

VALUETRUST

Ansätze einer Bewertung im Schadensfall

Prof. Dr. Christian Aders

14. Münchner M&A Forum

München, 12. Mai 2015

– Handout –

Agenda & Kontaktdaten

Agenda

1. Bewertungsmethoden in M&A-Transaktionen
2. Methoden der Schadensbestimmung
3. Lebenslauf Referent
4. ValueTrust at a Glance

Kontaktdaten

- 3** **Prof. Dr. Christian Aders**
Vorstandsvorsitzender
T: +49 89 388 790 100
M: +49 172 850 4839
christian.aders@value-trust.com
- 10**
- 14**
- 16**

ValueTrust Financial Advisors SE

Leopoldstraße 8-12
80802 München

www.value-trust.com

1 Bewertungsmethoden in M&A-Transaktionen

Zukünftige Ausschüttungen bzw. Cashflows (CF) werden bewertet

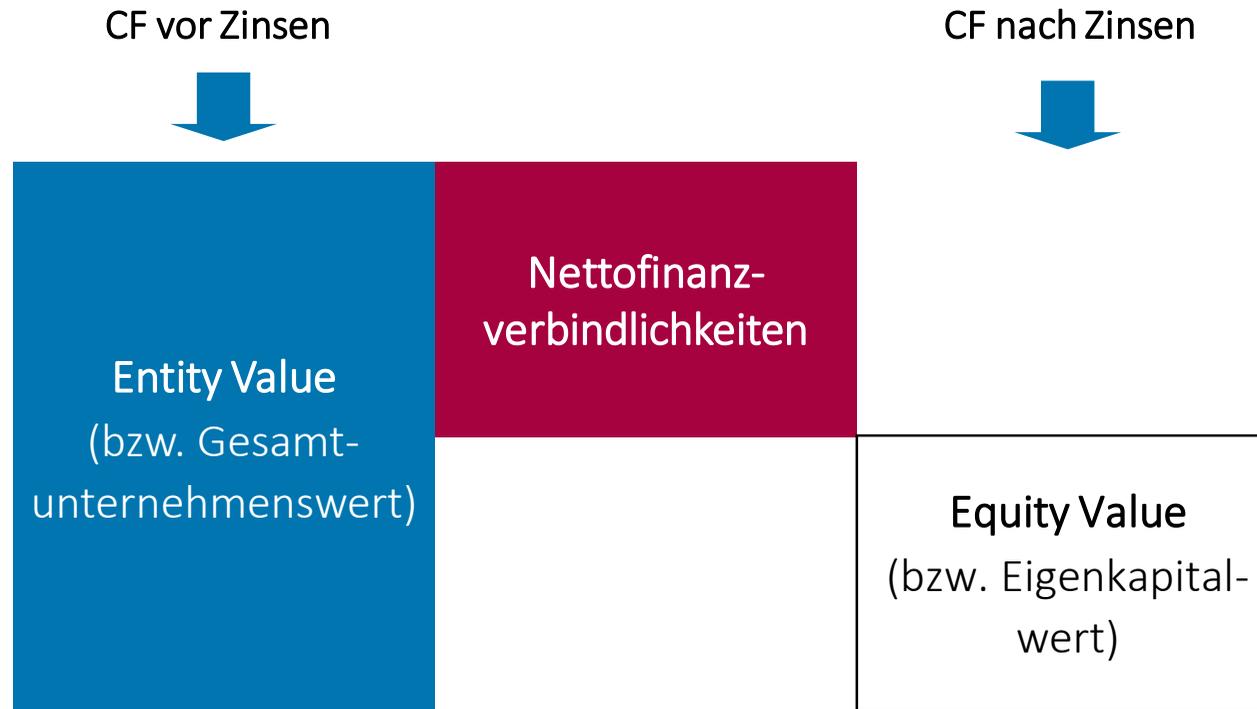
„Preise zahlt man ... Unternehmenswerte bekommt man“



Fazit

- Im Mittelpunkt der Fundamentalbewertung steht die Suche nach Arbitrage-Möglichkeiten, d.h. von Unterbewertungen, wo Preis < Wert
- Multiplikator- und DCF-Methode sind miteinander verwoben: hinter jedem Multiplikator steht ein (impliziter) Kalkulationszinsfuß
- Beides sind Methoden der fundamentalen Unternehmensbewertung

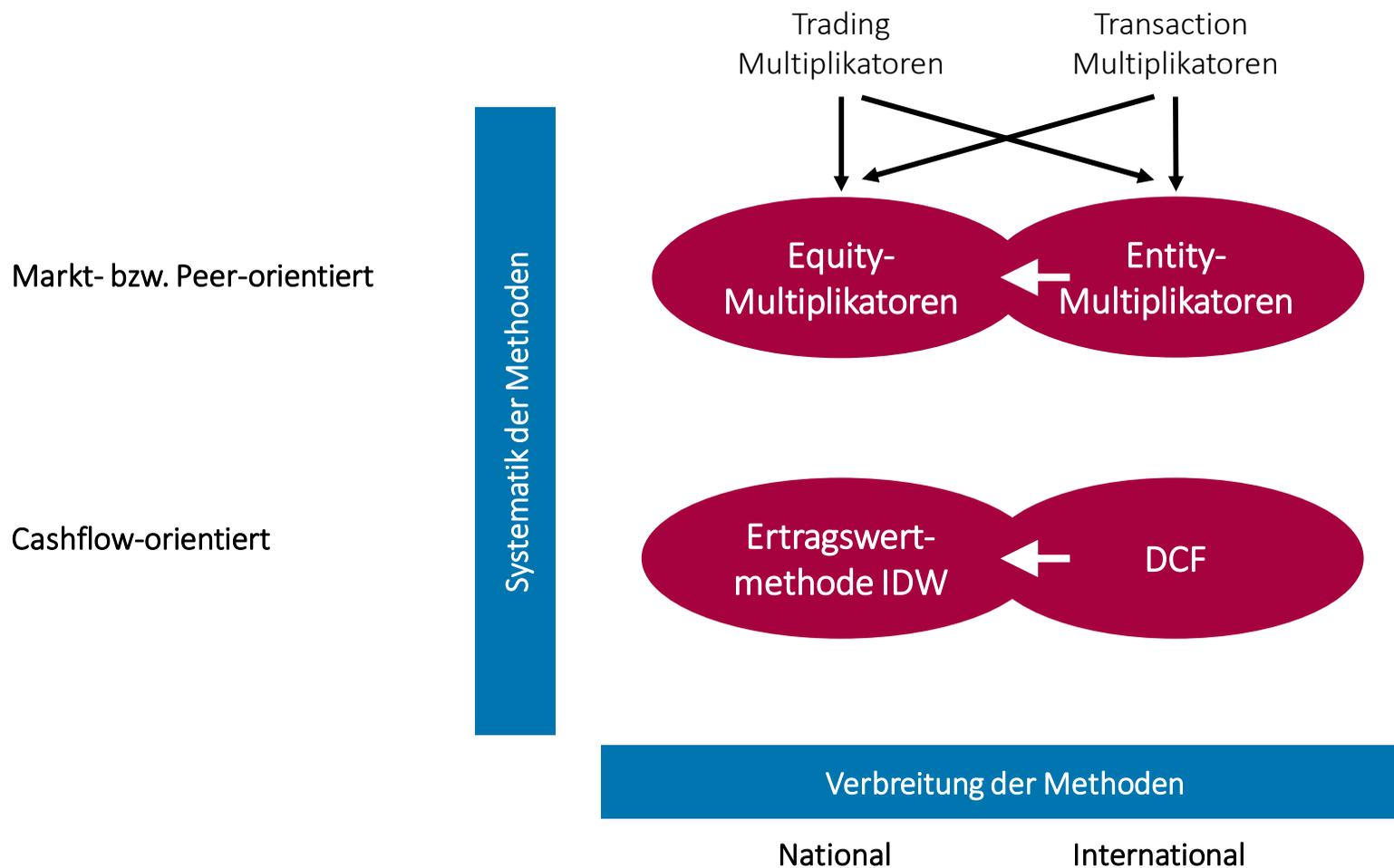
Unterschied von Entity Value und Equity Value



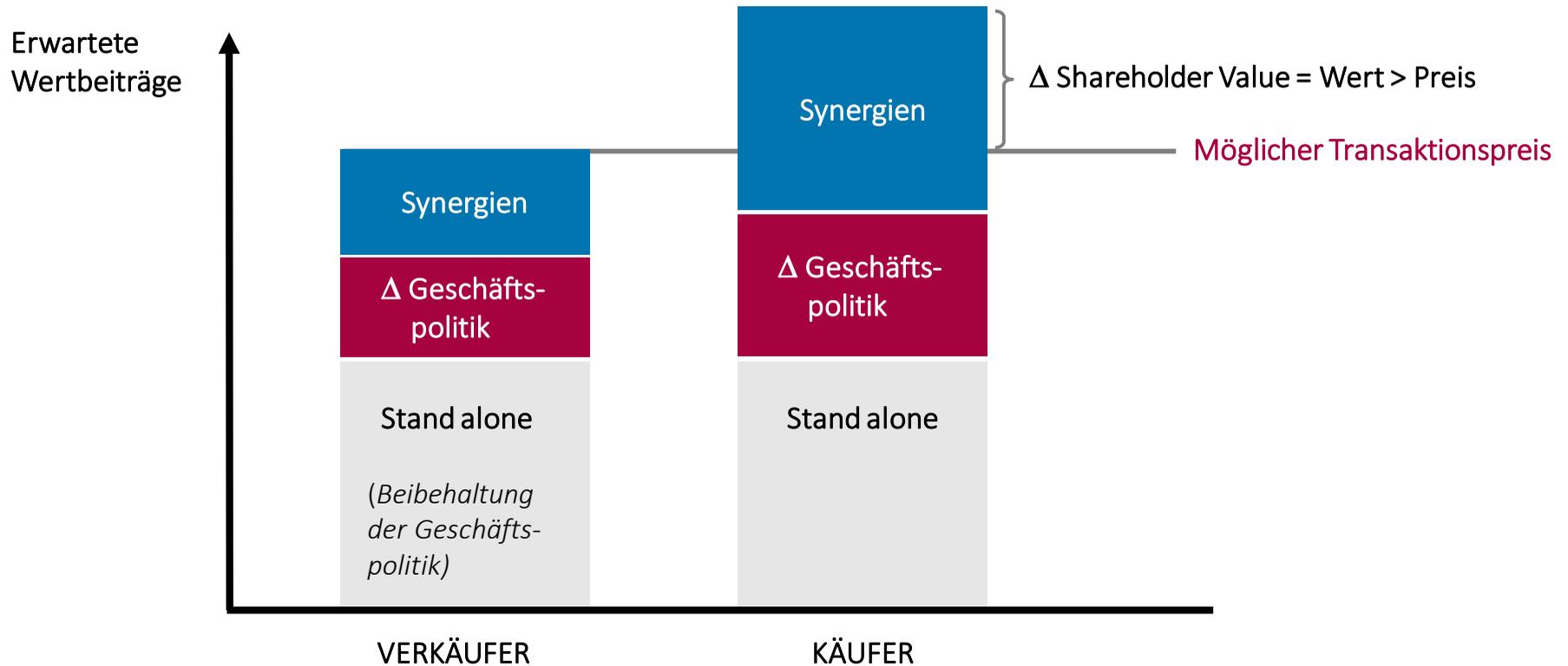
Fazit

- Der Unternehmenswert kann als Entity Value (Gesamtunternehmenswert) oder als Equity Value (Eigenkapitalwert) ermittelt werden
- Nur am Eigenkapitalwert können Anteile erworben werden

Systematisierung der fundamentalen Bewertungsmethoden



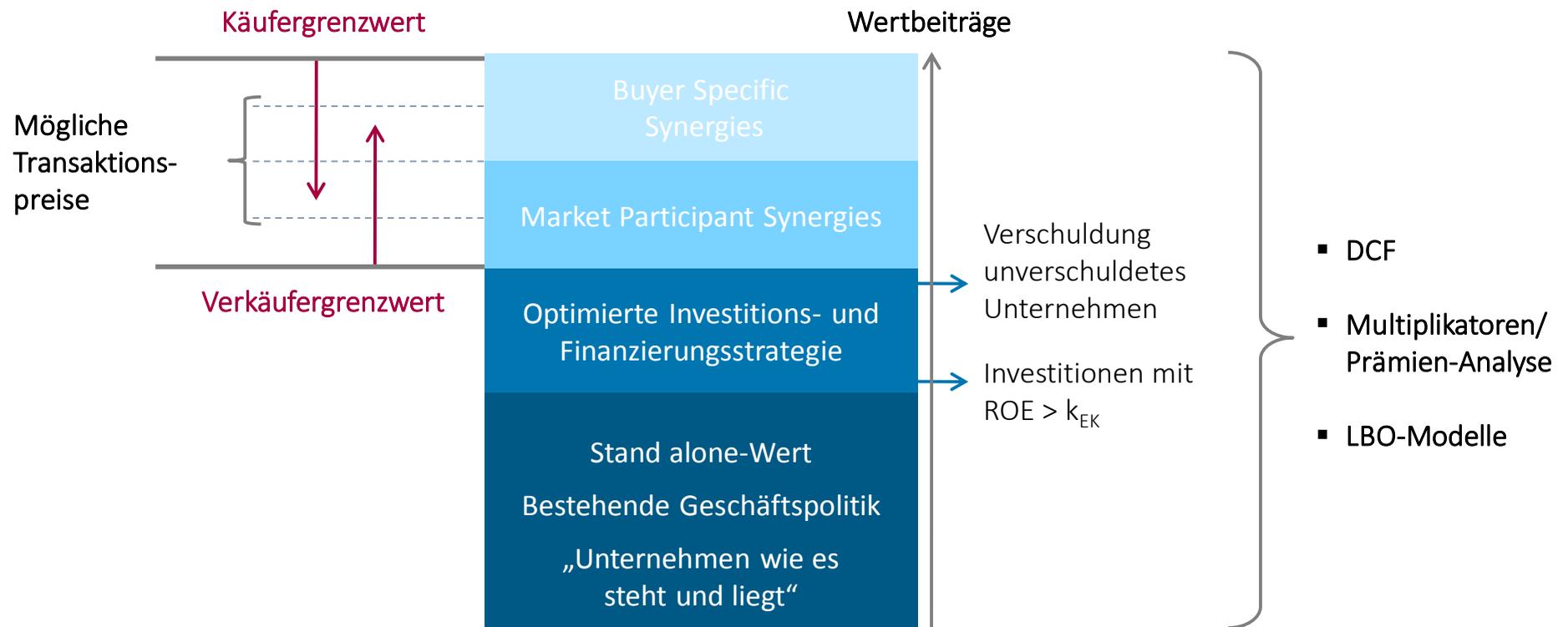
Preise spiegeln unterschiedliche Werterwartungen der beteiligten Parteien wider



Fazit

Nur Kaufpreise, bei denen die Käufer nicht alle möglichen Wertbeiträge an die Verkäufer vorab bezahlen, schaffen auf der Käuferseite Shareholder Value

Verkäufer- und Käufergrenzwert stellen nur den Ausgangspunkt der Preisbildung am Markt für Unternehmen dar



Fazit

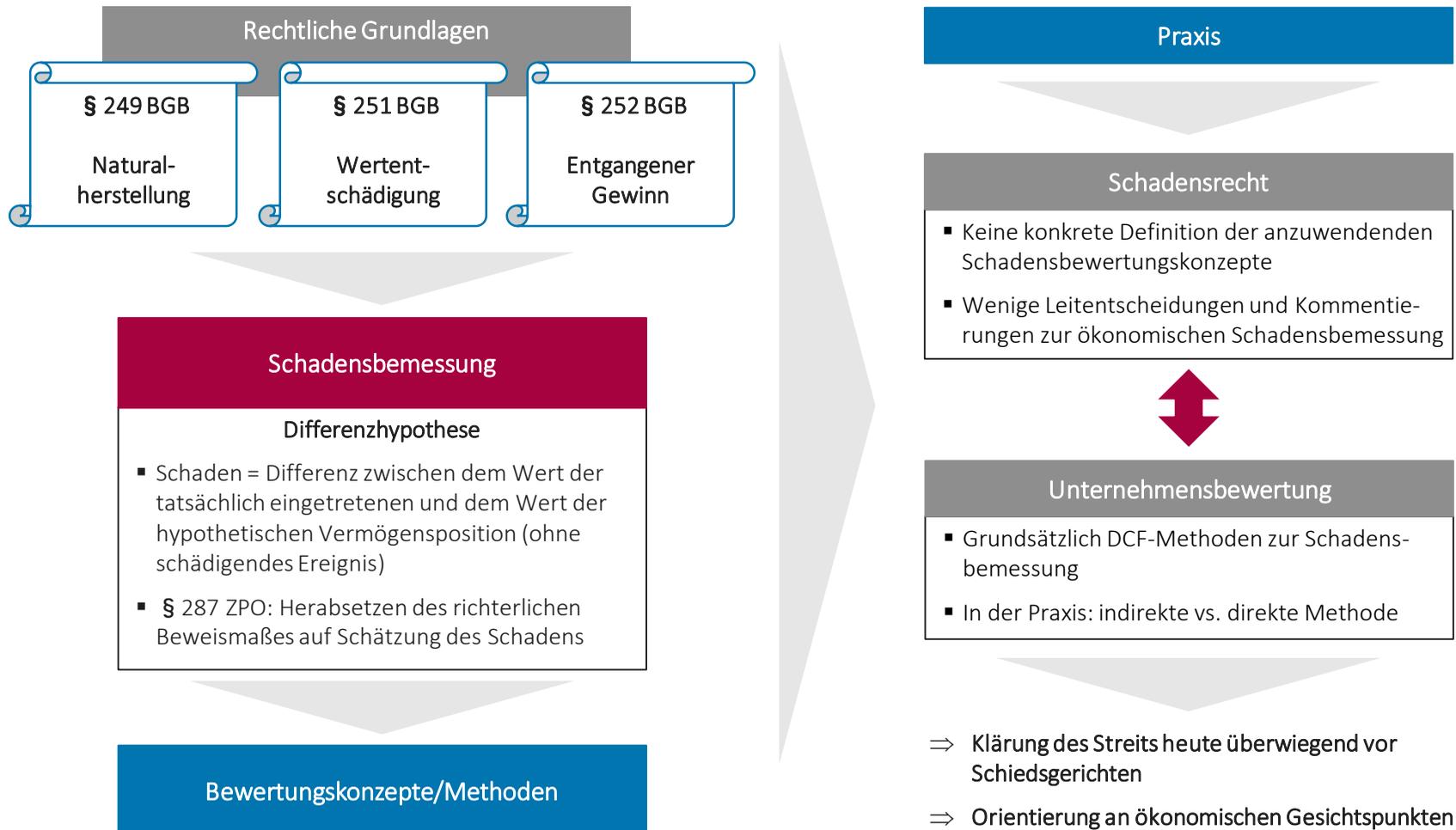
- Methoden der Unternehmensbewertung dienen der Schätzung von Unternehmenswerten als Ausgangspunkt von Preisverhandlungen
- In der Transaktionspraxis herrscht Methodenvielfalt
- Das Unternehmen „wie es steht und liegt“ kann durchaus ihm innewohnende Wertsteigerungspotentiale besitzen

Charakteristika verschiedener Bewertungsmethoden

	DCF-Methoden	Multiplikator-Methoden	LBO-Methode
Basis (Bezugsgrößen)	<ul style="list-style-type: none"> Business Plan / Financial Model 	<ul style="list-style-type: none"> Business Plan / Financial Model 	<ul style="list-style-type: none"> Business Plan / Financial Model
Kapitalmarktdaten (Kapitalkosten/ Multiplikatoren)	<ul style="list-style-type: none"> Vergleichsunternehmen (Peer Group) 	<ul style="list-style-type: none"> Vergleichsunternehmen (Peer Group) Vergleichbare Transaktionen 	<ul style="list-style-type: none"> Vergleichsunternehmen & vergleichbare Transaktionen Kapitalmarkt für Debt und Mezzanine
Konzeption	<ul style="list-style-type: none"> Kapitalwertkalkül Vergleich mit Rendite von Investoren (Kapitalkosten) 	<ul style="list-style-type: none"> Rückgriff auf Vergleichsunternehmen Bewertung ausgehend von Transaktionspreisen 	<ul style="list-style-type: none"> Retrograder Wertfindungsprozess IRR und Financial Leverage als Zielgrößen
Vorteile	<ul style="list-style-type: none"> Hohe Transparenz und explizite Synergieabbildung Sensitivitätsanalyse einzelner Prämissen Leichtere Anpassbarkeit an konkrete Einzelfälle (u.a. Produktlebenszyklus oder endliche Geschäftsmodelle) 	<ul style="list-style-type: none"> Wertindikation mit eingeschränkter Datenbasis möglich Einfache Kommunizierbarkeit Direkter Vergleich mit aktuell gezahlten Marktpreisen und Marktdynamik Branchenspezifisch definierbar 	<ul style="list-style-type: none"> Perspektive eines Finanzinvestors explizit berücksichtigt Geeignet, um maximalen Kaufpreis (basierend auf Ziel-Renditeforderungen) zu ermitteln Fokus auf Finanzierung und daraus ableitbarer Rendite von Investoren (IRR)
Nachteile	<ul style="list-style-type: none"> Lediglich indirekte Berücksichtigung von Marktpreisen über Kapitalkosten Ermessensspielräume insbesondere bei Terminal Value (Konvergenz) und Kapitalkosten Vermeintliche Komplexität führt oft zu a priori Ablehnung in Verhandlungen 	<ul style="list-style-type: none"> Opinion mittels Multiplikatoren erfordert gleichen Analysegrad und Datenbasis wie DCF-Methode („Prognose-Paradoxon“) Implizite Prämissen einzelner Multiplikatoren und fundamentale Auswahl der relevanten Multiplikatoren Praktische Probleme u.a. bzgl. Datenverfügbarkeit vergl. Unternehmen 	<ul style="list-style-type: none"> Zahlreiche Einflussfaktoren auf die „Debt Capacity“ Hoher Komplexitätsgrad aufgrund der Anzahl an Finanzierungskomponenten Keine eigenständige Bewertungsmethode
Taktik	<ul style="list-style-type: none"> Stets käuferfreundlich, da einfache Konstruktion von „Downside“-Szenarien und Anpassung der Kapitalkosten sowie explizite Offenlegung der elementaren Werttreiber zwangsläufig 	<ul style="list-style-type: none"> Oftmals verkäuferfreundlich, insbesondere in Boom-Phasen, in denen Multiplikatoren weit über DCF-Werten liegen 	<ul style="list-style-type: none"> Relevant, wenn ein potentieller Käufer ein Finanzinvestor sein kann, um den „Best-Buyer“ zu bestimmen

2 Methoden der Schadensbestimmung

Schadensbestimmung bewegt sich im Spannungsfeld von Schadensrecht und Unternehmensbewertung



Eine umfassende Unternehmensbewertung dient als Grundlage der Schadensbemessung

Praktische Vorgehensweisen

	Direkte Methode	Indirekte Methode
Methodik	Addition einzelner Schadenspositionen (z.B. Entgangener Gewinn, Reparaturkosten)	Subtraktion hypothetischer (ohne Schaden, „But-for“) und tatsächlicher (mit Schaden) Vermögenswerte bzw. Unternehmenswerte
Anwendungsgebiet	Sachlich und zeitlich abgrenzbare Sachverhalte	Komplexere Umstände
Vorteile	Berücksichtigung kausaler Zusammenhänge	Automatische Berücksichtigung einzelner Aspekte (z.B. Folgeschäden, Diskontierung und Investitionen)
Nachteile	Fehlende Vollständigkeit (z.B. keine Berücksichtigung von mittelbaren Schäden, Diskontierung, etc.)	Oftmals Überschätzung des Schadens und Mangel an Kausalitätsnachweis

Indirekte Methode: Zwei Szenarien der Wertentschädigung

Schadensermittlung als Differenz des hypothetischen und tatsächlichen Eigenkapitalwerts („But-for-Analyse“)

(I) Teileinstellung

- Käufer kann/will Schaden **nicht beheben**
- Schaden wird in Unternehmensbewertung bis in die **Unendlichkeit** (im Terminal Value) fortgeführt
- ⇒ Hoher Folgeschaden
- ⇒ Hoher Schadensersatz
- ⇒ Schadensnachweis schwierig

(II) Reinvestition

- Käufer hat **Schaden behoben** oder will diesen beheben
- Schaden wird bis zum **Ende der Reinvestitionsphase** fortgeführt
- ⇒ Entgangener Gewinn und Folgeschäden dennoch erheblich
- ⇒ Höherer Schadensersatz als bei Naturalrestitution*
- ⇒ Schadensnachweis schwierig

Wertentschädigung in Form der Teileinstellung oder Reinvestition umfasst auch den entgangenen Gewinn und erfordert grundsätzlich eine Unternehmensbewertung mittels der DCF-Methode

* Derjenige Zustand ist herzustellen, der bestünde, falls der Schadensfall nicht eingetreten wäre.

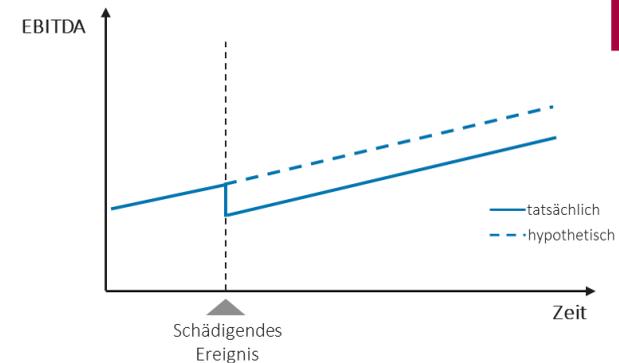
Multiplikator-Bewertung als Bewertungsverfahren: Minderung des Unternehmenswerts auf Basis einer Multiplikation des geminderten EBITDA mit dem ursprünglichen Multiplikator (Multiple)?

Gutachterliche Auseinandersetzung, ob Multiple als Basis für die Berechnung des Schadens zulässig ist

- Multiplikator-Bewertung bereits in vorhergehenden Situationen (Kaufpreisverhandlungen, Nachverhandlung) **als Methode akzeptiert** (einigungsfähige Lösung z.B. bei Besserungsschein)
- Oftmals diskutierte **Vorteile**
 - Hoher Verbreitungsgrad und hohe Akzeptanz im M&A-Umfeld
 - Alternative Verfahren seien nicht unbedingt genauer
 - DCF-Bewertungen werden oft nicht (vollständig) offengelegt; über einen Multiple kann man offen diskutieren
- Oftmals diskutierte **Nachteile**
 - Multiple nur zur vereinfachten Bestimmung des Unternehmenswerts
 - Multiples sind statisch, berücksichtigen daher nicht die zukünftige Entwicklung
 - Große Schwankungen in der Bezugsgröße (zu unterschiedlichen Zeitpunkten) führen zu Verfälschungen
 - Überschätzen Schaden im Reinvestitionsszenario

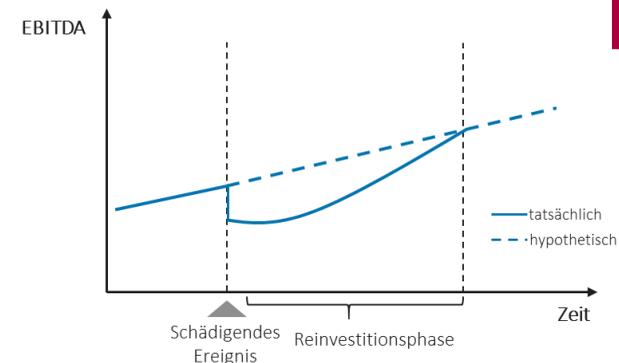
ABER:
Sonderprobleme bei Reinvestitionsszenario

Teileinstellungsszenario



Multiplikator
anwendbar!

Reinvestitionsszenario



Multiplikator
ungeeignet!

3 Lebenslauf Referent

Lebenslauf

Prof. Dr. Christian Aders, CEFA, CVA

Vorstandsvorsitzender



ValueTrust Financial Advisors SE
Leopoldstraße 8-12
80802 München
T: +49 89 388 790 100
M: +49 172 850 4839
christian.aders@value-trust.com

Prof. Dr. Christian Aders ist Vorstandsvorsitzender der ValueTrust Financial Advisors SE. Während seiner bereits mehr als 20 Jahre dauernden Karriere im Bereich Financial Advisory konnte er durch eine Vielzahl von Projekten umfassende Erfahrung in Themen der Unternehmensbewertung und der Corporate Finance-Beratung sammeln.

Seine weitreichende Expertise umfasst die Beratung von Mandanten im Rahmen von Fusionen und Übernahmen, Akquisitionen, Sacheinlagen, Delistings sowie Reorganisationen und Restrukturierungen. Darüber hinaus ist er als Bewertungsexperte in Bilanzierungsfragen, in Fragen der Wertorientierten Unternehmensführung und der Planungserstellung sowie bei Gerichts- und Schiedsverfahren gefragt.

Seine Projekterfahrungen umfassen eine Vielzahl von komplexen Unternehmensbewertungen, Bewertungen von immateriellen Vermögensgegenständen, die Quantifizierung von (Unternehmens-)Strategien, die Bewertung von Fremdkapital im Rahmen von Debt-to-Equity Swaps, Unternehmensbewertungen für steuerliche und bilanzielle Zwecke sowie ökonomische Schadensbestimmungen. Zudem ist er Ersteller einer Vielzahl von Fairness Opinions und unabhängigen Sachverständigengutachten. Im Laufe seiner beruflichen Karriere hat Prof. Aders zudem ein breites Spektrum von M&A-Projekten, sowohl auf Verkäufer- als auch auf Käuferseite, geleitet.

Nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre mit der Vertiefung in Wirtschaftsprüfung und Strategisches Management an der Ludwig-Maximilians-Universität zu München begann Prof. Aders im Jahr 1993 seine berufliche Laufbahn bei KPMG. Hier führte er Jahresabschlussprüfungen, Konzernabschlussprüfungen, Due Diligence-Prozesse und Unternehmensbewertungen durch, bevor er nach drei Jahren in den Bereich Corporate Finance der KPMG wechselte. Dort war er von 1996 bis 2006 tätig und wurde im Jahr 2000 zum Partner ernannt. Im Oktober 2006 wechselte Prof. Aders als Managing Director zu Duff & Phelps und baute das Deutschlandgeschäft auf. Im Jahr 2007 war er Mitgründer der ValueTrust, die damals noch als Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und unabhängiger Partner von Duff & Phelps agierte. Bei Duff & Phelps war er als General Manager verantwortlich für die Region Deutschland, Österreich und Schweiz (DACH) und ab 2012 Teil des europäischen Leadership Teams. Im Juni 2013 schied Prof. Aders bei Duff & Phelps aus und leitet nunmehr ValueTrust als unabhängiges Beratungsunternehmen im Bereich Unternehmensbewertung und Corporate Finance.

Prof. Aders studierte an der Ludwig-Maximilians-Universität zu München mit dem Abschluss Diplom-Kaufmann, wo er auch zum Dr. oec. publ. promovierte. Im Jahr 2012 erhielt er die Honorarprofessur für „Praxis der transaktionsorientierten Unternehmensbewertung und der Wertorientierten Unternehmensführung“ an der Fakultät für Betriebswirtschaft. Prof. Aders veröffentlicht regelmäßig Publikationen und präsentiert auf Konferenzen. Neben seiner Muttersprache Deutsch besitzt er auch verhandlungssichere Kenntnisse der englischen Sprache.

Prof. Aders ist zudem Certified EFFAS Financial Analyst (CEFA) und Certified Valuation Analyst (CVA). Ferner ist er Mitglied in verschiedenen Berufsverbänden und Arbeitsgruppen wie der European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS), der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA), der DVFA Expertengruppen „Fairness Opinions“ und „Best Practice Empfehlung Unternehmensbewertung“ sowie der National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA). Darüber hinaus ist er Gründungsmitglied der European Association of Consultants, Valuators and Analysts (EACVA)-Deutschland.

4 ValueTrust at a Glance

Vorstellung ValueTrust

Mission Statement



Unsere Kernkompetenzen	 ValueTrust fokussiert sich als einziges Beratungsunternehmen im Bereich Financial Advisory Services auf die Kernkompetenzen Unternehmensbewertung und Corporate Finance
Unsere Mandanten	 ValueTrust berät Führungsorgane und Investoren bei Akquisitionen, Fusionen, Restrukturierungen und Wertsteigerungsprogrammen. Mit derselben Professionalität und Kompetenz unterstützt ValueTrust ihre Mandanten und Richter in Gerichts- und Schiedsverfahren
Unser Mehrwert	 ValueTrust generiert nachhaltigen Mandantennutzen insbesondere aus dem langjährigen Erfahrungswissen der Mitarbeiter und Aufsichts- bzw. Fachbeiräte im Hinblick auf Wertmessung, -sicherung bzw. -steigerung
Unsere Perspektive	 ValueTrust berät auf Basis von vertrauensvollen und partnerschaftlichen Mandantenbeziehungen
Unser Ansatz	 ValueTrusts praktikable Mandantenlösungen sind sowohl theorie- als auch gerichtsfest

Vorstellung ValueTrust Leitbild

ValueTrust steht für Thought Leadership im Bereich Unternehmensbewertung und Corporate Finance sowie einer vertrauensvollen Zusammenarbeit mit ihren Mandanten und Mitarbeitern. Unser Handeln ist durch fünf Leitmotive bestimmt:



- Klare Fokussierung auf unsere Mandanten und ihren Problemlösungsbedarf
- Entscheider mit angemessener Information sowie Entscheidungsgrundlagen versorgen



- Aktive Gestaltung von State-of-the-Art in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung durch erfahrene Financial Experts
- Enge Kooperation mit unseren Aufsichts- bzw. Fachbeiräten



- Anwendungsorientierte Unternehmensbewertung und Corporate Finance-Beratung zur Lösung von kritischen Mandantenthemen – aus Leidenschaft!
- Unser Motto: „Financial Experts in Action“



- Unsere Arbeitsergebnisse sind nicht aus persönlichen, institutionellen oder ökonomischen Gründen beeinflusst
- Unsere Honorare stehen im Einklang mit der Philosophie einer ökonomischen Unabhängigkeit



- Akzeptanz von Aufträgen erst, wenn wir überzeugt sind, die damit verbundenen kritischen Themen für unsere Mandanten zu lösen
- Wir sind vom Wert einer langjährigen Beziehung zwischen Mandant und Berater überzeugt

Vorstellung ValueTrust

Dienstleistungen

ValueTrust berät Führungsorgane und Investoren bei Akquisitionen, Fusionen, Restrukturierungen und Wertsteigerungsprogrammen. Mit derselben Professionalität und Kompetenz unterstützt ValueTrust ihre Mandanten und Richter in Gerichts- und Schiedsverfahren.

UNTERNEHMENS- TRANSAKTIONEN >

- Buy-Side-Analyse und Wertfindung
- Fairness Opinions
- Take-Over- und Delisting-Beratung
- Purchase Price Allocation (PPA) und Impairment Test
- Verkehrswertgutachten sowie Gutachten für gesetzliche Bewertungsanlässe

RESTRUKTURIERUNGEN >

- Bewertungsgutachten für Umstrukturierungen und steuerliche Anlässe
- Bewertungsgutachten für Restrukturierungen
- Bewertung von Fremdkapital und Mezzanine
- Kapitalstrukturanalysen und -optimierungen

GERICHTS- UND SCHIEDSVERFAHREN >

- Schadensbestimmungen
- Parteigutachten
- Betriebswirtschaftliche Verfahrensbegleitung
- Schiedsgutachten und Mediationsberatung
- Gerichtlich bestellte Sachverständigengutachten

WERTSTEIGERUNGS- MANAGEMENT >

- Strategische Portfolio- und Wertanalysen
- Business Planning und Bewertung von Strategien
- Nachhaltige Kennzahlensysteme
- Kapitalkostenoptimierungen
- CFO- und Financial-Expert-Beratung

VALUETRUST

Discover our unique profile:

www.value-trust.com

ValueTrust Financial Advisors SE

Leopoldstraße 8-12
80802 München

Prof. Dr. Christian Aders

Vorstandsvorsitzender

T: +49 89 388 790 100

M: +49 172 850 4839

christian.aders@value-trust.com

Florian Starck

Steuerberater

Vorstand

T: +49 89 388 790 200

M: +49 172 896 8989

florian.starck@value-trust.com