»BWP1294554

Berichterstattung über die 12. Jahreskonferenz der EACVA am 22. und 23.11.2018 in Düsseldorf/Neuss

Rund 350 Bewertungsprofessionals besuchten die 12. Jahreskonferenz der EACVA, die am 22. und 23.11.2018 in Neuss stattfand. Ihnen standen vier Keynote Vorträge und 24 Sessions rund um das Thema Unternehmensbewertung zur Auswahl.

Besonderes Highlight der Konferenz waren eine Vielzahl von Vorträgen zu Themen der steuerlichen Unternehmensbewertung. Bekannte Persönlichkeiten aus der Finanzverwaltung traten als Referenten auf und diskutierten aus ihrer Perspektive das Thema Unternehmensbewertung bei steuerlichen Anlässen mit Beratern. Auch den internationalen Gästen wurde ein abwechslungsreiches Programm geboten.

Die Eröffnungs-Keynote hielt *Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Ballwieser* zum Thema „Bewertung kleiner und mittlerer Familienunternehmen" und sprach u.a. darüber, dass Literatur und Praxis für kleine und mittlere Familienunternehmen oftmals ein Bewertungsproblem konstatieren. DCF-Kalküle und die CAPM-Verwendung werden angezweifelt und spezielle Abschläge vom Wert wegen fehlender Marktgängigkeit, geringer Größe und fehlender Diversifikation der Eigentümer, meist mit Verweis auf empirische Studien, propagiert.

Der Vortrag zeigte die Unschärfe einer Definition von Familienunternehmen und ihre höchst unterschiedliche Verschuldungsquote in Deutschland. Er gab recht, dass bei KMU oft Informationsmängel, personenabhängige Cashflows sowie gemischte Nutzungen von Vermögenswerten und Schulden bestehen, die den Bewerter herausfordern können, plädierte aber davon unabhängig für die Anwendung von Gesamtbewertungsverfahren, auch mit CAPM. Er belegt, dass die Verwendung von mit US-Daten gewonnenen Abschlägen wegen fehlender Marktgängigkeit und geringer Größe aufgrund massiver Datenmängel unangebracht ist. Auch läuft der Einwand gegen das CAPM wegen fehlender Diversifikation leer, weil die Ersatzlösung des Total Beta inkonsistent ist und auf einem Missverständnis über die Zinsfußfunktion beruht.

Die zweite Keynote des ersten Tages von *Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber* zum Thema „Behavioral Finance – Understanding Trading Behavior of Private Investors" beschäftigte sich intensiv mit dem Verhalten von Investoren.

Behavioral Finance ist ein Teilgebiet der Wirtschaftswissenschaften, welches teilweise irrationales Verhalten von Investoren an den Märkten unter psychologischen Gesichtspunkten zu erklären versucht. Irrational erscheint das Verhalten der Investoren, da es nicht den rigiden Verhaltensweisen entspricht, welche finanzwissenschaftliche Modelle voraussagen. Zentraler Punkt im verhaltenswissenschaftlichen Ansatz ist somit das tiefgehende Verständnis menschlichen Verhaltens, um Finanzmarkt-Phänomene zu verstehen.

Dabei stellt sich insb. für Praktiker die Frage, ob sie Investoren helfen wollen, ihr fehlerhaftes Verhalten zu überkommen oder ob sie das Fehlverhalten der Investoren zum eigenen Vorteil ausnutzen. Ein prominentes Fehlverhalten von Investoren ist z.B. der Dispositionseffekt – die Tendenz Gewinner-Aktien schnell zu verkaufen und an Verlust-Aktien festzuhalten. Dieses Verhalten hat sich in vielerlei Hinsicht als kostspielig

Abb. 1: Eröffnungskeynote von Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Ballwieser

herausgestellt. Wenn ein Praktiker dieses Verhaltensmuster kennt, kann er entweder dem Kunden helfen, dieses Verhalten zu überkommen oder es sich selbst zunutze machen. Z.B. kann ein Berater seinen Kunden anrufen, sobald eine Aktie im Gewinn handelt und den Kunden zum Verkauf der Gewinner-Aktie und zum Kauf einer neuen Aktie anspornen, um Gebühren einzustreichen. Ein Berater kann seinem Kunden aber auch helfen ein solches Handelsverhalten zu überkommen und ihn von unnötigem und kostspieligem Handeln abhalten – ganz nach dem Motto: „Gefahr erkannt, Gefahr gebannt."

Abb. 2: Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber

Der zweite Konferenztag startete mit einer Keynote von *Prof. Mauro Bini* von der Bocconi University, Mailand, mit dem Thema „Conditionality in Business Valuation". In seinem Vortrag ging *Bini* auf bedingte und unbedingte Erwartungswertschätzungen bei der Bewertung insb. von Start-ups und Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten ein. Die Closing Keynote hielt *Drew Stuart Dorweiler* zum Thema „Turning Trophies into Treasures – The valuation of sports franchises, brands and properties".
Im Folgenden werden Zusammenfassungen einiger *Fachvorträge* der 12. Bewerterkonferenz dargestellt:

Wolfgang Alberts / Karen Ferdinand, StB / Erwin Andreas Janssen / Dr. Dorit Weikert, CFA
Bewertungen im Rahmen von Funktionsverlagerungen
Insb. im Fokus einer möglichst sachgerechten Allokation multinational generierten Besteuerungssubstrats unterliegen Bewertungen im Rahmen grenzüberschreitender Restrukturierungen, damit auch Funktionsverlagerungen, vielfältigen multidisziplinären Herausforderungen. Die aktuell beobachtbare stark progressive Digitalisierung vieler Geschäftsmodelle erhöht die Anforderungen an Realisierung von Transparenz und Compliance insoweit nochmals deutlich.
Im Zusammenhang mit Funktionsverlagerungen durchzuführende Einzel- und Gesamtbewertungen werden zweifelsfrei durch die, teilweise dialektischen, lokalen Regelungen der jeweils beteiligten Staaten sowie einschlägigen internationalen Leitlinien, wie z.B. den OECD-Verrechnungspreisleitlinien, maßgeblich beeinflusst und bestimmt. Fragestellungen hinsichtlich des grundsätzlichen Vorliegens, des Umfangs und der Qualifizierung der Bewertungsobjekte sowie der Anwendbarkeit geeigneter fremdüblicher Verrechnungspreismethoden sind in diesem Kontext primär betriebswirtschaftlicher und steuerrechtlicher Natur. Bei den häufig mittels hypothetischem Fremdvergleich, jeweils aus Sicht der abgebenden und der aufnehmenden Unternehmen, unter Berücksichtigung tatsächlich bestehender Handlungsalternativen, zu bestimmenden Werten von Transferpaketen handelt es sich stets um einzelfallbezogene subjektive Entscheidungswerte, d.h. um Grenzpreise und keinesfalls um hypothetische oder objektivierte Werte. Dabei sind beidseitig alle Umstände und Tatsachen des konkreten Einzelfalls zu berücksichtigen, wobei sich diese nicht nur auf das Transferpaket an sich beziehen, sondern u.a. auch auf assoziierte fremdübliche Verrechnungspreissysteme vor und nach den jeweiligen Transaktionen.
Die Praxis zeigt, dass insb. intersubjektiv nachprüfbare konsistente und transparente Sachverhaltsdokumentationen

- der jeweils zu beurteilenden Geschäftsmodelle sowie
- etwaiger in Preisermittlungen implementierter Planungsprämissen und -parameter einschließlich Steuereffekte (Tax-Gross Up und Tax Amortisation Benefit),
- Ableitungen fremdüblicher Vergleichswerte,
- Wertschöpfungs-, Funktions- und Risikoanalysen,

idealerweise neben konsistenten individuellen Vertragsgestaltungen, nicht nur die meist signifikanten Risiken der Realisierung, sondern auch der Bewertung von Funktionsverlagerungen im Einzelfall deutlich minimieren.

Abb. 3: Vortrag „Bewertungen im Rahmen von Funktionsverlagerungen"

Ernest Breitschwerdt, CFA / Prof. Dr. Werner Gleißner
Insolvenzwahrscheinlichkeit – Zur Bestimmung von Rating und Ausfallwahrscheinlichkeit mit der Methodik von S&P Global Market Intelligence
Da Unternehmen nicht ewig existieren und die den Eigentümern zufließenden Erträge im Fall einer Insolvenz meist abbrechen, sind Insolvenzrisiken im Bewertungskalkül zu berücksichtigen. Ein bewährtes Maß für das Insolvenzrisiko ist die durch ein Kreditrating ausgedrückte Ausfallwahrscheinlichkeit.
Im Vortrag von *Breitschwerdt* und *Gleißner* wurde gezeigt, wie mit der primär quantitativ-basierten „Shadow Rating"-Methodik von S&P Global Market Intelligence schon mit wenigen Finanzkennzahlen Ausfallwahrscheinlichkeiten abgeleitet werden können. Zudem wurde erläutert, wie diese im Bewertungskalkül zu berücksichtigen sind, um Erwartungswerte von Erträgen – unter Beachtung möglicher Insolvenzszenarien – als Bewertungsgrundlage zu erhalten. Es wurde gezeigt, dass die Insolvenzwahrscheinlichkeit langfristig quasi wie eine negative Wachstumsrate wirkt.

Dr. Christian Büchelhofer, MBR, CFA
Market and Sector Returns for Cost of Capital – a DACH and European View

According to valuation principles, the cost of equity shall be future oriented and valuation date specific. Under the general assumption that costs of capital are comprised of a risk-free component and a risk premium, the risk-free rate is measurable at market rates whereas the risk premium for equity is generally not. As such, the Market Risk Premium (MRP) is – according to the Capital Asset Pricing Model (CAPM) – the difference between the empirically observable market return and the risk-free rate.

The ex-ante method (concept of implied cost of capital) offers an alternative to the ex-post approach of calculating the costs of capital by means of regression analysis through the CAPM. Thereby, the ex-ante method seeks future-oriented costs of capital which represent the return expectations of market participants. Thereby, it is supposed that the estimates of financial analysts reflect the expectations of the capital market. While historically determined MRP serve as an indicator for long-term return ranges, implied returns are date specific estimates and capture future oriented return expectations.

The 1st edition of the ValueTrust European Capital Market Study was presented in the session. The Study was powered by finexpert and Johannes-Kepler Universität Linz and released in October 2018 (available for download under www.value-trust.com). Covering the 31.12.2012 to 30.06.2018 period the Study covers the European capital market and offers insights on

- the risk-free rate, implied market risk premium and sector betas,
- implied as well as historical market and sector returns,
- an analysis of empirical (ex-post) cost of equity in the form of total shareholder returns,
- and an analysis of trading multiples.

The Study suggests that in the current low interest rate environment valuation practitioners need to carefully evaluate the validity of a time-invariant MRP before drawing any value conclusions. It is argued that the combined use of ex-ante and ex-post analyses allows the strengths of both approaches to be realized and mitigates the weaknesses of the approaches when applied solely.

Prof. Dr. Stefan Dierkes
Restwertermittlung mit objektivierter Ausschüttungsquote und persönlichen Steuern

Aufgrund der steuerlichen Begünstigung thesaurierter gegenüber ausgeschütteten Gewinnen wird der Ermittlung des Restwerts in einem Bewertungskalkül mit persönlichen Steuern häufig die Annahme einer objektivierten, exogen vorgegebenen Ausschüttungsquote zugrunde gelegt.

In diesem Vortrag wurde untersucht, wie der Restwert in diesem Fall bestimmt werden muss, wenn gleichzeitig von einer wertabhängigen Finanzierung ausgegangen wird. Hierbei zeigt sich, dass das in der Praxis verwendete Bewertungskalkül die durch die zusätzliche Thesaurierung ausgelösten Finanzierungseffekte nicht adäquat berücksichtigt. Eine Simulation des Bewertungsfehlers führt zu dem Ergebnis, dass der Wertbeitrag der gewinnorientierten Ausschüttung im Mittel um mehr als 25% überschätzt wird.

Abb. 4: Prof. Dr. Stefan Dierkes

Dr. Christoph Engel, CVA, CFA, FRM
Die Finanzierung von Start-up- und Wachstumsunternehmen – Transaktionsstrukturen, Bewertung und Kapitalstrukturmanagement

Start-up- und Wachstumsunternehmen sind durch einen hohen Kapitalbedarf, eingeschränkten Zugang zu Fremdkapitalfinanzierungen und geringe Finanzierungspotenziale aus operativen Cashflows gekennzeichnet. Die Finanzierung von Wachstumsunternehmen erfolgt zumeist durch strukturierte Eigenkapitalinstrumente in Form von Vorzugsaktien, die abhängig vom Fortschritt der Unternehmensentwicklung in mehreren Finanzierungsrunden an Investoren ausgegeben werden.

Die Finanzierungsinstrumente von Wachstumsunternehmen sind mit spezifischen Rechten ausgestattet und i.d.R. nicht an öffentlichen Märkten handelbar. Die Investoren sind dabei berechtigt an den Erlösen sog. Exit-Ereignisse, d.h. eines Börsengangs, einer Veräußerung wesentlicher Unternehmensanteile oder Vermögenswerte oder an einer Unternehmensliquidation zu partizipieren.

Die Verteilung der Exit-Erlöse auf die Finanzierungsinstrumente eines Wachstumsunternehmens ist durch einen Verteilungsmechanismus sowie durch Art und Zeitpunkt des von den Gesellschaftern bzw. vom Unternehmen geplanten Exits bestimmt.

Die unternehmensspezifischen Finanzierungsvolumina und Rechte der Finanzierungsinstrumente lassen es im Regelfall nicht zu, die erwarteten Zahlungen als Punktwert zu bestimmen und risiko-adäquate Diskontierungszinssätze aus einer Referenzgruppe von Instrumenten mit vergleichbarer Ausgestaltung abzuleiten.

In der Bewertungspraxis haben sich daher aus der Optionspreistheorie abgeleitete Bewertungsmethoden etabliert, die aus der statistischen Verteilung zukünftiger Exit-Erlöse die erwarteten Zahlungen einer Finanzierung entsprechend des Verteilungsmechanismus ableiten und die Diskontierung mit risiko-adäquaten Diskontierungszinssätzen ermöglichen.

Im Rahmen des Vortrags wurden die vom American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) vorgestellten Bewertungsmethoden CVM, PWERM, OPM zur Bewertung exit-basierter Eigenkapitalfinanzierungen vorgestellt und deren Besonderheiten bei der transaktionsorientierten Bewertung der Finanzierungsinstrumente von Wachstumsunternehmen diskutiert.

Dr. Lars Franken, WP, CFA
Unternehmensbewertung im Jahr 2030 – Small Humans and Big Data

Der Vortrag beleuchtete zunächst die aktuellen digitalen Trends: Internet of Things, Big Data, Augmented Reality, Virtual Reality, 3D-Druck, Block Chain/Bit Coin, Künstliche Intelligenz, Robotik, Biotechnologie und Nanotechnologie. Diese wurden auf ihr Potenzial untersucht, wie sie die Bewertungsobjekte und den Bewertungsprozess als solchen verändern werden.

Im Hauptteil des Vortrags wurden dann die Auswirkungen der Digitalisierung auf die Unternehmen sowie auf den Bewertungsprozess, die Bewertungstechnik aber auch auf die Kompetenzanforderungen an die Bewerter untersucht.

Dabei zeigte sich, dass derzeit für das Konzept der Unternehmensbewertung keine wesentlichen Veränderungen erwartet werden, aber sich Verschiebungen in den Schwerpunkten der Tätigkeit und der Berichterstattung des Bewerters ergeben werden. Dies wird insb. in den nachfolgenden Feldern erwartet:

- Mehr Planungsplausibilisierung z.B. durch Big Data,
- Analyse der Auswirkungen der Digitalisierung wird eigenes Plausibilisierungsfeld,
- Monte-Carlo-Simulationen werden deutlich an Bedeutung gewinnen,
- Analysen und Berichterstattung über die Ableitung der ewigen Rente werden umfangreicher,
- Die CAPM gestützte Ableitung der Kapitalkosten wird durch weitere Verfahren ergänzt,
- Mehr Gewicht für alternative Bewertungsverfahren.

Den Abschluss und die Zusammenfassung des Vortrags bildeten folgende übergreifende Thesen:

- Volatilität der Unternehmen wird steigen,
- Planungsplausibilisierung wird umfassender,
- Methodenvielfalt wird zunehmen,
- Relevanz qualitativer Faktoren steigt,
- Data Science wird das neue Excel,
- Big-Data-Analysen werden tägliches Werkzeug,
- Künstliche Intelligenz wird Basistechnologie,
- Umfassende Automatisierung der Bewertung,
- Erfahrener Bewerter (m/w/d) bringt weiter Mehrwert.

Prof. Dr. Werner Gleißner / Susann Ihlau, WP, StB
Fallstudie zur Strategiebewertung

Ein zunehmend wichtigeres Anwendungsfeld für Unternehmensbewertungs-Know-how ist die Strategiebewertung. Ziel der Strategiebewertung ist es verschiedene strategische Handlungsoptionen im Hinblick auf ihre Auswirkung auf den Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab zu beurteilen. Dies erfordert simulationsbasierte Bewertungsverfahren, die die Implikationen von Strategieveränderungen auf (1) Erwartungswert der Erträge und (2) Kapitalkosten erfassen. Im Fallbeispiel einer strategischen „Make-or-buy-Entscheidung" (mögliche Akquisition eines Target-Unternehmens) wurde schrittweise der Ablauf einer Strategiebewertung gezeigt und die nötige Bewertungsmethode erläutert. So wurde z.B. gezeigt, wie Ergebnisse aus Risikoanalyse und Monte-Carlo-Simulation (Ertragsrisiko) in einen risikogerechten Diskontierungszinssatz (Kapitalkostensatz) umgerechnet werden können.

Abb. 5: Prof. Dr. Werner Gleißner

Axel Hanses / Dr. Jörn Schulte, WP, StB, CVA
Übertragbare Ertragskraft – Akzeptanz in der Praxis

Bei der Unternehmensbewertung ist die dem Bewertungsobjekt innewohnende und übertragbare Ertragskraft zugrunde zu legen. Im Rahmen von Transaktionen kann die zu bewertende Ertragskraft davon abhängig sein, ob das verantwortliche Management und/oder die Gesellschafter im zu bewertenden Unternehmen auch künftig tätig sein werden und ob grds. übertragbare Erfolgspotenziale auch tatsächlich übertragen werden. Im Rahmen von Bewertungen für steuerliche Zwecke (Ertragsteuer, Außensteuer, Erbschaftsteuer, Schenkungsteuer) kann die Fiktion eines Management- oder Eigentümerwechsels erforderlich sein. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht steht der Bewerter vor der Herausforderung, das Bewertungsobjekt einzelfall- und anlassbezogen abzugrenzen. Diese Notwendigkeit ist im IDW S 1 i.d.F. 2008 als „altbekanntes Problem" adressiert. Praxishinweise und Kommentierungen geben Guidance, praktische Umsetzungsherausforderungen bleiben – nicht nur für KMU.

Aus Unternehmens- und Beratersicht wird das Konzept der übertragbaren Ertragskraft von der Finanzverwaltung bislang kaum akzeptiert. Es ist bislang keine einheitliche Auslegung der Wertmaßstäbe „Gemeiner Wert", „Verkehrswert", „Teilwert" oder „Fremdvergleichspreis" erkennbar, zumindest erweist sich die Konkretisierung im Einzelfall als herausfordernd.

Aus Sicht der Finanzverwaltung wird das Thema übertragbare Ertragskraft von Unternehmen und Beratern – mitunter auf Basis zu pauschalisierender Überlegungen/Methoden – überstrapaziert. Zum einen, da in vielen Bewertungsfällen vom Bewertungszweck abstrahiert wird, d.h. es werden keinerlei Überlegungen über den tatsächlichen Verbleib des bisherigen Managements angestellt. Zum anderen, da neben der (temporären) Abschmelzung der übertragbaren Ertragskraft weitere, oftmals pauschalierte und damit vom CAPM losgelöste Adjustierungen des Kapitalisierungszinssatzes vorgenommen werden.

Katja Immes, RAin, StBin / Thomas R. Jorde, RA, StB, WP, FaStR
Bewertung für steuerliche Zwecke – Theorie und Wirklichkeit anhand von Praxisfällen

Wesentliches Ziel des Vortrags war es, den „Bewertern" die verfahrens- und beweistechnischen Fallstricke bei der Erstellung von Bewertungsgutachten für steuerliche Zwecke aufzuzeigen. Der Bewerter ist im Regelfall Partei und nicht sachverständiger Gutachter. Der Umfang der Aufgriffe für steuerliche Zwecke steigt und die Mandanten brauchen mehr Unterstützung.

Dies auch weil die steuerliche Wertermittlung von der Grundsystematik des „IDW S 1" abweichen kann.

Prof. Dr. Matthias Meitner, CFA
Sieben (mal mehr, mal weniger) große Problembereiche des Terminal Value – und wie man damit umgeht

Beim Terminal Value vertrauen heute immer noch viele Bewerter in vorgefertigte Ansätze, wie das Werttreiber- oder das Bradley/Jarrell-Modell, die mal mehr, mal weniger zum wirtschaftlichen Sachverhalt passen. Dabei ist der Terminal Value in erster Linie ein analytisches Thema. Die Frage nach dem operativ eingeschwungenen Zustand, in dem das Unternehmen sich sinnvollerweise „unendlich" befinden kann, ist elementar.

Im Vortrag wurden die typischen Probleme angesprochen, die man sich einholt, wenn man die bekannten Standardmodelle anwendet. Dazu gehören die Herausforderungen bei der Messung der Unternehmensperformance, fragwürdige Trennung der Unternehmensaktivität in zwei sich unterschiedlich entwickelnde Teile und das trügerische Vertrauen auf buchhalterische Größen in Zeiten schwindender Wertrelevanz der Rechnungslegung. Daneben wurden noch weitere kritische Themen diskutiert, die weniger mit den bekannten Modellen an sich, sondern vielmehr mit dem Umgang des Terminal Value per se zu tun haben – wie bspw. die ungerechtfertigte explizite Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten im Terminal Value und die häufig zu beobachtende Ungleichheit von Projektrenditen und Terminal-Value-Renditen.

Der Vortrag verdeutlichte, dass es in vielen Fällen sinnvoller ist, einfache Wachstumsmodelle anzuwenden (und diese mit viel fundament-analytischer Power zu kalibrieren) als die zukünftig angenommene Unternehmensrealität in ökonomisch nur bedingt passende Modelle zu pressen.

Abb. 6: Prof. Dr. Matthias Meitner

Dr. Irg Müller, WP, StB / Prof. Dr. Stefan Thiele
„Wer den Schaden hat …" – Die Bewertung von Schadensersatzansprüchen

Wird der Geschäftsbetrieb eines Unternehmens aufgrund einer unrechtmäßigen Einflussnahme durch Dritte beeinträchtigt, kann der Geschädigte eine Kompensation der eingetretenen Beeinträchtigung verlangen und gerichtlich mit einer Klage auf Schadensersatz einfordern. Gesetzlich ist der Schadensfall im BGB (§§ 249-254) definiert und ergibt sich demnach aus einem Delikt oder einer Vertragsverletzung. Als rechtlich normative Grundlage für die Erhebung des Schadenswerts dient der entstandene Anspruch auf den entgangenen Gewinn (§ 252 BGB). Grundlage der Schadenswertermittlung bildet die zivilrechtliche Differenzhypothese. Diese besagt, dass sich der entstandene Schaden aus dem Unterschied zwischen dem sog. „Ist-Zustand" und dem hypothetischen Zustand ergibt (sog. Differenzschaden). Der Ist-Zustand leitet sich aus der tatsächlichen wirtschaftlichen Lage ab. Er beschreibt somit die Situation, in der das schädigende Ereignis eingetreten ist. Unter Berücksichtigung der rechtlichen Besonderheiten sowie aller zur Verfügung stehenden Informationen wird ein Ertragswert ermittelt. Dabei basiert die Rechnung auf der tatsächlich eingetretenen bzw. zukünftig erwarteten Geschäftsentwicklung.

Der hypothetische Zustand hingegen beschreibt die Situation in der Annahme, der Schaden wäre nicht aufgetreten. Dabei sind Prämissen hinsichtlich des zum Zeitpunkt der Entstehung des Schadens unter normalen Umständen zu erwartenden Geschäftsverlaufs abzubilden. Die Berechnung erfolgt ggf. unter Zuhilfenahme von Szenario- und Sensitivitätsanalysen. Grds. liegt eine methodische Nähe der Schadensermittlung zur Unternehmensbewertung vor; allerdings sind auch zahlreiche Besonderheiten und Problemfelder zu beachten. Dazu zählen Abgrenzungsproblematiken, (un-)sachgemäße Einbeziehung von Vergangenheitsdaten, fehlender Gleichklang von Erträgen und Aufwendungen und die Berücksichtigung der zeitlichen Begrenzung der Schadenswirkung bzw. des Langzeitschadens.

Dr. Anke Nestler, CVA, CLP
Bewertung immaterieller Vermögenswerte in steuerlichen Bewertungsanlässen

Immaterielle Vermögenswerte spielen bei unterschiedlichen steuerlichen Bewertungsanlässen eine Rolle, insb. bei Transaktionen (Verteilung von Kaufpreisen beim Asset Deal und in manchen Fällen bei einem Share Deal), umwandlungsrelevanten Anlässen (z.B. Einbringung von IP), grenzüberschreitenden Anlässen (z.B. Verrechnungspreise, Funktionsverlagerung) sowie sonstigen Anlässen wie z.B. Abfindung mit Immaterialgütern statt mit Geld. In diesem Kontext spielen auch angemessene Lizenzen als Nutzenentgelt für Immaterialgüter eine wichtige Rolle.

Die besondere Schwierigkeit bei der Bewertung von immateriellen Vermögenswerten ist die Abgrenzung und Identifizierung des Bewertungsgegenstands und deren Wertrelevanz für ein Unternehmen. Die Bewertung von immateriellen Vermögenswerten ist nicht standardisiert, erfordert eine interdisziplinäre Analyse und ist ungleich komplexer als die Bewertung von Unternehmen. Separate wertrelevante Faktoren wie z.B. Laufzeit, rechtliche Risiken, wirtschaftliche Risiken und Trends sind zu berücksichtigen.

Santiago Ruiz de Vargas, WP, CVA
Wechselkursprognose in der rechtsgeprägten Unternehmensbewertung

In dem Vortrag wurde aufgezeigt, dass Wechselkursprognosen als „Baustein" einer ganzheitlichen Betrachtung der Unternehmensbewertung im internationalen Kontext zu betrachten sind. Im Rahmen rechtlich geprägter Unternehmensbewertungen sind die von der Rspr. entwickelten Grundsätze der Methodenauswahl zu beachten: Es sind sowohl Prognosemethoden als auch Bewertungsmethoden heranzuziehen, die in den „Wirtschaftswissenschaften anerkannt" und „in der Praxis gebräuchlich" sind. Die dementsprechend ausgewählten Methoden müssen für den Einzelfall „geeignet", „aussagekräftig" und „überprüfbar" sein sowie „methodensauber" umgesetzt werden. Zudem muss die ausgewählte Methode zur Wechselkursprognose die betriebswirtschaftlichen Konsistenzbedingungen in Bezug auf die

üblicherweise verwendeten kapitalwertbasierten Bewertungsverfahren (Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren) mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) einhalten (insb. Hypothese informationseffizienter Märkte und Annahme von Marktteilnehmern mit rationalen Erwartungen). Statt des nationalen CAPM ist zumindest das globale CAPM als einfachste Erweiterung des CAPM im internationalen Kontext zu verwenden und die dazu konsistente Methode zur Wechselkursprognose heranzuziehen.
Ruiz de Vargas zeigte auf, dass *allein* die CAPM-basierte risikoadjustierte Terminkursmethode konsistent zu den Annahmen des CAPM und der üblichen kapitalwertbasierten Bewertungsverfahren ist, während empirisch keine generell überlegene Prognosemethode festzustellen ist. Bei den bewertungsrelevanten längeren Prognosehorizonten von über einem Jahr kann aufgrund vernachlässigbarer Risikoprämien in vielen Fällen auf den einfachen Terminwechselkurs zurückgegriffen werden. Terminwechselkurse sind Kapitalmarktdaten („market-set-number") und berücksichtigen bei gegebener Informationseffizienz des Marktes und rationalen Erwartungen der Marktteilnehmer *sämtliche verfügbaren preisrelevanten* Informationen. Deshalb stellen Terminwechselkurse als Kapitalmarktdaten die „Marktprognose" der von den rationalen Marktteilnehmern erwarteten Kassawechselkurse für die jeweilige Planperiode dar und sind demnach bei rechtlich geprägten Bewertungsanlässen anderen Prognoseverfahren i.d.R. überlegen.

Abb. 7: Santiago Ruiz de Vargas

Prof. Dr. Felix Streitferdt
Der Werteinfluss von Insolvenzkosten – ein Manual für Unternehmensbewerter

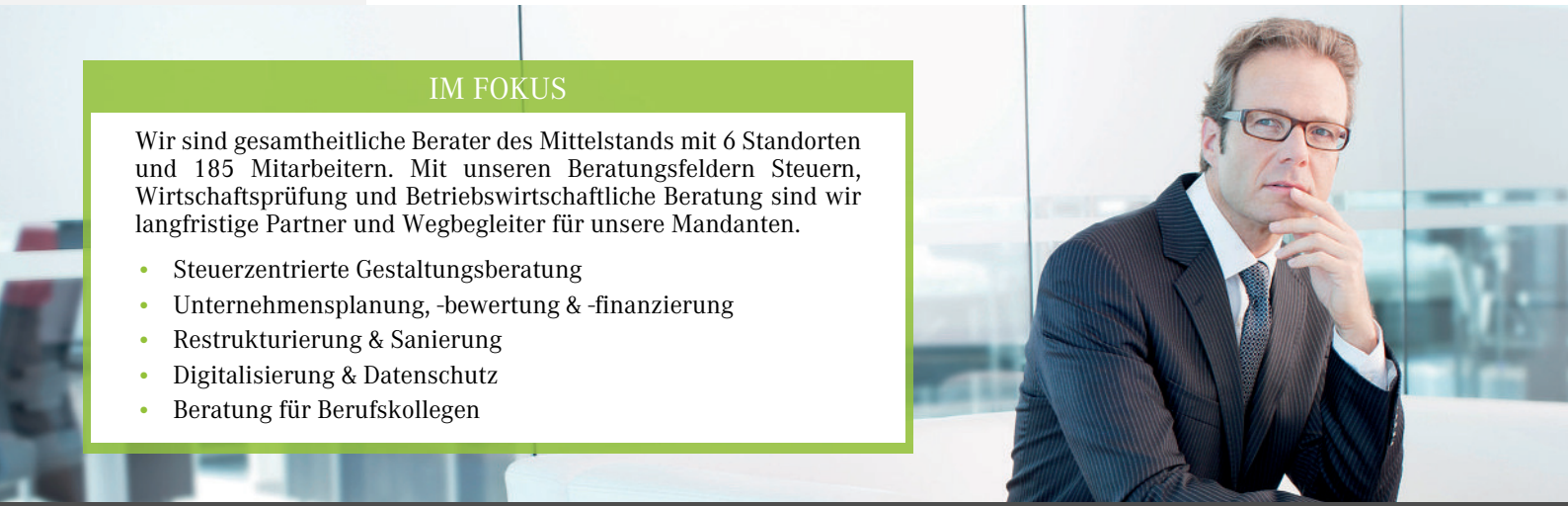
Insolvenzkosten werden bisher in Bewertungen vor allem deshalb nicht berücksichtigt, da sowohl deren Höhe als auch deren Risikoprofil für Bewerter kaum zu greifen ist. Um Insolvenzkosten in eine Bewertung zu integrieren, kann auf eine Monte-Carlo-Simulation der Unternehmenswerte vor Ausschüttung zurückgegriffen werden. Hierfür wird als zusätzliche Information nur die Schwankung der Unternehmenswerte und der Anteil der Insolvenzkosten am Unternehmenswert bei Insolvenz benötigt.
Es zeigt sich, dass bei nicht zu hoch verschuldeten Unternehmen mit atmender Finanzierungspolitik Insolvenzkosten vernachlässigbar sind. Bei autonomer Finanzierung oder hoch verschuldeten Unternehmen haben Insolvenzkosten hingegen einen erheblichen Einfluss auf den Unternehmenswert.

Martin Vosen
Überprüfung von Unternehmenswerten durch die Finanzverwaltung sowie Erfahrungen vor den Finanzgerichten

Der Vortrag beleuchtet die Herangehensweise der Finanzverwaltung bei der Überprüfung von Unternehmensbewertungen. Es wird deutlich, dass die Steuerverwaltungen in den letzten Jahren – insb. in NRW, aber auch in den anderen Bundesländern – in Sachen Know-how bei der Unternehmensbewertung deutlich aufgerüstet haben. Dies führt dazu, dass Gutachten und alle anderen Arten von Wertermittlungen durch Fachprüfer für Unternehmensbewertung detailliert geprüft werden können. Für diese Experten sind Begriffe wie Miles/Ezzell, Harris Pringel oder Heteroskedastizität keine Fremdworte, sondern tägliches Brot. Eine Überprüfung aller Bewertungs- und Planungsparameter durch die Finanzverwaltung ist auch uneingeschränkt zulässig; eine „Bindung" an Sachverständigengutachten besteht naturgemäß nicht, weil es sich regelmäßig um einen Parteivortrag handelt. In der nächsten Eskalationsstufe, also dem FG-Verfahren, haben die Finanzverwaltungen durchweg sehr gute Erfahrungen gemacht und sehr positive Erfolge erzielen

Steuerberatung
Wirtschaftsprüfung
Unternehmensberatung

dhmp.



dhmp GmbH & Co. KG | Wirtschaftsprüfungs- & Steuerberatungsgesellschaft | info@dhmp.de | www.dhmp.de
Baden-Baden | Karlsruhe | Philippsburg | Pforzheim | Mannheim

Abb. 8: EACVA Konferenz als Plattform für den Austausch innerhalb des Bewerter-Netzwerks

können. Dies wurde anhand verschiedener, anonymisierter Entscheidungen verdeutlicht. Dabei sind die Entscheidungen der FG durchweg nicht veröffentlicht, weil es sich um Einzelfallentscheidungen handelt. Auch kommt eine Revision regelmäßig nicht in Betracht, insb. weil der Schätzung des nachhaltigen Ergebnisses eines zu bewertenden Unternehmens oder der Ermittlung des Betafaktors eines Unternehmens keine Frage von grundsätzlicher Bedeutung beikommt. Damit ist das FG regelmäßig die erste und zugleich die letzte Instanz.

Dr. Jörg Wiese, MBR
Ausgewählte Aspekte der Bewertung von Versicherungsunternehmen

- Zur Bewertung von Versicherungsunternehmen existieren neben dem Ertragswertverfahren mit dem Market Consistent Embedded Value und dem Appraisal Value weitere Bewertungsansätze, die sich u.a. im Bewertungszweck, und -subjekt sowie in der Art der Risikoberücksichtigung voneinander unterscheiden.
- Bei der Ableitung des Betafaktors unterbleibt bei Versicherern aufgrund der oft niedrigen Verschuldungsgrade sowie Abgrenzungsproblemen bei der Net-Debt-Position regelmäßig ein Un- und Relevering des Betafaktors. Verwendet wird meist das levered Beta der Peers. Da jedoch davon auszugehen ist, dass die Kapitalausstattung das operative Risiko von Versicherern beeinflusst, erscheint bei gegebenem levered Beta der Peer Group eine bewertungstechnische Anpassung des Bewertungsobjekts an das Kapitalisierungsniveau der Peers als sachgerecht.
- Die nachhaltige Kapitalanlagerendite zur Prognose des Investment Result für den Terminal Value kann ausgehend von (i) einer Fortschreibung der Detailplanung, (ii) dem Ansatz des Stichtagszinses, (iii) Terminzinssätzen oder (iv) volkswirtschaftlichen Prognosen geschätzt werden. Bei den Verfahren (ii) bis (iv) ist zusätzlich ein Spread zu schätzen, was marktwertorientiert erfolgen sollte. Die Praxis geht uneinheitlich vor. Keines der Verfahren ist frei von Problemen.
- Unter idealisierten Annahmen (Vernachlässigung von Steuern, Wertadditivität etc.) hat die Asset Allocation grds. keinen Einfluss auf den Unternehmenswert. Veränderungen der Asset Allocation und/oder Umschichtungen innerhalb der Fremdkapitalposten verändern zwar den Cashflow des Unternehmens, dies wird jedoch durch Veränderungen des Betawerts gerade so kompensiert, dass der Unternehmenswert unverändert bleibt.
- Stille Reserven in Schadenrückstellungen oder eigengenutzten Immobilien sind grds. bereits als Bestandteil des Kapitalanlageergebnisses oder als ersparte Ausgaben im Ertragswert berücksichtigt. Diese stillen Reserven sind insoweit nicht als Sonderwert zusätzlich zum Ertragswert zu erfassen, um zur „vollen Entschädigung" zu gelangen.

Jeanette Witte, WP, StB
Schadensbewertung im Post-M&A-Streit

Jeanette Witte beschäftigte sich in ihrem Vortrag mit der Bewertung von Schadensersatzansprüchen aufgrund von Garantie- oder Aufklärungspflichtverletzungen bei einem Unternehmenskauf. Rechtlicher Rahmen für die Bewertung von Schadensersatzansprüchen ist die in § 249 Abs. 1 BGB kodifizierte Differenzhypothese. Danach ist das Vermögen des Geschädigten zu bewerten und mit der hypothetischen Vermögenslage zu vergleichen, welche ohne das schädigende Ereignis eingetreten wäre. Dies erfordert bei Post-M&A-Streitigkeiten regelmäßig eine doppelte Bewertung des erworbenen Unternehmens.

Zunächst wies sie auf die notwendige Unterscheidung von Kaufpreis und Unternehmenswert hin. Eine Gleichsetzung des gezahlten Kaufpreises mit dem (hypothetischen) Unternehmenswert kann zu unsachgerechten Ergebnissen führen. Betriebswirtschaftlich sinnvoll ist nur der Vergleich des gezahlten Kaufpreises mit einem hypothetischen Kaufpreis oder der Vergleich des hypothetischen Unternehmenswerts mit dem tatsächlichen Unternehmenswert. Ein hypothetischer Kaufpreis aber ist als hypothetisches Verhandlungsergebnis nicht intersubjektiv nachvollziehbar mittels anerkannter Methodik bestimmbar.

Jeanette Witte zeigte Fälle von Bilanzgarantieverletzungen auf, welche keinen Einfluss auf den Unternehmenswert haben. Die gelegentlich anzutreffende direkte Methode (einfache Bewertung des fehlenden Vermögens) bzw. der Gedanke der Bilanzauffüllung sollten daher nicht ohne weitere Prüfung für die Schadensschätzung verwendet werden.

Des Weiteren erläuterte die Referentin die Nachteile der in M&A-Transaktionen beliebten Multiplikatormethode für die Schadensschätzung. Bei der Multiplikatormethode werden unzählige unternehmenswertbeeinflussende Annahmen in zwei Faktoren, dem Multiplikator und dem erwarteten dauerhaften künftigen Unternehmensergebnis, verdichtet. Eine Fehlinformation kann Einfluss auf einen, beide oder keinen dieser Faktoren haben und auch die Höhe einer etwaigen Faktoranpassung kann sachverhaltsabhängig stark variieren. Etwaige Faktoranpassungen lassen sich aber üblicherweise nicht mittels anerkannter Methodik und intersubjektiv nachvollziehbar ableiten. Bei Anwendung eines gerichtlich und betriebswirtschaftlich anerkannten Bewertungsverfahrens (DCF- oder Ertragswertmethode) lässt sich demgegenüber der Einfluss einer Fehlinformation auf den Unternehmenswert intersubjektiv nachvollziehbar erklären.

Save the Date! Die 13. Jahreskonferenz der EACVA für alle Bewertungsprofessionals wird am 05.-06.12.2019 im Hotel Palace Berlin, u.a. mit Prof. Aswath Damodaran als Keynote Speaker, stattfinden.