September 2012

BEWERTUNGS PRAKTIKER

Fachinformationen zu Bewertungsfragen

www.der-betrieb.de

BEITRÄGE

RA StB Cornelius Nickert, CVA

Unternehmensbewertung in der Insolvenz

82

In der Insolvenz sind regelmäßig Unternehmen zu bewerten. Im Rahmen des Beitrags werden Überlegungen zur Diskussion gestellt, wie die bestehenden üblichen Bewertungsverfahren, auf die insolvenzspezifischen Besonderheiten angepasst werden können.

Dr. Lars Franken · Dr. Jörn Schulte

Erfassung systematischer und unsystematischer Risiken im Bewertungskalkül

92

Die Trennung systematischer und unsystematischer Risiken ist von zentraler Bedeutung für die Ableitung des Betafaktors nach dem CAPM und damit von ganz erheblicher Bedeutung für das Bewertungsergebnis. Im CAPM werden nur systematische Risiken erfasst. In der Praxis wird in aller Regel bei Unternehmensbewertungen auf das CAPM und auf Betafaktoren zurückgegriffen, die auf Basis historischer Kapitalmarktdaten ermittelt worden sind. Vielfach werden aber auch pauschale Anpassungen dieser Betafaktoren mit Hinweis auf unsystematische (!) Risiken erfasst. Der Beitrag verdeutlicht und erleichtert dem Bewertungspraktiker die Differenzierung zwischen systematischen und unsystematischen Risiken im konkreten Bewertungsfall.

WP StB Christoph Wollny

Die Bewertung von Immobiliengesellschaften

102

Die Net Asset Value (NAV)-Methode findet in der Praxis als Bewertungsverfahren für Immobiliengesellschaften breite Anwendung. Große Teile der Literatur kritisieren allerdings diesen Ansatz, die Rechtsprechung folgt ihm nicht. Das Investmentgesetz besteht auf dem NAV. Die Entscheidung des BGH vom 13.3.2006 wirft die Frage auf, ob die bisherige Mindestwertrechtsprechung des BGH damit grds. geändert ist. Bei der Gestaltung der Nachfolgeregelung für die Immobiliengesellschaft sind durch das Erbschaftsteuerreformgesetz eine Reihe von Besonderheiten zu beachten.

EDITORIAL 81 · RECHTSPRECHUNG: Aktuelle Entscheidungen des BVerfG zum Delisting bzw. Downgrading und zum übernahmerechtlichen Squeeze-out 110 · BÖRSENMULTIPLES 114 · BETA-FAKTOREN 115 · AUS DER IACVA 116 · PERSÖNLICH 120



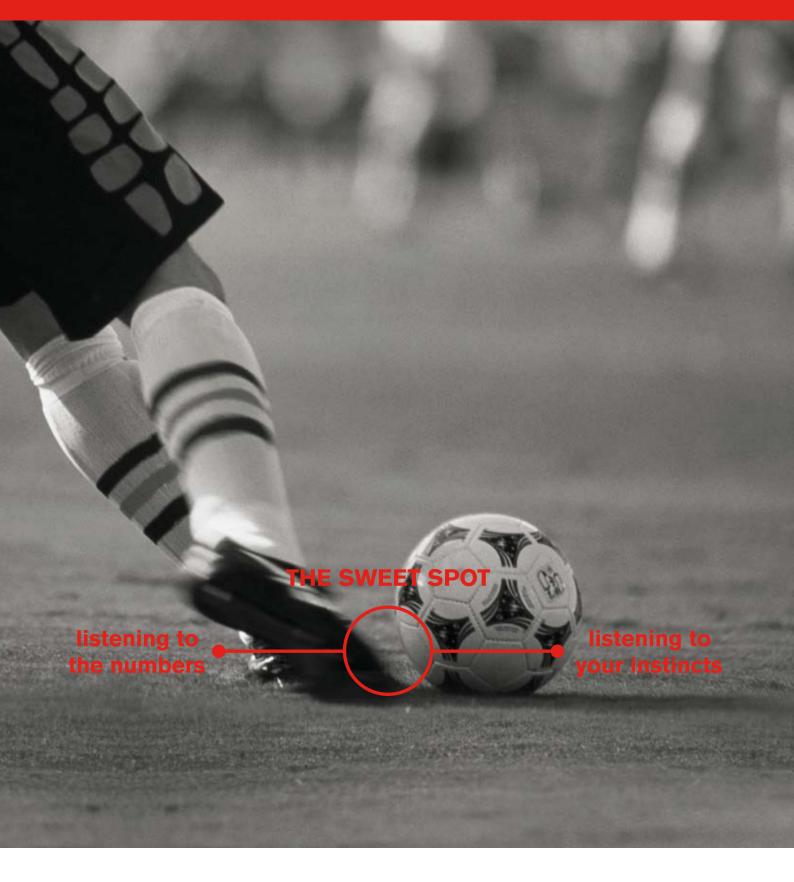












One financial advisory and investment banking services firm excels at navigating complex financial issues: Duff & Phelps. Our people have the analytical skills to get to the heart of issues and the experience to know which variables matter more. We find the right balance between analysis and instinct—that sweet spot that powers sound decisions. Learn more at poweringsounddecisions.com



Contact Prof. Dr. Christian Aders at +49 (0) 89 388 884 100 or christian.aders@duffandphelps.com

Investment banking services in the United States are provided by Duff & Phelps Securities, LLC. Member FINRA/SIPC. Investment banking services in the United Kingdom and Germany are provided by Duff & Phelps Securities Ltd. Duff & Phelps Securities Ltd. is authorised and regulated by the Financial Services Authority. Investment banking services in France are provided by Duff & Phelps SAS.

Meinungspluralität

Professor Hans-Werner Sinn gehört zu den renommiertesten Ökonomen in Deutschland. Wir freuen uns auf seinen Vortrag zum Thema "Die Entwicklung der Weltwirtschaft und die Situation in Deutschland und Europa" am 29. November 2012 auf unserer 6. Jahreskonferenz in Neuss. Professor Sinn gehört aber auch zu den streitbarsten Wirtschaftswissenschaftlern in Deutschland, der mit seiner Meinung zeitweise polarisiert und Widerspruch erzeugt.

Die IACVA steht seit ihrer Gründung für Meinungsvielfalt in der Unternehmensbewertung. Dies betrifft sowohl die Bewertungsmethoden als auch die im Einzelnen damit verbundenen Bewertungsprämissen. In der aktuellen Ausgabe plädiert *Wollny* für das Ertragswertverfahren bei der Unternehmensbewertung von Immobiliengesellschaften. Bereits 2007 wurde sich in einem Beitrag im BewertungsPraktiker bei der Bewertung von vermögensverwaltenden Gesellschaften, zu denen auch die Immobiliengesellschaft gehört, für den Net Asset Value als zu bevorzugende Bewertungsmethode ausgesprochen (*Creutzmann*, BewP Heft 4/2007).

Schulte/Franken kommen in ihrem Beitrag zu der Erkenntnis, dass eine gutachterliche Anpassung von historischen Betafaktoren nur unter ganz bestimmten Voraussetzungen möglich ist. Anpassungen sollten durch intersubjektiv nachprüfbare Berechnungen hinterlegt sein. Inwieweit es hierzu gegenteilige Meinungen gibt, bleibt abzuwarten.

Nickert beschäftigt sich in seinem Beitrag mit der Unternehmensbewertung in Insolvenzfällen. Er vertritt seine Meinung, wie in solchen Fällen Bewertungspraktiker vorgehen können. Da es zu diesem Thema bislang wenig Literaturbeiträge gibt, wird sich auch hier zeigen, ob es eine einzelne Meinung ist oder ob Nickert mit seiner Vorgehensweise weitere Befürworter hat.

Nutzen auch Sie den BewertungsPraktiker als Meinungsplattform. Wir würden uns freuen, wenn Sie uns Ihre Meinung zu bestimmten Aspekten der Unternehmensbewertung kundtun würden.

In diesem Sinn wünschen wir Ihnen viel Spaß beim Lesen!

Andreas Creutzmann (Vorstandsvorsitzender IACVA e.V.) und Wolfgang Kniest (Geschäftsführer IACVA GmbH)

FACHBEIRAT:

Dr. Ewald Aschauer, Universitätsassistent an der Wirtschaftsuniversität Wien, Mitglied des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation und der Arbeitsgruppe für Unternehmensbewertung der Kammer der Wirtschaftstreuhänder; WP StB CVA Andreas Creutzmann, Vorstandsvorsitzender der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt, Geschäftsführender Gesellschafter der Creutzmann & Co. GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Landau; CVA Dipl.-Kfm. Wolfgang Kniest, Geschäftsführer der IACVA GmbH, freier Corporate Valuation Berater; WP StB Dr. Jörn Schulte, Mitglied des Vorstands der IVC Independent Valuation & Consulting AG WPG, Essen, öffentlich bestellter und vereidigter Sachverständiger für Unternehmensbewertung; CVA Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, Lehrstuhl für Finanzmanagement und Banken, Handelshochschule Leipzig, Vorstand für Zulassung und Examen sowie Vorsitzender der Zulassungskommission des IACVA e V

Dieses Produkt erscheint in Kooperation mit



und dar



Hauptsponsoren







Sponsoren



www.american-appraisal.de



www.roelfspartner.de

Cornelius Nickert

Unternehmensbewertung in der Insolvenz



RA StB Cornelius Nickert. Fachanwalt für Insolvenz- und Steuerrecht, CVA, ist Partner der KANZLEI NICKERT, die in den Bereichen Rechtsberatung, Steuerberatung und betriebswirtschaftliche Beratung Dienstleistungen für KMU anbietet. Einen wichtigen Bereich stellt die Sanierungsberatung und die Insolvenzverwaltung dar. Aus letzterer Tätigkeit heraus begründet sich sein Interesse an der Bewertung sanierungsbedürftiger bzw. insolventer Unternehmen.

I. Vorbemerkung

In der Insolvenz ist Vermögen zu bewerten. Die insolvenzrechtliche Praxis bewertet anhand empirischer Daten (Verkaufsdatenbanken, Substanzwerte als Wiederbeschaffungswerte). Dabei bedienen sich die Insolvenzverwalter der Hilfe von Auktionshäuser, die aufgrund ihrer in der Regel langjährigen Praxis enorme Datenbanken mit Vergangenheitswerten aufgebaut haben. Im Wesentlichen wird der Ansatz dieser empirischen Daten in der insolvenzrechtlichen Literatur damit begründet, dass die Zukunft unsicher und damit die Unternehmensbewertung nach dem Zukunftserfolgsverfahren schwierig und kompliziert sei. 1 Dennoch verbleibt es dabei, dass ein Unternehmen nur mit Zukunftserfolgswerten zutreffend bewertet werden kann.² Dies gilt sowohl für den Fortführungs- als auch für den Zerschlagungsfall.

Das grundlegende Problem der InsO als Gesamtvollstreckungsordnung ist, dass sie an verschiedenen Stellen eine "Bewertung" vorsieht. Für die Gläubiger, die Forderungen gegen das schuldnerische Unternehmen haben, ist aber allein der voraussichtlich zu erzielende Preis maßgebend. Es ist bekannt, dass aufgrund der unterschiedlichen Verhandlungspositionen erhebliche Differenzen zwischen Preis und Wert entstehen können. Vor diesem Hintergrund müsste die insolvenzrechtlich gesuchte Größe also der Preis sein. Der Unterschied zwischen Preis und Wert tritt in der Praxis dann besonders zu Tage, wenn ein Unternehmen schnell liquidiert werden muss. In diesem Fall werden regelmäßig besonders niedrige, unter Wert liegende Preise realisiert, denn die Preisaussichten sinken mit zunehmendem Verwertungsdruck. Die InsO sieht aber gerade die unverzügliche Verwertung in § 159 InsO als Regelfall vor. Damit ist ein gravierender Unterschied zwischen Wert und realisierbarem Preis als gesetzlich typisierter Regelfall kodifiziert.

Die InsO enthält keine Vorschriften, wie die geforderten Werte zu ermitteln sind. Insbesondere ist nicht geregelt, ob eine Einzelbewertung stattfindet³ oder ob die Gesamtunternehmung⁴ bewertet wird, um dann aus dem Gesamtwert die Einzelwerte abzuleiten. Generell aber gilt in der InsO, dass die "wahren Werte" anzusetzen

sind. Damit sind zu erzielende Preise gemeint. Die insolvenzrechtlichen Verzeichnisse werden für die Gläubiger als Entscheidungsgrundlage erstellt. Sofern von den Preisen deutlich abweichende Werte erfasst würden, wäre der Funktion als Entscheidungsgrundlage nicht genüge getan. Bei der Bewertung gilt keine Bindung an handelsrechtliche oder steuerliche Werte, vor allem keine Wertobergrenze i. H. der Anschaffungs- oder Herstellungskosten.

Die Bewertung eines insolventen Unternehmens ist nicht mit der Bewertung eines Krisenunternehmens⁵ gleichzusetzen, da im Insolvenzfall ein anderer Rechtsrahmen gilt, welchem in der Bewertung Rechnung zu tragen.

II. Vermögensübersicht nach § 153 InsO

Nach Insolvenzeröffnung muss der Insolvenzverwalter, bis spätestens eine Woche vor dem Berichtstermin, ein Verzeichnis der Massegegenstände nach § 151 InsO vorlegen. Dieses Verzeichnis wird ergänzt, um ein Verzeichnis der Gläubiger. Beide Verzeichnisse werden zu einer Vermögensübersicht nach § 153 InsO verdichtet.

Die Erstellung der Vermögensübersicht hat in der Regel zwei Funktionen:

- zum einen dient sie als Entscheidungsgrundlage für die Gläubiger, ob stillgelegt oder fortgeführt wird und
- zum anderen wird darauf aufbauend der Insolvenzgrund der Überschuldung bei haftungsbegrenzten Rechtsträgern ermittelt.⁶

Wenn aus Sicht der Masse der subjektive Wert des Unternehmensvermögens höher ist, als das Kaufangebot der Interessenten, wird bei unterstellter Fortführungsfähigkeit im Insolvenzverfahren der Verkauf nicht stattfinden. Anderseits ist zu berücksichtigen, dass in die Masseverzeichnisse die zu erwartenden Preise aufgenommen werden müssten, da mit nicht realisierbaren Werten alleine kein Schuldendeckungspotenzial ausgewiesen wird.

Gerade in der Insolvenz herrscht für die Gläubiger im Vorfeld des Verfahrens Unsicherheit und vor allem ein Mangel an Transparenz. Die Gläubiger erwarten vom Insolvenzverwalter ein unter objektiven bzw. objektivierten Erstellungshandlungen aufgestelltes Vermögensverzeichnis, gleichzeitig aber auch die Abschätzung eines möglichen Kaufpreises. Andernfalls ist die Funktion der Entscheidungsgrundlage der Masseverzeichnisse infrage gestellt.

Dabei wird, wie auch in der betriebswirtschaftlichen Praxis üblich, der Liquidationswert aus einer Zusammenführung der Einzelwerte aller Vermögensgegenstände ermittelt, während der Fortführungswert aus einer Gesamtbewertung ermittelt wird, die in einem weiteren Schritt auf die einzelnen Vermögensgegenstände zu verteilen ist.⁷

III. Bewertungsanlässe im Rahmen der Insolvenz

Die Bewertungsanlässe haben einen Einfluss auf die Bewertung als solche. Daher ist es wichtig, sich zunächst die Bewertungsanlässe der InsO anzusehen.

1. Überschuldung

Zunächst sieht die InsO in § 19 InsO bei haftungsbeschränkten Gesellschaften den Insolvenzgrund der Überschuldung vor. Überschuldung liegt nach derzeit geltender Rechtslage vor, wenn das Vermögen unter Annahme der Zerschlagungswerte die Schulden nicht mehr deckt bzw. wenn keine positive Fortbestehensprognose besteht.⁸ Bei der Frage der Schuldendeckung ist also das Unternehmen zu bewerten. Die Bewertung löst je nach Ausgang den Insolvenzgrund der Überschuldung und damit einen Pflichtantrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens aus. Dementsprechend steht die Bewertung in einem Spannungsverhältnis: Der Insolvenzgrund darf nicht zu spät ausgelöst werden, sonst spekuliert der Schuldner zulasten der Gläubiger, deren Ansprüche weiter gefährdet werden. Anderseits darf dem schuldnerischen Unternehmen durch ein Insolvenzverfahren nicht zu früh die Existenzberechtigung abgesprochen werden. Mit einem zu früh angesetzten Insolvenzantrag würde in die Eigentumsposition des Unternehmens bzw. der Anteilseigner eingegriffen.

2. Masseverzeichnis

Trotz aller zum Teil berechtigten Kritik, müssen in die Masseverzeichnisse und damit in die Vermögensübersicht die Einzelwerte der Vermögensgegenstände aufgenommen werden. Kommt die Fortführung des schuldnerischen Unternehmens in Betracht und weichen die Fortführungs- von den Liquidationswerten ab, so müssen

- · die Zerschlagungseinzelwerte und
- die Fortführungseinzelwerte

aller Vermögensgegenstände in das Verzeichnis der Massegegenstände aufgenommen werden. Diese Anforderung des Gesetzgebers hat auch ihre Berechtigung. Regelmäßig bestehen in Insolvenzverfahren Absonderungsrechte, z.B. aufgrund Sicherungsübereignung oder verlängertem Eigentumsvorbehalt. Die Verzeichnisse dienen der Information der Gläubiger und damit auch der Absonderungsgläubiger. Sie zeigen letztlich unter Beachtung der insolvenzrechtlichen Verteilungsreihenfolge auf, wem das Unternehmensvermögen gehört. Nur wenn die Werte der einzelnen Vermögensgegenstände zutreffend aufgeführt sind, können sich die Gläubiger im Berichtstermin über die wirtschaftliche Lage und über die Möglichkeit der Befriedigung ihrer Forderungen einen eigenen Überblick verschaffen. Trotz aller tatsächlichen und betriebswirtschaftlichen Schwierigkeiten ist daher die Angabe insbesondere der Fortführungseinzelwerte unverzichtbar. Darüber hinaus haben die Absonderungsgläubiger einen Anspruch auf Zinszahlung, sofern der Insolvenzverwalter nicht unverzüglich nach dem Berichtstermin die mit dem Absonderungsrecht belasteten Gegenstände veräußert und den Erlös an den Absonderungsgläubiger auskehrt. Der Zinsanspruch ist aber auf den Betrag begrenzt, mit dem der Gläubiger Befriedigung aus dem Verwertungserlös erwarten kann (§ 169 Satz 3 InsO). Auch deshalb muss eine Einzelbewertung erfolaen.

Im Berichtstermin berichtet der Insolvenzverwalter über die Lage des Unternehmens, die Krisenursachen und die Möglichkeit einer Unternehmensfortführung. Zum Schluss sollen die Befriedigungsaussichten erläutert werden (§ 156 Abs. 1 InsO). Im Berichtstermin wird entschieden, ob das schuldnerische Unternehmen fortgeführt oder zerschlagen werden soll. Für die "hold or sell" Entscheidung aber müssen Annahmen über den zu realisierenden Kauf- oder Zerschlagungspreis einerseits und den Fortführungswert anderseits getroffen werden. Auch hierzu dienen die Verzeichnisse.

3. Kaufpreisallokation bei der übertragenden Sanierung

In der Insolvenz ist es in der Vergangenheit die Praxis gewesen, in der sog. übertragenden Sa-

BewertungsPraktiker Nr. 3/2012

nierung das Unternehmen en bloc im Rahmen eines Asset Deals zu verkaufen. Im Fall einer solchen übertragenden Sanierung war es für den Insolvenzverwalter erforderlich, den Kaufpreis (vergleichbar einer Kaufpreisallokation) auf die einzelnen Vermögensgegenstände aufzuteilen, damit die Absonderungsgläubiger den ihnen gebührenden Anteil am Kaufpreis vorzugsweise erhalten. Auch für diesen Fall erfordert die Insolvenz eine Bewertung der übergegangenen Vermögensmassen, insbesondere der immateriellen Vermögensgegenstände. Dabei wird der Anwendungsbereich der bewertungsrelevanten immateriellen Vermögensgegenstände zulasten der körperlichen Vermögensgegenstände immer größer. Aufgrund des demografischen Wandels wird z. B. der Mitarbeiterstamm immer wichtiger, weshalb ich davon ausgehe, dass künftig gerade wegen § 613a BGB Unternehmen gekauft werden. Die Käufer ersparen sich Opportunitätskosten und übernehmen eine operative eingespielte Einheit, sodass auf diesen Aspekt ein besonderes Augenmerk zu legen ist.

Bislang wurde das Bewertungsproblem in der Praxis im Verhandlungsweg gelöst. Allerdings führte dies häufig zur Verschiebung des Kaufpreises weg von den freien immateriellen Vermögensgegenständen⁹ hin zu den mit Absonderungsrechten belasteten körperlichen Vermögensgegenständen. Es stellt sich aber die Frage, ob auf Basis eines fundierten Bewertungsgutachtens zugunsten der in der Regel nicht belasteten immateriellen Vermögensgegenstände der Kaufpreis verschoben werden kann, was zu einer Erhöhung der Quotenerwartung der ungesicherten Gläubiger und damit zu mehr Verteilungsgerechtigkeit führen würde.

4. Debt-to-Equity Swap im Rahmen eines Insolvenzplans

Als weitere Form der Insolvenzabwicklung sieht die InsO die Erstellung eines Insolvenzplanes vor. Im Insolvenzplan kann dabei insbesondere eine abweichende Regelung zum Erhalt des Unternehmens getroffen werden. Die Entscheidung im Insolvenzplanverfahren erfolgt in Abstimmungsgruppen, in denen ablehnende Gläubiger unter gewissen Umständen überstimmt werden können. Die überstimmten Gläubiger haben aber nach § 245 Abs. 1 Nr. 1 InsO Schutzrechte, wenn sie durch den Insolvenzplan voraussichtlich schlechtergestellt werden, als sie ohne einen Plan stünden. Dementsprechend können Wertermittlungen im Insolvenzplanverfahren erforderlich werden. So sieht die Gesetzesbegründung im Regierungsentwurf zum ESUG vor¹⁰, dass die am Schuldner beteiligten Personen als eigene Gruppe am Zustandekommen des Insolvenzplanes beteiligt werden, um mit Mehrheit zu entscheiden, ob der Teil des Unternehmenswerts ausreichend ist, der ihnen vom Insolvenzplan zugewiesen ist. Dabei gewinnt die Bewertungsproblematik bei einem debt-to-equity-swap nach § 225a InsO an Bedeutung. Dabei werden Gläubigerforderungen in Eigenkapital getauscht. Der Regierungsentwurf zum ESUG geht davon aus, dass zur Frage der Werthaltigkeit des Anspruchs ggf. Gutachten einzuholen sind. 11 Dies ist nur folgerichtig, zumal die Umwandlung von Gläubigerforderungen eine Sachkapitalerhöhung i. S. der §§ 55, 56 GmbHG; 182 ff. AktG darstellt. Das Registergericht hat beim debt-to-equity-swap keine Werthaltigkeitskontrolle vorzunehmen, § 254 Abs. 4 InsO, weshalb diese auf das Insolvenzgericht verlagert ist.

5. Insolvenzverwalterhaftung

Zum Schluss kann im Rahmen eines Insolvenzverfahrens Streit entstehen, ob der Insolvenzverwalter das Unternehmen im Ganzen zu günstig veräußert hat. Dies gilt insbesondere dann, wenn der Insolvenzverwalter den Betrieb ohne Zustimmung des Gläubigerausschusses bzw. der Gläubigerversammlung veräußert hat (§§ 160, 163 InsO). Zuletzt dient also eine Unternehmensbewertung der Enthaftung des Insolvenzverwalters, weil er mit ihr nachweist, dass er das Unternehmen nicht "verschleudert" hat.¹²

IV. Bewertungsmethoden in der Insolvenz

Auch in der Insolvenz gilt der prägende Satz von Eugen Schmalenbach: "Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts". D.h. für die Gläubiger und auch für eventuell das schuldnerische Unternehmen kaufende Dritte, ist alleine der Zukunftserfolgswert maßgebend. Dieser kann unter der Annahme der Fortführung des schuldnerischen Unternehmens oder aber unter der Annahme der Zerschlagung ermittelt werden.

Da in der Insolvenz die Gläubigerforderungen durch Verwertung der Aktiva bestmöglich befriedigt werden sollen, ist die gesuchte Größe das "Schuldendeckungspotenzial", also der Wert des Gesamtkapitals, vergleichbar dem Entity-Ansatz. Die Gläubiger wollen wissen, mit wie viel Prozent ihre Forderungen "im Geld" sind. Dieser Wert wird den Verbindlichkeiten, und zwar im Range der InsO, gegenübergestellt. Daraus lässt sich dann die zu prognostizierende Quote nach Rangfolge ableiten.

Soweit in der Literatur gelegentlich eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren vorgeschlagen wird, muss darauf hingewiesen werden, dass mit diesem Bewertungsverfahren die entziehbaren Zahlungsströme an die Eigenkapitalgeber bewertet werden. In der Insolvenz aber werden regelmäßig Eigenkapitalgeber mit ihren Stammkapitalansprüchen nicht mehr bedient. Es geht um das Schuldendeckungspotenzial für die Außengläubiger, weshalb m. E. der Ertragswertansatz (Equity-Ansatz) für eine insolvenzrechtliche Bewertung eher ungeeignet ist.¹³

Gesucht ist der zu erwartende Veräußerungserlös der Aktiva im Ganzen, der auf die einzelnen Vermögensgegenstände anschließend verteilt wird. Praktisch handelt es sich beim Mengengerüst um die Bilanzsumme ohne ein eventuelles Aktivkapital, gegebenenfalls vermehrt um nicht aktivierbare Vermögensgegenstände. Hinsichtlich des Wertgerüsts sind die "wahren Werte" i. S. von möglichen Veräußerungspreise gesucht. Damit liegt es nahe, den Unternehmenswert anhand eines DCF-Brutto-Verfahrens zu ermitteln. Dieses ermittelt aus den gesamten Cashflows, die den Fremd- und Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen, den Wert des Gesamtkapitals (Entity), von

dem bei einer "normalen" Unternehmensbewertung die zinstragenden Verbindlichkeiten abgezogen werden, um damit zum Wert des Eigenkapitals (Unternehmenswert) zu gelangen. Es werden in der Insolvenz nur die Aktiva bewertet. Die Passiva ergeben sich aus der Insolvenztabelle. Insbesondere werden die Passiva nicht um den Zeitraum, bis zu dem die Schlussverteilung zu erwarten ist, abgezinst.

Die InsO sieht vor, dass jeder einzelne Vermögensgegenstand bewertet wird, und zwar mit Zerschlagungs- und Fortführungswerten. Die betriebswirtschaftliche Literatur kennt aber keinen Fortführungseinzelwert. Hier wird vielmehr das Unternehmen als Ganzes bewertet. Die betriebswirtschaftliche Lehre hat aber auch nicht die Sicht der InsO. Regelmäßig sucht die betriebswirtschaftliche Lehre den Wert des Eigenkapitals oder in Sanierungsfällen den Wert des Gesamtkapitals, um zu ermitteln, mit welchem Prozentsatz die Gläubiger noch "im Geld sind". Eine Zuordnung einzelner Vermögensgegenstände von verschiedenen Gläubigern mit differenzierten Interessen ist regelmäßig nicht Gegenstand betriebswirtschaftlicher Untersuchungen.

Praktische Unterstützung für Unternehmensbewerter



Die kapitalmarktgestützte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes gehört zu den schwierigsten Bereichen bei der Bewertung von Unternehmen. Denn der einschlägige IDW Standard (IDW S 1) gibt lediglich einen allgemeinen Rahmen für das Vorgehen des Bewerters vor.

Dörschell, Franken und Schulte geben in "Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung" konkrete Umsetzungshilfen und praktische Hinweise, um diesen Rahmen auszufüllen. Darauf aufbauend stellt "Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung" die praktische Ermittlung der Betafaktoren und Kapitalkosten für die 110 Unternehmen des HDAX dar.

Dörschell/Franken/Schulte

Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung

Praxisgerechte Ableitung unter Verwendung von Kapitalmarktdaten

ca. Oktober 2012, ca. 400 Seiten, gebunden

ca. € 98,00 ISBN 978-3-8021-1856-2

Dörschell/Franken/Schulte

Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung

Unternehmens- und Branchenanalysen für Betafaktoren, Fremdkapitalkosten und Verschuldungsgrade 2012/2013 Mai 2012, 392 Seiten, gebunden,

inkl. Online-Aktualisierung € 180,00 ISBN 978-3-8021-1857-9

Bestellen Sie jetzt

bei Ihrer Buchhandlung oder bei www.idw-verlag.de

IDW Verlag GmbH · Postfach 320580 · 40420 Düsseldorf Tel. 0211 / 45 61 · **222** · Fax · 206 · kundenservice@idw-verlag.de

12/1



BewertungsPraktiker Nr. 3/2012

Perspektivenwechsel - Basisbilanz der Unternehmensplanung

In der Insolvenz findet ein Perspektivenwechsel statt. Ziel des Verfahrens ist die bestmögliche Befriedigung der Gläubiger. Dementsprechend wendet sich der Fokus von den Eigenkapitalgebern hin zu den Gläubigern.

Aus diesem Grund ist es nach m.E. für Bewertungszwecke erforderlich, die Eigenkapitalanteile auszubuchen und die einfachen Insolvenzforderungen als fiktives Eigenkapital einzustellen. Damit läge nach dieser "Korrektur 1" ein fiktiv unverschuldetes Unternehmen vor, das lediglich Eigenkapitalgeber (die Insolvenzgläubiger) hätte.

Insolvenzrechtlich ist aber zu berücksichtigen, dass es verschiedene Rangfolgen gibt. Zum Stichtag der Insolvenzeröffnung können bspw. Masseverbindlichkeiten dadurch entstanden sein, dass die Verbindlichkeiten von einem vorläufigen starken Insolvenzverwalter, vom schuldnerischen Unternehmen im Rahmen eines Schutzschirmverfahrens oder aufgrund eines vorläufigen Insolvenzverwalters mit Einzelermächtigungen begründet worden sind. 14 Diese Verbindlichkeiten sind bevorzugt zu behandeln, weshalb nach meiner Ansicht in einer "Korrektur 2" diese Verbindlichkeiten als bestehende Außenverbindlichkeiten zu behandeln sind. Der Grund liegt darin, dass diese Verbindlichkeiten nicht an der normalen insolvenzrechtlichen Verteilung teilnehmen.

Darüber hinaus bestehen seitens einzelner Gläubiger sog. Absonderungsrechte. D.h., einzelnen Gläubigern stehen aufgrund zivilrechtlicher Sonderstellungen Ansprüche auf bevorzugte Befriedigung aus dem Erlös einzelner Aktiva zu. Diese Gläubiger haben neben dem Anspruch auf Verwertung und Erlösauskehr auch noch einen Anspruch auf Verzinsung ihrer Ansprüche, sofern die Aktiva nicht unverzüglich nach dem Berichtstermin verwertet werden. Da also auch diese Gläubiger einen Anspruch auf Auszahlung haben, der kurzfristig realisiert werden muss, würde ich in einer "Korrektur 3" die Absonderungsgläubiger i. H. des zu erwartenden Absonderungserlöses ebenfalls in die Außenverbindlichkeiten einstellen. Dabei entsteht ein Zirkularitätsproblem: Der gesuchte Einzelwert des Vermögensgegenstands soll ja erst durch die Unternehmensbewertung ermittelt werden. Aus Praktikabilitätsgründen möchte ich daher vorschlagen, den Fortführungswert¹⁵ aus dem Gutachten des Verwertungsunternehmens anzusetzen.

Zum Schluss ist zu berücksichtigen, dass sich die Basisbilanz der Planung auch insoweit ändert, als die Finanzverwaltung die Vorsteuer aus nicht bezahlten Lieferantenrechnungen als Insolvenzforderung geltend macht und Vertragsgläubiger wegen der Kündigung bzw. Nicherfüllungswahl der Verträge Schadenersatz zur Insolvenztabelle anmelden.

Die Basisbilanz für die der Unternehmensbewertung zugrunde liegende Unternehmensplanung sieht die Insolvenzgläubiger als Eigenkapitalgeber vor. Die Passivseite ist durch die Masseverbindlichkeiten sowie die Absonderungsgläubiger i. H. ihres zu erwartenden Vorzugsrechts belastet.

Es ist jedoch zu beachten, dass aufgrund des Perspektivenwechsels nach der hier vertretenen Auffassung kein subjektiver Wert aus Sicht der Gläubiger zu ermitteln ist. Zwar treffen in der Insolvenz nur noch die Gläubiger die wesentlichen Entscheidungen, weshalb man geneigt sein könnte, einen subjektiven Entscheidungswert zu berechnen. Aber die InsO hat auch Schutzrechte für die Stammkapitalgeber installiert. Soweit ein Unternehmen vermögend aber illiquide ist, könnte bei einer Fortführung bzw. Liquidation noch Restvermögen an die Anteilseigner ausgeschüttet werden (vgl. §§ 199, 222 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4, 238 a, 245 Abs. 2 Nr. 1, 247 Abs. 2 Nr. 2 InsO). Daher ist nach der hier vertretenen Auffassung ein objektivierter Wert zugrunde zu legen.

2. Planung der finanziellen Überschüsse

Aufbauend auf dieser für Insolvenzverfahren modifizierten Basisbilanz ist die Unternehmensplanung zu erstellen. 16 Im Rahmen dieser Unternehmensplanungsrechnung sind zutreffende bzw. sachgerechte Annahmen über die Auflösung der Basisbilanz zu treffen und festzulegen. Im Übrigen gelten die üblichen Anforderungen an Planungsrechnungen. In Insolvenzfällen ist besonderes Augenmerk auf die Going-concern-Prämisse zu legen. 17 In der Planungsrechnung ist mit der erforderlichen Gewissheit auszuschließen, dass es zur Masseunzulänglichkeit¹⁸ kommt. Außerdem ist das Beibehalten der Dauervertragsbeziehungen, namentlich der Kunden, der Schlüssellieferanten, vor allem aber der Mitarbeiter einschließlich des Managements zu überprüfen. 19 Gerade bei Letzteren besteht die Gefahr, dass wesentliche Mitarbeiter abwandern bzw. das Management das Unternehmen verlässt. Nicht selten kommt es im Krisen- bzw. Insolvenzverfahren vor, dass die besten Köpfe das Unternehmen verlassen. Die Folgen auf die Planung sind sachgerecht abzuschätzen. Weiter

von Belang können Versicherungsverträge bzw. die Herabstufung seitens der Warenkreditversicherer bzw. Avalgeber sein. Auch diese Folgen sind für die Ertrags-, Bilanz- und Liquiditätsplanung abzuschätzen. Zu berücksichtigen ist weiter, dass in der Planung auch die direkten Insolvenzkosten zu berücksichtigen sind.

Die Planung muss auf den Erwartungswerten der finanziellen Überschüsse beruhen. Allein die vorstehenden Anmerkungen haben gezeigt, dass eine erhebliche Bandbreite an Ergebnissen möglich ist. Aus Sicht des Planers ist es gerade in einem frühen Verfahrensstadium nur schwer greifbar, welche Entwicklung insbesondere diese Vertragsbeziehungen nehmen. Dies kann sachgerecht nur in einer erwartungswertgetreuen Planung abgebildet werden. Aufgrund der Vielzahl der relevanten Prämissen ist m.E. hierfür eine Szenarioplanung nicht mehr für ausreichend, vielmehr sollte eine simulationsbasierte Planung aufgebaut werden. Da in der Insolvenz den negativen Abweichungen eine größere Bedeutung zukommt, führt eine erwartungswertgetreue Planung regelmäßig zu einem deutlichen Absenken der erwarteten finanziellen Überschüsse.

3. Planungshorizont

Eine weitere Besonderheit der Bewertung im Insolvenzverfahren stellt der Planungshorizont dar. In der Unternehmensbewertung wird üblicherweise von einer unendlichen Lebensdauer der Unternehmung ausgegangen. Die damit einhergehende Unsicherheit wird durch die sog. Phasen-Modelle zu beseitigen versucht. Demgegenüber ist ein Insolvenzverfahren ein zivilprozessuales Eilverfahren. Die Gläubigerversammlung beschließt nämlich nach § 157 Satz 1 InsO nur, ob der Betrieb des Unternehmens "vorläufig" fortgeführt werden soll. Damit stellt sich zugleich die Frage, welche Auswirkung diese Vorläufigkeit auf den Planungshorizont hat. Anderseits ist zu berücksichtigen, dass seit dem Inkrafttreten des ESUG die Gläubiger die Möglichkeit haben, ihre Forderungen in Anteilsrechte zu tauschen (§ 225a InsO). Es könnte also durchaus angedacht werden, in einer Phase 1 das Insolvenzverfahren planerisch vorwegzunehmen und diese Phase 1 durch einen Insolvenzplan enden zu lassen, in dem die Gläubiger ihre Forderungen in Anteilsrechte tauschen oder alternativ hierzu zum Ende der Phase 1 einen Verkauf auf Basis des zu diesem Stichtag bestehenden Unternehmenswerts zu kalkulieren. Nach der hier vertretenen Auffassung wird dies allerdings in der Basisbilanz aufgrund des Perspektivenwechsels bereits vorweggenommen. Dennoch wäre ein solcher Anteilstausch zu

planen, da damit der Verlust des steuerlichen Verlustvortrags einhergehen kann.

Es lässt sich aber ebenso gut vertreten, dass die Außengläubiger in den Verbindlichkeiten passiviert bleiben, die Auflösung der Basisbilanz hinsichtlich dieser Verbindlichkeiten aber nicht stattfindet und am Ende der Planungsphase 1 die Außenverbindlichkeiten ausgebucht werden.

Nach dieser Planphase 1, deren Dauer sachgerecht geschätzt werden muss, würde die Phase beginnen, die üblicherweise in regulären Unternehmensbewertungen die Planphase 1 (Detailplanungsphase) darstellt. Insbesondere wären dann die insolvenzrechtlichen Sondereffekte wie z.B. Verfahrenskosten, außerordentliche Erträge und Steuerfolgen aus der Insolvenz bereits verarbeitet. In dieser Phase 2 gelten dann die üblichen Anforderungen an Planungsrechnungen. Der PlanErsteller hat dabei zu entscheiden, ob und in welchem Phasen-Modell (2/3 Phasen-Modell) oder ob er mit gleitenden Werten (Konvergenzperiode) arbeiten möchte.

4. Berücksichtigung der Steuern

Sofern in einem Insolvenzplanverfahren ein steuerpflichtiger Sanierungsgewinn ausgelöst wird, wäre zu prüfen, ob die Voraussetzungen des Schreibens des BMF vom 27.3.2003²⁰ vorliegen. Wenn die Voraussetzungen vorliegen, sollte die Planung unter der Annahme der Steuerfreiheit des Sanierungsgewinns erstellen. Die Höhe des steuerpflichtigen Sanierungsgewinns sollte dabei gleichwohl offen ausgewiesen werden, um den Gläubigern das Gefahrenpotenzial im Falle der Versagung des Steuererlasses aufzuzeigen.

5. Auswahl des Bewertungsverfahrens

Nachdem die integrierte Planung erstellt ist, stellt sich eine weitere Frage: Nach welchem Bewertungsverfahren ist ein insolventes Unternehmen zu bewerten?

Bei der Auswahl des Bewertungsverfahrens kommt neben der Ertragswertmethode und der Discounted-Cashflow-Methode in den unterschiedlichen Ausprägungen auch das Multiplikatorenverfahren in Betracht. Wie bereits oben angemerkt, ist beim Ertragswertverfahren zu berücksichtigen, dass dieser auf den Wert der Eigenkapitalgeber abstellt. In der Insolvenz ist aber das Schuldendeckungspotenzial für die Außengläubiger gesucht, weshalb m.E. der Ertragswertansatz (Equity-Ansatz) für eine insolvenzrechtliche Bewertung ungeeignet ist.

BewertungsPraktiker Nr. 3/2012

Durch die oben angedachte Umgliederung der Insolvenzgläubiger in Kapitalgeber ließe sich dennoch das Unternehmen aus Sicht der umgegliederten Insolvenzgläubiger mit dem Ertragswertansatz bewerten. Dabei sind Annahmen über die künftigen Ausschüttungen im Insolvenzverfahren zu treffen. Die üblichen Ausschüttungshypothesen greifen im Insolvenzverfahren nicht. Im Insolvenzverfahren werden nach § 187 Abs. 2 InsO Verteilungen dann für möglich erklärt, wenn hinreichende Barmittel in der Insolvenzmasse vorhanden sind. Aber die Praxis und der allgemeine Sprachgebrauch zielt beim Ertragswertverfahren auf die Perspektive der Eigentümer des Unternehmens ab, während die DCF-Bruttoverfahren auch in der üblichen Anwendung den Zwischenschritt der Bewertung des Unternehmensvermögens wählen. Bei der o.a. Umgestaltung der Planung besteht die Gefahr von Missverständnissen. Dies spricht dafür, mit dem Discounted-Cashflow-Verfahren zu arbeiten.

Generell muss die steuerliche Auswirkung des Insolvenzverfahrens und der Fortführung berücksichtigt werden. Besondere Schwierigkeiten können hier bei Personenhandelsgesellschaften auftreten, da diese nur Schuldner der GewSt, nicht aber der ESt sind. Aufgrund des Perspektiven-

wechsels aber wird der Unternehmenswert aus Sicht der Gläubiger ermittelt, die gerade mit der persönlichen ESt der Gesellschafter nicht belastet sind. Allerdings zeigen sich hier in der Vergangenheit zunehmend Tendenzen, die persönliche ESt der Gesellschafter beim Insolvenzverwalter als Masseverbindlichkeiten zu reklamieren.²¹

Nach meiner Einschätzung eignet sich das Discounted-Cashflow-Verfahren in der Ausprägung des Brutto-Verfahrens. Das Brutto-Verfahren halte ich bereits deshalb für vorzugswürdig, weil es als Zwischenstufe den Wert des Gesamtkapitals ermittelt. Dies ist eben die im Insolvenzverfahren gesuchte Größe. Aber auch hier gilt der zum Ertragswertverfahren getätigte Hinweis: Wenn die Bilanz vor der Bewertung umstrukturiert wird und die Außengläubiger als Kapitalgeber behandelt werden, kann auch mit dem Equity-Ansatz bewertet werden.

Innerhalb des Brutto-Verfahrens ist der APV-Ansatz zu präferieren. Die Besonderheiten des Insolvenzverfahrens gebieten es u. E., die Vorteile aus der Besteuerungssituation gesondert auszuweisen und gesondert zu bewerten. Es empfiehlt sich auch, die Auswirkungen eines bestehenden Verlustvortrags als weiteren Bestandteil des

Impressum

BewertungsPraktiker

BewertungsPraktiker Ausgabe 03-2012
Der Bewertungsservice von DER BETRIEB
und der IACVA (International Association of
Consultants, Valuators and Analysts)

Kooperationspartner:

IACVA GmbH Schweinfurter Weg 58 a 60599 Frankfurt am Main Telefon: 069/70798735 Telefax: 069/70798734 E-Mail: info@iacva.de Internet: www.iacva.de

Redaktion:

WP StB CVA Dipl.-Kfm. Andreas Creutzmann CVA Dipl.-Kfm. Wolfgang Kniest

E-Mail:

bewertungspraktiker.redaktion@fachverlag.de Manuskripte bitten wir an die Redaktion zu senden.

Objektleitung/Produktmanagement

Marko Wieczorek Telefon: 02 11/887 - 1476 E-Mail: m.wieczorek@fachverlag.de

Verlag:

Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH Grafenberger Allee 297, 40237 Düsseldorf, Postfach 10 11 02, 40002 Düsseldorf

Geschäftsführung:

Johannes Höfer, Claudia Michalski, Dr. Klemens Werner

Anzeigeleitung:

Ralf Pötzsch Tel.: 0211/8871490, Fax: 0211/8871508 E-Mail: r.poetzsch@fachverlag.de Preisliste Nr. 53 vom 01.01.2010

Bankverbindung:

Commerz Bank AG, Düsseldorf, BLZ: 300 800 00, Kto-Nr. 212 665 500

Marketing und Vertrieb:

Firas Kharrat Telefon: 0211/887-1467 E-Mail: f.kharrat@fachverlag.de

Kundenservice:

Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH, Kundenservice Fachverlag, Berner Str. 2, 97084 Würzburg, Postfach 92 54, 97092 Würzburg

Telefon Inland: 0800/0001637 (kostenfrei)
Fax Inland: 0800/0002959 (kostenfrei)
Telefon Ausland: +49 (0) 211/887 - 3670
Fax Ausland: +49 (0) 211/887 - 3671
E-Mail: fz.aboservice@fachverlag.de

Bezugspreise:

BewertungsPraktiker erscheint quartalsweise. Einzelhefte: 16 Euro zzgl. 1,30 Euro Versandkosten (inkl. MwSt.). Jahresvorzugspreis: Inland 60 Euro zzgl. 4 Euro Versandkosten (inkl. MwSt.).

Auslandsabonnement jährlich 60 Euro (Angaben zu MwSt. und Versandkosten im Ausland finden Sie unter www.fachverlag.de/bezugspreise).

Abonnementkündigungen sind mit einer Frist von 21 Tagen zum Ende eines Bezugsjahres möglich.

Im Fall höherer Gewalt (Streik oder Aussperrungen) besteht kein Belieferungsoder Entschädigungsanspruch.

BewertungsPraktiker wird sowohl im Print als auch auf elektronischem Weg (z.B. Datenbank, CD-ROM, Newsletter etc.) vertrieben.

Nachdruck und Vervielfältigung jeder Art sind nur mit Genehmigung des Verlags zulässig.

Herstellung:

L.N. Schaffrath, 47608 Geldern

Art Direktion & Layout:

S3 Advertising Bilker Allee 216 40215 Düsseldorf Telefon: 0211/8628990 Telefax: 0211/8628991

E-Mail: experts@s3-advertising.com

ISSN: 1867-3546

Tax-Shield offen auszuweisen. Zum einen ist die Verlustnutzung im Insolvenzverfahren u.U. eingeschränkt (vgl. § 10d EStG bzw. § 8b KStG und § 10a GewStG. Darüber hinaus ist zu beachten, dass die Außengläubiger während der Dauer des Insolvenzverfahrens zwar schuldrechtlich Zinsansprüche geltend machen können, diese gem. § 39 Abs. 1 Nr. 1 InsO aber erst nachrangig befriedigt werden. Nur wenn die Außengläubiger in voller Höhe mit ihren Hauptforderungen befriedigt werden, findet eine Quotenausschüttung auf die nachrangigen Gläubiger statt. Dies führt letztlich zu einem iteraktiven Prozess: Aus der Unternehmensbewertung ergibt sich der Gesamtwert des Kapitals, mithin die Beantwortung der Frage, ob die Außengläubiger eine 100 %-ige Quote auf ihre Forderungen erreichen können. Anderseits benötige ich die Beantwortung dieser Frage, um entscheiden zu können, ob die Zinsverpflichtungen bei der Unternehmensplanung im Geldabfluss berücksichtigt werden müssen.

In der insolvenzrechtlichen Praxis²² wird bislang spärlich mit dem Multiplikatorenverfahren umgegangen. Dies dürfte daran liegen, dass die Datenbasis zu gering ist und darüber hinaus die Insolvenzursachen und die Lage des Unternehmens eine noch größere Bedeutung hat. Für eine Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts halte ich eine Verprobung mit Multiplikatoren, jedoch nur bezogen auf die Ergebnisse der Unternehmensplanung, nach erfolgter Restrukturierung für brauchbar.

6. Kapitalisierungszinssatz

Die Ermittlung eines risikoangepassten Diskontierungszinses gestaltet sich in der Praxis bei der Bewertung insolventer Unternehmen als schwierig. Der Risikozuschlag muss grds. äquivalent sein zu dem Risikoprofil der erwarteten künftigen finanziellen Überschüsse aus dem insolventen Unternehmen. Der risikofreie Zins wird i.d.R aus der Zinsstrukturkurve zum Bewertungsstichtag abgeleitet (Svensson-Methode). Bei Anwendung des CAPM setzt sich der Risikozuschlag zusammen aus der Marktrisikoprämie und dem Betafaktor, als Maß für das systematische Risiko, welches die Eigner tragen. Risiko wird im CAPM verstanden als positive und negative Abweichung vom Erwartungswert. Die direkte Ermittlung eines Betafaktors für ein insolventes Unternehmen scheidet aus. Auch das Abstellen auf börsennotierte Peer-Group Betafaktoren kann lediglich Ausgangspunkt der Überlegung sein, da diese ja gerade nicht insolvent sind.

Durch die Umgliederung der Gläubiger in Kapitalgeber ist das Unternehmen nach der hier

vertretenen Auffassung wie ein Existenzgründungsunternehmen zu bewerten.²³

Aus Sicht der Gläubiger wurden die Aktiva, ggf.. mit den oben dargestellten Korrekturen, als Sachkapitalgründung in ein neu gegründetes Unternehmen eingebracht, dessen Wert es zu bestimmen gilt. Das Unternehmen nimmt mit seiner Basisbilanz am Marktgeschehen teil und unterliegt den üblichen systematischen Risiken, weshalb hier grds. die übliche Marktrisikoprämie zum Ansatz kommen kann. Die unsystematischen Risiken, die zweifelsohne im Insolvenzverfahren bestehen, sind bereits über die Unternehmensplanung (Erwartungswert) berücksichtigt. Die Gläubiger tragen im Fortführungsfall das Risiko, dass das schuldnerische Unternehmen auch in der Fortführung scheitert.24 Bei der Nutzung der Chancen sind die Gläubiger dementsprechend aber begrenzt. Sie können nicht mehr als ihre Hauptforderung und nach vollständiger Befriedigung der Hauptforderung, die Zinsen nach Insolvenzeröffnung verlangen. Sofern ein Erlös darüber hinaus erzielt wird, steht er den ursprünglichen Eigenkapitalgebern zur Verfügung (§§ 199, 212 InsO). Es ist also für die Ertragsaussichten eine Begrenzung nach oben eingezogen, während die Gläubiger das volle Risiko der Fortführung tragen. Aus Investorensicht investieren die Gläubiger ihre Quotenerwartung unter der Annahme der Zerschlagung. Diese Investition geht in die Fortführung des Unternehmens. Dieser Ertrag ist aber begrenzt. Damit ist das Chance-Risiko Profil aus Sicht der Gläubiger ein anderes, als das bei Anwendung des CAPM unterstellte. Wird trotzdem in der Praxis zunächst auf das CAPM abgestellt, sollte m.E. aufgrund der ungleichen Risiko-Chancen-Verteilung ein weiterer Risikozuschlag berücksichtigt werden, um diesen Nachteil aus Sicht der Gläubiger auszugleichen.25

In der Praxis können Unternehmen häufig nicht an diversifizierte Investoren verkauft werden. Eventuell liefert für diese Unternehmen der "Total Beta-Ansatz" eine aussagekräftigere Typisierung der Renditeerwartung als das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Beim Total-Beta-Ansatz wird die CAPM-Welt verlassen, da die dort unterstellte Diversifikation fehlt. Können die unsystematischen Risiken nicht oder nur begrenzt diversifiziert werden, kann es u.U. dazu kommen, dass die Marktteilnehmer für die Übernahme des höheren Risikos eine Prämie verlangen und daher mit einem höheren Kapitalisierungszins rechnen. Gegen die Verwendung des Total-Beta-Ansatzes wird vorgebracht, dass lediglich eine sehr starke Ausprägung (vollständige Diversifikation) gegen

BewertungsPraktiker Nr. 3/2012

eine andere starke Ausprägung (keine Diversifikation) getauscht wird. Dies kann aber auch rechnerisch ausgeglichen werden²⁶ Ein diversifizierter Investor wird in aller Regel einen höheren subjektiven Wert des Unternehmens ermitteln, gleichzeitig aber keinen Anreiz haben, seinen Kapitalkostenvorteil über einen erhöhten Kaufpreis an den Verkäufer weiterzureichen.²⁷

Im Insolvenzverfahren würde wird nur ausnahmsweise den Total-Beta-Ansatz wählen, wenn bei einem schuldnerischen Unternehmen eine typische KMU-Struktur vorliegt und als Käufer bzw. als fortführender Gesellschafter nur typische KMU in Betracht kommen. Dies kann dazu führen, dass aus Sicht der Insolvenzverwaltung ein geringerer Unternehmenswert ausgewiesen wird. Während der Insolvenzverwalter aufgrund der Gegebenheiten oftmals beschränkt ist und vielleicht nur auf dem "Total Beta - Markt" anbieten kann, kann ein potenzieller Käufer sein Kapital in allen Märkten anlegen. Er wird nur so lange investieren, wie er für die Risikoübernahme durch eine dem CAPM-Markt vergleichbare Renditeerwartung für die Eingehung der höheren Risikoposition entschädigt wird. 28 D. h. der Annahme des potenziellen Verkäufermarkts kommt Bedeutung für den Unternehmenswert zu.

Dennoch sollte man bei der Ermittlung der Kapitalisierungszinssätze grds. beim CAPM bleiben. Aus Sicht der Gläubiger sind die wesentlichen Grundannahmen des CAPM erfüllt. Aufgrund der Verzeichnisse und der Berichtspflicht des Insolvenzverwalters besteht eine bessere Information als auf dem Aktienmarkt. Die Gläubiger haben Forderungen, die grds. abgetreten werden können und auch teilbar sind. Zuletzt ist je nach Gläubigerstruktur auch von einer "Diversifikation" auszugehen²⁹, sodass m.E. selbst in der Insolvenz nichts Durchschlagendes gegen die Verwendung des CAPM unter Berücksichtigung des ungleichen Chancen-Risiko-Verhältnisses spricht.

Damit bleibt noch die Frage, ob ein Folgeinsolvenzrisiko³⁰ berücksichtigt werden sollte.

Ratingbasierte Schätzungen von Ausfallwahrscheinlichkeiten können einen Anhaltspunkt für die Einschätzung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten liefern.Im Rahmen der Objektivierung kann dabei auf langfristig durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeiten zurückgegriffen werden.³¹

Auf die Berücksichtigung von Rating und Insolvenzwahrscheinlichkeit sollte nicht verzichtet werden, da dies zu Fehleinschätzungen bei den Kapitalkosten und bei den zukünftigen Cashflows und Erträgen führen kann. Die im Rating ausge-

drückte Insolvenzwahrscheinlichkeit wirkt sich dabei in der Phase der ewigen Rente wie eine negative Wachstumsrate aus.³²

7. Umgekehrte PPA

Zum Schluss ist der ermittelte Wert des Unternehmensvermögens bzw. der Kaufpreis im Falle der übertragenden Sanierung vom Verkäufer auf die (veräußerten) Vermögensgegenstände aufzuteilen. Bei der Aufteilung kann man sich an IFRS 3 orientieren. Allerdings ist die Ermittlung und/oder Feststellung von immateriellen Vermögensgegenständen³³ dann entbehrlich, wenn an diesen keine Absonderungsrechte bestehen. Der fiktive Kaufpreis kann dann auf die körperlichen Gegenstände und auf den "Goodwill" verteilt werden.

V. Fazit

Es bestehen vielfältige und bedeutende Bewertungsanlässe gerade auch im Insolvenzverfahren. Aufgrund des Perspektivenwechsels im Insolvenzverfahren ist m.E. eine Umgliederung der Basisbilanz für die Unternehmensplanung sinnvoll. Besonderes Augenmerk ist auf die Unternehmensplanung zu legen. Die insolvenzspezifischen Risiken sollten in der erwartungsgetreuen Planungsrechnung und nicht im Kapitalisierungsgrundsatz berücksichtigt werden. Als Bewertungsverfahren sollte m.E. das APV-Verfahren angewendet werden. Wobei ein bestehender Verlustvortrag nicht bei der Adjustierung der Steuern auf das Betriebsergebnis, sondern als "Tax-Shield 2" berücksichtigt würde, da es mit besonderen Risiken behaftet ist. Den Kapitalisierungszinssatz sollte "traditionell" berücksichtigt werden. Sofern aber ein KMU in die Insolvenz gerät und nur KMU als Käufer in Betracht kommen, ist der Total Beta Ansatz sinnvoll. Darüber hinaus sollte eine Folgeinsolvenzwahrscheinlichkeit insbesondere in der Rentenphase berücksichtigt werden.

Es ist zu erwarten, dass eine solche Bewertung in der Praxis einen Unternehmenswert liefern wird, der über den in der Vergangenheit gezahlten Kaufpreisen liegt. Die Ausarbeitung der Risiken und die Auswirkung auf die Planungsrechnung ist daher im Bewertungsgutachten von besonderer Bedeutung.

Es ist angezeigt im Auftrag festzulegen, eine objektivierte Bewertung aus Sicht der Gläubiger und zugleich einen Grenzpreis der voraussichtlichen Käufer zu ermitteln. Nur auf Basis dieser Informationen können Insolvenzverwalter, Gläubigerausschuss und die Insolvenzgläubiger sachgerechte Entscheidungen treffen.

- 1 Vgl. Müller/Haas, in: Fuchs u.a. (Hrsg.), Kölner Schrift Insolvenzordnung, 2. Aufl. 2000, S. 1799 ff (1807 f.); Hüttemann, in: Bitter u.a.(Hrsg.), FS Karsten Schmidt, 2009, S. 761 ff (774).
- Hüttemann, a.a.O. (Fn. 1), S 774; vgl. auch Henselmann/Kniest, BewP 3/2011 S. 10 ff. mit dem Hinweis, dass eine vollumfängliche Einzelermittlung des Substanzwert komplizierter und aufwändiger als die Ermittlung des Zukunftserfolgswerts ist.
- Füchsel/Weishäupl, in: Kirchhoff u.a. (Hrsg.), Münchner Kommentar InsO Bd. 2, 2. Aufl. 2008, § 151 Rz. 12.
- Vgl. IDW RH HFA 1.010.
- Vgl. hierzu Leuner, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2012, S. 1027 ff.; Damodaran, The Dark Side of Valuation, 2. Aufl. 2009, S. 361 ff.; Drukarczyk/ Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2009, S. 373 ff.
- Wobei aktuell auf die fortgeltende temporäre Änderung des Überschuldungsbegriffs durch das FinMStabG hinzuweisen ist.
- Vgl. Blöse/Wieland-Blöse, Praxisleitfaden Insolvenzreife, S. 128 f; Möhlmann, DStR 1998 S. 1843 (1847); Hüttemann, a.a.O. (Fn. 1), S. 770ff.; Förster, ZInsO 1999 S. 555 und ZInsO 2000 S. 21 (der Fortführungswert als Ertragswert sei aber nicht zu kriegen); Zabel HRI § 27 Rz. 60; BFH-Urteil vom 31.03.2004 - I R 65/03, BStBl. II 2005 S. 664 = DB0067046.
- Der durch die InsO eingeführte neue Überschuldungsbegriff gilt aber ab dem 01.01.2014 wieder.
- Vgl. zur Markenbewertung Nestler/ Hunkemöller, ZinsO 2009 S. 2233 ff.
- 10 Val. ReaE ESUG S. 51.
- 11 Vgl. RegE ESUG S. 48.
- 12 OLG Rostock, Urteil vom 08.04.2011, ZInsO 2011 S. 1511 (nrkr.) Az: BGH IX ZR 60/11
- 13 Vgl. Buchta, in: Hölters u.a. (Hrsg.), Handbuch Unternehmenskauf, 7, Aufl, 2010, Teil XIV Rz, 89 unter Hinweis auf Bernsau/ Höpfner/Rieger/Wahl, Handbuch der übertragenden Sanierung, 2002, S. 50 f.
- 14 Vgl. §§ 22 Abs. 2 Satz 1, 55 Abs. 2, 4, 270b Abs. 3 InsO.
- 15 i.d.R. Substanzwert i. S. von Wiederbeschaffungskosten.
- 16 Vgl. Leuner, a.a.O. (Fn. 5), S. 1043 ff.
- 17 Vgl. hierzu Nickert, in Nickert/Lamberti (Hrsg.), Überschul-

- dungs- und Zahlungsunfähigkeitsprüfung im Insolvenzrecht, 2. Aufl. 2011, Rz. 256 ff.
- 18 Dies wird auch als "Insolvenz in der Insolvenz" bezeichnet.
- 19 Der Verlust von Absatzpotential oder Zugang zu Resourcen wird üblicherweise als indirekte Insolvenzkosten bezeichnet.
- 20 Vgl. "Sanierungserlass", BMF-Schreiben vom 27.03.2003 IV A 6 - S 2140 - 8/03, BStBl. I 2003 S, 240 = DB0024884.
- 21 Vgl. hierzu Statkiewicz, Die Einkünftezurechnung bei der insolventen Personengesellschaft, 2004.
- 22 Vgl. Steffan, ZlnsO 2003 S. 106 ff (109); zur Sanierungsprüfung haben Gleißner/Knecht/Egretzberger/Kamaras, KSI 2010 S. 217 ff. (222) darauf Bezug genommen.
- 23 Vgl. Damodaran, a.a.O. (Fn. 5), S. 213 ff.
- 24 Sog. Masseunzulänglichkeit oder auch "Insolvenz in der Insol-
- 25 Alternativ wären ggf. andere Risikomaße z.B. sog. Downside Risikomaße wie der Deviation Value at Risk anzuwenden, vgl. Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements in Unternehmen, 2. Aufl. 2011, S. 137 ff.
- 26 Vgl. Balz/Bordemann, Diversifikationsgrad der Investoren und die Ermittlung marktorientierter Eigenkapitalkosten zur Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen, Arbeitspapier 4, Stand 11.01.2010, S. 7 f.; vgl. auch *Gleißner/Ihlau*, CF biz 2012 S. 312 (314).
- 27 Vgl. Balz/Bordemann, a.a.O. (Fn. 26), S. 12.
- 28 Vgl. Balz/Bordemann, a.a.O. (Fn. 26), S. 14.
- 29 Andernfalls muss diese rechnerisch abgebildet werden, vgl. Balz/Bordemann, a.a.O. (Fn. 26), S. 7 f.
- 30 Vgl. z.B. Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V., BewP 1/2011 S.12.; Knabe, Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung, 2012, Gleißner, WPg 2010 S. 735.
- 31 Vgl. Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V., BewP 1/2011 S. 18.
- 32 Vgl. Gleißner, WPg 2010 S. 735 (737).
- 33 Vgl. Moser, Bewertung immaterieller Vermögenswerte, 2011, S. 5 ff.; Kasperzak/Nestler, Bewertung von immateriellem Vermögen, 2010, S. 27.

Das Corporate Finance Kompetenzportfolio liefert praxisrelevante Fakten

rund um Unternehmensfinanzierung, Unternehmensbewertung, M&A und Kapitalmärkte.



CORPORATE FINANCE biz zeigt praxisorientiert die aktuellen Trends und Methoden aus den Bereichen Kapitalmarkt, Mergers & Acquisitions, Bewertung, CORPORATE FINANCE law schlägt die Brücke zwischen Recht und Ökonomie



CORPORATE FINANCE fachportal Die Online-Datenbank mit exklusiven Nachrichten, Meldungen, Urteilen und

Verwaltungsanweisungen. www.cf-fachportal.de



CORPORATE FINANCE weekly

Der PDF-Newsletter liefert aktuelle Nachrichten und Entwicklungen im Bereich Corporate Finance - mit den wichtigsten Nachrichten aus der Wirtschaftspresse.



CORPORATE FINANCE summit

Die Veranstaltung "CORPORATE FINANCE summit" ermöglicht den persönlichen und fachlichen Austausch vor Ort.

Dr. Lars Franken / Dr. Jörn Schulte

Erfassung systematischer und unsystematischer Risiken im Bewertungskalkül

WP Dr. Lars Franken, CFA
Mitglied des Vorstands der IVC
Independent Valuation & Consulting AG WPG sowie Mitglied
des FAUB des IDW.



WP StB Dr. Jörn Schulte
Mitglied des Vorstands der IVC
Independent Valuation & Consulting AG WPG, öffentlich
bestellter und vereidigter
Sachverständiger für Unternehmensbewertung.

I. Problemstellung

Die künftigen finanziellen Überschüsse eines Bewertungsobjektes können aufgrund der Ungewissheit der Zukunft nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme unternehmerischer Unsicherheit – also des Unternehmerrisikos – lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelten. Dabei gehen Theorie und Praxis übereinstimmend davon aus, dass die Wirtschaftssubjekte zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen (Risikoaversion).

Die inhaltliche Bedeutung des Risikos kann anhand der Abb. 1 weiter spezifiziert werden.¹

IDW S 1 i.d.F. 2008 differenziert im Einzelnen zwischen einem operativen Risiko und einem Kapitalstrukturrisiko. Das operative Risiko kann wiederum in ein Marktrisiko und in ein leistungswirtschaftliches Risiko (operatives Fixkostenrisiko) unterteilt werden. Das Kapitalstrukturrisiko (finanzwirtschaftliches Risiko, finanzielles Fixkostenrisiko) wird vom Verschuldungsgrad des Bewertungsobjekts beeinflusst.

Die Verwendung des CAPMs für Zwecke der Unternehmensbewertung stellt damit für die Mehrzahl der Bewertungspraktiker den allgemein

anerkannten Standard dar. Gleichwohl stellt man in Gesprächen mit Bewertungspraktikern regelmäßig fest, dass bei der Diskussion über die im Bewertungskalkül zu erfassenden Risiken die Trennung des CAPMs in systematische und unsystematische Risiken nicht konsequent beachtet wird. Dies resultiert insbesondere daraus, dass zwar die theoretische Aufspaltung in diese zwei Risikoarten verständlich ist; es dem Bewertungspraktiker aber vielfach schwer fällt, ein reales Risiko tatsächlich in diese Komponenten zu zerteilen und die theoretisch klare Trennung in die Praxis umzusetzen. Der Aufsatz will deshalb dazu beitragen, dem Bewertungspraktiker die Differenzierung zwischen systematischen und unsystematischen Risiken im konkreten Bewertungsfall zu erleichtern.

Zu diesem Zweck wird im II. Abschnitt zunächst dargelegt, wie Risikotreiber grds. im Ertragswertmodell erfasst werden. Im III. Abschnitt wird die Abgrenzung zwischen systematischen und unsystematischen Risiken mathematisch und qualitativ erläutert. Im IV. Abschnitt wird gezeigt, wie – vor dem Hintergrund der Trennung zwischen systematischen und unsystematischen Risiken – Fehler bei der Adjustierung von historischen Betafaktoren aufgrund veränderter Risikotreiber vermieden werden können. Der Beitrag endet mit einer

Abb. 1: Unternehmensrisiko i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2008

	Unter	. d. IDW S 1 i. d. F. 2008 = srisiko i. e. S.	
	Operatives Risiko (aus der betrieblichen Tätigkeit) Leistungs- Marktrisiko wirtschaftliches Risiko		Kapitalstrukturrisiko (vom Verschuldungsgrad
			beeinflusst) = finanzwirtschaftliches Risiko
Systematisch (im CAPM vergütet)	Betafakto	r Unlevered	Betafaktor Levered
Unsystematisch (im CAPM nicht vergütet)		vergüteter Teil tiven Risikos	Im CAPM nicht vergüteter Te des Kapitalstrukturrisikos

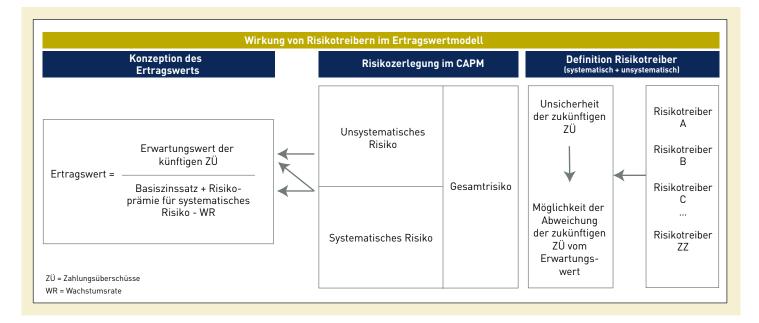


Abb. 2: Erfassung von Risikotreibern und daraus resultierenden Risiken im CAPM

Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse im V. Abschnitt.

II. Erfassung von Risikotreibern im Ertragswertmodell

Die oben stehende Abb. 2 stellt die Erfassung von Risikotreibern und den daraus resultierenden Risiken im CAPM strukturiert dar.

Unter einem Risikotreiber kann ein unsicheres künftiges Ereignis verstanden werden. Risikotreiber bewirken die Möglichkeit von Abweichungen des tatsächlichen künftigen Zahlungsstromes vom Erwartungswert des künftigen Zahlungsstromes. Mit dem Begriff "Gesamtrisiko" des Bewertungsobjekts bezeichnet man zumeist die aus einzelnen Risikotreibern resultierende Streuung des erwarteten Zahlungsstromes aus dem Bewertungsobjekt.

Exemplarisch sei hier die Unsicherheit der Ergebnisse eines Forschungsprojektes genannt. Resultiert aus dem Projekt ein erfolgreiches Medikament, steigt der Zahlungsstrom. Misslingt das Vorhaben, reduziert sich der Zahlungsstrom. Aufgrund von Erfahrungswerten lassen sich dabei in Abhängigkeit von der Entwicklungsphase Wahrscheinlichkeiten für den Erfolg bzw. Misserfolg eines Forschungsprojektes schätzen. Hieraus lässt sich dann die erwartete Streuung des Zahlungsstromes bestimmen.

Risikotreiber wirken im Ertragswertkalkül grds. auf zweifache Weise: zum einen bestimmen sie

die erwartete Verteilung und damit den Erwartungswert und die Streuung der erwarteten künftigen Zahlungsüberschüsse aus dem Bewertungsobjekt, zum anderen beeinflussen sie die Höhe des Risikozuschlags im Kapitalisierungszinssatz:

- Bei der Erstellung der Planung des Bewertungsobjektes sind die Risikotreiber zu würdigen und sachgerecht bei der Ermittlung des künftigen Zahlungsüberschusses zu erfassen. Durch den Bewertungspraktiker ist im Rahmen der Planungsplausibilisierung zu prüfen, ob die (im Ergebnis in aller Regel einwertig verwendete) Planung erwartungstreu ist (vgl. auch IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 75, 89 f., aber auch Tz. 64 f.).
- Zur Bestimmung des Risikozuschlags wird in der Praxis der Unternehmensbewertung grds. das CAPM (bzw. das Tax-CAPM) verwendet. Der wesentliche gedankliche Kern des CAPM's ist, dass die Anteilseigner des Bewertungsobjektes durch Portfoliobildung Risiken diversifizieren können. In Folge der Möglichkeit zur Risikodiversifikation ist für die Anteilseigner bei der Bemessung der Eigenkapitalkosten nur noch das systematische Risiko eines Bewertungsobjektes relevant. Das unsystematische Risiko eines Bewertungsobjektes wird für den Anteilseigner durch seine Portfoliobildung eliminiert. Folglich erwartet der Anteilseigner dafür keine zusätzliche Risikoprämie; er könnte diese auch am Markt nicht durchsetzen.

BewertungsPraktiker Nr. 3/2012 93

Risiken werden damit im Bewertungskalkül grds. an zwei Stellen erfasst: Systematische und unsystematische Risiken können den Erwartungswert der künftigen Zahlungsüberschüsse beeinflussen und wirken insoweit auf den Zähler des Bewertungskalküls. Eine Veränderung des systematischen Risikos wirkt zusätzlich auf die Höhe des Betafaktors. Insoweit ist eine parallele Erfassung von Risiken in Zähler und Nenner notwendig; eine unzulässige Doppelerfassung liegt insoweit nicht vor. Eine unzulässige Doppelerfassung ergibt sich aber zum Beispiel in den folgenden Konstellationen:

- Die Kapitalkosten werden zutreffend mit dem CAPM ermittelt, jedoch werden die Planansätze im Bewertungskalkül durch ergänzende Risikoabschläge für systematische Risiken unterhalb der Erwartungswerte angesetzt.
- Die Planansätze entsprechen zwar den Erwartungswerten, jedoch werden bei den Kapitalkosten unzulässige Risikozuschläge auf den Betafaktor für unsystematische Risiken berücksichtigt.

III. Abgrenzung systematischer und unsystematischer Risiken im CAPM

Im CAPM werden die Eigenkapitalkosten eines Bewertungsobjektes wie folgt bestimmt:

$$r_{\rm EK} = r_{\!\scriptscriptstyle f} + \beta_{\scriptscriptstyle i} \cdot (E(r_{\scriptscriptstyle m}) - r_{\!\scriptscriptstyle f})$$
 mit: $(E(r_{\scriptscriptstyle m}) - r_{\!\scriptscriptstyle f}) = MRP$

 $r_{\it EK}$: Eigenkapitalkosten des individuellen Unternehmens

 $E(r_m)$: Erwartete Rendite des Marktportfolios

 r_f : Risikoloser Zinssatz

 eta_i : Betafaktor des individuellen Unternehmens

MRP: Marktrisikoprämie

Formel 1: Eigenkapitalkosten

Der zentrale Parameter für das individuelle Risiko des Bewertungsobjektes ist dabei der Betafaktor. Dieser wiederum enthält folgende Komponenten:

- die Streuung der Rendite der Investition in das zu bewertende Unternehmen bzw. des jeweiligen risikobehafteten Wertpapiers sowie die Streuung der Rendite einer Investition in das Marktportfolio,
- die relative Renditeentwicklung des einzelnen Wertpapiers im Verhältnis zur Renditeentwicklung des diversifizierten Marktportfolios, ausgedrückt durch die Korrelation dieser Renditeverläufe.

Dieser Zusammenhang lässt sich in folgender Formel darstellen:

$$\beta_i = \frac{\mathit{Cov}(r_{\scriptscriptstyle i}, r_{\scriptscriptstyle m})}{\sigma_{r_{\scriptscriptstyle m}}^2} = \frac{\rho_{\scriptscriptstyle i, m} \cdot \sigma_{r_i} \cdot \sigma_{r_{\scriptscriptstyle m}}}{\sigma_{r_{\scriptscriptstyle m}}^2} = \rho_{\scriptscriptstyle i, m} \cdot \frac{\sigma_{r_i}}{\sigma_{r_{\scriptscriptstyle m}}}$$

 β_i : Betafaktor des risikobehafteten Wertpapiers

 $Cov(r_{i},r_{m})$: Kovarianz von Rendite des risikobehafteten Wertpapiers und Rendite des Marktportfolios

 r_i : Rendite des risikobehafteten Wertpapiers

 r_m : Rendite des Marktportfolios σ_{r_i} : Standardabweichung der Rendite des risikobehafteten Wertpapiers

 σ_{r_m} : Standardabweichung der Rendite des Marktportfolios

 $\sigma^2_{r_m}$: Varianz der Rendite des Marktportfolios

 $\rho_{i,m}$: Korrelationskoeffizient von r_i und r_m

Formel 2: Zerlegung des Betafaktors

Der Betafaktor gibt demnach die systematische Schwankungsbreite $(\rho_{i,m} \times \sigma_{r_i})$ im Verhältnis zur Schwankungsbreite des Marktes (σ_{r_m}) an. Er kann auch als Kovarianz der Renditen des Wertpapiers und des Marktes $(Cov(r_i,r_m))$ in Bezug zur Varianz der Marktrendite $(\sigma^2_{r_m})$ ausgedrückt werden. Entspricht folglich das systematische Risiko der Unternehmensrendite dem Gesamtmarktrisiko, beträgt der Betafaktor 1. Die Renditeforderung für das Halten des Wertpapiers entspricht dann der Marktrisikoprämie. Ist das systematische Risiko dagegen höher $(\beta_i > 1)$ bzw. niedriger $(\beta_i < 1)$, liegt der Risikozuschlag für das betrachtete Wertpapier ober- bzw. unterhalb der Marktrisikoprämie.

Nachfolgendes vereinfachtes Beispiel erläutert obige Formeln: Die Rendite des Kapitalmarktes sei durch eine Zufallsfunktion beschrieben, die Werte zwischen -12 % und +20 % annehmen kann. Die Rendite des Bewertungsobjektes hänge zu 60 % von der Rendite des Marktes ab, zusätzlich wirke auf die Rendite des Bewertungsobjektes eine Zufallsfunktion, die Werte zwischen -7 % und 9 % annehmen kann. Die sich für einen exemplarischen Zufallslauf mit 500 Ziehungen ergebenden Werte für Mittelwerte, Streuung und Korrelation der Renditen zeigt die nachfolgende Tabelle – im betrachteten Lauf ergibt sich ein Betafaktor von 0,64 (7,8 % / 9,4 % x 0,78) (s. Abb. 3, S. 96).

Nun wird zusätzlich die Auswirkung eines weiteren Risiko(-treiber)s berücksichtigt. Die Rendite des Unternehmens wird zusätzlich vom unsicheren Ausgang eines Forschungsprojektes beeinflusst. Der Mittelwert der Renditewirkung des Projektes

IVC Independent Valuation & Consulting Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wir sind eine auf Unternehmensbewertung und ausgewählte Themen der Internationalen Rechnungslegung spezialisierte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Dabei verbinden wir komplexe Bewertungs- und Beratungsleistungen (Corporate Finance) mit Rechnungslegungsaspekten (Accounting). Unsere Mandanten sind Unternehmen jeder Branche und reichen vom (gehobenen) Mittelstand bis hin zu DAX-Gesellschaften.

In unseren Projektleams kombinieren wir Expertise und Erfahrungen aus verschiedenen Bereichen. Flache Hierarchien und offene Türen gewährleisten eine enge Zusammenarbeit aller Mitarbeiter. Wir liefern Lösungen aus einer Hand, die auf die individuellen Mandantenbedürfnisse abgestimmt sind. Wir legen Wert auf höchste Qualität unserer Leistungen, persönliche Betreuung unserer Mandanten sowie transparente Kommunikation.

Zur Verstärkung unseres Teams suchen wir Absolventen / Berufsanfänger sowie Young Professionals als:

Consultant / Senior Consultant (w/m) mit Schwerpunkt Unternehmensbewertung

Ihr Aufgabenspektrum:

Als Consultant wirken Sie schwerpunktmäßig bei komplexen Beratungsprojekten zur Unternehmensbewertung mit. Hierbei greifen Sie auf Ihre im Studium erworbenen Kenntnisse sowie Erfahrungen aus Praktika zurück. Im Rahmen von Bewertungen aus Gründen der externen Rechnungslegung (Kaufpreisallokationen / Impairment Tests) erhalten Sie zudem Gelegenheit, Ihr Wissen der (internationalen) Rechnungslegung einzubringen. Als Senior Consultant haben Sie darüber hinaus erste einschlägige Berufserfahrung gesammelt und übernehmen innerhalb der Projekte einen entsprechenden Verantwortungsbereich.

Wir setzen Sie von Beginn an als Teammitglied ein. Dabei werden Sie von erfahrenen Fach- und Führungskräften unterstützt. Wir legen Wert darauf, dass Sie zur Förderung Ihrer beruflichen Entwicklung das gesamte Spektrum unserer Tätigkeitsfelder durchlaufen und so eine breite Ausbildung erhalten. Wir fordern und fördern Sie. Interne und externe Schulungen ergänzen gezielt Ihre Aus- und Weiterbildung. Wir eröffnen Ihnen Entwicklungsperspektiven und stellen Ihnen einen Mitarbeiterverantwortlichen als persönlichen Ansprechpartner zur Seite.

Wir unterstützen Sie bei der Vorbereitung auf die Berufsexamina zum Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Chartered Financial Analyst und / oder Chartered Valuation Analyst.

Wir freuen uns auf Ihre aussagekräftige Bewerbung.

Unsere Schwerpunkte:

Unternehmensbewertung und Bewertung einzelner Vermögenswerte

Wir bewerten in allen Phasen der Unternehmenstätigkeit – insbesondere bei Käufen / Verkäufen, Kaufpreisallokationen (PPA), gesellschaftsrechtlichen und steuerlichen Umstrukturierungen. Bei Gründungen / Sacheinlagen, Verschmelzungen, Unternehmensverträgen oder Squeeze Outs sind wir als Prüfer oder Sachverständiger vor Gericht tätig. Wir setzen neben Cash Flow- und ertragswertbasierten Verfahren ergänzend auch multiplikatorgestützte Bewertungen ein.

Rechnungslegung und betriebswirtschaftliche Beratung

Wir unterstützen Mandanten z.B. bei der Erstellung von Jahres- und Konzernabschlüssen, bei Werthaltigkeitstests sowie bei der Bilanzierung komplexer Finanzprodukte und Derivate – von der Lösung anspruchsvoller Einzelfragen bis hin zur Gestaltung des Gesamtprozesses. Wir beraten im Bereich Sanierung / Überschuldung und führen sachgerechte Wirtschaftlichkeitsanalysen durch.



Ihr Profil:

Sie verfügen über sehr gute Kenntnisse der Unternehmensbewertung und sind mit den Grundzügen der internationalen und nationalen Rechnungslegung vertraut. Als Consultant haben Sie Ihr einschlägiges Bachelor-, Master- oder Diplomstudium mit einem Schwerpunkt in den Bereichen Unternehmensbewertung, Finanzierungs- und Kapitalmarkttheorie, Controlling und / oder internationale Rechnungslegung mit gutem Erfolg bereits abgeschlossen oder werden dies in Kürze tun. Als Senior Consultant üben Sie bereits eine Tätigkeit im Bereich Unternehmensbewertung aus und weisen über Ihr einschlägiges Studium hinaus entsprechend erste Berufserfahrung auf.

Ihre Persönlichkeit ist durch ausgeprägte analytische Fähigkeiten, hohes Engagement, Kommunikationsstärke und Teamfähigkeit gekennzeichnet. Verantwortungsbewusstsein, freundliches Auftreten, Flexibilität sowie Integrität setzen wir voraus. Sie haben gute Englischkenntnisse und Ihre Zeugnisse weisen überdurchschnittliche Noten und Beurteilungen aus.

Bewerben Sie sich

per E-Mail unter personal@ivc-wpg.com oder schriftlich
IVC Independent Valuation & Consulting Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Postfach 34 02 19
45074 Essen

Bei Fragen wenden Sie sich an

Herrn Dr. Jörn Schulte oder Herrn Georg Köller Telefon +49 (0) 201-31 04 83-0, www.ivc-wpg.com



Abb. 3: Beispiel zu (ausschließlichen) systematischen Risiken im CAPM

Mark	tportfolio	Unternehmen	Zusätzliches Risiko	Unternehmen mit zusätzl. Risiko
Mittelwert	3,9%	3,0%	0,0%	3,0%
Streuung	9,4%	7,8%	5,0%	9,5%
Korrelation		0,78		0,62
		0,64		0,63

Betafaktoren bei we	iteren Zufallsläufen	Unternehmen	Unternehmen mit zusätzl. Risiko
Lauf 2		0,60	0,61
Lauf 3		0,59	0,62
Lauf 4		0,62	0,63
Lauf 5		0,65	0,61
Lauf 6		0,56	0,58

ist null. Die Streuung beträgt 5,0 %. Die Tabelle zeigt, dass zwar die Unsicherheit (= Streuung) des Unternehmens ansteigt. Da aber das zusätzliche Risiko nicht mit dem Markt korreliert ist, sinkt die Korrelation der Renditen des Unternehmens mit dem Markt. Der Betafaktor bleibt somit – mit Ausnahme "Zufallslauf bedingter"-Schwankungen - nahezu unverändert, trotz gestiegenem (Gesamt-) Risiko des Unternehmens; das zusätzliche Risiko entfällt vollständig auf das unsystematische Risiko. Die weiteren in der Tabelle dargestellten Zufallsläufe 2 bis 6 zeigen die (relative) Stabilität des Ergebnisses – der Betafaktor liegt bei Berücksichtigung zusätzlicher (unsystematischer) Risiken auf dem Niveau des Betafaktors ohne Berücksichtigung dieser Risiken. Er schwankt lediglich bedingt durch die Konstruktion des Beispiels zufällig leicht unterhalb bzw. oberhalb des Wertes ohne das zusätzliche unsystematische Risiko. Die zusätzliche Streuung der Renditen des Unternehmens unter Berücksichtigung des zusätzlichen unsystematischen Risikos schlägt nicht auf den Betafaktor durch, da sich die Korrelation zwischen den Renditeschwankungen des Unternehmens und den Renditenschwankungen des Gesamtmarktes entsprechend reduziert.

Wie lässt sich nun die Brücke zwischen obigen mathematischen Zusammenhängen und realen Unsicherheitsfaktoren schlagen?

Das systematische Risiko resultiert aus der Kovarianz zwischen den erwarteten Renditen aus dem Bewertungsobjekt und den erwarteten Renditen des Marktes. In der ökonomischen Realität entstammt es zumeist Unsicherheitsfaktoren bzw. Risikotreibern, die regelmäßig auf größere Segmente des Gesamtmarktes bzw. auf den gesamten Markt wirken. Es wird z. B. durch gesamtwirt-

schaftliche oder politische Ereignisse hervorgerufen. Der Umfang und die Richtung (Vorzeichen), wie verschiedene Bewertungsobjekte auf diese Risikotreiber reagieren, sind unterschiedlich. Die konkrete Ausprägung kommt im Betafaktor des Bewertungsobjekts zum Ausdruck. Im CAPM wird dem Investor allein dieses systematische Risiko vergütet. Dieser Teil des Gesamtrisikos kann nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifiziert werden, da grds. sämtliche Investitionsobjekte von diesem Risiko betroffen sind.

Das unsystematische Risiko bezeichnet mathematisch den Teil des Gesamtrisikos eines Bewertungsobjektes, der nicht mit dem Gesamtmarkt korreliert ist. Die entsprechenden Unsicherheitsfaktoren resultieren insbesondere aus dem Investitionsobjekt bzw. dem zu bewertenden Unternehmen selbst und beeinflussen (allein) dessen eigene Rendite. Unsystematische Unsicherheitsfaktoren sind z. B. die im Wesentlichen unsystematischen Folgen von Fehlschlägen in Forschungsprojekten, negativen Presseberichten oder fehlerhaften Produkten. Zwar wirken diese unternehmensspezifischen Ereignisse auf die Streuung der erwarteten Renditen des Bewertungsobjekts. Durch die fehlende bzw. geringe Korrelation zur Marktrendite wird der Korrelationskoeffizient jedoch entsprechend negativ beeinflusst, sodass eine Wirkung auf den Betafaktor regelmäßig nicht feststellbar ist. Der Anleger kann daher die Effekte aus dem Risiko der genannten Beispiele als zum Großteil unsystematische Risiken durch Portfoliobildung bzw. Diversifikation vermeiden.

Dies ist möglich, da die unsystematischen Risiken voneinander unabhängig sind. Bei einem hinreichend großen Portfolio stehen negative Entwicklungen des einen Investitionsobjekts in der

Zusammensetzung des Gesamtrisikos Gesamtrisiko Unsystematisches Risiko Systematisches Risiko Unternehmensindividuelle Makroökonomische **Faktoren Faktoren** • fehlerhafte Produkte Wirtschaftskrisen Managementfehler Inflation • Brandschäden o. Ä. • Politische Ereignisse • Forschungs(miß)erfolg Krieg

Abb. 4: Beispiele für systematische und unsystematische Risiken

Durchschnittsbetrachtung positiven Entwicklungen eines anderen Investitionsobjekts gegenüber. Die Schwankungen kompensieren einander und führen in der Gesamtbetrachtung zu einem stabilen Zahlungsstrom. Dieser ist risikolos und "verdient" keine Risikoprämie. Die oben stehende Abb. 4 nennt Beispiele für typische unsystematische und systematische Risiken.

Der Umfang, wie makroökonomische Faktoren die unternehmensindividuelle Rendite beeinflussen, unterscheidet sich zwischen den verschiedenen Branchen bzw. Geschäftsmodellen deutlich. Diese Unterschiede spiegeln sich in unterschiedlichen Betafaktoren wider:

Betafaktor < 1:

Die Rendite des Unternehmens schwankt weniger stark als die Rendite des Gesamtmarktes. In einer allgemeinen Wirtschaftskrise würden sich die Umsatzerlöse des Unternehmens weniger reduzieren als die des durchschnittlichen Unternehmens (des Marktes). Dies ist z.B. für Unternehmen des Gesundheitssektors wie z.B. Fresenius Medical Care (Betafaktor wöchentlich, über zwei Jahre, CDAX zum 31. Dezember 2011: 0,4392) typisch. Die Produkte solcher Unternehmen sind für die Kunden lebensnotwendig. Die "Kunden" können auch in Wirtschaftskrisen ihre Nachfrage nicht reduzieren. Die Schwankungen der Ertragslage dieser Unternehmen sind kaum mit den Schwankungen des Marktes korreliert. Insofern ist das systematische Risiko im Verhältnis zum Gesamtmarkt deutlich unterdurchschnittlich.

In diese Kategorie (Betafaktor < 1) fallen auch Unternehmen, bei denen die Schwankungen der Umsatzerlöse zwar grundsätzlich mit den Schwankungen des Gesamtmarktes korreliert sind, die aber, aufgrund sehr anpassungsfähiger Kostenstrukturen, nur sehr moderate Gewinnschwankungen aufweisen.

Betafaktor = 1:

Die Rendite des Unternehmens schwankt näherungsweise im Gleichlauf mit den Renditen des Gesamtmarktes. In einer allgemeinen Wirtschaftskrise würden sich die Umsatzerlöse des Unternehmens ungefähr so reduzieren wie die des durchschnittlichen Unternehmens. Dies ist z.B. für Unternehmen des Maschinenbaus wie z.B. Siemens (Betafaktor wöchentlich, über zwei Jahre, CDAX zum 31. Dezember 2011: 1,047) typisch. Die Produkte solcher Unternehmen werden in Krisen weniger benötigt. Die Kunden reduzieren daher in Wirtschaftskrisen ihre Nachfrage entsprechend. Das systematische Risiko entspricht näherungsweise dem des Gesamtmarktes.

Betafaktor > 1:

Die Rendite des Unternehmens schwankt stärker als die Rendite des Gesamtmarktes. In einer allgemeinen Wirtschaftskrise reduziert sich die Ertragslage des Unternehmens stärker als die des durchschnittlichen Unternehmens. Dies ist z.B. für Unternehmen der Halbleiterindustrie wie z.B. Infineon (Betafaktor wöchentlich, über zwei Jahre, CDAX zum 31. Dezember 2011: 1,214) typisch. Bei diesen Unternehmen sind die Schwankungen der Umsatzerlöse sehr hoch mit den Schwankungen des Gesamtmarktes korreliert. Aufgrund des hohen Anteils von Fixkosten reagiert darüber hinaus die Ertragslage dieser Unternehmen überproportional auf die durch die allgemeine

BewertungsPraktiker Nr. 3/2012 97

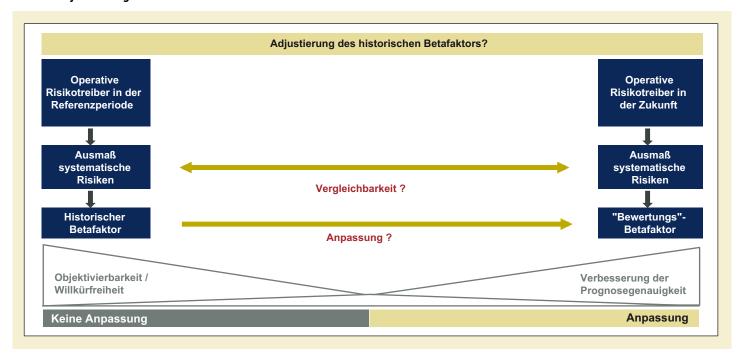


Abb. 5: Adjustierung historischer Betafaktoren?

Marktlage induzierten Schwankungen der Umsatzerlöse (vgl. dazu Abb. 1 auf S. 92 – hohes Leistungswirtschaftliches Risiko). Das systematische Risiko ist im Verhältnis zum Gesamtmarkt deutlich überdurchschnittlich.

IV. Adjustierung des historischen Betafaktors aufgrund veränderter Risikotreiber – Prüfungsschema

In der Praxis der Unternehmensbewertung ist, aufgrund der Problematik der Datenverfügbarkeit bei der zukunftsorientierten Ermittlung von Betafaktoren, die Ermittlung der künftigen Betafaktoren auf Basis historischer Kapitalmarktdaten üblich. Der künftige Betafaktor des Bewertungsobjektes entspricht dem historischen Betafaktor, sofern die Risikotreiber des Geschäftsmodells keine wesentlichen Änderungen erfahren.

Eine (freie) gutachterliche Anpassung des historischen Betafaktors zur Ermittlung des künftigen Betafaktors bedarf im Rahmen der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes einer für Dritte nachvollziehbaren Rechtfertigung. Ohne eine solche Rechtfertigung besteht die Gefahr, dass die Vorteilhaftigkeit der gewünschten Erhöhung der Prognosegenauigkeit des künftigen Betafaktors (zukünftiger Betafaktor soll zukünftige systematische Risikostruktur widerspiegeln) durch Nachteile in Form von willkürlichen, nicht nachvollziehbaren Eingriffen (pauschale Anpassungen des historischen Betafaktors) überkompensiert wird (s. Abb. 5.).

Lassen sich aus den Unterschieden zwischen der durch die Summe der Risikotreiber geformten operativen Risikostruktur der Vergangenheit und der erwarteten künftigen Risikostruktur des Bewertungsobjekts Abweichungen zwischen den systematischen (!) Risiken – und damit zwischen dem historischen und dem erwarteten künftigen Betafaktor – vermuten, ist eine Adjustierung des historischen Betafaktors grds. angebracht.

Zur Vermeidung von willkürlichen, für einen Dritten nicht nachprüfbaren Anpassungen sollten einer derartigen Adjustierung in der praktischen Umsetzung jedoch Grenzen gesetzt werden:

- Der Bewertungspraktiker sollte aufzeigen können, dass identifizierbare Unterschiede zwischen den operativen Risikotreibern des Unternehmens in der Referenzperiode und den operativen Risikotreibern der Planungsphase bestehen (Schritt I.). Dabei ist es nicht unbedingt erforderlich, dass sich entsprechende Risiken im Referenzzeitraum auch tatsächlich realisiert haben; es reicht, dass die Risiken bestanden haben und ihr Bestehen im Börsenkurs grds. reflektiert worden ist.
- Der Bewertungspraktiker sollte anschließend insbesondere aufzeigen, dass die Änderungen in den Risikotreibern Auswirkungen auf das systematische Risiko und nicht nur einen generellen Effekt auf das Gesamtrisiko des Bewertungsobjektes haben (Schritt II.). Diese für das Bewertungskalkül grundlegende Differenzierung sollte vom Bewertungspraktiker herausgear-

Abb. 6: Prüfungsschema zur gutacherlichen Anpassung historischer Betafaktoren

Schritt	Prüfungsmaßstab	_
I.	Identifizierbare Unterschiede in den operativen Risikotreibern zwischen der Vergangenheit / Referenzperiode und der Planung gegeben?	
II.	Begründbare Abweichungen der systematischen Risiken aufgrund identifizierbarer Unterschiede in den systematischen Risikotreibern gegeben - d.h. liegt überhaupt ein Anwendungsfall für systematische Risiken vor?	Anpassun falls kumulati
III.	Wesentliche Abweichungen in den Betafaktoren aufgrund begründbarer Abweichungen der systematischen Risiken zu vermuten?	erfüllt
IV.	Belastbare Datengrundlage bzw. zumindest plausible Begründung für die Quantifizierung eines Zu- bzw. Abschlags verfügbar?	

beitet werden, da für die Höhe des Betafaktors nur das systematische Risiko relevant ist.

- Auf Basis der qualitativen Analyse der veränderten Risikotreiber sollte vom Bewertungspraktiker eine Einschätzung vorgenommen werden, welche Veränderungen so wesentlich sind, dass sie einen wesentlichen Einfluss auf die Höhe des Betafaktors haben (Schritt III.).
- Die Höhe des Zu- oder Abschlags lässt sich – anders als die Höhe des historischen Betafaktors – im Regelfall nicht kapitalmarkt-

gestützt quantifizieren. Der Bewertungspraktiker sollte dennoch versuchen, eine belastbare Datengrundlage für die objektivierbare Quantifizierung des Zu- oder Abschlags zu ermitteln (Schritt IV.).

Zusammenfassend sollte – zur Sicherstellung der Objektivierbarkeit der gutachterlichen Anpassung – das oben stehende Prüfungsschema (s. Abb. 6) verwendet werden.

Auswertungen realer Bewertungsfälle zeigen vielfach, dass Anpassungen oftmals mit Ver-



BewertungsPraktiker Nr. 3/2012 99

änderungen von unsystematischen (!) Risiken gerechtfertigt werden. Bewertungspraktiker berücksichtigen dann ein gestiegenes Gesamtrisiko in einem Zuschlag zum historisch gemessenen Betafaktor. Die Gefahr dabei ist zu übersehen, dass ein Anstieg des Gesamtrisikos keinesfalls mit einem Anstieg des – einzig kapitalkostenrelevanten – systematischen Risikos gleichzusetzen ist. Ist der Anstieg des Gesamtrisikos auf unsystematische Risiken zurückzuführen, ist dieser Anstieg nicht im Nenner des Bewertungskalküls (Ableitung der Kapitalkosten), sondern nur im Zähler des Bewertungskalküls (Ableitung der Cash Flows) zu erfassen.

V. Zusammenfassung

Der vorstehende Beitrag hat sich zum Ziel gesetzt, dem Bewertungspraktiker die Differenzierung zwischen systematischen und unsystematischen Risiken im realen Bewertungsfall zu erleichtern; insbesondere zur Vermeidung von Fehlargumentation bei der Prognose von Betafaktoren auf der Grundlage von am Kapitalmarkt "gemessenen" Betafaktoren:

Zunächst wurde aufgezeigt, dass Risikotreiber im Ertragswertkalkül grds. auf zweifache Weise wirken: Zum einen bestimmen sie den Erwartungswert und die Streuung der erwarteten künftigen Zahlungsüberschüsse aus dem Bewertungsobjekt, zum anderen beeinflussen sie die Höhe des Risikozuschlags im Kapitalisierungszinssatz. Insoweit ist eine parallele Erfassung von Risiken in Zähler und Nenner notwendig. In Folge der Möglichkeit zur Risikodiversifikation ist für die Anteilseigner bei der Bemessung der Eigenkapitalkosten nur noch das systematische Risiko eines Bewertungsobjektes relevant. Das unsystematische Risiko eines Bewertungsobjektes wird für den Anteilseigner durch seine Portfoliobildung eliminiert. Folglich erwartet der Anteilseigner dafür keine zusätzliche Risikoprämie; er könnte diese auch am Markt nicht durchsetzen.

- Das systematische Risiko resultiert aus der Kovarianz zwischen den erwarteten Renditen aus dem Bewertungsobjekt und den erwarteten Renditen des Marktes. In der ökonomischen Realität entstammt es zumeist Unsicherheitsfaktoren bzw. Risikotreibern, die regelmäßig auf größere Segmente des Gesamtmarktes bzw. auf den gesamten Markt wirken. Es wird z. B. durch gesamtwirtschaftliche oder politische Ereignisse hervorgerufen.
- Das unsystematische Risiko bezeichnet mathematisch den Teil des Gesamtrisikos eines Bewertungsobjektes, der nicht mit dem Gesamtmarkt korreliert ist. Die entsprechenden Unsicherheitsfaktoren resultieren insbesondere aus dem Investitionsobjekt bzw. dem zu bewertenden Unternehmen selbst und beeinflussen (allein) dessen eigene Rendite. Unsystematische Unsicherheitsfaktoren sind z. B. die im Wesentlichen unsystematischen Folgen von Fehlschlägen in Forschungsprojekten, negativen Presseberichten oder fehlerhaften Produkten.
- Eine (freie) gutachterliche Anpassung des historischen Betafaktors zur Ermittlung des künftigen Betafaktors bedarf im Rahmen der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes einer für Dritte nachvollziehbaren Rechtfertigung. Der Bewertungspraktiker sollte insbesondere herausarbeiten, dass auch tatsächlich Änderungen des kapitalkostenrelevanten systematischen Risikos vorliegen. Auch sollte die Höhe der Anpassung durch intersubjektiv nachprüfbare Berechnungen/ Überlegungen hinterlegt sein.

¹ Vgl. zu der Abbildung und weiteren ausführlichen Darstellungen zur Erfassung von Risiken mit Hilfe des CAPM: Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2009; das Buch erscheint im Oktober in der 2. Auflage.

² Vgl. dazu und zu den nachfolgend zitierten Betafaktoren: Dörschell/Franken/Schulte, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung – Unternehmens- und Branchenanalysen für Betafaktoren, Fremdkapitalkosten und Verschuldungsgrade 2012/13, 2. Auflage 2012.

Jahrbuch der Unternehmensbewertung

Know-how für Bewertungsprofessionals



Jahrbuch der Unternehmensbewertung 2012

Neuerscheinung 2012

Unternehmensbewertung ist ein wesentlicher Bestandteil der Corporate Finance. Die strategische Unternehmensplanung, das Rechnungswesen und nicht zuletzt auch steuerrechtliche Fragen beeinflussen die Unternehmensbewertung. Den vielfältigen Aspekten trägt das Jahrbuch der Unternehmensbewertung Rechnung.

- ▶ Das Jahrbuch der Unternehmensbewertung bündelt in strukturierter Form Fachbeiträge, in denen die aktuell im Bereich der Unternehmensbewertung diskutierten Themen aus unterschiedlichen Blickwinkeln abgebildet werden.
- ► Weiterer Bestandteil ist ein Verzeichnis von Dienstleistern im Bereich der Unternehmensbewertung.
- ➤ Das Jahrbuch der Unternehmensbewertung richtet sich an: Corporate Finance-Berater, Venture Capital- und Private Equity-Gesellschaften, Finanzverantwortliche in Unternehmen, M&A-Berater, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Unternehmensberater.

Bestellen Sie das umfassende Nachschlagewerk zum Preis von € 128,00*: www.fachverlag-shop.de/cf-buecher

*Preis inkl. MwSt., zzgl. € 4,00 Versandkosten

Bestellungen per Fax: 0800/0002959

Oder Kupon per Post an: Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH • Kundenservice • Postfach 92 54 • 97092 Würzburg

☐ Privat

☐ Firma

╝、	Ja,	ich	best	tel	le:
----	-----	-----	------	-----	-----

Jahrbuch der Unternehmensbewertung 2012

ISBN 978-3-942543-26-2

Preis: € 128,00*, 352 Seiten

Preis: € 128,00 inkl. MwSt., zzgl. € 4,00 Versand

Weitere Infos:

© 08 00/000 16 37

⋈ kundenservice@fachverlag.de

₩ www.fachverlag-shop.de

Name, Vorname
Firma (nur bei Firmenanschrift angeben)
Beruf/Funktion/Abteilung
Straße, Nr.
PLZ, Ort

E-Mail (für evtl. Rückfragen)

Datum/Unterschrift CFAN1108

□ Hiermit erkläre ich mich damit einverstanden, dass

Telefon (für evtl. Rückfragen)

und per E-Mail über Verlagsangebote informiert. Widerspruchsbelehrung: Sie können der Verarbeitung oder Nutzung Ihrer Daten für Zwecke der Werbung oder der Marktoder Meinungsforschung unter nachfolgender Adresse widersprechen: Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH, Kundenservice, Grafenberger Allee 293, 40237 Düs-

seldorf, kundenservice@fachverlag.de, Fax: 0800 / 000 2959.

mich die Handelsblatt-Gruppe telefonisch, per Post

Christoph Wollny

Die Bewertung von Immobiliengesellschaften



WP StB Dipl.-Kfm. Christoph Wollny ist geschäftsführender Gesellschafter der FORENSIKA GmbH WPG StBG, Berlin und Gesellschafter der FORENSIKA VALUE Corporate Finance GmbH.

I. Bedingungsrahmen zur Bewertung von Immobiliengesellschaften

Immobiliengesellschaften entwickeln, halten und verwalten Wohn-, Büro-, Einzelhandels- oder Hotelimmobilien bzw. handeln mit diesen. Als Investmentstrategien lassen sich unterscheiden:

- Core-Strategie als langfristiges Investment in hochwertige Immobilien,
- Value-Added-Strategie als Investment in Problem-Immobilien mit hohen Wertzuwachsaussichten und
- Opportunistische Investments zur Nutzung von Marktzyklen und Marktineffizienzen.¹

Das Erscheinungsbild der Immobiliengesellschaft reicht von der Personengesellschaft in Familienhand, bis zur börsennotierten Aktiengesellschaft unter den Bedingungen des Real Estate Investment Trust Gesetzes (REITG) oder der Fondsgesellschaft i. S. des InvG. Geschäftsmodell und Rechtsformwahl führen im Einzelfall zur Vermeidung der GewSt, zur Anrechnung der GewSt auf die ESt oder zur völligen Ertragsteuerbefreiung auf Gesellschaftsebene wie bei der REIT AG. Neben Transaktionsbewertungen ergeben sich gesetzliche bzw. vertragliche Bewertungsanlässe, z.B. im Zusammenhang mit erbrechtlichen Auseinandersetzungen oder Pflichtteilsansprüchen, aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie dem Squeeze out oder der Kündigung von Gesellschaftern oder aufsichtsrechtliche Bewertungen nach §§ 68, 70 InvG.

II. Die Bewertung von Unternehmen

Unter der Fortführungsprämisse werden Unternehmen nach den zukünftigen Einzahlungsüberschüssen bewertet, die der Gesellschafter ab dem Bewertungsstichtag zur freien Verfügung erwarten kann. Mit Hilfe einer integrierten Unternehmensplanung werden diese Ausschüttungspotenziale abgeleitet. Welche Vorgaben für die Ableitung der Planwerte und die Ermittlung des Kalkulationszinssatzes zu berücksichtigen sind, wird maßgeblich durch den Bewertungsanlass bzw. die anzuwendenden Bewertungskonzepte subjektiver oder objektivierter Unternehmenswert bestimmt. Unter der Zerschlagungsprämisse wird der Unternehmenswert als Liquidationswert ermittelt. Der betriebswirtschaftliche Substanzwert ist bewertungstechnisch irrelevant.² Der Substanzwert gem. § 11 Abs. 2 S. 3 BewG ist im Erboder Schenkungsfall als Mindestwert zu beachten.

III. Die Bewertung von Immobilien

Das Recht der Immobilienwertermittlung ist in den §§ 192 ff. BauGB geregelt. Die auf der Grundlage von § 199 Abs. 1 BauGB erlassene Immobilienwertermittlungsverordnung (ImmoWertV) enthält die Grundsätze zur Ableitung des Verkehrswertes von Immobilien gem. § 194 BauGB.3 Die ImmoWertV. gilt für Bewertungsstichtage ab dem 1.7.2010 und sieht als Bewertungsverfahren die Ertragswert-, Sachwert- und Vergleichswertverfahren vor. 4 Das Ertragswertverfahren kann gem. § 17 ImmoWertV zur Bewertung von Immobilien eingesetzt werden, für die am Markt Vermietungserlöse erzielt werden können (z.B. Verwaltungsgebäude, Lagerhallen, Produktionshallen). Der marktüblich erzielbare Mietertrag der Immobilie wird um die Bewirtschaftungskosten und die Bodenwertverzinsung gekürzt und führt zum Reinertrag der baulichen Anlagen. Dieser Reinertrag wird mit dem Liegenschaftszins kapitalisiert und führt zum Ertragswert der baulichen Anlagen. Die für das Gebäude anzusetzende Restnutzungsdauer bestimmt den Barwertfaktor. Die Bewertung erfolgt als endliche Rente. Gebäude mit Leerständen werden je nach Qualität des Leerstandes durch pauschale Erhöhungen des Liegenschaftszinssatzes bzw. des Abschlags für Mietausfallwagnis oder Berücksichtigung des Ertragsausfalls berücksichtigt.⁵ Die ImmoWertV bietet gem. § 17 Abs. 3 gegenüber der WertV nun auch die Möglichkeit, der Bewertung eine Detail-Planung der Mieterträge zugrunde zu legen, womit ein Leerstand direkt und periodengenau erfasst werden könnte. Diese Verfahrensweise wird als "unübersichtlich" bezeichnet.⁶ Der Verkehrswert der Immobilie ergibt sich summarisch aus dem Ertragswert der baulichen Anlage und dem Bodenwert gem. § 16 ImmoWertV und erinnert konzeptionell an die Kombinationsverfahren der Unternehmensbewertung.

IV. Die Bewertung von Immobiliengesellschaften

Branchenabhängigkeit der Bewertung nach IDW S1?

Branchen lassen sich nach Geschäftsmodellen bzw. Märkten unterscheiden. An der grds. Zielstellung erwerbswirtschafticher Orientierung ändert sich für Unternehmen durch die Branche aber nichts. Somit streben auch Immobiliengesellschaften nach Gewinnmaximierung. In der älteren Literatur zur Unternehmensbewertung finden sich teilweise noch Hinweise, dass Immobiliengesellschaften aufgrund ihrer Besonderheiten mit dem Substanzwert zu bewerten seien. Abgesehen von der Bewertung von Non-Profit-Unternehmen, sieht IDW S1 i.d.F. 2008 keine branchenabhängige Differenzierung der Bewertungsverfahren vor. Damit gelten die allgemeinen Unternehmensbewertungsregeln. Diese Position vertritt auch der neue Entwurf zur Immobilienbewertung IDW ES 10:

"Die Immobilienbewertung ist von der Bewertung von Immobilienunternehmen zu unterscheiden. … Immobilienunternehmen werden unabhängig vom Bewertungsanlass nach den Grundsätzen des IDW S 1 i.d.F. 2008 bewertet."¹⁰

Ungeachtet dessen, fällt in der Praxis im Zusammenhang mit der Bewertung von Immobiliengesellschaften regelmäßig der Begriff des NAV (Net Asset Value). Das Investmentgesetz schreibt ihn zur Bewertung von Fondsgesellschaften vor.¹¹

2. Net Asset Value Methode (NAV)

a) Konzeption des NAV

Der NAV stellt eine Gegenüberstellung von Vermögen und Schulden dar, wobei das Vermögen grds. zu Zeitwerten bewertet wird. Als Übersetzung des Begriffes NAV werden u.a. die Begriffe Substanzwert, Liquidationswert, Netto-Inventarwert und Reinvermögenswert angeboten. Neben den Immobilienwerten und Finanzschulden sollen sonstige Vermögenswerte und sonstige Schulden in der Gegenüberstellung Berücksichtigung finden. Darüber hinaus wird in der Literatur der Abzug des Barwertes der Verwaltungskosten vorgeschlagen. 14

Der Begriff des NAV sagt mangels einer einheitlichen Definition noch nichts über das "Innenleben" desselben aus. Nach IAS 40.46 werden die beizulegenden Zeitwerte des Vermögens anhand modifizierter Vergleichs-Verkaufspreise oder auf Basis eines DCF-Verfahrens ermittelt. Die Finanzverbindlichkeiten des Immobilienunternehmens werden gem. IAS 39.47 mit fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert. Nach der ImmoWertV kommen für die Bewertung der Immobilien die oben dargestellten Bewertungsalternativen zum Ansatz. Das Investmentgesetz spricht nicht vom NAV sondern vom Nettoinventarwert, die Investment-Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung (InvRBV) vom Nettowert. Der NAV selbst wird in

seiner Wertermittlungsstruktur in den Formen NNAV und NNNAV variiert. Werden die latenten Steuern auf die stillen Reserven gem. IAS 12 berücksichtigt, resultiert der NNAV.16 Das Investmentgesetz berücksichtigt die latenten Steuern auf stille Reserven prinzipiell; 17 Verbindlichkeiten sind mit dem Rückzahlungswert anzusetzen. 18 Die Best Practice Empfehlungen der European Public Real Estate Association (EPRA) berücksichtigen wiederum Korrekturen zur Abbildung eines langfristigen Investitionsverhaltens der Immobiliengesellschaft, weswegen die im NNAV berücksichtigten latente Steuern wieder neutralisiert werden. 19 Nach Berücksichtigung der stillen Reserven aus dem Delta zwischen den fortgeführten Anschaffungskosten der Finanzverbindlichkeiten und dem Zeitwert der Finanzverbindlichkeiten sowie der latenten Steuern resultiert der NNNAV nach EPRA.20

b) Der NAV in der Praxis

Der NAV findet in der Immobilien- und Versicherungsbranche Verwendung.21 Immobilienunternehmen bzw. Analysten verwenden für die Berichterstattung an den Kapitalmarkt regelmäßig die Kenngrößen NAV, NNAV bzw. NNNAV je Aktie.²² Begründet wird die Verwendung des NAV mit den beschränkten Informationen, die Analysten zur Verfügung stehen.²³ Das Investmentgesetz, hervorgegangen aus dem KAGG und dem AuslInvestmG, stellt für die Bewertung von Investmentvermögen bzw. Beteiligungen an Investmentgesellschaften (sog. Sondervermögen) gem. § 70 InvG zwingend auf den NAV (als Nettoinventarwert, Nettowert) ab. Der Wirtschaftsprüfer als Kontrollinstanz hat insofern keine Verfahrensspielräume.²⁴ Wesentliche Intention des Investmentgesetzes ist der Anlegerschutz.²⁵ Die restriktiven Bewertungsvorgaben in Form des NAV sind somit aus dem Blickwinkel aufsichtsrechtlicher Prinzipien zu verstehen, die auf die Absicherung des jederzeitigen Rückgaberechts der Anleger und damit auf die Liquidität der einzelnen Vermögenstitel des Fonds abzielen.26

c) Ermittlung der Verkehrswerte im NAV

Die Verkehrswerte der im NAV anzusetzenden Immobilien können nach den Varianten der Ertragswertverfahren gem. ImmoWertV, aber auch nach einem internationalen DCF-Verfahren für Immobilien ermittelt werden.²⁷ In beiden Fällen liegen der Bewertung Einzahlungsüberschüsse zugrunde. Die Diskontierung der Einzahlungsüberschüsse erfolgt je nach verwendetem Bewertungsstandard und Bewertungszweck mit dem Liegenschaftszins gem. § 14 Abs. 3 ImmoWertV, einer erwarteten

BewertungsPraktiker Nr. 3/2012 103

Zielrendite²⁸ oder den Kapitalkosten²⁹. Investmentgesellschaften haben gem. §§ 70 Abs. 2, 77 Abs. 1 InvG den vom Sachverständigenausschuss ermittelten Wert der Immobilien zu verwenden. Sonstige Vermögenspositionen wie etwa Bankguthaben werden zum Stichtagszeitwert erfasst. Der NAV mischt somit diskontierte Zeitraumgrößen wie den Ertragswert, mit Zeitpunktgrößen wie Forderungssalden oder Bankguthaben.

d) Keine Berücksichtigung von Steuereffekten und Ausschüttungspotenzialen im NAV

Immobilien werden gem. § 194 BauGB isoliert von einem Rechtsträger und damit ohne Bezug zu konkreten Eigentumsverhältnissen bewertet. Eine auf dem laufenden Reinertrag der Immobilie lastende Ertragsteuer kann somit nicht berücksichtigt werden. Die mit der Finanzierung der Immobiliengesellschaft verbundenen Steuereffekte finden damit ebenso keine Berücksichtigung. 30 Eine äquivalente Berücksichtigung der Finanzierungsrisiken im Kalkulationszinssatz scheidet aus. 31

Der Einzelbewertungsansatz des NAV lässt konzeptionell eine Berücksichtigung der freien Liquidität, die prognostiziert für Ausschüttungen an die Anteilseigner zur Verfügung steht, nicht zu. Dabei können sich aber im Zusammenhang mit Gebäudesanierungen bzw. der Projektentwicklung von Immobilien Einflüsse auf die laufende Liquiditätsposition der Immobiliengesellschaft ergeben, die mit der puren Annahme der Ausschüttungsfähigkeit nicht angemessen gewürdigt wird. Die Ausschüttungsfähigkeit der Immobiliengesellschaft kann somit im Rahmen des NAV nicht berücksichtigt werden. ³² Eine zentrale Grundlage der Unternehmensbewertung kann der NAV somit nicht erfüllen. ³³

 Keine Berücksichtigung von Synergie- oder Diversifikationseffekten im NAV

Jede Immobilie repräsentiert eine autarke Einkommensquelle und damit, aus dem Blickwinkel einer mehrere Immobilien haltenden Immobiliengesellschaft, einen Teilbetrieb. Aus dem Halten mehrerer Immobilien, so die Argumentation pro NAV, würden sich ohnehin keine Synergieeffekte bzw. keine Einflüsse auf das operative Risiko für die Immobiliengesellschaft ergeben. An dieser Meinung formulierte die Literatur bereits bisher allgemein gehaltene Kritik.34 Lehner zeigt dagegen konkrete Managementansätze zur Optimierung von Immobilienportfolios auf und verweist hier z.B. auf die Zielstellung der Senkung von Betriebskosten, Nebenkosten, Instandhaltungskosten, Verwaltungskosten, Finanzierungskosten und Steuerbelastungen.³⁵ Insbesondere der letzte

Punkt ist wiederum Ausfluss der Rechtsformwahl für einen Unternehmensträger.

36 Darüber hinaus weist *Lehner* auf die Eliminierung der Einzelrisiken von Immobilien hin, die sich aus der branchenbezogenen bzw. standortbezogenen Diversifikation im Immobilienportfolio ergeben.

37 Der Betrachtung der Synergie- und Diversifikationseffekte sollte damit bei der Bewertung von Immobiliengesellschaften Rechnung getragen werden. Der Versuch, diese Effekte mittels pauschal ermittelter Zu- oder Abschläge auf Ebene der Einzelimmobilie einzufangen, kann m.E. nur zufällig erfolgreich sein. Der NAV repräsentiert damit tatsächlich nur eine Hilfslösung, ohne Erfassung potenzieller Synergieeffekte des Immobilienportfolios.

f) Würdigung des NAV

Der NAV ermittelt keinen Substanzwert im betriebswirtschaftlichen Sinne, sondern einen Liquidationswert ohne Berücksichtigung der mit einer Liquidation einhergehenden Kosten und Steuern. Der NAV entspricht damit konzeptionell dem Substanzwert i. S. des § 11 Abs. 2 Satz 3 BewG und geht, als Zerschlagungswert ohne Zerschlagung, von der Fortführung des Unternehmens aus. Die Sinnhaftigkeit dieser Vorgehensweise setzt als Fortführungswert den Grundsatz der Wertadditivität voraus, wobei eine wechselseitige Wertbeeinflussung der Einzelinvestments zum Guten wie zum Schlechten (Synergien) ohne Berücksichtigung bleibt.³⁹ Die steuerlichen Verhältnisse der Immobiliengesellschaft gehen ebenso wenig in die Berechnung ein, wie die Ausschüttungsfähigkeit. Der NNNAV nach EPRA soll dagegen nicht einen Fortführungswert wie der NAV, sondern einen Zerschlagungswert darstellen. 40 Die Zielstellung eines Zerschlagungswertes wird unter Berücksichtigung latenter Steuern letztlich auch im Investmentgesetz verwirklicht. Aus dem Blickwinkel des Anlegerschutzes ist diese Vorgehensweise konsequent und nicht zu beanstanden. In der Literatur wird der NAV kritisiert und dem Gesamtbewertungsansatz Priorität eingeräumt.41 Der Bewertung gem. IDW S1 und IDW ES 10 ist auch bei Immobiliengesellschaften und der Ermittlung von Transaktions- oder Abfindungswerte der Vorzug zu geben. Dies ist kein Widerspruch zu den Vorgaben des InvG, sondern Ausfluss des Grundsatzes der Zweckadäguanz der Bewertung. 42

3. Keine Berücksichtigung von stillen Reserven im Gesamtbewertungsverfahren nach IDW S1?

Nach der ImmoWertV werden Gebäudewert und Bodenwert grds. getrennt ermittelt. Die Bewertung des Bodens anhand des Verkehrswertes gem. § 16 ImmoWertV erfasst anhand der von Gutachterausschüssen zur Verfügung gestellten Bodenrichtwerte mögliche Wertsteigerungen, zumindest im Grund und Boden. Die Nichtberücksichtigung stiller Reserven wird zuweilen in der Praxis als Kritik an Gesamtbewertungsverfahren formuliert. Dabei wird übersehen, dass steigende Bodenwerte an die regionale Wirtschaftsentwicklung gekoppelt sind. Diese wiederum beeinflusst das Einkommensniveau potenzieller Mieter, und deren Nachfrage wiederum den realisierbaren Mietertrag. Mittelbar werden somit auch steigende Immobilienpreise einzelner Immobilien im Gesamtwert der Immobiliengesellschaft abgebildet, obwohl bewertungstechnisch gem. IDW S1 keine Trennung von Gebäude- und Bodenwert vorgenommen wird.

4. Die Bewertung der Immobiliengesellschaft in der Rechtsprechung

Bei der gerichtlichen Ermittlung von Abfindungsansprüchen spielt die NAV-Methode bisher keine Rolle. Die Rspr. stellt auch bei der Bewertung von Immobiliengesellschaften auf das Ertragswertverfahren ab.⁴³ Im gesetzlichen bzw. vertraglichen Abfindungsfall gilt der Liquidationswert grds. als Mindest-Unternehmenswert.⁴⁴ Mit der Entscheidung vom 17.01.1973 schuf der BGH einen neuen Bedingungsrahmen für die Mindestwertberücksichtigung. Damit sollte der Mindestwert nur noch dann zum Tragen kommen, wenn der Unternehmer die Absicht zur Liquidation hat bzw. wenn das Unternehmen liquidationsreif ist. 45 Diese Entscheidung wurde in der nachfolgenden Rspr. bis heute bestätigt.46 Die Ferienhaus-Entscheidung des BGH vom 13.3.2006 erscheint dagegen wie eine Zäsur, mit entsprechender Verunsicherung der Bewertungspraxis. Der BGH hat sich in diesem Urteil über eine vertragliche Abfindungsregelung auf Grundlage des Ertragswertes hinweggesetzt. 47 Vielmehr bestimmt er den erheblich über dem Ertragswert liegenden Liquidationswert einer eine Ferienhaussiedlung betreibenden GbR zum maßgeblichen Abfindungswert. Eine mögliche Begründung für diese Entscheidung anhand der für die GbR relevanten Abfindungsnorm § 738 BGB geht fehl. Zwar bestimmt § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB, dass ein ausscheidender Gesellschafter das erhalten soll, was er bei einer Auflösung der Gesellschaft erhalten würde. Allerdings ist heute einheitliches Verständnis, dass damit nicht die Auflösung des Unternehmens i. S. einer Liquida-



Die Bewertungsexperten unseres Competence Centers Transactions beraten Sie bei der Preisfindung. Individuell, kompetent, schnell. Nutzen Sie die langjährige Expertise unserer Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte und Unternehmensberater. Sie liefern Ihnen sichere Grundlagen für Ihre unternehmerischen und privaten Gestaltungsmaßnahmen und helfen Ihnen, die richtigen Entscheidungen zu treffen. Unser interdisziplinäres Competence Center Transactions bietet Ihnen professionelle Transaktionsunterstützung und begleitet Sie bei jedem Schritt einer Transaktion, fokussiert und entscheidungsorientiert.

RölfsPartner gehört zu den Top 10 der erfolgreichsten M&A-Beratungshäuser in Deutschland.

www.roelfspartner.de/transactions



BewertungsPraktiker Nr. 3/2012 105

Abb. 1: Operative Beta-Faktoren von REITs und Immobiliengesellschaften

Betas REITs	Raw Unlevered	Adj. Unlevered	Periode
REITs			
alstria office REIT-AG	0,4736	0,4925	23.11.2009 - 25.06.2012
Fair Value REIT-AG	0,1016	0,1986	23.11.2009 - 25.06.2012
Hamborner REIT-AG	0,1703	0,3154	23.11.2009 - 25.06.2012

Betas ImmoGesell.	Raw Unlevered	Adj. Unlevered	Periode
Immobiliengesellschaften			
Deutsche Wohnen AG	0,2780	0,3266	23.11.2009 - 25.06.2012
GAGFAH SA	0,2130	0,2177	23.11.2009 - 25.06.2012
IVG Immobilien AG	0,1797	0,1694	23.11.2009 - 25.06.2012
Patrizia Immobilien AG	0,2868	0,2781	23.11.2009 - 25.06.2012
TAG Immobilien	0,2337	0,4179	23.11.2009 - 25.06.2012

Quelle: eigene Berechnung

Abb. 2: Verschuldete Beta-Faktoren von REITs und Immobiliengesellschaften

Raw Levered	Adj. Levered	Periode
0,8932	0,9288	23.11.2009 - 25.06.2012
0,2586	0,5057	23.11.2009 - 25.06.2012
0,2813	0,5209	23.11.2009 - 25.06.2012
	0,8932 0,2586	0,8932 0,9288 0,2586 0,5057

Betas ImmoGesell.	Raw Levered	Adj. Levered	Periode
Immobiliengesellschaften			
Deutsche Wohnen AG	0,6556	0,7704	23.11.2009 - 25.06.2012
GAGFAH SA	0,9386	0,9591	23.11.2009 - 25.06.2012
IVG Immobilien AG	1,2067	1,1378	23.11.2009 - 25.06.2012
Patrizia Immobilien AG	1,1003	1,0669	23.11.2009 - 25.06.2012
TAG Immobilien	0,2972	0,5315	23.11.2009 - 25.06.2012

Quelle: eigene Berechnung

tion, sondern eben nur die Auflösung der Gesellschaft gemeint ist. ⁴⁸ Aber selbst, so der BGH im Urteil vom 13.3.2006, wenn die Konsequenz der Abfindung zum Liquidationswert die Auflösung des Unternehmens wäre, müsste das der verbleibende Gesellschafter gegen sich gelten lassen. Aufklärung bringen dann aber die Schlusssätze des Urteils. Hier führt der BGH aus:

"Dabei bedarf es keiner Entscheidung, ob stets … oder jedenfalls unter bestimmten Voraussetzungen … der Liquidationswert die Untergrenze für den der Abfindung zugrunde zu legenden Unternehmenswert bildet. Denn *im vorliegenden Fall* ist es jedenfalls rechtsfehlerhaft, bei der Berechnung der Abfindung allein auf den Ertragswert abzustellen."⁴⁹

Der BGH selbst präzisiert somit, dass das Urteil keine Änderung der bisherigen Mindestwertregel darstellen soll. Übereinstimmende Hinweise zum Fortbestand der bisherigen Anwendungsgrenzen für den Liquidationswert finden sich auch in der Literatur.⁵⁰ Damit sind im Abfindungsfall auch künftig nur liquidationsreife Unternehmen mit dem Liquidationswert zu bewerten.⁵¹ So urteilt etwa das OLG Frankfurt am 7.6.2011:

"Der sich hieraus ergebende anteilige Liquidationswert spielt jedoch für die Höhe der angemessenen Abfindung keine Rolle. …. Nach der früher herrschenden Meinung war dies der Fall …. Nach neuerer, im Vordringen befindlicher Auffassung wird differenziert. Hiernach soll die Berücksichtigung des Liquidationswertes unterbleiben, soweit die Ertragsaussichten des Unternehmens nicht auf Dauer negativ sind und dessen Liquidation nicht abzusehen ist, weil die Unternehmensführung ihrer Planung zufolge keine Abwicklung der Gesellschaft beabsichtigt."52

Überlegungen zu einer speziellen Mindestwertregel für Immobilien haltende Gesellschaften sollte damit der Boden entzogen sein.

Die Bewertung von Immobiliengesellschaften nach dem Bewertungsgesetz

Im Erbfall oder dem Fall der vorweggenommenen Erbfolge und Nachfolgeplanung bestimmt sich die Wertermittlung nach dem in § 11 Abs. 2 BewG eröffneten Methodenrahmen. Eine Bewertung ist damit unter anderem nach IDW S1 möglich.53 Als ebenfalls zulässige Branchenlösung könnte der NAV zum Zuge kommen. Maßstab der Methodenwahl ist der Gemeine Wert nach § 9 Abs. 2 BewG. Als Mindestwert ist generell der Substanzwert nach § 11 Abs. 2 Satz 3 BewG zu berücksichtigen. Gewisse Sympathien könnten dem in § 199 ff. BewG geregelten vereinfachten Ertragswertverfahren bei der Methodenwahl entgegengebracht werden, da hier ein impliziter Beta-Faktor von 1,0 zu Anwendung kommt.⁵⁴ Immobiliengesellschaften weisen dagegen typischerweise einen operativen Beta-Faktor von signifikant kleiner 1,0 auf (siehe Abb. 1, S. 106).

Unter Berücksichtigung einer für Immobiliengesellschaften nicht untypischen, relativ hohen Fremdfinanzierung, können sich allerdings im Einzelfall geleverte Beta-Faktoren ergeben, die tatsächlich höher als 1,0 sind (siehe Abb. 2, S. 106).

Die Berücksichtigung der für das zu bewertende Immobilienunternehmen vorliegenden Finanzierungsverhältnisse müssen somit bei der Methodenwahl im Rahmen des § 11 Abs. 2 BewG berücksichtigt werden. Dem Bewertungsergebnis nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren droht potenziell immer die fiskalische Einschätzung als "offensichtlich unzutreffend".55 Bei der tendenziell niedrigen Kapitalverzinsung von Immobiliengesellschaften kommt ohnehin der Mindestwert nach § 11 Abs. 2 Satz 3 BewG zum Zuge.⁵⁶ Durch die ablehnende Haltung des BFH zum Abzug latenter Steuern könnte der NNAV gem. EPRA zur Anwendung kommen. Allerdings ist für Zwecke des § 11 Abs. 2 Satz 3 BewG die Bewertung der Immobilien zwingend nach §§ 176 ff BewG vorzunehmen. Hinsichtlich des Verwaltungsvermögenstests gilt das Privileg für Immobiliengesellschaften in § 13b Abs. 2 Buchst. d ErbStG, womit vermietete Immobilien kein Verwaltungsvermögen darstellen, soweit der Hauptzweck der Gesellschaft in der Vermietung von Wohnungen besteht.

V. Zusammenfassung

Der NAV weist Defizite auf, die durch eine Gesamtbewertung im Rahmen des IDW S1 geschlossen werden. Entsprechend verfährt die Rspr. im gesetzlichen oder vertraglichen Abfindungsfall und verwendet Gesamtbewertungsverfahren. Dem steht der sinnvolle Einsatz des NAV im aufsichtsrechtlichen Kontext des InvG nicht entgegen. Für die Anwendung der Mindestwertregel wird hier die Meinung vertreten, dass der BGH durch seine Entscheidung vom 13.3.2006 keine Abkehr von den Leitlinien der Entscheidung vom 17.1.1973 beabsichtigt hat, wonach für den Ansatz des Liquidationswertes im Rahmen der Ermittlung von Abfindungswerten auch künftig die Liquidationsreife des Unternehmens gegeben sein muss. Die Bewertung der Immobiliengesellschaft im Zuge der Nachfolgeregelung richtet sich nach den Vorgaben des Bewertungsgesetzes. Eine unmittelbare Verwendung des Net Asset Value gleich welcher Prägung ist wegen der spezifischen Konzeption des Substanzwertes im Bewertungsgesetz nicht möglich.

BewertungsPraktiker Nr. 3/2012 107

Ygl. Lehner, Erfolgreiches Portfolio- und Asset Management für Immobilienunternehmen, 2010, S. 121.

² Vgl. IDW S1 i.d.F. 2008 Tz. 6.

³ Vgl. Kleiber, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, 2010, S. 341, Tz. 1.

⁴ Die internationalen Bewertungsstandards wie etwa die "In-

ternational Valutaion Standards (IVS)" verwenden in unterschiedlicher Ausformung ebenfalls die genannten Bewertungsverfahren. Gleiches gilt für die am 13.4.2012 vom FAUB als Entwurf verabschiedeten "Grundsätze zur Bewertung von Immobilien IDW ES 10".

⁵ Vgl. Kleiber, a.a.O. (Fn. 3), S.1046, 1587 und 1802.

⁶ Kleiber, a.a.O. (Fn. 3), S. 1687, Tz. 56.

- 7 Vgl. Samuelson/Nordhaus, Volkswirtschaftslehre, 2007, S. 218; Varian, Grundzüge der Mikroökonomie, 2007, S. 399; Wöhe, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2010. S. 30.
- 8 Vgl. *Piltz*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 1994, S. 276.
- 9 IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 145.
- 10 IDW ES 10, 13.4.2012, Tz. 12.
- 11 Siehe die aktuellen Praxishinweise zur Bewertung nach §§ 68, 70 InvG in FN 9/2012, S. 496 ff.
- 12 www.leo.org.
- 13 Vgl. Rehkugler, in: Bieg/Heyd (Hrsg.), Fair Value, 2005, S. 281; Schäfers/Matzen, in Drukarczyk/Ernst (Hrsg.), Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 2010, S. 536.
- 14 Vgl. Creutzmann, BewP 2007 S. 9.
- 15 § 40g Abs.1 Nr.4 InvG; § 28 Abs. 4 InvRBV.
- 16 Vgl. Zajonz, Die Bewertung europäischer Immobilienaktien, 2009, S. 152.
- 17 § 27 Abs. 2 Nr.2 und § 31 Abs.2 InvRBV.
- 18 § 26 Abs. 3 InvRBV.
- 19 Vgl. EPRA Reporting, Best Practices Recommendations August 2011, S. 9.
- 20 Vgl. Schäfers/Matzen, a.a.O. (Fn 13), S. 540.
- 21 Vgl. FinMin Bayern, Erlass vom. 30.12.2009 34 S 3715 009 36659/09, Deutsche Steuererlasse NWB, 2012, S. 2850 ff., 5.4.2. und 5.4.5.
- 22 Z.B. Gagfah SA, AG 2011 S. R415; alstria office AG, AG 2011 S. R291; TAG AG, AG 2011 S. R251; s. auch § 36 Abs.1 S.1 InvG.
- 23 Vgl. *Cadmus*, in: Rehkugler (Hrsg.), Die Immobilien-AG, 2003, S. 201.
- 24 IDW Praxishinweis: Bewertung nach §§ 68, 70 InvG, FN 9/2012, S. 498, Tz. 11; Strücker/Schmalzhaf, Wpg 2011 S. 231.
- **25** Siehe z.B. §§ 48, 50, 88, 127 InvG.
- 26 Vgl. Köndgen, in Berger/Steck/Lübbehüsen [Hrsg.], InvG Inv-StG Kommentar, 2010, S. 11, Tz. 40, S. 12, Tz. 44 und 45.
- 27 Vgl. *Hares*, BFuP 2012 S. 272.
- 28 Vgl. IVS Asset Standard, IVS 230 Real Property Interests, C19.
- $\textbf{29} \;\; \text{Vgl. IVS Asset Standard, IVS 230 Real Property Interests, C19}.$
- 30 Vgl. Zajonz, a.a.O. (Fn 16), S. 155; Schulte/Matzen, in: Richter/ Schüler/Schwetzler (Hrsg.), Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert, 2003, S. 393.
- **31** *Lütkeschümer*, Die Berücksichtigung von Finanzierungsrisiken bei der Ermittlung von Eigenkapitalkosten in der Unternehmensbewertung, 2012, S. 45 ff.
- 32 Vgl. Schäfers/Matzen, a.a.O. (Fn. 13), S. 540.

- 33 Vgl. IDW S1 i.d.F. 2008 Tz. 4.
- 34 Vgl. Schulte/Matzen, a.a.O. (Fn. 30), S. 403
- 35 Val. Lehner, a.a.O. (Fn. 1), S. 69.
- 36 Vgl. Lehner, a.a.O. (Fn. 1), S. 168.
- 37 Vgl. Lehner, a.a.O. (Fn. 1), S. 69, 170, und 263.
- 38 Vgl. Schäfers/Matzen, a.a.O. (Fn. 13), S. 536.
- 39 Vgl. Pensel, Wpg 1993 S. 366; Franke/Hax, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 2009, S. 336.
- 40 Vgl. Schäfers/Matzen, a.a.O. (Fn. 13), S. 539.
- 41 Vgl. Zajonz, a.a.O. (Fn 16), S. 156; Schulte/Matzen, a.a.O. (Fn. 30), S. 403; IDW ES 10, Tz. 12; Matzen, Unternehmensbewertung von Wohnungsbauunternehmen, 2005, S. 47; Hartung, Unternehmensbewertung von Versicherungsgesellschaften, 2000, S. 239; a.A. Rehkugler m.w.N., Die Immobilien-AG, 2003; Creutzmann, BewP 2007 S. 12.
- 42 Vgl. Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 1983, S. 5.
- 43 Siehe z.B. OLG Hamburg, Beschluss vom 03.08.2000 11 W 36/95, AG 2001 S. 479 = DB0006299.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 20.11.2001 19 W 2/00, DB0013074; OLG Stuttgart vom 16.02.2007 20 W 6/06, AG 2007 S. 209; OLG Frankfurt vom 7.6.2011 21 W 2/11, juris.
- 44 Vgl. IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 150.
- **45** Vgl. BGH-Urteil vom 17.01.1973 IV ZR 142/70, juris, Tz. 14.
- 46 Vgl. BGH-Urteil vom 07.05.1986 IV b ZR 42/85, NJW-RR 1986 S. 1068; OLG Düsseldorf vom 27.02.2004 –19 W 3/00 AktE, DB 2004 S. 1035; OLG Düsseldorf vom 27.05.2009 – I-26 W 1/07 AktE, AG 2009 S. 909 f.
- **47** Vgl. BGH-Urteil vom 13.03.2006 II ZR 295/04, DB 2006 S. 1000.
- 48 Val. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 2002, S. 1478.
- 49 Vgl. BGH vom 13.3.2006, a.a.O. (Fn. 47), Tz.13.
- 50 Vgl. OLG Stuttgart vom 14.02.2008 20 W 11/06, juris, Tz. 61; Piehler/Schulte, in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, BGB-Gesellschaft Offene Handelsgesellschaft PartG EWIV, 2009, S. 1416, Fn. 85; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 2011, S. 329 ff.
- $\textbf{51} \;\; \text{Vgl. WP-Handbuch, Band II, 2008, S. 172, Tz. 480}.$
- **52** Vgl. OLG Frankfurt vom 7.6.2011 21 W 2/11, juris, Tz. 88 ff.
- **53** Vgl. *Wollny*, Unternehmensbewertung für die Erbschaftsteuer, 2012, S. 403, Tz. 992.
- **54** Vgl. Regierungsbegründung zu § 203 Abs.1 BewG, abgedruckt in *Hübner*, Erbschaftsteuerreform 2009 Gesetze Materialien Erläuterungen, 2009, S. 250.
- 55 ErbStR 2011, RB 199.1 Abs. 4 Satz 4.
- 56 Vgl. Wollny, DStR 2012 S. 768.



Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen

Schriftenreihe DER BETRIEB



Berens/Brauner/Strauch (Hrsg.)

Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen Schriftenreihe DER BETRIEB

6., überarbeitete und erweiterte Auflage 2011 Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 957 S., 107 s/w Abb., 29 Tab., Geb., € 89,95* ISBN 978-3-7910-3045-6

Neuauflage

Unentbehrliches Rüstzeug für die Durchführung einer Due Diligence. Sowohl große als auch mittelständische Unternehmen nutzen Fusionen und Übernahmen häufig zur Umsetzung strategischer Ziele. Ist eine Unternehmensakquisition geplant, wird das Zielunternehmen einer detaillierten Stärken-/Schwächenanalyse unterzogen, um die Chancen und Risiken zu bestimmen und den Kaufpreis zu ermitteln. Dabei bietet das Werk wertvolle Unterstützung.

Für die 6. Auflage erfolgte eine durchgehende Überarbeitung. Insbesondere die Beiträge zur marktorientierten Due Diligence und zur verkäuferseitigen Due Diligence wurden neu ausgerichtet.

- Die Erfolgskriterien einer Unternehmensakquisition definieren
- ► Neu in der 6. Auflage: "Due Diligence bei Krisenunternehmen" und "Kaufpreisklauseln in Unternehmenskaufverträgen"
- Mit Praxiserfahrungen und Checklisten

Bestellen Sie das umfassende Nachschlagewerk zum Preis von € 89,95* www.fachverlag-shop.de/db-buecher

*Preis inkl. MwSt., zzgl. € 4,00 Versandkosten

Bestellungen per Fax: 0800/0002959

Oder Kupon per Post an: Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH • Kundenservice • Postfach 92 54 • 97092 Würzburg

Ja, ich bestelle: "Due Diligence bei
•
Unternehmensakquisitionen"
zu € 89,95 [*]
Weitere Infos:
© 08 00/000 16 37
⋈ kundenservice@fachverlag.de
₩ www.fachverlag-shop.de/db-buecher

☐ Firma ☐ Privat	
Name, Vorname	
Firma (nur bei Firmenanschrift angeben)	
Beruf/Funktion/Abteilung	
Straße, Nr.	
PLZ, Ort	

Telefon (für evtl. Rückfragen)	
E-Mail (für evtl. Rückfragen)	
Datum/Unterschrift	DBAN1110

☐ Hiermit erkläre ich mich damit einverstanden, dass mich die Handelsblatt-Gruppe telefonisch, per Post und per E-Mail über Verlagsangebote informiert.

Widerspruchsbelehrung: Sie können der Verarbeitung oder Nutzung Ihrer Daten für Zwecke der Werbung oder der Marktoder Meinungsforschung unter nachfolgender Adresse widersprechen: Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH, Kundenservice, Grafenberger Allee 293, 40237 Düsseldorf, kundenservice@fachverlag.de, Fax: 0800 / 000 2959.

Dr. Anja Köritz / Dr. Cornelia Wendel

Aktuelle Entscheidungen des BVerfG zum Delisting bzw. Downgrading und zum übernahmerechtlichen Squeeze-out



Dr. Anja Köritz LL. M., Rechtsanwältin, und Dr. Cornelia Wendel, Rechtsanwältin, sind im Kölner Büro der Kanzlei DLA Piper UK LLP im Bereich des Aktienrechts mit Ausrichtung auf das Kapitalmarktrecht tätig.



I. Urteil des BVerfG vom 11.07.2012 zum Delisting bzw. Downgrading

Mit Urteil vom 11.07.2012 (DB0483478) hat das BVerfG zwei Verfassungsbeschwerden zu Fragen des Downgradings bzw. Delistings als unbegründet abgewiesen, mit denen die Grundsätze der Macrotron-Entscheidung des BGH vom 25.11.2002 (II ZR 133/01 = DB0024106) auf den verfassungsrechtlichen Prüfstand gestellt worden waren (siehe dazu bereits *Schnabel/Köritz*, BewP 1/2012 S. 33).

Die Verfassungsbeschwerde gegen den Beschluss des OLG München vom 21.05.2008 (31 Wx 62/07, ZIP 2008 S. 1137 ff. – "Lindner KGaA"), in dem der Senat ein Spruchverfahren bei einem Wechsel vom amtlichen Markt (heute regulierter Markt) in das qualifizierte Freiverkehrssegment des M:access der Börse München für nicht statthaft erachtet hatte, wies das BVerfG im Kern mit der Begründung ab, der Widerruf der Börsenzulassung verletze nicht den Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 GG, weil insbesondere die infolge der Börsennotierung möglicherweise gesteigerte Verkehrsfähigkeit von Aktien nicht den Schutz des Eigentumsgrundrechts genießt.

Aber auch die von einem Hauptaktionär gegen den Beschluss des KG Berlin vom 31.10.2007 (2 W 15/06, BeckRS 2007, 19506) eingereichte Verfassungsbeschwerde, mit der sich dieser gegen einen Eingriff in seine Rechtsposition durch die Zulassung eines Spruchverfahrens zur Überprüfung der Angemessenheit einer im Zusammenhang mit einem Delisting angebotenen Abfindung gewehrt hatte, wies das BVerfG ab. Dies begründete der Senat damit, dass sich das KG mit der Anwendung der in der Macrotron-Entscheidung aufgestellten Grundsätze in den verfassungsrechtlichen Grenzen der richterlichen Rechtsfortbildung gehalten habe. Nachfolgend sollen daher das Urteil des BVerfG erläutert und die Praxisfolgen dargelegt werden.

Downgrading ohne Pflichtangebot verfassungsrechtlich zulässig

In Sachen Lindner KGaA (1 BvR 1569/08 = DB04 83478 hatte die Mehrheitsaktionärin den

Minderheitsaktionären im Zusammenhang mit dem erfolgten Wechsel vom amtlichen Markt (heute requlierter Markt) in den M:access als Freiverkehrssegment der Börse München mit qualifizierten Zulassungsfolgepflichten (sog. "Downgrading") kein Angebot zum Kauf ihrer Aktien unterbreitet. Einige Minderheitsaktionäre begehrten daraufhin die Festsetzung einer angemessenen Barabfindung im Rahmen eines Spruchverfahrens. Sowohl das LG München I (Beschluss vom 30.08.2007 - 5 HK 0 7195/06, BB 2007 S. 2253) als auch das OLG München (Beschluss vom 21.05.2008 - 31 Wx 62/07, ZIP 2008 S. 1137 ff.) hielten die Klagen für unzulässig. Das BVerfG stellte fest, dass die Abweisung des Spruchverfahrens durch die Instanzgerichte in der Folge des Widerrufs der Börsenzulassung und des damit verbundenen Downgradings der Aktien in den Freiverkehr mit qualifizierten Zulassungsfolgepflichten verfassungsrechtlich nicht zu beanstanden sei.

Der Widerruf der Börsenzulassung für den regulierten Markt - so der Senat - berühre nicht den Schutzbereich des Eigentumsgrundrechts des Art. 14 Abs. 1 GG. Er nehme dem Aktionär keine Rechtsposition, die ihm von der Rechtsordnung als privatnützig und für ihn verfügbar zugeordnet sei. Der Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 GG erfasse lediglich die Substanz des Aktieneigentums in seiner mitgliedschaftlichen und vermögensrechtlichen Ausgestaltung, jedoch nicht den bloßen Vermögenswert oder den Bestand einzelner wertbildender Faktoren. Durch den Widerruf der Börsenzulassung werde die Substanz des Aktieneigentums jedoch weder in seiner mitgliedschaftsrechtlichen noch in seiner vermögensrechtlichen Ausgestaltung berührt.

Die durch den Handel im regulierten Markt möglicherweise gesteigerte Verkehrsfähigkeit der Aktie erkennt das BVerfG - anders als der BGH in der Macrotron-Entscheidung (Urteil vom 25.11.2002 - II ZR 133/01 = DB0024106) - nicht als Bestandteil des verfassungsrechtlich geschützten Anteilseigentums an. Das BVerfG räumt zwar ein, dass in der verfassungsgerichtlichen Rechtsprechung die besondere Verkehrsfähigkeit der Aktie als eine "Eigenschaft" des Aktieneigentums anerkannt sei (vgl. BVerfGE 1000 289 (305) = DB0002015). Zu

dem von Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Bestand zähle aber nur die rechtliche Verkehrsfähigkeit als solche und nicht eine etwaige im Tatsächlichen gesteigerte Verkehrsfähigkeit. Die rechtliche Verkehrsfähigkeit der Aktie werde durch die Börsenzulassung im regulierten Markt nicht berührt. Entsprechend seien durch den Widerruf der Börsenzulassung lediglich die Veräußerungschancen am Markt betroffen und allenfalls die Zirkulationsfähigkeit der Aktie faktisch beeinträchtigt. Eine ggf. tatsächlich gesteigerte Verkehrsfähigkeit als solche erweise sich insoweit als schlichte – nicht vom Grundrechtsschutz des Art. 14 Abs. 1 GG erfasste – Ertrags- und Handelschance.

Auch sei die mit der Zulassung der Aktie zum Handel im regulierten Markt verbundene Rechtsposition als solche kein subjektivöffentliches Recht des Aktionärs (§ 32 BörsG). Die Teilnahme der Aktie am öffentlich-rechtlich organisierten börslichen Preisbildungs- und Handelssystem ist nach Ansicht des Senats gerade nicht Gegenstand des Eigentumsschutzes. Vielmehr handele es sich bei der Börsenzulassung im regulierten Markt um einen wertbildenden Faktor. Diese Beurteilung steht - so der Senat - auch im Einklang mit der spiegelbildlichen Rechtslage, dass der Aktionär keinen Anspruch auf eine Börsenzulassung hat und einen dadurch bedingten Wertzuwachs nicht auszugleichen hat. Er habe dies als eine geschäftspolitische Maßnahme des Unternehmens und seiner Organe hinzunehmen. Der Widerruf erweise sich deshalb als ein mit dem Aktieneigentum miterworbenes Risiko, wie es etwa auch hinsichtlich des Geschäftsmodells des Unternehmens, der Markteinschätzung, der Langfristinteressen bei der gegebenen Aktionärsstruktur und deren voraussichtlicher Stabilität bestehe.

Ergänzend stellt der Senat klar, dass diese verfassungsrechtliche Würdigung im Einklang mit der bisherigen Rspr. des BVerfG in der DAT/ Altana-Entscheidung (Beschluss vom 27.04.1999 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 (305) = DB0002015) steht. In dieser Entscheidung hatte der Senat hervorgehoben, dass bei einem Eigentumseingriff die besonders ausgeprägte Verkehrsfähigkeit der Aktie und insbesondere deren Börsenwert bei der Wertbestimmung des Eigentums zur Bemessung der angemessenen Abfindung berücksichtigt werden müssen. Die Börsennotierung im regulierten Markt sei jedoch nur ein Gesichtspunkt, der die Verkehrsfähigkeit von Aktien verbessern kann und deshalb als wertbildender Umstand bei der hier nicht in Rede stehenden Bemessung einer angemessenen Abfindung nicht unberücksichtigt bleiben dürfe. Hingegen sei eine besonders ausgeprägte Verkehrsfähigkeit nicht als solche durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützt.

Nach Ansicht des Senats lässt sich die Börsenzulassung zum regulierten Markt auch nicht wegen der durch sie vermittelten Geltung zahlreicher Sondervorschriften für börsennotierte Aktiengesellschaften im Aktien- und Handelsrecht oder wegen der im regulierten Markt zur Anwendung gelangenden börsenrechtlichen Standards als Eigentumsbestandteil qualifizieren.

Ob verfassungsrechtlich eine andere Beurteilung gerechtfertigt sein könnte, wenn mit dem Widerruf regelmäßig ein Kursverfall einträte, der nach seinem Ausmaß die wirtschaftliche Substanz des Aktieneigentums träfe, ließ der Senat offen. Denn nach Einschätzung des Senats lässt sich ein solcher Effekt jedenfalls für die im konkreten Fall in Rede stehenden Zeiträume ab 2004 sowie die heutigen Verhältnisse nicht mehr tragfähig belegen.

Bemerkenswert ist, dass die Ausführungen des BVerfG, wonach der Widerruf der Börsenzulassung grds. nicht den Schutzbereich des Eigentumsgrundrechts des Aktionärs berührt, generell die Beendigung der Börsenzulassung zum regulierten Markt betreffen, und zwar unabhängig davon ob – wie im konkreten Fall – ein Downgrading erfolgt, also ein Handel in einem (qualifizierten) Segment des Freiverkehrs weiterhin stattfindet, oder ob die Börsenzulassung vollständig beendet wird (Delisting).

2. Verfassungsrechtliche Zulässigkeit der Grundsätze der Macrotron-Entscheidung des BGH

Konsequent führt das BVerfG dann auch in der gegen die Entscheidung des KG Berlin vom 31.10.2007 (2 W 15/06, BeckRS 2007, 19506) eingereichten Verfassungsbeschwerde (1 BvR 3142/07 = DB0483478) hinsichtlich der Zulässigkeit des gegen den Hauptaktionär eingeleiteten Spruchverfahrens zur Überprüfung des von ihm unterbreiteten Aktien-Kaufangebots, aus, dass ein solches Pflichtangebot (und folglich auch dessen Nachprüfbarkeit im Spruchverfahren) verfassungsrechtlich keineswegs geboten sei. Gleichwohl sei die Entscheidung des KG Berlin, die sich auf die Macrotron-Rspr. des BGH stützt und die Zulässigkeit eines Spruchverfahrens bejaht, im Ergebnis verfassungsrechtlich nicht zu beanstanden, da die Grenzen richterlicher Rechtsfortbildung gewahrt seien. Die Fachgerichte hätten sich nicht in krassen Widerspruch zu einem klar erkennbaren Willen des Gesetzgebers gesetzt. Die Gesamta-

BewertungsPraktiker Nr. 3/2012 111

nalogie zu gesetzlichen Regelungen anderer gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen (§§ 305, 320b, 327b AktG, §§ 29, 207 UmwG), sowie die entsprechende Anwendung von § 1 SpruchG sei zwar nicht zwingend, aber auch nicht schlechterdings unvertretbar und bewege sich damit in den verfassungsrechtlichen Grenzen richterlicher Entscheidungsbefugnis (Art. 2 Abs. 1 i.V.m. Art. 20 Abs. 3 GG).

3. Fazit

Mit der Klarstellung, dass die durch den Handel im regulierten Markt möglicherweise gesteigerte Verkehrsfähigkeit der Aktie nicht vom verfassungsrechtlichen Schutzbereich des Eigentumsgrundrechts erfasst ist, hat das BVerfG einem wesentlichen Begründungsansatz, auf den der II. Zivilsenat des BGH in der Macrotron-Entscheidung bei einem Delisting das Erfordernis eines Abfindungsangebots gestützt hatte, eine Absage erteilt und insoweit die verfassungsrechtliche Rechtfertigung entzogen. Andererseits hat das BVerfG aber auch klargestellt, dass die Macroton-Entscheidung des BGH die verfassungsrechtlichen Grenzen der richterlichen Rechtsfortbildung nicht überschreitet. Auf den Punkt gebracht, lehnt es das BVerfG ab, aus dem Verfassungsrecht Vorgaben für das Delisting oder Downgrading abzuleiten und verweist die Fragen an die Fachgerichte.

Vor diesem Hintergrund ist zumindest in Fällen des vollständigen Delistings (nicht des Downgradings in ein qualifiziertes Freiverkehrssegment) die Beachtung der Grundsätze der Macrotron-Entscheidung des BGH (zunächst) weiterhin empfehlenswert. Es ist jedoch offen, ob der BGH unter Berücksichtigung der Tatsache, dass dem Kernargument der Macrotron-Entscheidung durch das Urteil des BVerfG der Boden entzogen wurde, weiterhin an den in dieser Entscheidung festgelegten Grundsätzen, insbesondere dem Erfordernis eines Abfindungsangebots, festhält. Verfassungsrechtlich wäre dies auch nach dem Urteil des BVerfG allerdings zulässig. Es bleibt daher abzuwarten, ob und wann der BGH Gelegenheit erhält, zur Frage der Abfindung bei einem regulären Delisting unter Berücksichtigung der Entscheidung des BVerfG und der mittlerweile gegebenen Verhältnisse im Aktienhandel erneut Stellung zu nehmen. Eine gesetzliche Regelung würde möglicherweise für mehr Klarheit und Rechtssicherheit sorgen.

Ohne ein entsprechendes Abfindungsangebot ist nach der Entscheidung des BVerfG jedoch (zumindest) der Widerruf der Börsenzulassung zum regulierten Markt in Fällen des Downgradings in ein Freiverkehrssegment mit qualifizierten Zulassungsfolgepflichten verfassungsrechtlich unbedenklich. Im Ergebnis wird man in Zukunft wohl davon ausgehen können, dass bei einem Downgrading ein entsprechendes Abfindungsangebot grds, nicht erforderlich ist, so wie dies bereits bisher weitverbreitete Praxis war. Letztlich hat aber auch das BVerfG diese Frage nicht entschieden, sondern die Bewertung des Wechsels vom regulierten Markt in den (qualifizierten) Freiverkehr den Fachgerichten übertragen. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die Fachgerichte dies insbesondere vor dem Hintergrund der in der Entscheidung des BVerfG wiedergegebenen Stellungnahme des II. Zivilsenats des BGH zu den Verfassungsbeschwerden so handhaben werden. Der II. Zivilsenat führt darin aus, dass der "Wechsel von einem öffentlich geregelten in einen privatrechtlichen Regeln unterworfenen Markt, auf dem die Kleinaktionäre in ähnlicher Weise ihre Aktie handeln könnten," die Voraussetzungen der Macrotron-Entscheidung nicht erfüllt (auch wenn sich das Macrotron-Urteil selbst in diesem Punkt mit ausdrücklichem Blick auf den Freihandel anders lesen mag).

II. Beschluss des BVerfG vom 16.05.2012 zum übernahmerechtlichen Squeeze-out

Das BVerfG hat mit Beschluss vom 16.05.2012 Verfassungsbeschwerden betreffend den übernahmerechtlichen Squeeze-out nicht zur Entscheidung angenommen, weil nach seiner Auffassung die Regelungen zur Sicherstellung einer angemessenen Abfindung der im Zuge eines übernahmerechtlichen Squeeze-outs ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre verfassungsgemäß sind (1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09, http://www.bverfg.de/entscheidungen/rk20120516_1bvr009609.html).

Hintergrund der Entscheidung war der übernahmerechtliche Squeeze-out bei der Deutschen Hypothekenbank Actiengesellschaft im Zuge der Übernahme durch die Nord/LB Ende 2007/Anfang 2008. Die Übernehmerin hatte gem. §§ 39a, 39b WpÜG beim LG Frankfurt a.M. beantragt, die verbliebenen Minderheitsaktionäre gegen Abfindung i. H. des Übernahmepreises (§ 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG) auszuschließen. Das LG Frankfurt a.M. wies den Übernahmeantrag im Kern mit der Begründung zurück, § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG enthalte bei verfassungskonformer Auslegung nur eine widerlegliche Vermutung der Angemessenheit des Übernahmepreises, die die

Aktionäre der übernommenen Gesellschaft, die als Antragsgegner auftraten, erschüttert hätten. Das OLG Frankfurt a.M. folgte dem nicht. Es ließ aber die Frage, ob die Angemessenheitsvermutung widerleglich sei oder nicht, offen und stützte seine Entscheidung darauf, dass die gesetzliche Vermutung allenfalls dadurch erschüttert werden könne, dass ausnahmsweise ein Versagen der Marktkräfte nachgewiesen werden könne, nicht aber allein durch ein bloßes abweichendes Bewertungsgutachten.

Das BVerfG hat die gegen diese Entscheidung gerichteten Verfassungsbeschwerden nicht zur Entscheidung angenommen und bestätigt, dass die vom OLG Frankfurt a.M. vertretene Auslegung der §§ 39af. WpÜG dem Erfordernis einer im verfassungsrechtlichen Sinne angemessenen Entschädigung und ihrer gerichtlichen Überprüfbarkeit gerecht wird. Das GG schreibe keine bestimmte Methode zur Ermittlung des Werts der Unternehmensbeteiligung von Minderheitsaktionären vor, insbesondere sei es von Verfassungs wegen nicht geboten, den Wert der Beteiligung des Aktionärs stets durch eine Unternehmens-

bewertung, beispielsweise anhand der Ertragswertmethode festzustellen. Die Regelung in § 39a Abs. 3 Satz 2 WpÜG setze eine hohe Akzeptanz durch den betroffenen Markt voraus und garantiere mindestens den Börsenwert bzw. stelle bei Fehlen eines funktionierenden Markts auf eine Unternehmensbewertung ab und sichere dem Aktionär so eine angemessene Abfindung, die dem Verkehrswert der Aktie entspreche. Durch die gesetzliche Regelung i.V.m. der WpÜG-AngebotsVO sei sichergestellt, dass, falls der Börsenkurs wegen geringer Handelsintensität oder großer Kurssprünge keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Aktie ermögliche, der Übernehmer zwingend eine Gegenleistung anbieten müsse, die aufgrund einer Unternehmensbewertung zu ermitteln sei.

Das BVerfG hat sich zwar einer abschließenden Stellungnahme zur umstrittenen Frage der Widerlegbarkeit der Angemessenheitsvermutung enthalten, bestätigt mit seiner Entscheidung aber jedenfalls impliziert die restriktive Haltung des OLG Frankfurt bei unterstellter Widerlegbarkeit.



Disclaimer Beta-Faktoren:

Die Daten stammen aus Thomson Reuters Datastream vom **15.07.2012**. Die Tabellen wurden vom Lehrstuhl für Finanzmanagement und Banken an der Handelshochschule Leipzig (HHL, Lehrstuhlinhaber: Prof. Dr. Bernhard Schwetzler) erstellt. Die Daten sind sorgfältig erhoben und ausgewertet; dennoch kann eine Haftung für die Richtigkeit nicht übernommen werden. Die Zusammensetzung der Branchen orientiert sich an der offiziellen Brancheneinteilung des Prime Standard der Deutschen Börse AG.

Es wurde **quartalsweise 2-Jahres Beta** mit Tages-Returns über 2 Jahre berechnet. Als Marktindex dient der Prime All Share der Deutsche Börse. Für die Branchen wurden Debt / Equity Verhältnisse gebildet und das Asset Beta berechnet. Operating Asset Beta basiert auf net Debt (ohne Cash). 5-Jahres Betas mit monatlichen Returns bzw. 260-Tage Betas mit täglichen Returns sind abrufbar unter "Capital Market Data" auf *www.finexpert.info.*

Equity beta and R²; Time Horizon 2 years using daily returns

		Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
		2011	2011	2011	2012	2012
	Automobiles Beta	1,23	1,20	1,20	1,29	1,29
	R ²	0,71	0,77	0,81	0,78	0,79
	Banks Beta	1,28	1,34	1,41	1,48	1,48
		0,67	0,73	0,75	0,67	0,66
	Basic Resources	1,16 0,71	1,15 0,75	1,14 0,78	1,18	1,16 0,71
	Chemicals Beta	1,05	1,02	1,01	1,02	1,03
	R ²	0,85	0,88	0,90	0,87	0,87
	Construction Beta	1,23	1,23	1,22	1,27	1,25
	R ²	0,71	0,79	0,81	0,78	0,77
	Consumer Beta	0,77	0,78	0,76	0,71	0,70
	R ²	0,65	0,72	0,75	0,66	0,64
	Financial	0,91	0,85	0,82	0,76	0,73
	Services Beta R ²	0,67	0,71	0,74	0,64	0,62
	Food &					
	Beverages Beta	0,62	0,66	0,61	0,50	0,44
Prime All Share Industries	R ²	0,29	0,38	0,33	0,20	0,15
Indus	Industrial Beta	1,16	1,09	1,04	1,02	0,99
are l	R ²	0,89	0,90	0,91	0,88	0,89
AII SF	Insurance Beta	0,96	1,05	1,12	1,14	1,16
me /	R ²	0,77	0,81	0,84	0,79	0,79
P	Media Beta	0,97	1,00	0,96	0,93	0,90
	R² Pharma &	0,54	0,68	0,70	0,63	0,63
	Healthcare Beta	0,54	0,58	0,56	0,47	0,46
	R ²	0,57	0,66	0,67	0,51	0,48
	Retail Beta	0,77	0,82	0,82	0,79	0,76
	R ²	0,63	0,71	0,71	0,63	0,60
	Software Beta	0,70	0,77	0,73	0,65	0,69
	R ²	0,57	0,68	0,70	0,58	0,58
	Technology Beta	1,24	1,22	1,14	1,16	1,12
	R ² Telecommuni-	0,58	0,66	0,67	0,61	0,58
	cation Beta	0,72	0,73	0,74	0,68	0,68
	R ²	0,53	0,56	0,60	0,48	0,46
	Transport. & Logistics Beta	1,05	1,02	0,99	0,97	0,96
	R ²	0,79	0,83	0,85	0,81	0,79
	Utilities Beta	0,84	0,96	1,05	1,04	1,06
	R ²	0,65	0,70	0,75	0,66	0,65
Prime All Share Beta		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
R²	R ²		1,00	1,00	1,00	1,00
DAX 30 Beta		1,01	1,01	1,02	1,02	1,03
R²		0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
Tecl	DAX 30 Beta	0,93	0,92	0,90	0,85	0,82
R²		0,77	0,80	0,81	0,74	0,73
R ²						
	AX 50 Beta	1,07	1,06	1,02	1,02	0,98
	AX 50 Beta	1,07 0,88	1,06 0,91	1,02 0,92	1,02 0,89	0,98 0,89

Debt - Equity ratio (market values) & Asset Beta

		Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	
	Automobiles Leverage	1,45	1,20	1,62	1,60	1,64	
	Asset Beta	0,64	0,69	0,58	0,63	0,63	
	Basic Resources Leverage	0,60	0,57	0,71	0,75	0,89	
	Asset Beta	0,93	0,85	0,79	0,79	0,73	
	Chemicals Leverage	0,32	0,31	0,39	0,35	0,35	
	Asset Beta	0,84	0,88	0,81	0,83	0,84	
	Construction Leverage	0,91	0,97	1,20	1,03	1,40	
	Asset Beta	0,79	0,75	0,69	0,76	0,65	
	Consumer Leverage	0,17	0,16	0,17	0,13	0,13	
	Asset Beta	0,67	0,70	0,70	0,66	0,65	
	Food & Beverages Leverage	0,74	0,50	0,59	0,55	0,50	
	Asset Beta	0,39	0,47	0,48	0,37	0,34	
es	Industrial Leverage	0,41	0,40	0,51	0,46	0,49	
dustri	Asset Beta	0,95	0,92	0,82	0,79	0,75	
are Inc	Media Leverage	0,85	0,77	0,76	0,53	0,49	
II Sha	Asset Beta	0,59	0,65	0,67	0,69	0,68	
Prime All Share Industries	Pharma & Healthcare Leverage	0,61	0,57	0,50	0,45	0,42	
4	Asset Beta	0,35	0,39	0,44	0,36	0,36	
	Retail Leverage	0,50	0,51	0,58	0,70	0,63	
	Asset Beta	0,58	0,58	0,59	0,54	0,54	
	Software Leverage	0,11	0,11	0,10	0,08	0,08	
	Asset Beta	0,60	0,65	0,72	0,62	0,66	
	Technology Leverage	0,08	0,09	0,11	0,07	0,11	
	Asset Beta	1,20	1,18	1,14	1,11	1,05	
	Telecommunication Leverage	1,10	1,20	1,29	1,34	1,28	
	Asset Beta	0,37	0,41	0,40	0,36	0,37	
	Transport. & Logistics Leverage	0,95	0,98	1,20	0,93	0,98	
	Asset Beta	0,66	0,64	0,57	0,61	0,59	
	Utilities Leverage	0,85	1,05	1,14	1,09	1,06	
	Asset Beta	0,54	0,50	0,55	0,61	0,63	
	me All Share rerage	0,71	0,68	0,82	0,71	0,72	
	et Beta	0,68	0,69	0,65	0,68	0,68	
DA	X 30 Leverage	0,77	0,75	0,90	0,79	0,80	
٩ss	et Beta	0,67	0,68	0,64	0,68	0,68	
TecDAX 30 Leverage		0,24	0,26	0,32	0,21	0,23	
٩ss	et Beta	0,84	0,79	0,76	0,75	0,71	
мD	AX 50 Leverage	0,55	0,47	0,57	0,49	0,52	
٩ss	et Beta	0,81	0,82	0,77	0,77	0,73	
Source: Datastream as at 15.07.2012							

Net Debt - Equity ratio (market values) & Operating Asset Beta

(III)	arket values)	α Upo	eratır	ig AS	set be	ela ——
		Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012
	Automobiles Leverage	1,12	0,93	1,25	1,29	1,32
	Asset Beta	0,71	0,75	0,66	0,70	0,70
	Basic Resources Leverage	0,20	0,19	0,24	0,33	0,41
	Asset Beta	1,03	1,03	0,99	0,97	0,91
	Chemicals Leverage	0,25	0,25	0,31	0,28	0,28
	Asset Beta	0,91	0,88	0,84	0,86	0,87
	Construction Leverage	0,64	0,68	0,84	0,65	0,96
	Asset Beta	0,87	0,86	0,79	0,89	0,77
	Consumer Leverage	0,03	0,03	0,03	0,01	0,01
	Asset Beta	0,76	0,76	0,74	0,71	0,70
	Food & Beverages Leverage	0,58	0,39	0,46	0,43	0,34
	Asset Beta	0,45	0,53	0,47	0,39	0,36
ies	Industrial Leverage	0,18	0,17	0,23	0,21	0,22
ıdustı	Asset Beta	1,03	0,98	0,91	0,90	0,86
are Ir	Media Leverage	0,70	0,65	0,64	0,44	0,38
AII Sh	Asset Beta	0,67	0,71	0,68	0,73	0,72
Prime All Share Industries	Pharma & Healthcare Leverage	0,47	0,44	0,38	0,35	0,32
ш	Asset Beta	0,41	0,45	0,45	0,38	0,38
	Retail Leverage	0,24	0,23	0,26	0,36	0,32
	Asset Beta	0,66	0,71	0,70	0,64	0,63
	Software Leverage	0,01	0,00	-0,04	-0,02	-0,02
	Asset Beta	0,69	0,77	0,75	0,66	0,70
	Technology Leverage	-0,13	-0,13	-0,18	-0,22	-0,26
	Asset Beta	1,36	1,34	1,28	1,35	1,35
	Telecommunication Leverage	1,04	1,13	1,21	1,22	1,16
	Asset Beta	0,43	0,42	0,42	0,38	0,39
	Transport. & Logistics Leverage	0,50	0,52	0,63	0,42	0,51
	Asset Beta	0,79	0,76	0,70	0,76	0,72
	Utilities Leverage	0,65	0,81	0,88	0,83	0,82
	Asset Beta	0,59	0,63	0,67	0,67	0,69
	ne All Share erage	0,50	0,48	0,58	0,51	0,52
Ass	et Beta	0,75	0,76	0,73	0,75	0,75
DAX	30 Leverage	0,58	0,56	0,68	0,59	0,60
Ass	et Beta	0,74	0,74	0,71	0,74	0,74
Tecl	DAX 30 Leverage	-0,03	-0,03	-0,04	-0,02	0,04
Ass	et Beta	0,94	0,94	0,92	0,86	0,80
MD	AX 50 Leverage	0,29	0,27	0,32	0,26	0,28
Ass	et Beta	0,90	0,90	0,84	0,87	0,83

© HHL – Chair of Financial Management

Source: Datastream as at 15.07.2012

Disclaimer Börsenmultiples:

Alle Daten stammen aus Thomson Reuters Datastream vom 15.07.2012. Die Tabellen wurden vom Lehrstuhl für Finanzmanagement und Banken an der HHL, Handelshochschule Leipzig (Lehrstuhlinhaber: Prof. Dr. Bernhard Schwetzler) erstellt. Für die Berechnung der Branchenmultiples wurden Unternehmen mit negativen P/E-Ratios bzw. mit negativen Enterprise-Value/EBIT-Multiples ausgeschlossen. Die Zusammensetzung der Branchen orientiert sich an der offiziellen Brancheneinteilung des Prime Standard der Deutschen Börse AG. Die Ergebnisschätzungen, welche den Forward-Multiples zugrunde liegen, stammen von I/B/E/S für das laufende Geschäftsjahr. Die Daten sind sorgfältig erhoben und ausgewertet; dennoch kann eine Haftung für die Richtigkeit nicht übernommen werden.

Um aussagefähige Branchenmultiples zu erhalten, wurden Ausreißer aus der Datenbasis eliminiert. Mittels des 5%-Quantils wurde eine Obergrenze von 47,84 für die Trailing P/E-Ratio, 30,61 für die 1 YR Forward P/E-Ratio, 5,88 für das Price/Sales-Multiple sowie 4,99 für das 1 YR Forward Price/Sales-Multiple ermittelt. Darauf basierend wurden bei den Trailing P/E-Ratios 13 von 249 Datensätzen, bei den 1 YR Forward P/E-Ratios 14 von 270 Datensätzen, bei den Price/Sales-Multiples 16 von 318 Datensätzen und bei den 1 YR Forward Price/Sales-Multiples 12 von 295 Datensätzen eliminiert.

Bei den Enterprise-Value-Multiples wurden die insgesamt kritischen Branchen Banks, Financial Services und Insurance vollständig aus den Berechnungen ausgeklammert, da hier alle verwendeten Multiples für diese Gruppen problembehaftet sind. Für die Ausreißereliminierung auf Basis des 5%-Quantils wurde eine Obergrenze von 32,52 für das Trailing EV/EBIT-Multiple, 22,85 für das 1 YR Forward EV/EBIT-Multiple, 3,17 für das EV/Sales-Multiple sowie 2,83 für das 1 YR Forward EV/Sales-Multiple ermittelt. Dies führte zum Herausfallen von 12 aus 229 Datensätzen bei den Trailing EV/EBIT-Multiples, 12 aus 231 Datensätzen bei den 1 YR Forward EV/EBIT-Multiples, 13 von 242 Datensätzen bei den EV/Sales-Multiples und 12 von 232 Datensätzen bei den 1 YR Forward EV/Sales-Multiples.

Prime All Share Industries, DAX 30, TecDAX 30, MDAX 50: EV/EBIT, EV/Sales

			Trailing	EV/EBIT			1 YR Forward EV/EBIT			Trailing EV/Sales				1 YR Forward EV/Sales			
		Arithm. mean	Median	Harm. mean	n	Arithm. mean	Median	Harm. mean	n	Arithm. mean	Median	Harm. mean	n	Arithm. mean	Median	Harm. mean	n
	Automobiles	9,5	9,3	8,9	11	8,7	8,5	8,0	11	0,8	0,7	0,6	11	0,7	0,7	0,6	11
	Basic Resources	10,8	9,3	7,6	6	7,8	8,8	5,6	5	0,7	0,9	0,4	6	0,6	0,8	0,4	5
	Chemicals	12,2	10,8	10,3	12	10,8	10,5	10,1	11	1,3	1,2	0,9	12	1,3	1,6	0,9	11
ر د	Construction	11,8	12,0	11,8	3	9,7	10,1	9,4	4	0,8	0,8	0,4	5	0,6	0,5	0,4	4
i.e.	Consumer	10,7	10,5	4,9	20	8,5	8,8	3,9	18	0,9	0,6	0,5	21	0,7	0,6	0,4	19
Industries	Food & Beverages	5,9	5,9	3,7	2	8,9	8,9	8,9	1	0,8	0,8	0,7	2	1,0	1,0	1,0	1
<u>-</u>	Industrial	10,2	9,3	6,2	56	8,9	8,7	6,7	61	0,7	0,5	0,3	74	0,7	0,5	0,4	69
Share	Media	11,5	13,0	3,9	8	8,2	8,1	2,8	8	1,3	1,2	0,3	10	1,2	1,2	0,3	10
All S	Pharma & Healthcare	15,3	14,8	11,2	19	11,1	11,9	5,3	21	1,4	1,4	1,1	23	1,3	1,3	1,1	21
e A	Retail	9,7	8,7	8,0	15	9,1	8,6	7,9	14	0,8	0,4	0,4	17	0,7	0,4	0,3	16
Prime	Software	11,0	8,7	8,7	29	8,9	7,8	7,0	31	1,1	0,9	0,6	36	1,0	0,8	0,5	29
"	Technology	8,7	6,7	5,8	19	7,5	7,2	6,4	18	0,8	0,6	0,4	21	0,8	0,6	0,4	21
	Telecommunication	12,1	13,2	10,6	6	10,1	10,6	9,6	5	0,9	0,7	0,6	7	0,9	0,7	0,6	7
	Transport. & Logistics	10,9	10,6	9,8	9	10,7	10,8	9,5	8	0,9	0,4	0,3	10	0,7	0,4	0,3	8
	Utilities	10,1	10,1	10,1	2	9,8	10,0	9,3	3	0,7	0,7	0,7	3	0,7	0,7	0,7	3
Prin	ne All Share	10,8	9,8	7,0	217	9,1	8,9	6,2	219	0,9	0,7	0,4	258	0,8	0,7	0,4	235
DAX	30	11,8	11,6	10,1	23	10,7	10,4	9,9	24	1,2	1,0	0,8	24	1,1	0,9	0,7	24
Tecl	DAX 30	11,8	12,1	7,3	25	10,7	10,5	9,1	28	1,2	0,8	0,6	27	1,1	0,9	0,6	27
MDA	X 50	11,9	11,4	10,1	42	10,1	9,8	9,1	43	1,1	0,8	0,5	42	0,9	0,7	0,5	40

Source: Datastream as at 15.07. 2012

© HHL – Chair of Financial Management

Prime All Share Industries, DAX 30, TecDAX 30, MDAX 50: P/E, Price/Sales

			Trailir	ng P/E			1 YR Forward P/E			Trailing Price/Sales				1 YR Forward Price/Sales			
		Arithm. mean	Median	Harm. mean	n	Arithm. mean	Median	Harm. mean	n	Arithm. mean	Median	Harm. mean	n	Arithm. mean	Median	Harm. mean	n
	Automobiles	9,1	8,3	7,4	11	8,6	7,2	7,8	11	0,5	0,5	0,4	11	0,5	0,4	0,4	11
	Banks	6,8	6,8	6,8	2	5,8	5,4	5,7	3	0,5	0,4	0,4	3	1,0	0,7	0,8	3
	Basic Resources	12,9	10,4	10,3	6	8,0	9,2	6,1	6	0,6	0,7	0,3	6	0,5	0,5	0,3	6
	Chemicals	17,0	16,9	14,6	12	13,7	12,1	12,4	11	1,0	1,0	0,6	12	1,0	1,3	0,6	11
	Construction	19,1	22,8	16,4	3	12,7	13,5	12,1	4	0,4	0,3	0,2	5	0,3	0,2	0,2	4
es	Consumer	14,5	14,7	10,4	19	12,6	11,4	9,2	19	0,9	0,6	0,5	21	0,7	0,5	0,5	19
Share Industries	Financial Services	16,7	16,2	8,1	22	14,1	12,6	11,9	26	1,9	1,5	1,1	24	2,1	1,8	1,2	23
ndı	Food & Beverages	10,7	10,7	10,7	1	12,8	12,8	12,8	1	0,7	0,7	0,7	2	0,7	0,7	0,7	1
l e	Industrial	13,6	12,3	9,7	52	11,3	11,8	8,8	60	0,7	0,5	0,2	80	0,7	0,5	0,1	75
Sha	Insurance	9,0	8,4	8,6	3	7,5	7,6	7,5	3	0,4	0,4	0,4	3	0,4	0,4	0,4	3
All	Media	16,7	13,1	12,8	6	13,4	12,6	12,1	8	1,3	1,1	0,6	11	1,2	1,1	0,6	11
Prime	Pharma & Healthcare	18,2	18,4	11,4	20	15,1	15,2	13,1	22	1,5	1,1	0,8	23	1,5	1,0	0,6	25
Pri	Retail	13,0	10,9	10,8	13	12,9	11,3	10,8	14	0,8	0,4	0,2	17	0,7	0,4	0,2	16
	Software	18,4	16,7	15,1	31	14,3	14,3	13,0	31	1,5	1,2	8,0	39	1,4	1,1	0,7	32
	Technology	13,3	11,2	10,5	20	12,3	11,8	10,4	20	0,9	0,6	0,5	24	0,9	0,6	0,4	24
	Telecommunication	15,1	11,0	4,1	6	10,0	11,6	6,6	6	0,6	0,6	0,5	8	0,7	0,6	0,5	7
	Transport. & Logistics	23,2	17,8	16,5	7	14,1	13,2	12,3	8	0,5	0,2	0,1	10	0,5	0,3	0,1	9
	Utilities	19,1	19,1	18,7	2	11,9	12,3	11,2	3	0,4	0,4	0,4	3	0,4	0,4	0,4	3
Prim	ne All Share	15,3	13,4	10,2	236	12,5	11,9	10,1	256	1,0	0,7	0,4	302	1,0	0,6	0,2	283
DAX	30	15,7	15,4	11,5	24	12,0	11,7	10,2	29	1,0	0,7	0,5	30	1,0	0,7	0,5	30
TecD	AX 30	16,2	12,8	11,7	24	15,2	15,1	13,5	26	1,6	1,1	0,6	30	1,5	1,1	0,6	30
MDA	X 50	15,7	15,1	12,8	42	14,0	13,8	12,2	49	1,0	0,7	0,4	47	0,9	0,6	0,4	46

Source: Datastream as at 15.07.2012

© HHL – Chair of Financial Management

BewertungsPraktiker Nr. 3/2012 115

IACVA Kalender

Termine 2012	Veranstaltung	Ort
23. Oktober	Praxisseminar: Unternehmensanalyse, Zahlungsstromprognose und Planungsplausibilisierung	Frankfurt
2. November	Praxisseminar: Basisstufe Ertragswert Modelling für IDW S1	Frankfurt
29./30. November	6. Jahreskonferenz der IACVA für Bewertungsprofessionals	Düsseldorf/Neuss
6./7. Dezember	Praxisseminar: Bewertung immaterieller Werte (Grundlagen, Bilanzierung, PPA-Fallstudie)	Frankfurt
10. – 15. Dezember	CVA-Training und Examen	München/Starnberg

Termine 2013	Veranstaltung	Ort
4. – 9. Februar	CVA-Training und Examen	Frankfurt am Main/Offenbach
22. – 27. April	CVA-Training und Examen	Wien
10. – 15. Juni	CVA-Training und Examen	Hamburg
19. – 24. August	CVA-Training und Examen	Bad Hersfeld/Friedewald
16. – 21. September	CVA-Training und Examen	Düsseldorf
25. – 30. November	CVA-Training und Examen	München/Starnberg

Weitere Informationen: Frau Elke Stetter-Gassan, IACVA GmbH, Tel. 069/70798735, E-Mail: elke.stetter@iacva.de oder im Internet unter www.iacva.de.

Aktuelle Literatur zur Unternehmensbewertung / Bewertung von immateriellen Werten

Name	Titel	Verlag/Jahr
Budzinski, Alexander	Der Börsenkurs im Squeeze Out-Verfahren	Josef Eul 2012
Cassel, Jochen	Unternehmensbewertung im IFRS-Abschluss: Fair Value-Bewertung von Unternehmen und Sachgesamtheiten	Schmidt 2012
Dörschell, Andreas / Franken, Lars / Schulte, Jörn	Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung: Branchenanalysen für Betafaktoren, Fremdkapitalkosten und Verschuldungsgrade 2012/2013, 2. Aufl.	Idw-Verlag 2012
Großfeld, Bernhard	Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl.	Rws Kommunikationsforum 2012
Kappenberg, Christoph Josef	Unternehmensbewertung im Erbschaftsteuerrecht: Eine empirische Analyse unter besonderer Berücksichtigung der Kapitalkostenableitung	Gabler 2012
Lütkeschümer, Gerrit	Die Berücksichtigung von Finanzierungsrisiken bei der Ermittlung von Eigenkapitalkosten in der Unternehmensbewertung	Josef Eul 2012
Mannek, Wilfried	Handbuch Steuerliche Unternehmensbewertung	Wallhalla 2012
Moxter, Adolf	Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, (Softcover reprint of the original 2nd ed. 1983)	Gabler 2012
Wollny, Christoph	Unternehmensbewertung für die Erbschaftsteuer	NWB 2012

116 BewertungsPraktiker Nr. 3/2012

PRAXISSEMINAR VALUATION MEETS ACCOUNTING: BEWERTUNG IMMATERIELLER WERTE

6. und 7. Dezember 2012



- Bewertungsanlässe
- Kaufpreisverteilung (PPA)
- Identifikation immaterieller Werte
- Bewertungsmethoden und -annahmen (mit Beispielrechnung)

Themen Tag 1: GRUNDLAGEN UND **BILANZIERUNG**

- · Gesamtplausibilisierung (insb. WACC to WARA)
- Berichterstattung (Fair Value Opinion)
- Wertminderungstest
- · Tax Amortisation Benefit
- Ableitung spezifischer Kapitalkosten

Referent: Dipl.-Kfm. Michael Graser, Certified Valuation Analyst, ist Director bei der VALNES Corporate Finance GmbH am Standort Frankfurt am Main. Er ist Experte in den Bereichen Bewertung von Unternehmen und immateriellen Vermögenswerten, Lizenzbewertung, Financial Due Dilligence sowie Kaufpreisallokation. Zu seinen Mandanten zählen Unternehmerfamilien, nationale und internationale Konzerne sowie Private Equity Fonds. Vor seiner Tätigkeit bei VALNES war Herr Graser bei einer Valuation Firm sowie einer Bank im Bereich Mergers & Acquisitions tätig.

- Planung der PPA
- Identifikation
- · Beurteilung der Ansatzkriterien
- Datenbeschaffung und Beurteilung

· Bewertung der immateriellen Vermögenswerte der AS-GmbH

Themen Tag 2: FALLSTUDIE PPA DER AS-GMBH

- Bewertung der Contributor Assets
- Ermittlung der Contributory Asset Charges
- Bewertung des Leading Asset
- Ableitung und Plausibilisierung des Goodwill
- Dokumentation

 Bewertungsmethoden: Incremental Income Analysis **Royalty Analysis** Residual Value **Excess Earnings Approach**

Referent: Prof. Dr. Ulrich Moser, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Certified Valuation Analyst, ist Professor für Accounting und Finance an der Fachhochschule Erfurt. Den Schwerpunkt seiner Lehr- und Forschungstätigkeit bilden Bewertung und Management von Intellectual Property, Unternehmenstransaktionen sowie Unternehmensbewertung. Daneben berät er namhafte Unternehmen bei Fragen der Unternehmens- und Intellectual Property-Bewertung. Bis Juni 2006 war er Partner bei einer der "Big Four" Accounting Firms im Bereich Unternehmensbewertung.

Aktuelles

Mehr als die Hälfte des Unternehmenswertes entfällt durchschnittlich auf immaterielle Vermögenswerte. Im Rahmen der Bilanzierung hat die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung erneut die Überprüfung von Kaufpreisallokation und Werthaltigkeit von Vermögenswerten auf die Liste der Prüfungsschwerpunkte für 2012 genommen. Eine Vielzahl von Fehlerfeststellungen bezog sich in der Vergangenheit auf PPA und Goodwill. Zunehmende Bedeutung kommt den immateriellen Werten bei steuerlichen Gestaltungen sowie im Insolvenzfall zu. Darüber hinaus erfordern

Substanzwertermittlungen für erbschaftsteuerliche Zwecke die Bewertung originärer immaterieller Werte. Die Identifikation und Bewertung von immateriellen Werten erfordert spezifische Kenntnisse und stellt neue Anforderungen an Unternehmen und Berater. Die Seminarreihe "Valuation meets Accounting" will einen Beitrag zur notwendigen Verbindung von Bewertungs- und Bilanzierungs-Know How schaffen. Eignen Sie sich Expertise auf diesem herausfordernden Gebiet an.

ANMELDUNG PRAXISSEMINAR: VALUATION MEETS ACCOUNTING

Für das Praxisseminar: Bewertung von immateriellen Werten in Frankfurt melden wir folgende(n) Teilnehmer an:

Tag 1 (6. Dezember 2012)	Tag 2 (7. Dezember 2012)
Name / Vorname (Teilnehmer 1)	
Name / Vorname (Teilnehmer 2)	
Firma	
Postfach/Straße/Haus-Nr.	
PLZ/Ort	Telefon/Telefax
E-Mail	
Ort/Datum/Unterschrift	

Termin: 6. und 7. Dezember 2012 9:00 Uhr bis ca. 17:30 Uhr

Veranstaltungsort: INNSIDE by Melia, Herriotstr. 2, 60528 Frankfurt/Main, Tel.: +49 (0)69/677 32-0, Fax: +49 (0)69/677 32-222

Teilnahmegebühr: € 495 (zzgl. MwSt.) pro Person/Tag. Für Mitglieder des IACVA e.V. € 395 (zzgl. MwSt.) pro Person/Tag. Enthalten sind Veranstaltungsunterlagen, Kaffeepausen, Mittagessen und Erfrischungsgetränke.

Schriftliche Anmeldungen an IACVA GmbH, Schweinfurter Weg 58a, 60599 Frankfurt am Main, Telefon: +49 (0)69/70798735, Fax: +49 (0)69/70798734,

Zimmerbuchungen nehmen Sie bitte als Selbstzahler unter dem Stichwort "IACVA" vor (Preis € 139 pro Zimmer/Tag inkl. Frühstücksbuffet). Diese Sonderkonditionen sind i.d.R. bis 4 Wochen vor Veranstaltungsbeginn gültig.

Rücktritt: Bei Rücktritt bis 4 Wochen vor Veranstaltungsbeginn fallen € 50 Bearbeitungsgebühr an. Bei Rücktritt bis 2 Wochen vor Veranstaltungsbeginn fallen € 120 Bearbeitungsgebühr an. Nach Ablauf dieser Frist wird der volle Betrag (ohne MwSt.) fällig. Ersatzteilnehmer sind willkommen. Wird die Veranstaltung storniert, werden bereits gezahlte Teilnahmegebühren rückerstattet. Weitere Ansprüche bestehen nicht. Nach Eingang Ihrer Anmeldung erhalten Sie umgehend eine Teilnahmebestätigung. Die Rechnung ist bitte bis 2 Wochen vor Veranstaltungsbeginn zu begleichen.





Die IACVA gratuliert folgenden Bewertungsprofessionals zum bestandenen Examen zum Certified Valuation Analyst (CVA)

Sebastian Broß Diplom-Betriebswirt (FH) KANZLEI NICKERT

Tätigkeitsgebiet:
Betriebswirtschaftliche Beratung
im KMU-Bereich, insbesondere:
Unternehmensplanung,
Unternehmensbewertung, externe
Controllingtätigkeiten



Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um meine Kenntnisse im Bereich der Unternehmensbewertung erweitern und festigen zu können. Durch die vielen Austauschmöglichkeiten mit anderen Bewertungsprofessionals sowie durch die gegebenen Möglichkeiten im Bereich der kontinuierlichen Weiterbildung bietet die IACVA hierfür eine optimale Plattform. Durch das vorhandene Netzwerk erhoffe ich mir u.a. die Erlangung von weiterem Fachwissen, insbesondere zu Spezialthemen im Bereich der Unternehmensbewertung von KMU und bei der Bewertung von Unternehmen in Krisensituationen.

Michael Dorfmüller Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Diplom-Kaufmann Kanzlei Michael Dorfmüller

Tätigkeitsgebiet: Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Nachfolgeberatung

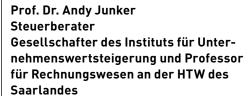


Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um meine Mandanten im Bereich der Unternehmensbewertung professioneller beraten zu können. Im Rahmen der Nachfolgeberatung gehört die Erstellung von steuerlichen Bewertungen und ergänzend dazu von betriebswirtschaftlicher Bewertung immer mehr zum unverzichtbaren Standard. Die IACVA ist hierbei die einzige Organisation, die hierfür qualifizierte Weiterbildung anbietet.

Henning Heuser Diplom-Wirtschaftsingenieur, CEFA Senior Manager Rölfs RP Corporate Finance GmbH

Tätigkeitsgebiet: Corporate Finance Beratung, M&A

Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um meine vorhandenen Kenntnisse im Bereich der Unternehmensbewertung praxisorientiert und fundiert zu erweitern.





Tätigkeitsgebiet:

Integrierte Planungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, z.B. für Insolvenzverwalter Unternehmenswertindikationen

Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um meine fachlichen Kenntnisse im Bereich Unternehmensbewertung zu vertiefen. Die Schulung war super interessant und ich habe eine Menge neuer Kollegen kennengelernt.

Jan Koch Bachelor of Arts EnBW Regional AG

Tätigkeitsgebiet:

Zentralcontrolling; Insbesondere Bewertung von Energieversorgungsnetzen, Erstellung von Business Cases für neu zu gründende regionale Energieversorger



Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um meine bereits vorhandenen Kenntnisse im Bereich der Unternehmensbewertung gezielt zu vertiefen sowie einen praxisnahen, international anerkannten Qualifizierungsnachweis auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung zu erhalten. Daneben bietet die IACVA eine Plattform, sich über aktuelle Entwicklungen in der Unternehmensbewertung zu informieren und auszutauschen.

Henning Lau Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Diplom-Betriebswirt (BA) WTG Wirtschaftstreuhand Dr. Grüber GmbH & Co. KG



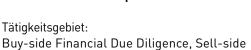
Tätigkeitsgebiet:

Jahres- und Konzernabschlussprüfung, Erstellung von Jahresabschlüssen, Unternehmensbewertung, steuerliche und betriebswirtschaftliche Beratung, steuerliche Gestaltungsberatung/Umstrukturierungen

Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um mein Bewertungswissen umfassend und aktuell zu vertiefen. Darüber hinaus wollte ich durch die Teilnahme am CVA-Examen

einen unabhängigen und international anerkannten Nachweis über meine Kenntnisse erwerben. Ich gehe davon aus, von dem erworbenen Wissen und den zur Verfügung gestellten Unterlagen auch zukünftig im Rahmen der praktischen Tätigkeit zu profitieren, sowie das vorhandene Wissen im Netzwerkaustausch aktuell zu halten und stetig zu erweitern.

Martin A. Lettinger Senior Consultant, Financial Services, Deal Services, PricewaterhouseCoopers



Advisory, Carve-Out Transaktionen, Abwicklung von Banken /

Bad Banks, Bewertung und Analyse von Kreditportfolien, risikoorientierte Analyse von Treasury und Funding von Banken, Restrukturierung von Projektfinanzierungen, IFRS 9 Fragestellungen

Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, weil ich mein Wissen im Bereich der Unternehmensbewertung vertiefen und verbreiten wollte und der CVA, als eine in den USA anerkannte Zertifizierung, genau auf dieses Thema ausgerichtet ist.

Dr. Hans Lieck Wirtschaftsprüfer, Steuerberater Mitglied der Prüfstelle Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung DPR e.V.

Tätigkeitsgebiet:

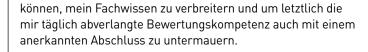
Analyse und Prüfung der Finanzberichterstattung kapitalmarktorientierter Unternehmen, Bewertung von Geschäftsbereichen und Unternehmen sowie von immateriellen und materiellen Vermögenswerten

Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um mein Fachwissen auf dem Gebiet der Bewertung von Unternehmen, Anteilen an Unternehmen und immateriellen Vermögenswerten zu vertiefen und um das CVA-Netzwerk zum Erfahrungsaustausch mit anderen Bewertungsprofessionals zu nutzen.

Philipp Lutz Diplom-Wirtschaftsjurist (Univ.) EnBW Erneuerbare Energien GmbH

Tätigkeitsgebiet: Manager Geschäftsfeldcontrolling Wind Offshore

Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um bereichernde Kontakte zu anderen Bewertungsexperten/innen knüpfen zu



Robert Schmidt Diplom-Volkswirt FORENSIKA VALUE Corporate Finance GmbH

Tätigkeitsgebiet: Corporate Finance-Beratung mit den Schwerpunkten Unternehmensbewertung

Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um mein Know-how im Bereich der Unternehmensbewertung aufzufrischen, bestimmte Themen gezielt zu vertiefen und einen anerkannten Qualifikationsnachweis als Bewerter zu erlangen. Ich freue mich auf interessante Veranstaltungen des IACVA und einen regen Erfahrungsaustausch.

Thomas Wember Wirtschaftsprüfer, Steuerberater Diplom-Kaufmann Husemann & Partner GbR

Tätigkeitsgebiet:

Unternehmensbewertungen, Due Diligence, Jahres- und Konzernabschlussprüfungen, Steuerberatung von Unternehmen, E-Bilanz, Internationales

Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um mein Wissen für anstehende Unternehmensbewertungen zu vertiefen und zu erweitern, einem professionellen Netzwerk beizutreten, hieraus Nutzen ziehen zu können und meinen Mandanten gegenüber die spezielle Kompetenz in der Unternehmensbewertung durch einen im Außenverhältnis belegbaren Titel zu dokumentieren.

Patrick Weng Diplom-Wirtschaftsjurist (FH) Senior Consultant FAS AG

Tätigkeitsgebiet: Valuation Services, Finance Consulting

Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, weil dies eine hervorragende Gelegenheit war, mein Fachwissen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung zu vertiefen und praxisrelevante Fragestellungen sowie methodische Vorgehensweisen der Bewertung mit erfahrenen Bewertungsprofessionals zu diskutieren und zu lösen. Darüber hinaus ermöglicht die Mitgliedschaft in der IACVA den fachlichen Austausch über aktuelle Entwicklungen und Standards im Rahmen der Unternehmensbewertung.







BewertungsPraktiker Nr. 3/2012

Persönlich – Mitglieder des IACVA e. V. stellen sich vor



Allgemeine Angaben:

Name:

Helmut H. A. Beck

Jahrgang:

1966

Familienstand:

verheiratet, zwei Kinder

Beruf:

Wirtschaftsprüfer

Firma:

PKF Issing Faulhaber Wozar Altenbeck GmbH & Co. KG

Funktion in der Firma:

Managing Partner

Beruflicher Werdegang (Ausbildung, Berufsstationen, etc.):

- Seit 2005: PKF Issing
- 2010 CVA, 1998 Wirtschaftsprüfer
- 2000-2005: Ernst & Young AG
- 1993-2000: KPMG AG
- 1988-1993: Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Mannheim

Erklären Sie in einem Satz, was Ihr Unternehmen tut!

Als eines der führenden Beratungsunternehmen in der Region Nordbayern unterstützen wir überwiegend mittelständische Unternehmen bei ihren nationalen und internationalen Geschäftsaktivitäten durch einen ganzheitlichen, partnerschaftlichen Beratungsansatz, der je nach Bedarf durch vielfältiges Spezialwissen bspw. einer Unternehmensbewertung oder Due Diligence ergänzt werden kann.

Wann und wie beginnen Sie morgens mit der Arbeit?

I.d.R. gegen acht Uhr mit dem Lesen von E-Mails und der Tagesplanung.

Seit wann bewerten Sie Unternehmen und was war der erste Anlass?

Begleitung eines Unternehmensverkaufs im Rahmen einer Umstrukturierung 1998.

Welche Bewertungsmethode wenden Sie am häufigsten an?

Ertragswert-, DCF- und Multiplikatorenverfahren, je nach Fragestellung des Mandanten.

Was ist Ihr Lieblingsbuch auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung?

Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, McKinsey.

Was ist das Schönste an Ihrer Arbeit?

Mandanten mit kreativen Lösungen bei komplexen Problemen zu überzeugen und die Unternehmer bei der erfolgreichen Umsetzung zu begleiten.

Worauf sind Sie persönlich stolz?

Mandate, die ich schon seit mehr als 10 Jahren berate.

Wie und wo tanken Sie Energie?

In der Familie und beim Sport.

Warum sind Sie Mitglied beim IACVA e.V.?

Der IACVA bietet für mich die besten Seminare auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung und stellt eine sehr gute Plattform zum Erfahrungsaustausch unter Bewertern dar. Ich begrüße es, dass mit IACVA ein internationales Forum zwischen Praktikern und Theoretikern geschaffen wurde.

6. JAHRESKONFERENZ DER IACVA FÜR BEWERTUNGSPROFESSIONALS

29. November - 30. November 2012 Swissôtel Düsseldorf/Neuss

Frühbucherpreis bis 15. Oktober 2012

KERNINHALTE

- Keynote Vorträge
- 26 Workshops
- Branchenfokus, KMU-Fokus, Immobilienfokus, Rechtliche Aspekte u.v.m.
- Sektempfang, Networking Dinner & Special Event

KEYNOTE

- Prof. Aswath Damodaran, Ph.D., MBA, Stern School of Business at New York University Dark Side of Valuation: A Jedi Guide to Valuing "Difficult to Value" Companies
- Prof. Stephen H. Penman, Graduate School of Business at Columbia University **Accounting For Value: Protection from Paying Too Much for Growth**
- Prof. Dr. Dres. h. c. Hans-Werner Sinn, ifo Institut, Universität München Die Entwicklung der Weltwirtschaft und die Situation in Deutschland und Europa

THEMEN:

- Aktienrechtliche Strukturmaßnahmen und Unternehmensbewertung
- Aktuelles zur steuerlichen Bewertung von Immobilien
- Best Practice in der Immobilienbewertung
- Betafaktor: Parameterbestimmung und Gütebeurteilung
- Bewertung börsennotierter Immobiliengesellschaften
- Bewertung insolventer Unternehmen
- Bewertungen in Restrukturierungssituationen
- Bewertungsansätze für Versicherungen unter Solvency II
- Bewertung von Energieversorgungsunternehmen
- Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen
- Bewertung von Maschinenbauunternehmen
- Bewertung von Personengesellschaften: Der typisierte Einkommensteuersatz in Abfindungsfällen nach § 738 BGB
- Die Lizenzpreisanalogie als Methode zur Bewertung von immateriellen Vermögenswerten Aktuelle Entwicklungen und Diskussion

- Grundlegende Fragen bei aktienrechtlichen Bewertungen im Spruchverfahren
- Immobilienbewertungen durch Wirtschaftsprüfer
- Inflation, Rechnungslegung und Unternehmenswert
- Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung
- Kompatibilität von Fremdkapital- und Eigenkapital-
- Leverage Buy Out (LBO)-Analyse und -Bewertung
- Plausibilisierung der Unternehmensplanung
- Risiko und Kapitalkosten bei der Bewertung von KMU durch Wirtschaftsprüfer
- Transaktionsmultiples im europäischen Vergleich
- Typische Fehler bei der Kaufpreisallokation
- Unternehmensanalyse von Informations- und Telekommunikationstechnologie-Unternehmen
- Unternehmensbewertung mit Risikoanalyse statt Aktienrenditen: ein Fallbeispiel
- Zur Bewertung ertrags- und liquiditätsschwacher Unternehmen

WEITERE REFERENTEN:

Prof. Dr. Christian Aders, CVA, CEFA, Duff & Phelps

Dr. Ewald Aschauer, Wirtschaftsuniversität Wien

Birger Ehrenberg, MRICS, EIMA EXPERTS

Ingeborg Esser, WP, StB, GdW - Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen

Dr. Lars Franken, WP, CFA,

IVC Independent Valuation & Consulting

Dr. Werner Gleißner, FutureValue Group

MMag. Dr. Stefan Grbenic, StB, CVA, FH St. Pölten

Dr. Matthias Knabe, Ernst & Young

Prof. Dr. Leonhard Knoll, Universität Würzburg

Dr. Ingo Kraus, CFA, Aktuar DAV, ERGO Versicherungsgruppe

Dr. Tim Laas, WP, CFA, Houlihan Lokey

VRLG Georg Lauber, Landgericht Köln

Wilfried Mannek, Diplom-Finanzwirt, Oberamtsrat im Finanzministerium des Landes Nordrhein-Westfalen

Dr. Matthias Meitner, CFA, Aequitas

Prof. Dr. Ulrich Moser, WP, StB, CVA, FH Erfurt

Dr. Anke Nestler, ö.b.u.v. Sachverständige, CLP,

Frank Neumann, CIIA, CEFA, Bankhaus Lampe

Cornelius Nickert, RA, StB, CVA, KANZLEI NICKERT

Dr. Victor Purtscher, Deloitte

Santiago Ruiz de Vargas, WP, CVA, Noerr

Holger Schmidt, CEFA, CCrA, equinet Bank

Kerstin Schnabel, RAin, DLA Piper

Prof. Dr. Andreas Schüler,

Universität der Bundeswehr München

Dr. Jörn Schulte, WP, StB,

IVC Independent Valuation & Consulting

Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, CVA, HHL

Ulrich Trabert, CIIA, B. Metzler seel. Sohn & Co.

ANMELDUNG

Ja, ich melde mich für die Abendveranstaltung am 29. November 2012 ab 19:00 Uhr im Swissôtel Düsseldorf/Neuss an <i>(ohne Aufpreis)</i> .							
Name / Vorname (Teilnehmer 1)		Mitglied IACVA e.V.					
Name / Vorname (Teilnehmer 2)		Mitglied IACVA e.V.					
Name / Vorname (Teilnehmer 3)		Mitglied IACVA e.V.					
Firma							
Postfach/Straße/Haus-Nr.							
PLZ/Ort	Telefon/Telefax						
E-Mail							

Ja, ich möchte an der Veranstaltung am 29./30. November 2012 teilnehmen

Termin: 29./30. November 2012

Veranstaltungsort: Swissôtel Düsseldorf/Neuss. Rheinallee 1, 41460 Neuss

Teilnahmegebühr:

remainingeruni.

€ 745 bei Anneldung bis 15.10.2012, danach € 845 pro Person für Mitglieder des IACVA e.V.

€ 895 bei Anmeldung bis 15.10.2012, danach € 995 pro Person für Gäste

Die Teilnahmegebühren gelten jeweils zzgl. MwSt. Die Teilnahmegebühr enthält die Veranstaltungsunterlagen, Kaffeepausen, zwei Mittagessen, Tagungsgetränke sowie am 29.11.2012 das Networking Dinner mit Getränken.

Schriftliche Anmeldungen an IACVA GmbH, Schweinfurter Weg 58a, 60599 Frankfurt am Main. Telefon: +49 (0)69 / 70798735, Fax: +49 (0)69 / 70 798 734, E-Mail: info@iacva.de.

Zimmerbuchungen nehmen Sie bitte als Selbstzahler bis zum 12.10.2012 unter dem Stichwort "IACVA" direkt beim Swissôtel Düsseldorf/Neuss vor (Preis € 135 pro Zimmer/Nacht bei Einzelbelegung, € 160 pro Zimmer/Nacht be Doppelbelegung: inkl. Frühstücksbuffet).

poppeloeeegung; mix -runsiucksburieu; Telefon: +49 (0)2131/77 -1877, Pax: +49 (0)2131/77 -1366; E-Mail: reservations@swissotel-duesseldorf.de Für weitere Hotels rufen Sie uns bitte an: +49 (0)69/70 798735

edingungen: Bei schriftlicher Stornierung bis 26.10.2012 wird eine Bearbeitungsgebühr von € 50 p.P. und ab 27.10.2012 € 150 p.P. (Preise jeweils zzgl. MwSt.) berechnet. Bei fehlender schriftlicher Abmeldung oder Nichterscheinen wird die ganze Teilnahmegebühr (ohne MwSt.) fällig. Die Nennung eines Ersatzteilnehmers ist jederzeit möglich. Sollte ein Referent wegen höherer Gewalt, Krankheit, Unfall oder sonstigen, vom Referent oder Veranstalter nicht zu vertretenden Umständen, austallen, behält sich die IACVA GmbH unter Ausschluss jeglicher Schadensersatzpflichten vor, einen Ersatzreferenten zu stellen und das Programm entsprechend anzupassen. Generell behält sich der Veranstalter Programmänderungen aus dringen-dem Anlass vor, sofern der Gesamtcharakter der Veranstaltung gewahrt wird. Bei kurzfristigen Ausfällen besteht seitens des Veranstalters keine Ersatzpflicht. Veranstaltungselemente können aufgrund zu geringer Teilnehmerzahlen abgesagt oder verlegt werden. Wenn die Veranstaltung abgesagt werden muss, wird Ihnen die bereits entrichtete Teilnahmegebühr selbstverständlich zurückerstattet. Darüber hinausgehende Ansprüche sind ausgeschlossen. Für die Beschädigungen oder Verluste mitgebrachter Gegenstände haften wir nicht, es sei denn der Verlust oder die Beschädigung dieser Gegenstände ist auf grobe Fahrlässigkeit unsererseits zurückzuführen. In gleicher Weise ist die Haftung für Personenschäden ausgeschlossen. Daten: Die uns mitgeteilten Daten werden mittels elektronischer Datenverarbeitung unter Beachtung des Datenschutzgesetzes gespeichert. Wir informieren Sie zukünftig über unsere Produkte und Dienstleistungen, soweit von Ihnen nichts anderes angegeben wird. Der Widerruf Ihrer Einwilligung ist jederzeit entweder schriftlich oder mündlich möglich.

Workshop-Anmeldung (parallele Veranstaltungen): Früh zur Jahreskonferenz anmelden lohnt sich! Sie können Ihre Workshops nach der Anmeldung auswählen. Die Platzvergabe erfolgt in der Reihenfolge der Anmeldungen. Selbstverständlich ist es möglich, Ihre Auswahl vor Ort bei Verfügbarkeit noch zu ändern



Ort/Datum/Unterschrift

