

Global Valuation Newsletter

VON EXPERTEN FÜR EXPERTEN

Einblicke in zentrale Bewertungsthemen, Marktentwicklungen und aufkommende Trends, die wertvolle Perspektiven für Bewertungsfachleute weltweit bieten.

Ausgabe: Februar 2025



Liebe Leserinnen und Leser,

willkommen zur ersten Ausgabe des Global Valuation Newsletters. Als Bewertungsfachleute arbeiten wir in einem dynamischen und ständig herausfordernden Umfeld, das von sich wandelnden Marktbedingungen, regulatorischen Entwicklungen und akademischen Diskursen geprägt ist. Es ist entscheidend, informiert zu bleiben und unsere Methodologien und Prozesse kontinuierlich zu verfeinern, um verlässliche Bewertungen und aufschlussreiche Berichte zu liefern.

Der Global Valuation Newsletter bietet regelmäßige Updates und Experteneinblicke aus den Ländern, die in der Rödl & Partner International Valuation Group vertreten sind. Jede Ausgabe behandelt zentrale Bewertungsaspekte – von rechtlichen Überlegungen und Branchentrends bis hin zu methodischen Weiterentwicklungen – und bietet gleichzeitig praktische Ressourcen für Bewertungsfachleute. Durch die Perspektiven aus unserem globalen Netzwerk möchten wir einen klaren und prägnanten Überblick über die neuesten Entwicklungen auf diesem Gebiet geben.

Die erste Ausgabe behandelt eine Vielzahl von Themen, darunter die Rolle von ESG-Faktoren in der Unternehmensbewertung, die laufende Diskussion um Size Premia in internationalen Bewertungen und Ansätze zur Handhabung nicht-linearer, saisonaler und zyklischer Working-Capital-Muster. Unser Quartalsrückblick auf die Kapitalkosten bietet Einblicke in aktuelle Markttrends und langfristige Entwicklungen, während unser Expert Spotlights Fachleute aus unserem globalen Netzwerk vorstellt, die ihre Perspektiven und Expertise teilen.

Wir hoffen, dass der Newsletter sowohl eine Wissensquelle als auch ein Katalysator für Diskussionen darstellt. Wie immer freuen wir uns über Ihr Feedback und freuen uns darauf, den Dialog über diese wichtigen Themen fortzusetzen.

Mit besten Grüßen,



CHRISTIAN HELLBARDT

Partner, Head of Transactions Valuation Restructuring, Nürnberg & Berlin
WP, StB, CVA (EACVA)

Inhalte

- | | |
|--|----------|
| 1. ESG-Faktoren in der Unternehmensbewertung: Ein wichtiger Faktor für langfristige Wettbewerbsfähigkeit | Seite 4 |
| 2. Kapitalkostenparameter & Multiplikatoren | Seite 6 |
| 3. Size Premia bei Internationalen Bewertungen: Theorie, Praxis & Kontroverse | Seite 10 |
| 4. Working Capital: Umgang mit Saisonalität & Zyklen | Seite 13 |
| 5. Experten Spotlight | Seite 17 |
| 6. Empfohlene Veröffentlichungen | Seite 18 |
| 7. Kommende Veranstaltungen | Seite 19 |

ESG-Faktoren in Unternehmensbewertungen: Ein wichtiger Faktor für langfristige Wettbewerbsfähigkeit

Der italienische Nationale Wirtschaftsprüferverband hebt hervor, wie ESG-Faktoren die Unternehmensbewertung beeinflussen – insbesondere den Cashflow, das systematische Risiko und die Fremdkapitalkosten. Effektive ESG-Praktiken fördern das Wachstum, reduzieren Risiken und verbessern den Zugang zu Fremdkapital. Nachhaltigkeit wird so zu einem wichtigen Faktor für die langfristige Widerstandsfähigkeit von Unternehmen.

DIE ROLLE VON ESG-FAKTOREN

Im Juli 2024 veröffentlichte der italienische Nationale Wirtschaftsprüferverband („Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili“) den Leitfaden „ESG-Faktoren in der Unternehmensbewertung: Aufbau einer Informationsgrundlage“, der sich mit dem Einfluss von ESG-Faktoren auf die Unternehmensbewertung befasst. Es wird immer deutlicher, dass ESG-Faktoren auf wirtschaftlicher Ebene eine zentrale Rolle spielen und das Entwicklungspotenzial sowie die Geschäftsstrategien von Unternehmen maßgeblich beeinflussen können. Tatsächlich betrachten potenzielle und bestehende Investoren den ESG-Ansatz zunehmend als Instrument zur Risikominimierung, das Unternehmen dabei hilft, ihre Wettbewerbsfähigkeit langfristig zu sichern.

Die Verfolgung von ESG-Zielen durch ein Unternehmen erfordert keine spezifische Bewertungsmethode. Allerdings bedarf es einer sorgfältigen Berücksichtigung von Faktoren, die bislang nicht vollständig beachtet wurden, nun jedoch auf Basis einer angemessenen ESG-Berichterstattung eingehend analysiert werden müssen-

Jüngste Studien und Untersuchungen zeigen, dass ESG-Faktoren die Unternehmensbewertung auf drei wesentliche Weise beeinflussen: durch Cashflows und Wachstumsfaktoren, das systematische Risiko sowie die Fremdkapitalkosten.

ESG-AUSWIRKUNGEN AUF CASHFLOWS UND WACHSTUMSFAKTOREN

Die Integration von ESG-Faktoren auf Unternehmensebene kann messbare Vorteile generieren und sich positiv auf Cashflows sowie Wachstumsfaktoren (g) auswirken. Die wesentlichen Effekte zeigen sich insbesondere in Umsatzsteigerung, Kostensenkung, operativer

Effizienz, Produktivitätssteigerung und einer optimierten Investitionsstrategie.

Nachhaltige Geschäftspraktiken können dazu führen, dass Verbraucher bereit sind, für umweltfreundliche Produkte einen Preisaufschlag zu zahlen. Zudem können der Einsatz ressourcenschonender Technologien und ein effizienter Umgang mit natürlichen Ressourcen die Betriebskosten senken. Ein Arbeitsumfeld, das ESG-Werte betont und aktiv lebt, steigert nicht nur die Produktivität, sondern erhöht auch die Attraktivität des Unternehmens für Fachkräfte und fördert langfristige Mitarbeiterbindung.

Eine Studie des International Valuation Standard Council (2021)¹ zeigt, dass der durch ESG-Faktoren geschaffene Wert ähnliche Eigenschaften wie Investitionen in immaterielle Vermögenswerte aufweist – insbesondere in Bezug auf deren kumulative Wachstumseffekte.

Die Umsetzung von ESG-Strategien erfordert häufig beträchtliche Anfangsinvestitionen, da die positiven Effekte erst mittel- bis langfristig sichtbar werden. Daher ist eine sorgfältige und präzise Risikoanalyse sowie eine umfassende Bewertung der betrieblichen Rahmenbedingungen unerlässlich.

EINFLUSS AUF DAS SYSTEMATISCHE RISIKO

Wissenschaftliche Untersuchungen haben den Einfluss von ESG-Faktoren auf das systematische Risiko eingehend analysiert. Dieses wird durch den Beta-Faktor ausgedrückt, der im Capital Asset Pricing Model (CAPM) zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten (K_e) verwendet wird.

Insbesondere die Studie "ESG and Global Investor Returns Study" von Kroll (2023)² untersuchte die Renditen von ESG-Portfolios, um das systematische Risiko einer Anlage – also den Betafaktor – zu bestimmen. Die Untersuchungen

zeigen, dass Unternehmen mit robusten Nachhaltigkeitsstrategien und hohen ESG-Scores im Durchschnitt eine höhere jährliche Rendite erzielten als Unternehmen mit niedrigeren ESG-Scores. Gleichzeitig wiesen diese Unternehmen eine geringere Volatilität auf, was sich in niedrigeren Beta-Werten widerspiegelt.

Die Studie deutet auf eine Korrelation zwischen ESG-Strategien, Renditen und der Volatilität von Aktien über verschiedene geografische Regionen und Sektoren hin – zumindest für den untersuchten Zeitraum von 2013 bis 2021. Unternehmen, die ESG-Prinzipien konsequent umsetzen, könnten zudem widerstandsfähiger gegenüber regulatorischen Anforderungen und externen Veränderungen sein. Dies liegt unter anderem daran, dass sie Risiken, die nicht unmittelbar in den Cashflows abgebildet sind – wie regulatorische Risiken, Reputationsrisiken und Übergangsrisiken – besser managen können.

Ein weiterer bemerkenswerter Aspekt ist die asymmetrische Marktreaktion auf ESG-Informationen. Unternehmen mit mangelhaften ESG-Praktiken werden tendenziell stärker abgestraft als solche mit positiven ESG-Ansätzen. Dies unterstreicht die wachsende Bedeutung von Nachhaltigkeitsstrategien am Kapitalmarkt und die Notwendigkeit für Unternehmen, ESG-Risiken proaktiv zu managen. Ein gezielter Fokus auf nachhaltige Unternehmensführung kann dazu beitragen, Vertrauensverluste bei Investoren und potenzielle negative Marktreaktionen zu vermeiden.

AUSWIRKUNGEN AUF FREMDKAPITALKOSTEN

Gute ESG-Praktiken können den Zugang zu Krediten positiv beeinflussen. Durch die Verbesserung ihrer ESG-Offenlegungen können Unternehmen Informationsasymmetrien verringern und dadurch ihre Fremdkapitalkosten (Kd) senken. Dies kann zu günstigeren Bewertungen und einer Reduzierung des wahrgenommenen Risikos für Kreditgeber führen. Weitere Vorteile der ESG-Offenlegung umfassen die Stärkung der Beziehungen zu finanziellen Stakeholdern, was letztlich zu einem verbesserten Zugang zu Fremdfinanzierungen zu wettbewerbsfähigen Konditionen für Unternehmen mit überdurchschnittlichen ESG-Bewertungen führt.

Allerdings treten diese Vorteile nicht immer ein. In einigen Fällen betrachten Kreditgeber die solchen Initiativen verbundenen Kosten als nicht mit unmittelbar mit dem Kerngeschäft verbunden und erheben daher höhere Zinssätze, um das

wahrgenommene Risiko auszugleichen. Dieses Phänomen ist besonders bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) verbreitet, bei denen das ESG-Berichtssystem weniger strukturiert ist.

DIE RELEVANZ VON ESG-FAKTOREN

Obwohl die drei ESG-Faktoren miteinander verknüpft sind, haben sie nicht alle das gleiche Gewicht. Die Umweltdimension (E) hat einen direkteren Einfluss auf den wirtschaftlichen Wert. Initiativen wie Dekarbonisierung oder Abfallreduzierung verbessern beispielsweise die Effizienz und senken die Betriebskosten. Die sozialen (S) und Governance (G) Dimensionen haben zwar weniger unmittelbare Auswirkungen, sind jedoch dennoch entscheidend für die Unternehmensreputation und das Risiko-management. Starke Governance etwa verringert das Risiko von Rechtsstreitigkeiten oder einem ineffizienten Entscheidungsprozess.

Vor dem Hintergrund des oben Genannten ist es offensichtlich, dass eine Unternehmensbewertung ESG-Faktoren und deren Einfluss auf den Unternehmenswert (in Bezug auf Cashflow, Wachstumsrate, Beta-Faktor und Fremdkapitalkosten) auf der Basis einer Einzelfallanalyse berücksichtigen muss.

AUTOREN



PAOLO ZANI
Manager, Rödl & Partner
M&A Tax (Mailand)



MIRCO BINAZZI ZATTONI
Associate, Rödl & Partner
M&A Tax (Mailand)

In der kommenden Ausgabe des Global Valuation Newsletter: ESG-Studie 2024 - Eine Umfrage unter EACVA-Mitgliedern und Finanzinvestoren.

Kapitalkostenparameter & Multiplikatoren

KAPITALKOSTEN

Kapitalkosten spiegeln die Renditeforderungen der Kapitalgeber wider. Sie werden zur Diskontierung der für die Bewertung relevanten Cashflows verwendet. Die Ermittlung der Kapitalkosten ist daher ein zentraler Bestandteil der Unternehmensbewertung. In der Bewertungspraxis wird zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten das kapitalmarktorientierte Capital Asset Pricing Model (CAPM) herangezogen, nach dem sich die Eigenkapitalkosten aus einem Basiszinssatz, einem Betafaktor und einer Marktrisikoprämie zusammensetzen. Die Fremdkapitalkosten ergeben sich im Wesentlichen aus dem Zinssatz einer risikofreien Anlage sowie einem Kreditspread, den Kapitalgeber vor allem aufgrund von Ausfallrisiken verlangen. Als Entschädigung für das höhere Risiko einer Investition im Ausland im Vergleich zu einer Investition im Inland können Eigen- und Fremdkapitalgeber eine Länderrisikoprämie fordern.

Die oben beschriebenen Kapitalkostenparameter stellen sich zum 31.12.2024 wie folgt dar.

BASISZINSSATZ

Der Basiszinssatz stellt die Rendite einer risikofreien Investition dar, wobei deutsche Staats-

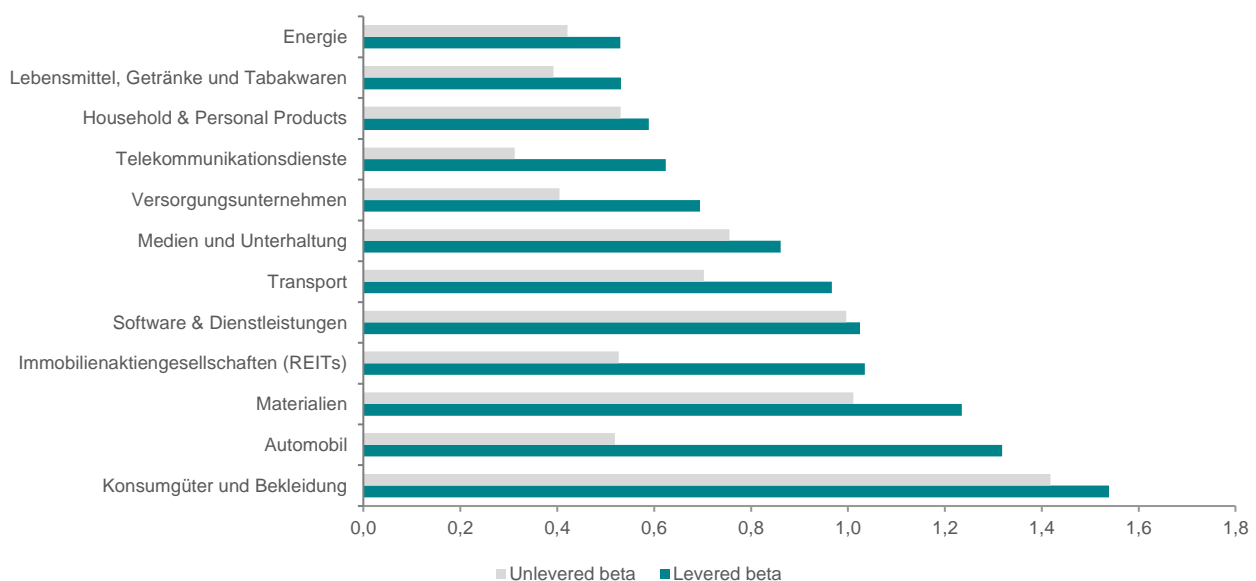
anleihen dieses Kriterium größtenteils erfüllen. Die Deutsche Bundesbank (BBk) veröffentlicht täglich Schätzungen der Zinskurven für Deutschland unter Verwendung der Svensson-Methode, die Laufzeiten von 1 bis 30 Jahren abdecken. Für Jahre über 30 wird der Spotzins konstant extrapoliert. Zur Glättung von Schätzungenauigkeiten wird die Verwendung einer durchschnittlichen Zinsstrukturkurve über einen Dreimonatszeitraum vor dem Stichtag empfohlen. Der Barwert-äquivalente Basiszins lässt sich für die gesamte Laufzeit berechnen, und zum 31.12.2024 beträgt der ungerundete Zinssatz 2,47%.

BETAFAKTOR

Der Betafaktor ist ein Maß für das unternehmensspezifische Risiko und spielt eine zentrale Rolle im CAPM. Er wird durch eine lineare Regression berechnet, die bewertet, wie sich das Risiko des Einzelwertes (wie Aktien) im Verhältnis zum Gesamtrisiko des Marktes verhält, basierend auf der Schwankung der Aktienkursrendite gegenüber der Markttrendite.

Im Rahmen unseres kostenfreien Kapitalkosten-service ermitteln und veröffentlichen wir regelmäßig Branchenbetas für Aktienmärkte in Europa, Nordamerika, Südamerika, Asien, Indien

Abb. 1: Europäische Branchenbetas für ausgewählte Branchen zum 31.12.2024



Quelle: Rohdaten S&P Capital IQ, Analyse Rödl & Partner

und China. Abbildung 1 zeigt die europäischen Branchenbetas für 12 ausgewählte Branchen zum 31.12.2024. Die Betafaktoren wurde über einen 2-Jahreszeitraum anhand wöchentlicher Renditen ermittelt, wobei der europäische Aktienindex S&P Europe BMI als Referenzindex dient.

Die Unternehmen in den Branchenindizes sind in ihrem Produkt- und Dienstleistungsangebot breit diversifiziert. Daher eignen sich Branchenbetas nur als grobe Näherungswerte und ersetzen keine maßgeschneiderten Analysen geeigneter Peer-Gruppen. Individuelle Lösungen sind Teil unseres Premium Kapitalkostenservice.

IMPLIZITE MARKTRISIKOPRÄMIE

Die Marktrisikoprämie (MRP) entspricht der Rendite, die ein Investor für das Eingehen eines Risikos zusätzlich zur Rendite für eine risikolose Anlage erwartet. Sie kann entweder aus empirischen Markttrenditen (als historische MRP) oder zukunftsorientiert als implizite Marktrisikoprämie (iMRP) abgeleitet werden.

Die iMRP wird unter Verwendung von durchschnittlichen Analystenschätzungen künftiger Gewinne (Nettogewinne) für börsennotierte Unternehmen berechnet, die als Zähler in der Bewertungsformel dienen. Der Nenner umfasst Parameter der Kapitalkosten wie den Basiszinssatz, den Betafaktor und die ewige Wachstumsrate. Die MRP bleibt die Residualgröße im Bewertungsmodell. Durch das Lösen der

Bewertungsformel nach der MRP erhalten wir die iMRP, die bei allen anderen Parametern fixiert die beobachtbare Marktkapitalisierung (Eigenkapitalwert) zum Bewertungsstichtag ergibt.

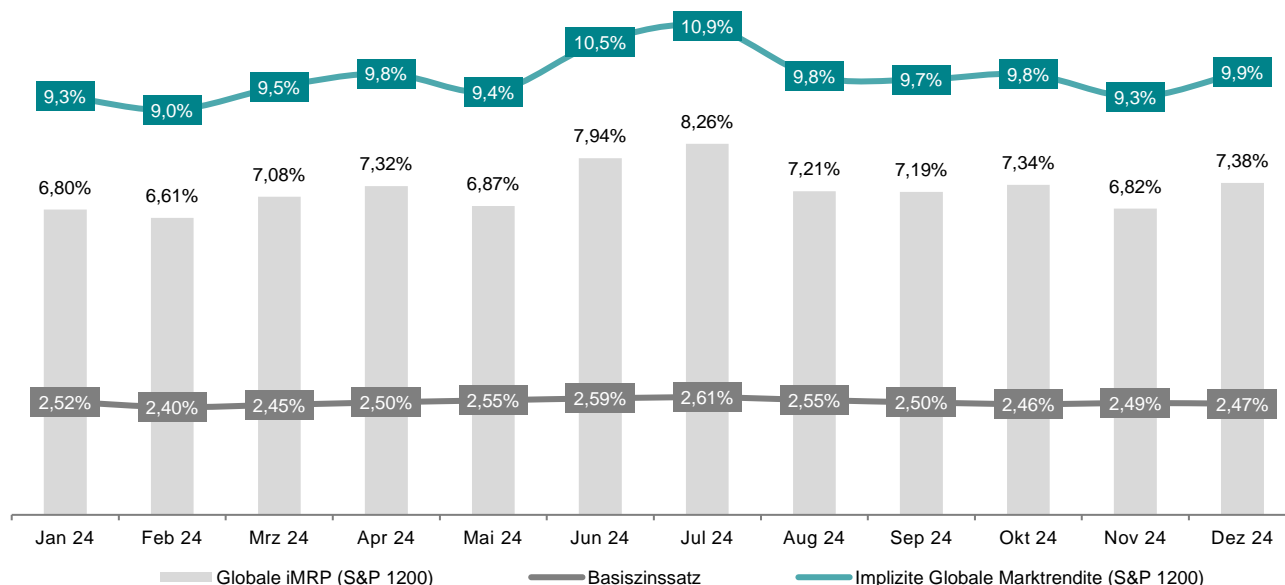
Im Rahmen unseres kostenfreien Kapitalkostenservice berechnen und veröffentlichen wir regelmäßig iMRP für die deutschen, europäischen und globalen Aktienmärkte.

Zum 31.12.2024 haben wir eine globale iMRP von 7,38% vor persönlichen Steuern ermittelt. Diese wurde als marktwertgewichteter Durchschnitt der einzelnen iMRPs für alle im S&P Global 1200 gelisteten Unternehmen abgeleitet. Daraus lässt sich eine globale implizite Markttrendite von 9,86% berechnen, indem der Basiszinssatz mit der globalen iMRP kombiniert wird. Diese Berechnungen sind in Abbildung 2 dargestellt.

FREMDKAPITALKOSTEN

Die erwarteten Fremdkapitalkosten, für die Unternehmensbewertung setzen sich aus der Rendite für eine risikolose Anlage (Basiszinssatz) und einem Kreditspread zur Kompensation (systematischer) Ausfallrisiken zusammen. In der Praxis werden sie regelmäßig auf Basis von Kapitalmarktdaten ermittelt. Liegt eine Rating- oder Bonitätsbewertung vor, kann der Marktzinssatz aus Zinsstrukturkurven börsennotierter Unternehmensanleihen abgeleitet werden. Der Kreditspread ergibt sich als Differenz zum Zinssatz vergleichbarer Staatsanleihen.

Abb. 2: Basiszinssatz, iMRP und Implizite Markttrendite zum 31.12.2024 und mit der Zeit (LTM)



Quelle: Rohdaten S&P Capital IQ, Analyse Rödl & Partner

Zum 31.12.2024 wird auf Basis börsennotierter Unternehmensanleihen in EUR über alle Sektoren ('All Corporates') der erwartete Fremdkapitalzinssatz für eine Laufzeit von zehn Jahren mit 3,60% p.a. für Investment-Grade (IG)-Anleihen und 5,56% p.a. für High-Yield (HY)-Anleihen berechnet. Nach Abzug der entsprechenden Rendite einer zehnjährigen deutschen Staatsanleihe (2,30% p.a.) ergibt sich ein Kreditspread von 1,20% p.a. (IG) bzw. 3,26% p.a. (HY).

LÄNDERRISIKOPRÄMIE

Investitionen im Ausland sind potenziell mit höheren Risiken verbunden, die sich aus geopolitischen und makroökonomischen Unsicherheiten ergeben. Solche 'Länderrisiken' lassen sich nur schwer in den Geschäftsplan (im Zähler der Bewertungsformel) erfassen. In der Praxis werden sie daher regelmäßig als Zuschlag zu den Kapitalkosten (im Nenner der Bewertungsformel) berücksichtigt.

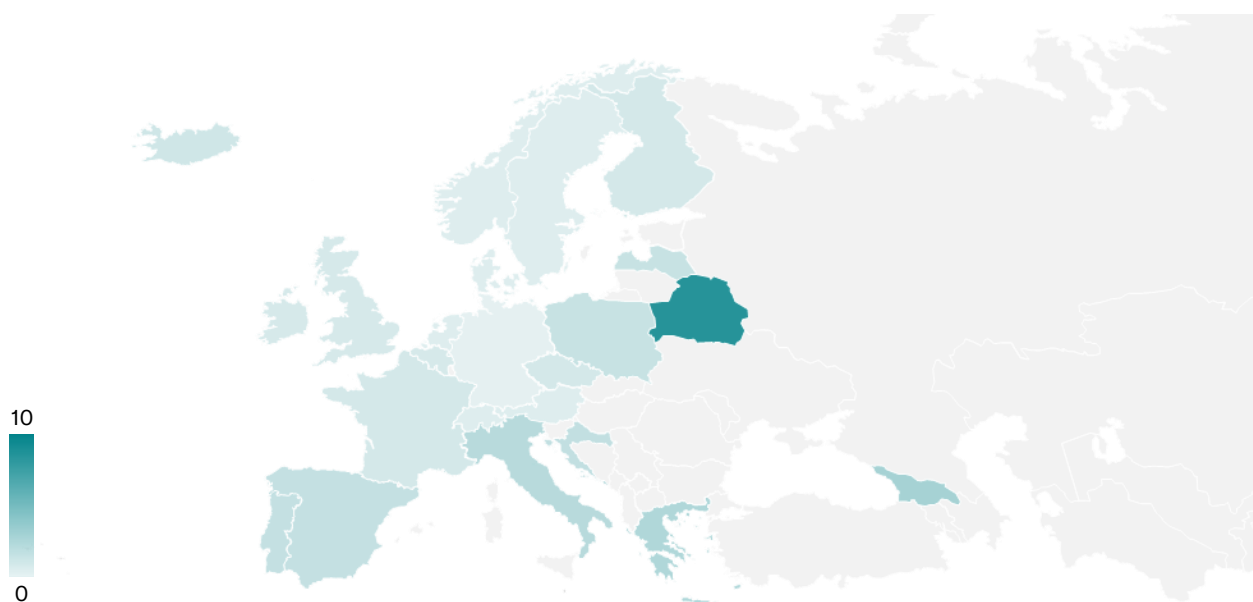
Länderrisikoprämien (CRP) sind bei internationalen Bewertungen insbesondere von Unternehmen in Entwicklungs-ländern oder „Emerging Markets“ zu berücksichtigen, um das erhöhte Länderrisiko in Jurisdiktionen mit einem Kreditrating unter 'AAA' angemessen widerzuspiegeln. Sie können anhand von unterschiedlichen Methoden bestimmt werden. Die CRP für ausgewählte Länder zum 31.12.2024 stellen die Abbildungen 3 und 4 dar.

Abb. 3: Globale CRP zum 31.12.2024

Land	CRP (in %)
Weißrussland	8,96
Georgien	2,08
Griechenland	1,48
Italien	1,20
Kroatien	0,86
Spanien	0,75
Portugal	0,74
Polen	0,69
Lettland	0,69
Island	0,52
Finnland	0,42
Tschechische Republik	0,40
Frankreich	0,40
Belgien	0,37
Vereinigtes Königreich	0,37
Irland	0,35
Österreich	0,26
Schweiz	0,21
Norwegen	0,21
Dänemark	0,21
Niederlande	0,21
Schweden	0,21
Deutschland	0,00

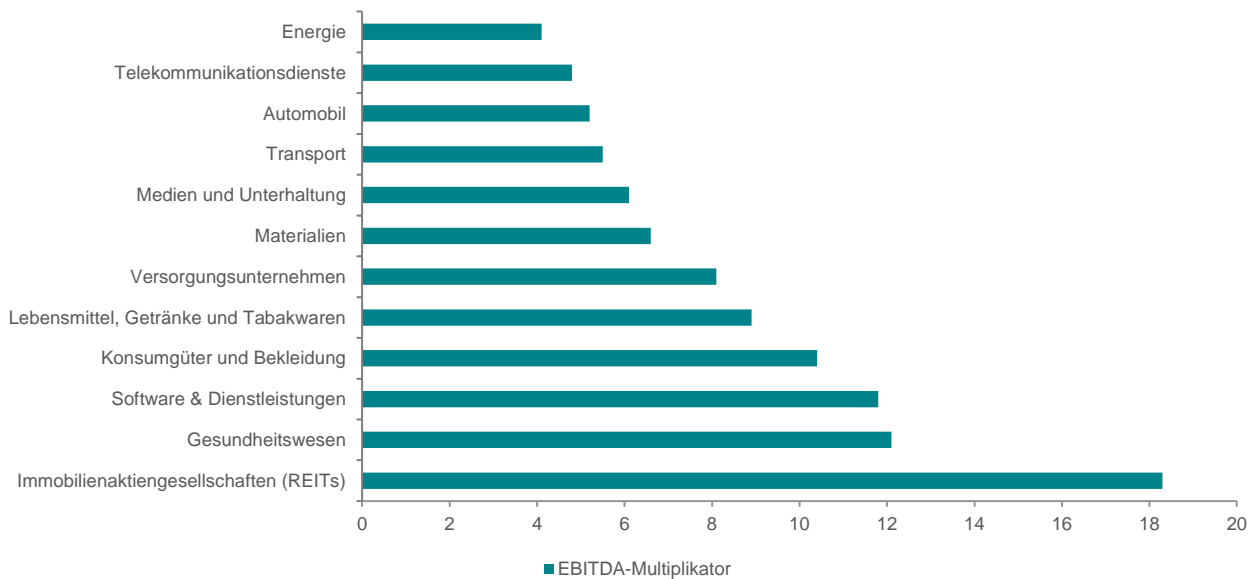
Quelle: Rohdaten S&P Capital IQ, Analyse Rödl & Partner

Abb. 4: Heat Map – Ausgewählte europäische CRP zum 31.12.2024 (in %)



Quelle: Rohdaten S&P Capital IQ, Bloomberg, Analyse Rödl & Partner

Abb. 5: Europäische Branchenmultiplikatoren (EV/EBITDA) für ausgewählte Branchen zum 31.12.2024



Quelle: Rohdaten S&P Capital IQ, Analyse Rödl & Partner

Wir ermitteln Länderrisikoprämien unter Zuhilfenahme der Sovereign Yield Spread-Methode. Dieser Ansatz nutzt den Renditeunterschied (Kreditspread) zwischen den Staatsanleihen eines Landes und dem Basiszinssatz. Die Kreditspreads aller verfügbaren Staatsanleihen werden gegen verschiedene skalierte Ratings von 'AAA' bis 'C' (Moody's, Fitch, S&P) regressiert. Die skalierten Ratings werden dann auf die Regressionsparameter angewendet, was die entsprechenden Länderrisikoprämien (CRP) für die einzelnen Ratings ergibt.

MULTIPLIKATOREN

Das Multiplikatorverfahren ist das dem Grundsatz nach wohl einfachste Verfahren zur Unternehmensbewertung. Zur Ermittlung des Unternehmenswerts wird eine Bezugsgröße des Bewertungsobjekts (meist eine Kennzahl der Gewinn- und Verlustrechnung, z.B. EBITDA) mit einem aus Vergleichsdaten abgeleiteten Multiplikator multipliziert. Vergleichsdaten werden entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (Trading Multiples) oder aus Transaktionen (Transaction Multiples) gewonnen. Aufgrund seiner Limitierungen, die sich insbesondere aus einer allenfalls groben Vergleichbarkeit des Bewertungsobjekts mit den Vergleichsunternehmen hinsichtlich Rentabilität, Wachstumsperspektiven, Diversifikation und Gewichtung der unterschiedlichen Geschäfts-

felder ergeben, ersetzt das Multiplikatorverfahren keine anhand eines DCF-Verfahrens erstellte fundamentale Unternehmensbewertung. Es liefert lediglich eine erste Wertindikation bzw. dient zur Plausibilitätsbeurteilung eines DCF-Wertes. Im Rahmen unseres kostenfreien Kapitalkostenservice berechnen und veröffentlichen wir regelmäßig EV/EBITDA Branchenmultiplikatoren für die Aktienmärkte in Europa, Nordamerika, Südamerika, Asien sowie Indien und China. Abbildung 5 zeigt die europäischen EV/EBITDA-Multiplikatoren für 12 ausgewählte Sektoren zum 31.12.2024. Diese werden als Median-Multiplikatoren für Unternehmen innerhalb von Branchenindizes dargestellt.

AUTOR



ROBERT SCHMIDT
Associate Partner, Rödl & Partner
Valuation Services (Berlin)

Analysen sind auf Anfrage erhältlich. Besuchen Sie unseren Kostenlosen und Premium Kapitalkostenservice oder kontaktieren Sie uns direkt unter robert.schmidt@roedl.com.

Size Premia bei Internationalen Bewertungen: Theorie, Praxis & Kontroverse

Die Rolle des Size Premium in der Bewertung bleibt unter internationalen Bewertungspraktikern ein umstrittenes Thema. Dieser Artikel untersucht die theoretischen Grundlagen des Size Premium, seine praktischen Implikationen und die unterschiedliche Akzeptanz in verschiedenen Rechtsordnungen.

THEORETISCHE GRUNDLAGEN

Der Size Premium basiert auf dem „Größeneffekt“, der erstmals von Banz (1981)³ dokumentiert und später von Fama & French (1993) unterstützt wurde.⁴ Ihre Untersuchungen ergaben, dass US-Aktien mit niedrigerer Marktkapitalisierung („Small Caps“) höhere Renditen aufweisen als Unternehmen mit größerer Marktkapitalisierung. Dies ist auf das höhere Risiko von Small Caps zurückzuführen, was dazu führt, dass Investoren eine höhere Rendite verlangen, was wiederum zu höheren Eigenkapitalkosten führt. Die Hauptursachen für dieses Phänomen umfassen.

- Liquiditätsbeschränkungen: Kleinere und mittlere Unternehmen (SMEs) sind weniger liquide und weisen höhere damit verbundene Transaktionskosten auf.
- Höheres Risiko: Erhöhte Volatilität und das Risiko finanzieller Notlagen rechtfertigen eine höhere erforderliche Rendite. Small Caps neigen dazu, höhere Fixkosten im Verhältnis zu variablen Kosten zu haben, sodass Umsatzwachstum leichter in Gewinne umgesetzt wird. Im Falle von geringem Umsatzwachstum oder einem Rückgang führen jedoch die Fixkosten zu höheren Verlusten.
- Informationsasymmetrie: Begrenzte Analystenabdeckung und Datenverfügbarkeit führen zu größerer Unsicherheit. Small Caps erfordern daher mehr Analyse pro investiertem Dollar.

Das Size Premium wird typischerweise durch das Sortieren von Aktien in Dezile auf der Grundlage der Marktkapitalisierung abgeleitet. Diese Dezilbasierten Prämien werden dann in breitere Größenkategorien wie Mid Cap, Low Cap und Micro Cap aggregiert, je nach der Methodologie der Studie und dem verwendeten Aggregationsniveau.

Um das CAPM so zu erweitern, dass es idiosynkratisches Risiko einbezieht, wird ein Multiverwendet

das das Size Premium gemäß der Gleichung hinzugefügt, wobei r_s eine additive Komponente zu den Eigenkapitalkosten darstellt und anfänglich die Faktorladung β_s aus einer multivariaten Regression darstellt, multipliziert mit der Rendite SMB („Small Minus Big“) des jeweiligen Portfolios von kleinen Unternehmen im Vergleich zu großen Unternehmen.

$$r_e = r_f + \beta_m \cdot (r_m - r_f) + \beta_s \cdot SMB$$

$$\Leftrightarrow r_e = r_f + \beta_m \cdot (r_m - r_f) + r_s$$

PRAKTISCHE IMPLIKATIONEN & ANWENDUNGEN

Vereinigte Staaten: Eine Standardanpassung bei Bewertungen

In den USA ist das Size Premium weithin anerkannt und wird in die Bewertung von renommierten Quellen wie Kroll (ehemals Duff & Phelps) (2018)⁵ und Damodaran (2012)⁶ integriert, da allgemein anerkannt wird, dass das klassische CAPM nicht alle für Eigenkapitalgeber wichtigen Risikofaktoren erfasst. Das Size Premium wird daher häufig verwendet in:

- Private Unternehmensbewertungen, bei denen die marktbasierende Risikobewertung weniger einfach ist (z.B. Beta aus dem CAPM-Modell).
- Fusionen & Übernahmen, insbesondere bei kleineren Zielunternehmen, bei denen Marktvergleiche begrenzt sind.
- Rechts- & Steuerbewertungen, bei denen Anpassungen für unternehmensspezifische Risiken erforderlich sind.

Empirische Studien in den USA unterstützen die Persistenz des Size-Effekts, obwohl einige darauf hinweisen, dass seine Größe im Laufe der Zeit abgenommen hat. Bewertungspraktiker argumentieren jedoch, dass dessen Ignorierung die

erforderliche Rendite für kleine Unternehmen unterschätzen würde, was zu verzerrten Bewertungen führen könnte.

DEUTSCHLAND: BEHANDLUNG NACH DEM KONTEXT DER BEWERTUNG

Objektive Bewertungen: Verbot von Size Premia

Für Bewertungen, die darauf abzielen, den objektiven Wert zu bestimmen, verbietet das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) ausdrücklich die Anwendung von Size Premia. IDW PH 1/2014 stellt fest, dass die Anwendung solcher Anpassungen keine empirischen Belege hat und nicht ausreichend durch die Kapitalmarkttheorie gestützt wird. Die Begründung für diese Haltung umfasst:

- Mangel an empirischen Belegen: Studien wie Baetge & Schulz (2009)⁷ und Hachmeister et al. (2012)⁸ fanden keine empirischen Belege für ein Size Premium auf dem deutschen Aktienmarkt.
- Konzeptionelle Inkonsistenzen: Das CAPM basiert auf der Idee, dass nur systematisches Risiko die Asset-Preise bestimmt, während das Size Premium Elemente des idiosynkratischen Risikos einführt, das in einem Portfolio diversifiziert werden kann.

Aus diesem Grund kann der Size Premium nicht in Bewertungen angewendet werden, die deutschen Regulierungs- und Prüfungsstandards entsprechen müssen, wie z. B. bei Steuerveranlagungen oder Gerichtsverfahren. Die falsche Anwendung von Bewertungsgrundsätzen in diesen Zusammenhängen könnte zu Streitigkeiten oder regulatorischen Anfechtungen führen.

Subjektive Bewertungen: Die Verwendung von Size Premia in der Praxis

Im Gegensatz dazu wird das Size Premium häufig in Bewertungen für subjektive Entscheidungswerte berücksichtigt – wie zum Beispiel in M&A-Transaktionen oder Investitionsanalysen. Der Hintergrund dieser Vorgehensweise ist, dass die Risikofaktoren, die im klassischen CAPM berücksichtigt werden, unzureichend sind, um die Entscheidung zu berechnen, und dass weitere Prämien angewendet werden müssen, wenn die alternative Rendite so transparent und marktkonsistent wie möglich bestimmt werden soll und nicht nur auf allgemeinen Renditeerwartungen oder Bauchgefühl basieren soll. In Deutschland werden empirische Erkenntnisse aus dem US-Aktienmarkt häufig mit der Begründung herangezogen, dass dieser Aktienmarkt eine sehr lange messbare Geschichte und eine hohe Band-

breite an verschiedenen Größenklassen aufweist. Diese Unterscheidung unterstreicht die Bedeutung, Bewertungsmethoden an den spezifischen Kontext und Zweck der Bewertung anzupassen, um sowohl theoretische Genauigkeit als auch praktische Anwendbarkeit sicherzustellen.

Globale Perspektiven: Wie sieht es in anderen Ländern aus?

Außerhalb der USA und Deutschlands werden Size Premia unterschiedlich behandelt:

- Vereinigtes Königreich: Während das CAPM das dominante Modell ist, nehmen Praktiker gelegentlich Size-Anpassungen vor, insbesondere bei Bewertungen von Private Equity.
- Frankreich & Italien: Während die Forschung darauf hindeutet, dass das CAPM in Spanien und Italien nach wie vor relevant ist, um die Size-Anomalie zu erklären, zeigen die Ergebnisse für Frankreich, dass kein getestetes Asset-Pricing-Modell den Effekt vollständig erfasst, was auf potenzielle Chancen hinweist, diese Anomalie auszunutzen. Empirische Studien deuten auf einen schwächeren Size-Effekt hin, was zu einer gemischten Akzeptanz führt.⁹
- Schwellenmärkte: Höhere Markteffizienzen und Risikofaktoren könnten ein Size Premium rechtfertigen, aber Datenbeschränkungen schränken die Anwendung oft ein.

Globale Bewertungsstandards, wie die International Valuation Standards (IVS), verlangen nicht die Anwendung von Size Premia, verbieten sie jedoch auch nicht, sondern betonen die Konsistenz mit Marktdaten.

PRAXISBEISPIEL: WIE WIRKT SICH DER SIZE PREMIUM AUF DIE BEWERTUNG AUS?

Als praktisches Beispiel sei ein mittelständisches, privat gehaltenes Fertigungsunternehmen genannt, das für einen möglichen Verkauf bewertet wird. Nach dem CAPM-Ansatz wird der Basiszinssatz für das Eigenkapital auf 9% geschätzt. Wenn ein in den USA ansässiges Bewertungsunternehmen eine Size Premium von 2,5% anwendet, steigt der berechnete Eigenkapitalkostensatz auf 11,5%, was die Unternehmensbewertung nach der Discounted Cash Flow (DCF)-Methode erheblich beeinflusst. Baetge & Schulz (2009)⁸ erläutern beispielsweise, dass eine exemplarische Size Premium von 2% den Unternehmenswert in ihrem Forschungsfall um 18% reduzierte. Eine deutsche Bewertung nach IDW-Richtlinien würde den Eigenkapitalkostensatz

von 9% beibehalten, was zu einem höheren Unternehmenswert führt. Solche Diskrepanzen verdeutlichen die Bedeutung der rechtlichen Ausrichtung in Bewertungsaufträgen, da sie das Ergebnis erheblich verzerren können. Dies ist besonders wichtig bei grenzüberschreitenden Bewertungen, da länderspezifische Anpassungen erforderlich sein könnten. Je nach Zweck der Bewertung kann eine absichtlich fehlerhafte Bewertung nach den Standards der lokalen Behörden (z. B. Steuerbehörden) rechtliche Konsequenzen haben. Es ist daher unerlässlich, über alle lokalen Anforderungen bei der Durchführung einer Unternehmensbewertung informiert zu sein.

SCHLUSSFOLGERUNGEN: UMGANG MIT DER KOMPLEXITÄT VON SIZE PREMIA

Die Size Premium bleibt ein hoch umstrittenes Thema in der Unternehmensbewertung. Während ihre empirische Grundlage in den USA gut etabliert ist, bleibt Skepsis in Deutschland und anderen Rechtsordnungen bestehen. Praktiker müssen die lokalen regulatorischen Rahmenbedingungen, empirischen Belege und Bewertungsstandards sorgfältig prüfen, um die Einhaltung und Genauigkeit im jeweiligen Markt sicherzustellen. Angesichts der potenziellen materialen Unterschiede im Unternehmenswert ist es für grenzüberschreitende Bewertungen entscheidend, zu verstehen, ob und wie eine Size Premium anzuwenden ist.

Durch das Bewusstsein für internationale Bewertungsstandards und sich entwickelnde Forschung können Fachleute fundierte und verteidigungsfähige Anpassungen vornehmen, die sowohl theoretischer Strenge als auch praktischer Notwendigkeit entsprechen.

AUTOREN



TOBIAS NEUKIRCHNER
Partner, Rödl & Partner
Valuation Services (München)



DR. PHILIPP ROßMANN
Manager, Rödl & Partner
Valuation Services (München)



MARIO RAAB
Senior Associate, Rödl & Partner
Valuation Services (München)

Working Capital: Umgang mit Saisonalität & Zyklen

GENERELLE EFFEKTE

Obwohl es keine formale Definition für 'Working Capital (WC)' gibt, wird es in der Finanzpraxis allgemein als operatives kurzfristiges Nettovermögen verstanden – hauptsächlich Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Das Working Capital wird als Netto-Differenz zwischen diesen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten berechnet.

$$WC = \text{Vorräte} + \text{Ford. LuL} - \text{Verb. LuL}$$

LuL: Lieferungen und Leistungen, Ford.: Forderungen, Verb.: Verbindlichkeiten

In der Finanzanalyse, Unternehmensbewertung oder M&A ist das Working Capital aus drei wesentlichen Gründen von hoher Relevanz. Erstens haben Veränderungen im Working Capital typischerweise einen unmittelbaren Einfluss auf den Cashflow, der in der Gewinn- und Verlustrechnung eines Unternehmens nicht erfasst wird. Beispielsweise erfordert der Aufbau von Vorräten einen Mittelabfluss. Verzögern Kunden ihre Zahlungen, steigen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, was die Liquiditätsposition des Unternehmens verringert. Umgekehrt führt eine Verlängerung der Zahlungsziele gegenüber Lieferanten zu höheren Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, wodurch Liquidität im Unternehmen verbleibt. Diese Effekte wirken selbstverständlich auch in die entgegengesetzte Richtung.

Zweitens kann das Working Capital sowohl in seiner Höhe als auch in seiner Häufigkeit stark schwanken. Bei bestimmten Geschäftsmodellen ist es nicht ungewöhnlich, dass sich die Lagerbestände innerhalb weniger Wochen aufgrund von Großbestellungen seitens der Lieferanten und Kunden verdoppeln oder halbieren. Andere Modelle weisen saisonale Schwankungen auf, bei denen das Working Capital beispielsweise im Sommer seinen Höchststand erreicht und im Winter sinkt – oder umgekehrt. Die erhebliche Größenordnung dieser Schwankungen unterstreicht die materielle Bedeutung des Working Capital für den Cashflow, während die hohe Frequenz der Veränderungen die Notwendigkeit betont, unterjährige Entwicklungen eng zu überwachen, anstatt sich ausschließlich auf Jahresabschlüsse zu verlassen.

Drittens, da das Working Capital manipulierbar sein kann und zum Stichtag künstlich hoch oder niedrig sein könnte, ist es entscheidend, den Bedarf an Investitionen oder überschüssigem Kapital, das im Working Capital gebunden ist, bei der Preisberechnung zu berücksichtigen. Die Hauptsorge besteht darin, ein angemessenes Ziel für das Working Capital zu bestimmen.

Eine nützliche Methode zur Analyse der liquiden Auswirkungen des Working Capitals besteht darin, den Geldfluss durch den typischen Geschäftszyklus nachzuvollziehen – von der Bestellung von Rohmaterialien und der Bezahlung der Lieferanten über die Produktion und den Verkauf von Waren bis hin zur Einziehung offener Rechnungen von Kunden. Eine einzelne Umdrehung von Mitteln innerhalb eines Geschäftsprozesses wird als Cash Conversion Cycle (CCC) bezeichnet, gemessen in Tagen, auch bekannt als Cash-to-Cash Cycle (C2C). Der CCC gibt Aufschluss über die Nettozahl der Tage zwischen den Aus- und Zuflüssen von Zahlungsmitteln, basierend auf der durchschnittlichen Dauer, in der Vorräte, Forderungen und Verbindlichkeiten in der Bilanz verbleiben. Ein längerer CCC deutet auf eine längere Amortisationszeit für Produktions- und Beschaffungsausgaben hin und umgekehrt. Die folgende Gleichung zeigt, wie der CCC berechnet wird:

$$CCC = DIO + DSO - DPO$$

*DIO: Days inventory outstanding $\left(\frac{\text{Inventar}}{\text{COGS}} * 365 \text{ Tage}\right)$*

*DSO: Days sales outstanding $\left(\frac{\text{Ford.}}{\text{Sales}} * 365 \text{ Tage}\right)$*

*DPO: Days payables outstanding $\left(\frac{\text{Verb.}}{\text{COGS}} * 365 \text{ Tage}\right)$*

Days Inventory Outstanding (DIO) misst, wie lange es dauert, bis der Vorratsbestand in der Bilanz in der Gewinn- und Verlustrechnung reflektiert wird, oder wie viele Betriebstage der aktuelle Lagerbestand voraussichtlich abdecken wird. DIO wird berechnet, indem der durchschnittliche Jahresbestand durch die jährlichen Herstellungskosten (COGS) geteilt und das Ergebnis mit 365 Tagen multipliziert wird. Ähnlich wird Days Sales Outstanding (DSO) ermittelt, indem der durchschnittliche Jahresforderungen durch den Jahresumsatz geteilt wird, während Days Payables Outstanding (DPO) berechnet wird,

indem der durchschnittliche Jahresverbindlichkeiten durch die jährlichen Herstellungskosten (COGS) geteilt wird. Sowohl DSO als auch DPO werden ebenfalls mit 365 Tagen multipliziert, um die Werte in Tagen auszudrücken.

Verschiedene Geschäftsmodelle weisen unterschiedliche CCC-Längen auf. Produktionsintensive B2B-Unternehmen haben typischerweise längere CCCs, während serviceorientierte oder B2C-Modelle tendenziell kürzere CCCs aufweisen. Einige Geschäftsmodelle haben sogar negative CCCs – zum Beispiel ein Lebensmitteleinzelhändler, der Produkte gegen Barzahlung verkauft (kein DSO), eine kurze Haltbarkeit hat (niedriges DIO) und seine Lieferanten zu üblichen Zahlungsbedingungen bezahlt (normaler DPO).

Daher ist die Länge des CCC zu einem bestimmten Zeitpunkt an sich nicht aussagekräftig. Es ist wichtig, sie im Verhältnis zu branchenüblichen Benchmarks und dem typischen Zustand des Unternehmens zu bewerten, d. h. ohne ein Defizit oder einen Überschuss im Working Capital.

LOKALE BESONDERHEITEN

Da CCC-Muster branchenspezifisch sind und Regionen unterschiedliche wirtschaftliche Strukturen und Geschäftspraktiken aufweisen, ist das Working Capital auch eine regionale Überlegung. Es ist besonders relevant für die Finanzanalyse, nichtlineare, saisonale oder unregelmäßige Working-Capital-Muster zu identifizieren, da die Analyse von linearen Mustern einfach ist. Dieser Artikel konzentriert sich daher auf zwei typische Beispiele mit solchen nichtlinearen Mustern aus den baltischen Staaten.

Das erste Beispiel, bei dem dieses Problem besonders ausgeprägt ist, bezieht sich auf den Ackerbau mit einer einzigen Ernte pro Jahr, wie er in den baltischen Staaten üblich ist. Solche Unternehmen haben typischerweise einen CCC von etwa zwölf Monaten. Das Inventar sammelt sich das ganze Jahr über an, mit einem einzigen Punkt – oder besser gesagt, einer sehr kurzen Periode – der Bestandsreduktion (Ernte und Verkauf), gefolgt von einem einzigen Zahlungstermin des Kunden. Danach beginnt der Zyklus von Neuem.

Ein weiteres lokales Beispiel betrifft kleine und mittelständische Unternehmen, die große oder komplexe Ausrüstungen herstellen (z.B. Maschinenbau, Metallverarbeitung, fortschrittliche Fertigung) oder Bau- und Ingenieurprojekte auf Kredit durchführen, d.h. ohne signifikante Vorauszahlungen zu erhalten. In diesem Fall hat

jedes Projekt möglicherweise seinen eigenen CCC, und gemeinsam führen sie zu einem äußerst unvorhersehbaren Muster des Working Capital ohne klare Saisonalität. Zu jedem Zeitpunkt kann das normale Niveau des Working Capital hoch oder niedrig sein, wobei dies hauptsächlich vom Fortschritt der Projekte abhängt, an denen das Unternehmen beteiligt ist. In diesem Kontext wäre der einfache arithmetische Mittelwert – der gängigste Ansatz zur Berechnung des Ziel-Wirtschaftskapitals in der Praxis – eine unzureichende Messgröße.

Abb. 9: WC-Entwicklung: Langer Zyklus

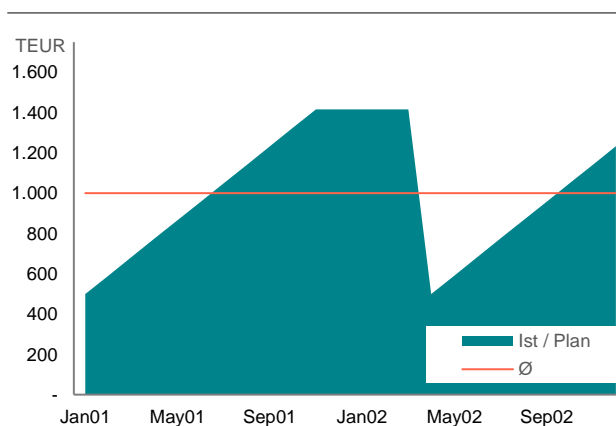
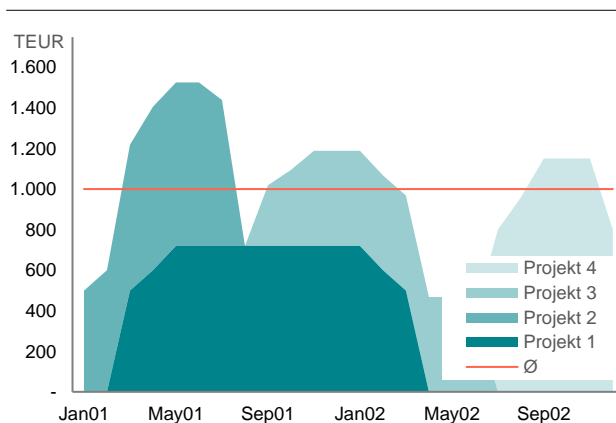


Abb. 9: WC-Entwicklung: Projektfertigung



Quelle: Rohdaten S&P Capital IQ, Analyse Rödl & Partner

Es ist offensichtlich, dass die Messung des Working Capital zu einem bestimmten Zeitpunkt sowie die Prognose seiner Entwicklung in Fällen mit nicht-linearen Working Capital-Mustern entscheidend sind. Zum Beispiel gibt es bei einer M&A-Transaktion eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass das zum Zeitpunkt der Bewertung oder Unterzeichnung gemessene Working Capital von dem zum Zeitpunkt der endgültigen Transaktion,

d.h. beim Closing, abweichen wird. Der Käufer möchte jedoch für das bezahlen, was er erhält, und der Verkäufer möchte für das bezahlt werden, was er liefert – beides zum genauen Zeitpunkt der Unternehmensübertragung beim Closing. Dies erfordert typischerweise einen detaillierteren und dynamischeren analytischen Ansatz, um nicht-lineare Working Capital-Muster zu berücksichtigen. Insbesondere in M&A-Fällen sind folgende Lösungen möglich.

LÖSUNGEN FÜR SPEZIFISCHE FÄLLE

Carve-Out von Working Capital

In Fällen, in denen das Working Capital hauptsächlich aus unfertigen Leistungen (WIP) besteht, kann es als eigenständiger Vermögenswert bewertet werden. Dieser Ansatz eignet sich gut für die beiden oben genannten Beispiele, da WIPs in beiden Fällen unabhängig bewertet werden können – beispielsweise Land mit zukünftigen Erträgen oder unvollständige Ingenieurprojekte.

Dies kann entweder auf einer buchhalterischen Basis unter Verwendung kumulierter Kosten oder auf einer Wertbasis unter Verwendung erwarteter zukünftiger Erlöse erfolgen. Allerdings erfordert diese Methode eine zuverlässige und konsistente Bewertungsgrundlage, die nicht immer verfügbar ist.

Das WIP wird dann als eine art liquide Position behandelt und vollständig im Transaktionspreis berücksichtigt. Gleichzeitig wird der Wert des Unternehmens so berechnet, als ob das WIP – oder das gesamte Working Capital – zum Zeitpunkt der Transaktion null wäre, wobei unterstellt wird, dass es separat vom Käufer finanziert werden müsste.

Nach unserer Erfahrung hat sich dieser Ansatz insbesondere für landwirtschaftliche Unternehmen als effektiv erwiesen. Er ist jedoch mit Unsicherheiten verbunden, da Bewertungsmethoden variieren können und gesetzliche Buchhaltungsdaten manipuliert werden können. Aus diesem Grund sind die mit diesem Ansatz verbundenen Risiken für den Käufer in der Regel höher als für den Verkäufer.

Anwendung von geplantem Working Capital

Wenn das Budget des Unternehmens für das folgende Jahr mit den Geschäftsplänen des Käufers übereinstimmt, kann das Zielworking Capital als das für die nächsten zwölf Monate erforderliche Minimum auf Basis des Budgets definiert werden. Dies setzt voraus, dass überschüssiges Working Capital ohne Verluste in

Liquidität umgewandelt werden kann und dass etwaige zukünftige Kapitalanforderungen ohne erhebliche zusätzliche Kosten gedeckt werden können.

Dieser Ansatz hat sich in unserer Praxis als erfolgreich erwiesen. Er ist in der Regel für den Käufer günstiger als für den Verkäufer, da er auf den zukünftigen Plänen des Käufers basiert. Die Hauptbeschränkung dieses Ansatzes ist jedoch, dass er sehr stabile Planungen und transparente Liquiditätsreserven erfordert, was in volatilen Branchen schwer zu erreichen sein kann.

Indirekter Benchmark für das Working Capital

Ein pragmatischer Ansatz besteht darin, das Zielworking Capital auf Basis einer Kennzahl zu definieren, die schwer zu manipulieren ist, wie etwa dem Jahresumsatz oder historischen Durchschnitten. Diese Methode verringert das Risiko der Verzerrung durch Manipulation oder außergewöhnliche kurzfristige Veränderungen im Working Capital. Daher ist sie in der Regel für den Käufer günstiger.

Während es praktisch sein kann, das Zielworking Capital aus dem Umsatz oder einer anderen unabhängigen Kennzahl abzuleiten, wird es problematisch in Branchen, in denen das Working Capital nicht linear skalierbar ist.

Verlängerung des Beobachtungszeitraums

Offensichtlich kann in Fällen mit langen CCCs und unregelmäßigen Working-Capital-Mustern selbst ein arithmetisches Mittel über einen längeren Zeitraum hinweg ein nützliches Instrument werden. Die Berechnung eines mehrjährigen Durchschnitts des Working Capitals kann kurzfristige Schwankungen glätten. Diese Methode kann insbesondere in stabilen Geschäftsumfeldern nützlich sein. Es besteht jedoch das Risiko, dass historische Working-Capital-Werte nicht mehr mit den zukünftigen Geschäftsanforderungen übereinstimmen, insbesondere im Falle von Veränderungen durch Wachstum oder Schrumpfung.

Je nach Trend der letzten Jahre kann dieser Ansatz entweder dem Käufer oder dem Verkäufer zugutekommen.

FAZIT

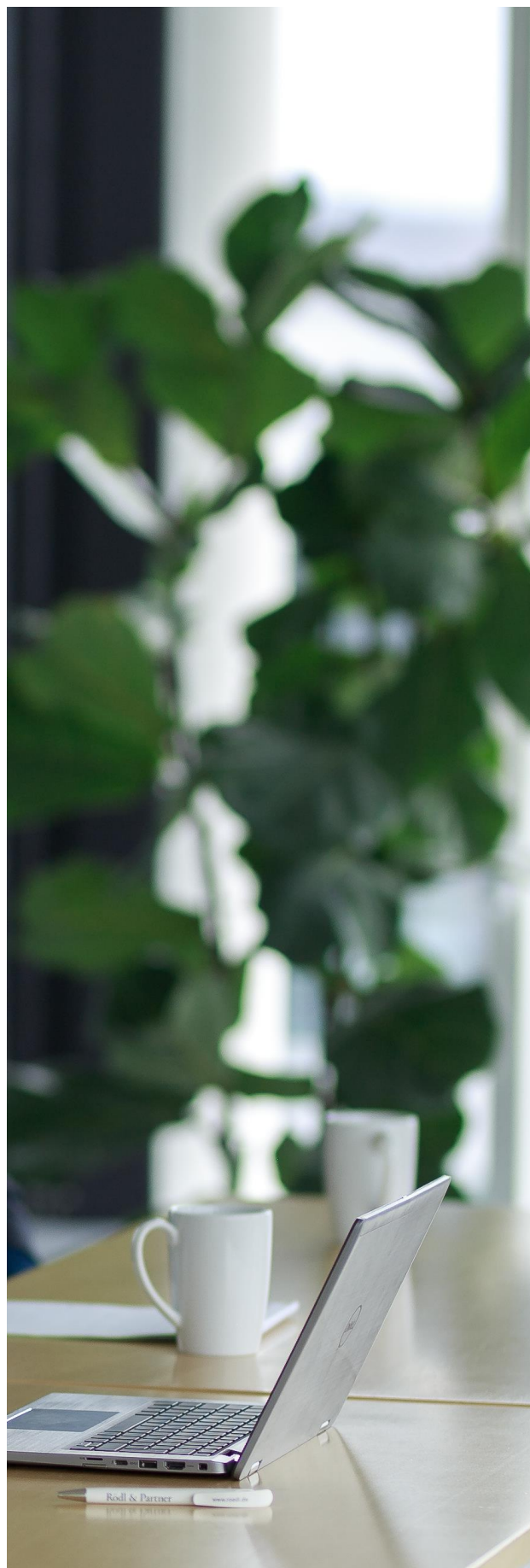
Dieser Artikel hat verschiedene Ansätze zur Behandlung von nicht-linearen, saisonalen oder zyklischen Working-Capital-Mustern skizziert, wie sie häufig in den baltischen Staaten vorkommen,

im Rahmen von Bewertungen und M&A. Natürlich gibt es auch andere Ansätze und Lösungen, um mit den Herausforderungen im Bereich Working Capital umzugehen. In realen Transaktions-szenarien muss ein Kompromiss zwischen dem Berechnungsaufwand und der Möglichkeit von Preisabweichungen bei der Verwendung grober Schätzungen gefunden werden. Es gibt keine universelle Lösung, die in jedem Fall funktioniert, aber durch das Verständnis der Einschränkungen und Stärken verschiedener Methoden und die Aufrechterhaltung einer transparenten Kommunikation zwischen Käufer und Verkäufer können potenzielle Konflikte vermieden und ein fairer Kaufpreis sichergestellt werden.

AUTOR



ALEXEY KOSUKHO
Associate Partner, Rödl & Partner
M&A Audit Services (Minsk)



Experten Spotlight



CYRIL PRENGEL

Partner
Valuation Services (Nürnberg)
EMBA, CVA (EACVA)

Mit über 21 Jahren Erfahrung in der Beratung zu Unternehmenstransaktionen und der Durchführung von Unternehmensbewertungen für verschiedenste Anlässe ist Cyril Pregel seit 2003 eine führende Persönlichkeit bei Rödl & Partner. Als Partner und Teamleiter im Bereich Transactions Valuation Restructuring an den Standorten Nürnberg und Berlin berät er Mandanten umfassend in allen Transaktionsphasen. Er ist spezialisiert auf :

- Leitung von Financial-Due-Diligence-Prozessen für M&A-Transaktionen, Carve-outs und Unternehmensbewertungen sowie Beratung von Corporates, Private-Equity-, Hedgefonds- und Venture-Capital-Investoren
- Unternehmensbewertungen für verschiedene Anlässe, darunter Start-up-Bewertungen, Squeeze-outs, steuerliche Bewertungen und transaktionsbezogene Bewertungen (z. B. IDW-S-1-Gutachten und Fairness Opinions für börsennotierte Unternehmen)
- Beratung zu Kaufpreismechanismen und finanziellen Aspekten von Unternehmenskaufverträgen, um eine Übereinstimmung mit den Due-Diligence-Ergebnissen und Bewertungssannahmen sicherzustellen

Sein Track Record umfasst das erfolgreiche Projektmanagement zahlreicher M&A-Transaktionen, Carve-outs und Unternehmensbewertungen, insbesondere im Industriesektor.

Als Referent bei Workshops und Branchenevents zu Unternehmensbewertung, Financial Due Diligence und M&A-Transaktionen teilt er regelmäßig Einblicke in Best Practices und Marktentwicklungen.

EXPERTE IM GESRPÄCH

„Zusätzlich zu Ihrer Projektarbeit haben Sie auch zu akademischen und fachlichen Diskussionen

beigetragen, beispielsweise mit Ihrem jüngsten Artikel im Corporate Finance Magazin („WACS on, WACS off“ mit Matthias Meitner). Wie ergänzen Forschung und Publikationen Ihre tägliche Arbeit in der Unternehmensbewertung, und warum halten Sie es für wichtig, sich auf diese Weise mit Branchenentwicklungen auseinanderzusetzen?

Gerade das Feld der Unternehmensbewertung erfordert umfassendes Fachwissen und theoretische Expertise, um die Werttreiber für unterschiedlichste Bewertungsobjekte und -anlässe korrekt abzubilden. Diese Fähigkeit lässt sich nur durch jahrelange praktische Erfahrung sowie ein intensives Studium der Fachliteratur erwerben. Eigene Publikationen und Vorträge sind dabei ebenfalls hilfreich, da sie eine vertiefte Auseinandersetzung mit spezifischen Fragestellungen erfordern und das eigene Profil schärfen.

Welchen Rat würden Sie einem Unternehmen geben, das sich auf eine M&A-Transaktion vorbereitet?

Wir stellen oft fest, dass Unternehmen nicht ausreichend auf einen Verkauf oder einen M&A-Prozess vorbereitet sind. Unserer Ansicht nach ist es ratsam, frühzeitig mit der Vorbereitung des Unternehmens oder der Unternehmensgruppe aus steuerlicher, rechtlicher und betriebswirtschaftlicher Perspektive zu beginnen und die Equity Story zu schärfen. Wir empfehlen die Durchführung von Exit-Readiness-Workshops, um Schwachstellen zu analysieren und die richtigen Weichen zu stellen. Unser interdisziplinärer Ansatz mit Experten aus den Bereichen M&A, Steuern, Recht, Transaction & Valuation Services sowie IT ermöglicht eine ganzheitliche Betrachtung des Unternehmens.

Welchen Karrieretipp haben Sie am besten erhalten, und wie hat er Ihren Führungsansatz geprägt?

Bau in den ersten Jahren so viel Fachwissen wie möglich auf, steig nicht zu schnell die Karriereleiter hinauf und vermeide es, überfordert zu werden. Gib jeden Tag dein Bestes, sei zuverlässig und finde die richtigen Mentoren, die dich unterstützen. Sei außerdem immer bescheiden und behandle alle Kollegen fair. Und suche nicht deinen eigenen Vorteil auf Kosten anderer. Das wird langfristig nicht zum Erfolg führen.

Empfohlene Veröffentlichungen

Die Bewertung von Start-ups und deren Anteilen: Eine Umfrage unter Venture-Capital-Investoren

In der aktuellen Ausgabe von CORPORATE FINANCE (CF 1-2/2025) untersuchen Tim Büttner (Associate, Rödl & Partner), Armin Hagel (Manager, Rödl & Partner) und Cyril Prengel (Partner, Rödl & Partner) die Bewertung von Start-ups und deren Anteilen durch Venture-Capital (VC)-Investoren auf Basis einer Umfrage in Zusammenarbeit mit Prof. Dr. Dirk Honold (Professor für Finance, Nürnberg Institut für Technik Georg Simon Ohm).

Die Ergebnisse zeigen, dass die erwartete Rendite – gemessen am IRR – signifikant vom Typ des Investors abhängt (z. B. Business Angel, institutioneller VC, Corporate VC), möglicherweise aufgrund ihrer unterschiedlichen Investitionsmotive. Darüber hinaus zeigt die Studie, dass VC-Investoren mehrere Methoden gleichzeitig verwenden, insbesondere bei der Unternehmensbewertung, um abgeleitete Wertegrenzen einzugrenzen. Gleichzeitig ist der Einsatz von Bewertungsmethoden stark abhängig vom Entwicklungsstadium des Start-ups und generell weniger abhängig vom Typ des Investors. Bei der Anteilbewertung, bei der besondere Rechte (z. B. Liquidationspräferenzen) eine entscheidende Rolle spielen, dominieren häufig vereinfachte Ansätze. Darüber hinaus stellen vergangene Transaktionen einen wichtigen Referenzpunkt für die Bestimmung des Werts zu zukünftigen Bewertungszeitpunkten dar. Schließlich deuten die Ergebnisse darauf hin, dass eine quantitative Wertermittlung im frühen Stadium (im Vergleich zu einer rein heuristischen Wertermittlung) zunehmend zum Standard wird.

Sprache: Deutsch

Zugang zum Artikel [hier](#)

Zur Praxis der Bilanzierung und Bewertung von Mitarbeiteroptionen und ähnlichen Entgeltformen nach IFRS 2 – Eine deskriptive Analyse der DAX40-Unternehmen

In der Ausgabe 1/2025 der Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR 1/2025) gibt Armin Hagel (Manager, Rödl & Partner) zusammen mit Aaron Kasischke (Wissenschaftlicher Mitarbeiter, Otto-Friedrich-Universität Bamberg) einen Überblick über die Gestaltung sowie die Bilanzierungs- und Bewertungspraktiken von Mitarbeiteraktienoptionen und ähnlichen Vergütungsformen gemäß IFRS 2 bei den DAX40-Unternehmen.

Trotz der umfassenden Offenlegungspflichten zeigt die Studie, dass die DAX40-Unternehmen ihre Offenlegungspflichten nicht ausreichend erfüllen. Gleichzeitig kommen zunehmend komplexere Vergütungsprogramme zum Einsatz, die variable Ausübungspreise beinhalten oder mit Monte-Carlo-Simulationen bewertet werden müssen. Infolgedessen wird die Informationsqualität der IFRS-Konzernabschlüsse negativ beeinflusst.

Sprache: Deutsch

Zugang zum Artikel [hier](#)

Kommende Veranstaltungen

Branchenwissen und fachlicher Austausch sind essenziell, um stets auf dem neuesten Stand zu bleiben. In diesem Abschnitt informieren wir Sie regelmäßig über anstehende Veranstaltungen zu den Themen Unternehmensbewertung, M&A und angrenzenden Fachgebieten – von Fachkonferenzen über Seminare bis hin zu praxisnahen Workshops.

Mergermarket M&A Forum

SAVE THE DATE

6. May 2025

Frankfurt Marriott Hotel
Hamburger Allee 2
60486 Frankfurt am Main

Auf dem Mergermarket M&A Forum Germany 2025 diskutieren führende Experten aus Wirtschaft und Finanzwelt die aktuellen Entwicklungen und Herausforderungen im Transaktionsmarkt.

Nutzen Sie die Gelegenheit, sich mit Dealmakern, Investoren und Beratern zu vernetzen und wertvolle Einblicke in die Zukunft der Branche zu gewinnen.

Besondere Highlights: Ein Panel zur Wertsteigerung durch Carve-Outs sowie zum Wandel der Private-Equity-Aktivitäten in Deutschland. Zudem ein Fireside-Chat zur Rolle des deutschen Mittelstands in den kommenden Jahrzehnten.

Weitere Informationen inkl. Agenda finden Sie [hier](#).

Rödl & Partner 9. M&A Dialog

SAVE THE DATE

6. May 2025

München Hoch5
Atelierstraße 10-18
81671 München

Politische Wahlen, wirtschaftliche Veränderungen und geopolitische Entwicklungen prägen den weltweiten Transaktionsmarkt. Welche konkreten Auswirkungen hat das auf M&A-Prozesse?

Auf unserem 9. M&A Dialog analysieren wir diese Entwicklungen gemeinsam mit Experten aus der Wirtschaft und diskutieren, welche Chancen und Herausforderungen sich daraus ergeben.

Ein besonderes Highlight: Prof. Dr. Stephan Bierling, Leiter der Professur für Internationale Politik und transatlantische Beziehungen an der Universität Regensburg, gibt wertvolle Einblicke in die globalen Rahmenbedingungen und deren Einfluss auf den M&A-Markt.

Weitere Informationen inkl. Rückblick zum 8. M&A Dialog finden Sie [hier](#).

Quellen

ARTIKEL 1, S. 4-5

¹ Prall, K. (2021). *ESG and Business Valuation*. IVSC Perspectives Paper.

² Kroll (2023). *ESG and Global Investor Returns Study*.

ARTIKEL 2, S. 10-12

³ Fama, E. F., French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.

⁴ Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.

⁵ Kroll (2018). *Cost of capital guide*. Valuation Press.

⁶ Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3. Aufl.). Wiley.

⁷ Baetge, J., & Schulz, R. (2009). Considering company size in business valuation. *RWZ Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen*, 291-299. LexisNexis Verlag Wien.

⁸ Hachmeister, D., Ungemach, F., & Ruthardt, F. (2012). Determining the cost of capital in impairment tests: Critical remarks on the use of premiums for country risk and small company size. *IRZ – Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung*, 233-237.

⁹ Pandey, A. et al. (2021). Size effect alive or dead: Evidence from European markets. *Cogent Economics & Finance*.

¹⁰ Baetge, J., Schulz, R. (2009).

Hinweise

RECHTLICHER HINWEIS

Die in diesem Newsletter enthaltenen Informationen dienen ausschließlich allgemeinen Informationszwecken und beziehen sich nicht auf die spezifische Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person. Sie stellen weder betriebswirtschaftliche, rechtliche noch steuerliche Beratung dar und können eine individuelle Beratung durch fachkundige Personen nicht ersetzen.

Trotz sorgfältiger Auswahl und Prüfung der Inhalte übernimmt Rödl & Partner keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität oder Genauigkeit der bereitgestellten Informationen. Druckfehler und Irrtümer bleiben vorbehalten. Entscheidungen sollten nicht allein auf Grundlage dieser Informationen getroffen werden, sondern erst nach gründlicher Analyse der individuellen Situation und gegebenenfalls unter Hinzuziehung eines qualifizierten Experten.

Die in diesem Newsletter enthaltenen Einschätzungen spiegeln den Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern – insbesondere im Hinblick auf neue regulatorische Anforderungen (z. B. EU-Verordnungen oder nationale Gesetze). Eine Verpflichtung zur Aktualisierung, Ergänzung oder Anpassung dieses Newsletters besteht nicht.

Für Inhalte externer Links wird trotz sorgfältiger Kontrolle keine Haftung übernommen. Für den Inhalt der verlinkten Seiten sind ausschließlich deren Betreiber verantwortlich.

Der Abdruck oder die Verwendung dieses Newsletters oder von Auszügen daraus ist mit Quellenangabe gestattet.

QUELLENVERWEIS

Bei allen abgebildeten Diagrammen/Darstellungen in diesem Newsletter handelt es sich ausschließlich um veranschaulichte Darstellungen von Rödl & Partner.



Impressum

HERAUSGEBER

Als Anbieter tritt hier die Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft auf, diese ist unter 2. gelistet.

PROJEKTLEITUNG & INHALT

Christian Hellbardt

Partner

Transactions Valuation Restructuring

REDAKTION

Rödl & Partner

Klemens Haberberger

Äußere Sulzbacher Str. 100

90491 Nürnberg

+49 911 9193 1878

klemens.haberberger@roedl.com

DATENSCHUTZ

Wir versichern ihnen, dass Ihre Daten, die Sie bei der Anmeldung zu unserem Newsletter angegeben haben, nicht an Dritte weitergegeben werden, sie dienen lediglich dem Versenden der E-Mail-Newsletter.

Weitere Informationen zum Datenschutz. Als Verantwortlicher tritt hier die Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft auf. Ihre Rechte können Sie gegenüber dieser oder der in den Datenschutzhinweisen benannten Gesellschaft geltend machen.