

# GoingPublic

## Magazin

Das Kapitalmarktmagazin

Mit 24 Seiten  
Sonderbeilage „XBRL“

**Jobmarkt Corporate Finance**

**Talsole durchschritten?**



**TANK & RAST**

Parkplatz Private Equity S. 10-12

**M&A-MARKT 2004/05**

Finanzinvestoren prägen das Geschehen S. 50-51

# Bewertungsfehler bei M&A-Transaktionen

## Bereinigungen von Sondereinflüssen bei der Ermittlung prognosefähiger Ergebnisse

Von Andreas Creutzmann, GC Corporate Finance AG\*

Die Prognose zukünftiger Ergebnisse durch Investoren und Finanzanalysten zur Bewertung von Unternehmen stützt sich gewöhnlich auf Informationen von Jahresabschlüssen abgelaufener Berichtszeiträume. Ausgangspunkt von Unternehmensbewertungen und eine wesentliche Informationsbasis im Rahmen der Kaufpreisfindung bei M&A-Transaktionen ist somit die Vergangenheitsanalyse von Unternehmen. Die Vergangenheitsergebnisse der Unternehmen sind jedoch regelmäßig durch einmalige und nicht regelmäßig wiederkehrende Aufwendungen und Erträge beeinflusst (non recurring items). Jahresabschlüsse nach IAS/IFRS und US-GAAP weisen diese Sondereinflüsse teilweise gesondert aus. Die Beurteilung der Plausibilität der Planergebnisse von Unternehmen erfolgt in der Regel durch einen Vergleich mit den in der Vergangenheit realisierten Ergebnissen. Sowohl bei der Bewertung auf Basis von Multiples als auch bei Anwendung der Discounted Cash Flow-Verfahren bzw. des Ertragswertverfahrens gilt es, aussagefähige Ergebnisse zu prognostizieren. Zur Vermeidung von Bewertungsfehlern bei M&A-Transaktionen bedarf es deshalb einer sorgfältigen und gewissenhaften Analyse der Vergangenheitsergebnisse und der Bereinigung um Sondereinflüsse, die einen nicht regelmäßig wiederkehrenden Ergebniseinfluss haben. Bei der Zusammenstellung dieser Sachverhalte mit nicht regelmäßig wiederkehrenden Ergebnisauswirkungen werden die folgenden fünf Kategorien unterschieden.

### Änderung von Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden

Gemäß der Definition des IAS 8 sind Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden alle Grundsätze, Grundlagen, Konventionen, Regeln und Verfahren, die ein Unternehmen bei der Aufstellung und Darstellung seiner Jahresabschlüsse anwendet. Der Ergebniseffekt einer Methodenänderung ist bis auf bestimmte Ausnahmen nach den US-GAAP-Rechnungslegungsnormen (APB 20) in der laufenden Gewinn- und Verlustrechnung als cumulative effect of change in accounting principle in einem separaten Posten auszuweisen. Eine Änderung einer Bilanzierungs- oder Bewertungsmethode wird dann vorgenommen, wenn dies von einem Standardsetter verlangt wird oder wenn diese Änderung zu einer besseren Darstellung von Ereignissen oder Geschäftsvorfällen in den Abschlüssen



Andreas Creutzmann

eines Unternehmens führt. Das in den letzten Jahren am häufigsten diskutierte Beispiel dieser Fallgruppe ist die Änderung bei der Abschreibung der Firmenwerte im Rahmen der Goodwill-Bilanzierung. Waren in den Jahresabschlüssen der Unternehmen in der Vergangenheit Firmenwerte planmäßig abzuschreiben, so wurde die Bewertungsmethode dieser immateriellen Vermögensgegenstände zugunsten eines Impairment-Tests aufgegeben (Impairment-Only-Approach).

### Nichtfortführung von Geschäftstätigkeiten

Für Aufwendungen und Erträge aus der Nichtfortführung von Geschäftstätigkeiten (discontinued operations) gilt im Hinblick auf einen separaten Ausweis dasselbe wie für die Änderung von Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden. Es ist nach den Regelungen des SFAS 144 grundsätzlich das Ergebnis aus der Geschäftstätigkeit des im Geschäftsjahr aufgegebenen oder zum Verkauf stehenden Geschäftsbereiches einschließlich eventueller außerplanmäßiger Abschreibungen gesondert in der Gewinn- und Verlustrechnung der Unternehmen auszuweisen. Sämtli-

\*) Andreas Creutzmann, Wirtschaftsprüfer/Steuerberater, ist Vorstandsvorsitzender der GC Corporate Finance AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Frankfurt.

che Aufwendungen und Erträge, die sich aus der Nichtfortführung von Geschäftstätigkeiten von Unternehmen ergeben, sind bei der Jahresabschlußanalyse für Bewertungszwecke als einmalige Sondereinflüsse zu bereinigen.

#### Außerordentliche Ereignisse

Die außerordentlichen Erträge und Aufwendungen (extraordinary items) haben sowohl nach den handelsrechtlichen Grundsätzen als auch nach den internationalen Rechnungslegungsregeln einen relativen Seltenheitswert. Sie sind ebenfalls gesondert in der Gewinn- und Verlustrechnung auszuweisen und deshalb für Bereinigungszwecke einfach identifizierbar. Um jedoch einen Geschäftsvorfall oder ein Ereignis als extraordinary item nach US-GAAP zu klassifizieren, muß dieses sowohl ungewöhnlich (unusual in nature) als auch selten (infrequent of occurrence) sein (APB 30). Die restriktive Handhabung der Zuordnung von Geschäftsvorfällen und Ereignissen zu den außerordentlichen Erträgen und Aufwendungen nach US-GAAP zeigt sich daran, daß beispielsweise Aufwendungen im Zusammenhang mit den Folgen der Ter-

roranschläge vom 11. September 2001 nicht unter diesem Posten auszuweisen sind. Für Zwecke der Bereinigung der Jahresabschlüsse im Rahmen von Bewertungen kann dies nicht gelten. Demnach wären entsprechende Aufwendungen in jedem Fall zu bereinigen. Beispiele für Geschäftsvorfälle, die zu außerordentlichen Erträgen und Aufwendungen in handelsrechtlichen Jahresabschlüssen führen, sind:

- ◆ Forderungsverzichte
- ◆ Verschmelzungen
- ◆ Zuschüsse ohne Gegenleistungsverpflichtung
- ◆ Sozialpläne

#### Änderung von Wertansätzen

Gemäß den Empfehlungen des Arbeitskreises der DVFA/Schmalenbach-Gesellschaft zur Ermittlung prognosefähiger Ergebnisse sind folgende Änderungen von Wertansätzen bei der Bereinigung der Jahresabschlüsse um Sondereinflüsse zu berücksichtigen:

- ◆ Außerplanmäßige Abschreibungen auf Geschäftswerte

Anzeige

## GoingPublic Magazin 1/2005 Sonderbeilage „Biotech & Krebs 2005“



### Anzeigenschluß:

6. Dezember 2004

### Erscheinungstermin:

18. Dezember 2004

Karin Hofelich berät Sie gerne.

Tel.: 08171-4196-36

Fax: 08171-4196-56

karin.hofelich@goingpublic.de



- ◆ Außerplanmäßige Abschreibungen bei anderen Vermögenswerten des Anlage- und Umlaufvermögens. Davon ausgenommen sind Abschreibungen auf geringwertige Vermögensgegenstände des Anlagevermögens sowie pauschalierte Wertberichtigungen auf Forderungen zur Abdeckung des Delkreder-Risikos. Sie gelten als regelmäßig wiederkehrende Ergebnisbestandteile.
- ◆ Zuschreibungen bei Wegfall der Gründe für eine außerplanmäßige Abschreibung
- ◆ Gewinne aus dem Eingang abgeschriebener Forderungen und sonstiger Vermögensgegenstände
- ◆ Unrealisierte Gewinne/Verluste aus der Zeitwertbilanzierung (fair value) finanzieller Aktiva, Passiva und Sicherungsgeschäfte
- ◆ Gewinne und Verluste aus der Änderung von Pensionsplänen, Pensionskürzungen und Abgeltungen
- ◆ Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen, Wertberichtigungen und passivischen Unterschiedsbeträgen
- ◆ Ergebnisauswirkungen aus der Anpassung latenter Steuern aufgrund von Steuersatzänderungen sowie aus Anpassungen für früher nicht gebildete oder nunmehr stornierte Steuerabgrenzungen für Verluste

#### Sonstige nicht regelmäßig wiederkehrende Sachverhalte

In den sonstigen nicht regelmäßig wiederkehrenden Sachverhalten sind sämtliche Geschäftsvorfälle zu erfassen, die weder nach handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften noch nach internationalen Regeln separat ausgewiesen sind, und aufgrund ihres einmaligen

und/oder aperiodischen Ergebniseinflusses als Sondereinfluß zu behandeln und zu bereinigen sind. Beispiele hierfür sind:

- ◆ Gewinne und Verluste aus Anlageabgängen
- ◆ Aufwendungen im Zusammenhang mit Unternehmensakquisitionen
- ◆ Aufwendungen durch Produktmängel
- ◆ Aufwendungen aus Rechtsstreitigkeiten, Schadensfällen und Streiks
- ◆ Rationalisierungs- und Restrukturierungsaufwendungen für fortgeführte Geschäftstätigkeiten
- ◆ Aufwendungen für Firmenjubiläen

#### Fazit:

Zur Ermittlung der „tatsächlichen“ Ertragskraft eines Unternehmens in der Vergangenheit sind alle nicht regelmäßig wiederkehrenden Sondereinflüsse zu bereinigen. Die Eliminierung sämtlicher Sachverhalte, von denen ein nicht regelmäßig wiederkehrender Ergebniseinfluß erwartet werden kann, ist Voraussetzung für die Ermittlung prognosefähiger Ergebnisse. Die in diesem Beitrag dargestellten Sondereinflüsse sind beispielhaft und nicht abschließend. Es liegt bei den Investoren und Finanzanalysten, eigene Analysen durchzuführen und die wesentlichen Sondereinflüsse selbst zu identifizieren und zu quantifizieren. Die Vergleichbarkeit der Ergebnisse der Vergangenheit mit den erwarteten Ergebnissen bzw. den Planungsrechnungen der Unternehmen ist ohne eine Bereinigung von Sondereinflüssen nicht gewährleistet. Durch eine sachgerechte Bereinigung von Sondereinflüssen wird eine zutreffende Ausgangssituation zur individuellen Zukunftsbeurteilung der Unternehmen geschaffen. Ohne die Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse um Sondereinflüsse sind Bewertungsfehler bei M&A-Transaktionen vorprogrammiert. Sofern beispielsweise in Exit-Klauseln bei Private Equity-Transaktionen im Voraus festgeschriebene Multiples (z.B. KGV oder Enterprise/EBIT) auf Basis von Vergangenheitsergebnissen vereinbart werden, sollten klare Regeln bei der zu multiplizierenden Ergebnisgröße festgelegt werden. Die in diesem Beitrag dargestellten Sachverhalte können dabei als Orientierungsgröße bei der Bereinigung von Sondereinflüssen dienen.