Unternehmen in der geplanten Weise in das eigene Unternehmen integrierbar (strategisches Fitting, kulturelles Fitting)?				
6.	Ist erkennbar, dass das Geschäftsmodell des Target-Unternehmens auch nach der Akquisition im Hinblick auf die Akquisitionsziele „robust“ bleibt (und z.B. nicht durch den Verlust von Schlüsselmitarbeitern oder Schlüsselkunden gefährdet ist)?				
7.	Wurden die Implikationen möglicher Reaktionen von Wettbewerbern, wesentlichen Kunden oder Lieferanten auf die Akquisition geprüft?				
8.	Besteht Transparenz über die Bandbreite der im Rahmen der Akquisition erwarteten (unsicheren) Synergien?				
9.	Wird ausgeführt, wie der Kauf des Target-Unternehmens finanziert werden soll?				
10.	Wird eine überarbeitete integrierte Planungsrechnung (GuV, Bilanz) vorgelegt, die das eigene Unternehmen nach der Akquisition des Target-Unternehmens zeigt?				
11.	Sind die der Strategie und der operativen Planung zugrunde liegenden (möglicherweise unsicheren) Planannahmen transparent dargestellt?				
12.	Wurden die Risiken des Target-Unternehmens systematisch identifiziert (z.B. durch eine Due Diligence)?				
13.	Wurden die wesentlichen Risiken des Target-Unternehmens quantifiziert und für eine Aussage zum Gesamtrisikoumfang aggregiert?				
14.	Wurden die Implikationen der möglichen Übernahme der Risiken des Target-Unternehmens und der ggf. erforderlichen Akquisitionsfinanzierung für den Gesamtrisikoumfang des eigenen Unternehmens (Eigenkapitalbedarf) berechnet?				
15.	Werden die Implikationen der Akquisition, speziell der Akquisitionsfinanzierung und der Risiken, für das zukünftige eigene Rating und die Fremdfinanzierungskonditionen berechnet?				
16.	Wird im Rahmen des Risikomanagements mittels Risikoaggregation untersucht, ob nach Akquisition durch die zusätzlichen Risiken eine „bestandsgefährdende Entwicklung“ (i.S.v. § 91 Abs. 2 AktG) möglich erscheint?				
17.	Wird nachvollziehbar belegt, dass der für das Target-Unternehmen zu bezahlende Preis in den aktuellen Marktbedingungen „angemessen“ erscheint (z.B. mittels einer Fairness Opinion bzw. mittels des Vergleichs mit aktuellen Markt-Multiples)?				
18.	Wird der fundamentale Ertragswert des eigenen Unternehmens (a) vor und (b) nach der Akquisition miteinander verglichen?				
19.	Ist die dieser Bewertung zugrunde liegende Planung plausibel und basiert diese auf Erwartungswerten, die unter Berücksichtigung von Chancen und Gefahren (Risiken) „im Mittel“ zu erwarten sind (und nicht etwa auf meist zu optimistischen „Zielwerten“)?				
20.	Wird für die Bestimmung des Ertragswerts (gemäß Frage 18) ein Bewertungsverfahren genutzt, das Auswirkungen der Akquisitionsfinanzierung auf den „Werttreiber Rating“ (Insolvenzwahrscheinlichkeit) und die Wirkung der Veränderungen der Ertragsrisiken (Cashflow-Volatilität) auf den Diskontierungszinssatz (Kapitalkosten) nachvollziehbar erfasst?				