

# **M&A-Transaktionen**

**Leitfaden für Risikoanalyse, Bewertung und Management**

**Herausgegeben von der**

RMA Risk Management & Rating Association e.V.  
und dem

Bundesverband Mergers & Acquisitions gem. e. V.

**Erarbeitet von**

Werner Gleißner, Kai Lucks, Ulrich Balz,  
Heinz-Gerd Bordemann, Martin Buchegger,  
Dietmar Ernst, Rasim Heydarov,  
Endre Kamaras, Reinhard Meckl,  
Ute Vanini, Marco Wolfrum

**ERICH SCHMIDT VERLAG**

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation  
in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische  
Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

**Weitere Informationen  
zu diesem Titel finden Sie im Internet unter**  
[ESV.info/978-3-503-23748-7](http://ESV.info/978-3-503-23748-7)

Gedrucktes Werk: ISBN 978-3-503-23748-7

eBook: ISBN 978-3-503-23749-4

ISSN 2365-2233

Alle Rechte vorbehalten

© Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG, Berlin 2024

[www.ESV.info](http://www.ESV.info)

Die Nutzung für das Text und Data Mining ist ausschließlich dem  
Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG vorbehalten. Der Verlag  
untersagt eine Vervielfältigung gemäß § 44b UrhG ausdrücklich.

Satz: L101, Fürstenwalde

Druck und Bindung: docupoint, Barleben

**ESV** ERICH  
SCHMIDT  
VERLAG  
**100 Jahre**

# Vorwort

Entscheidungen im Kontext M&A, speziell Käufe und Verkäufe von Unternehmen bzw. Beteiligungen, gehören zu den besonders komplexen „unternehmerischen Entscheidungen“ (im Sinne der Business Judgement Rule, §93 AktG). Die sachgerechte Vorbereitung solcher Entscheidungen ist für den Erfolg der M&A-Aktivität und insgesamt der Erfolg eines Unternehmens von ganz grundlegender Bedeutung. Die Auswirkungen von M&A-Entscheidungen sind unsicher, so dass gerade die Betrachtung der mit diesen unvermeidlich verbundenen Chancen und Gefahren (Risiken) und deren adäquaten Berücksichtigung im Entscheidungskalkül von zentraler Bedeutung ist. Hier ist die Brücke zwischen Planung und Risikoanalyse einerseits, sowie der Bewertung andererseits unmittelbar erkennbar: Der Unternehmenswert, konkret ein Entscheidungswert als Kennzahl des Ertrag-Risiko-Problems ist das zentrale Entscheidungskriterium.

Zu beachtende Sachverhalte, z. B. aus dem Feld Nachhaltigkeit (ESG) und Digitalisierung sowie die in den letzten Jahren präzisierten und erweiterten gesetzlichen und regulatorischen Anforderungen an die Entscheidungsvorbereitung (z. B. im Bereich Business Judgement Rule und Risikomanagement) waren Anstoß für die Entwicklung dieses Buchs. Auf Initiative des Bundesverbandes M&A und mit Unterstützung einer ganzen Reihe von Kolleginnen und Kollegen aus der EACVA (European Association of Certified Valuators and Analysts) ist nun das vorliegende Buch hervorgegangen. Es war früh klar, dass gerade die Expertise der Unternehmensbewerter des EACVA für den angestrebten „Leitfaden“ wichtig sein wird – so dass schon bei der Auftaktveranstaltung eine Vielzahl von Vertretern und Mitgliedern beider Verbände ihre Überlegungen mit eingebracht haben. Ausgehend von den bei M&A-Entscheidungen zentralen Unternehmensbewertungen haben wir die wichtigsten Herausforderungen in 10 Kapiteln strukturiert zusammengefasst, um Orientierung und Denkanstöße für die Praxis im Bereich M&A zu bieten. Unsere Zielsetzung war es von vornherein, einen Schwerpunkt bei besonders relevanten „Fokus-Themen“ zu setzen, die aus Sicht von Mitgliedern des Bundesverbandes M&A und der EACVA besondere Relevanz haben. Naturgemäß sind in diesem Buch entsprechend Themen besonders stark vertreten, die grundlegende Bedeutung haben oder bei denen sich gerade in den letzten Jahren wesentliche Veränderungen, und speziell auch methodische Fortschritte, ergeben haben, die in der Praxis bisher oft noch nicht umgesetzt werden (z. B. die Präzisierung der Anforderungen an Entscheidungsvorlagen oder die Erfassung des Insolvenzrisikos bei der Unternehmensbewertung).

Wir bedanken uns an dieser Stelle bei allen Co-Autoren und auch eine Reihe weiterer Mitglieder der genannten Verbände, die im Diskussionsprozess wichtige Anregungen mit eingebracht haben. Nennen möchten wir hier z. B. Frau Susann Ihlau, Herrn

Dr. Ruthardt und Herrn Kniest. Ebenfalls bedanken möchten wir uns bei Herrn Heydarov und Frau Dutschmann-Schwarzkopf, die das Gesamtprojekt koordiniert und wesentlich unterstützt haben.

Kai Lucks / Werner Gleißner  
Im März 2024

# Inhaltsverzeichnis

<b>1. Einführung und Überblick</b> .....	9
<b>2. Aktuelle Herausforderungen für M&amp;A: ein Überblick</b> .....	12
2.1 Die Implikationen von ESG für die M&A-Entscheidung und für den M&A-Prozess .....	13
2.2 Digitalisierung und M&A-Transaktionen .....	18
2.3 Datenschutz in M&A-Projekten .....	34
2.4 Neue M&A-Restriktionen aus der Verschärfung der Außenwirtschafts- verordnung .....	35
2.5 Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen: Inflation, Zins und Marktrisiko- prämie .....	37
<b>3. Anforderungen an „M&amp;A-Transaktionen“ als Grundlage einer     „unternehmerischen Entscheidung“ (§ 93 AktG)</b> .....	39
3.1 Problemstellung .....	39
3.2 Hintergrund .....	39
3.3 Methoden .....	42
3.4 Handlungsoptionen und Empfehlungen für die Bewertung .....	46
<b>4. Wert und Preis von Unternehmen</b> .....	47
4.1 Grundlagen .....	47
4.2 Relevanz des Bewertungssubjekts .....	49
4.3 Ziel der Entscheidung .....	50
4.4 Wert und Preis auf unvollkommenen Kapitalmärkten .....	51
4.5 Preisschätzverfahren mit Hilfe von Multiplikatoren .....	55
4.6 Fazit .....	58
<b>5. Datenerhebung und Analyse</b> .....	60
5.1 Ziele und Vorgehensüberblick .....	60
5.2 Integrierte Planung als Basis der Ermittlung eines Unternehmenswertes ....	61
5.3 Planung als Basis der Bewertung in einer M&A-Situation .....	63
5.4 Umfeld- und Marktanalyse als Grundlage der strategischen Planung .....	74
5.5 Ermittlung von Cashflows .....	81
5.6 Startzeitpunkt und Parametrisierung der Fortführungsphase (Terminal Value) .....	87
<b>6. Due Diligence und Risikoanalyse</b> .....	91
6.1 Due Diligence und Risikoidentifikation .....	91
6.2 Grundlagen und Grundregeln der Risikoquantifizierung .....	93
6.3 Leitfaden für eine strukturierte und sachgerechte Quantifizierung eines identifizierten Risikos .....	96
6.4 Risikoaggregation .....	98
6.5 Aufgaben des Bewerter: eine Zusammenfassung .....	100

- 7. Insolvenzzisiko** ..... 102
  - 7.1 Relevanz des Insolvenzzrisikos bei der Bewertung ..... 102
  - 7.2 Methoden zur Schätzung des künftigen Insolvenzzrisikos ..... 106
    - 7.2.1 Vergangenheitsbasiert vs. zukunftsorientierte Ratingverfahren ..... 107
    - 7.2.2 Deterministisches vs. stochastisches Ratingverfahren ..... 108
    - 7.2.3 Indirekte (kennzahlenbasierte) vs. direkte Ratingverfahren ..... 110
  - 7.3 Quellen für die Einschätzung der künftigen Insolvenzzrisiken ..... 111
  - 7.4 Praxisempfehlung/Vereinfachungsmöglichkeiten ..... 113
  - 7.5 Spezialfall M&A ..... 115
- 8. Simulationsbasierte Bewertung unter Beachtung von Insolvenzzrisiken** .. 122
  - 8.1 Konzeption der simulationsbasierten Bewertung ..... 122
  - 8.2 Umsetzung der simulationsbasierten Bewertung: ein Fallbeispiel ..... 124
- 9. Das M&A-Entscheidungsproblem aus Konzernsicht** ..... 140
  - 9.1 Operative Erfahrungen aus Konzernsicht ..... 141
  - 9.2 Rechtsrahmen ..... 160
  - 9.3 Zusammenfassende Wertung und Ausblick ..... 163
- 10. Fazit und Ausblick** ..... 165
- Anhang** ..... 167
  - Anhang 1: Checkliste zur Prüfung von Risikomanagement-Systemen – Benchmarking mit Risikomanagement-Score ..... 167
  - Anhang 2: DUE DILIGENCE Master Request List ..... 168
  - Anhang 3: Fragen zur Prüfung von Entscheidungsvorlagen für Akquisitionen ... 190
  - Anhang 4: Checkliste: Qualitätssicherung, Unternehmensbewertung (Auszug) .. 192
  - Anhang 5: Überblick über Bewertungs- und Preisschätzverfahren ..... 193
- Autoren** ..... 196
- Literaturverzeichnis** ..... 198