



Winter 2014/2015

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen auch mit dieser zwölften Ausgabe unserer „Valuation News“ wieder aktuelle Themen der Unternehmensbewertung vorstellen zu können. Vorab möchten wir uns bei Ihnen, liebe Leserinnen und Leser, ganz herzlich für Ihr Interesse und Ihre Treue bedanken. Die ständig ansteigende Anzahl der Abonnenten und die Diskussionen mit Ihnen zu den vorgestellten Themen sind für uns Motivation und Bestätigung zugleich.

In dieser zwölften Ausgabe stellen wir zunächst ein sogenanntes Staff Paper des IFRS Interpretations Committee zur Fair-Value-Hierarchie im Rahmen des IFRS 13 vor. Dieses Positionspapier ermöglicht wichtige Schlussfolgerungen im Hinblick auf das Fair-Value-Verständnis in der internationalen Rechnungslegung. Im zweiten Artikel erläutern wir den Prüfungsumfang bei einer Gründungs- bzw. Kapitalerhöhungsprüfung. Durch die Rechtsprechung und die EU-Kapitalmarktrichtlinie hat sich der Umfang der Prüfung gegenüber dem Gesetzeswortlaut deutlich erweitert. Er umfasst den Ausgabebetrag einschließlich des aktienrechtlichen Agios. Anschließend befassen wir uns mit einem wichtigen Parameter bei der Ableitung der Kapitalkosten – dem Debt Beta. Wir zeigen, dass eine Nichtberücksichtigung des Debt Beta zu erheblichen Bewertungsfehlern führen kann. Abschließend fassen wir die Ergebnisse der in diesem Jahr zum neunten Mal durchgeführten Kapitalkostenstudie zusammen, die in diesem Jahr unter dem Motto „Risikoberücksichtigung – Risikoäquivalenz – Risikoteilung“ stand. Die Studie selbst finden Sie unter dem folgenden Link: <http://www.kpmg.de/kapitalkostenstudie2014>. Die Bedeutung der Studie für die Praxis spiegelt sich in der erneut hohen Teilnehmeranzahl wider: insgesamt haben 130 Unternehmen an der Studie teilgenommen, davon 22 der DAX-30-Unternehmen.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre und freuen uns über Ihr Feedback. Auch Anregungen, Themenvorschläge und weiterführende Diskussionen sind jederzeit willkommen. Gerne stehen wir darüber hinaus für Ihre individuellen Fragen zur Verfügung. Sie erreichen uns unter: de-valuation-news@kpmg.com

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Marc Castedello
Partner

Stefan Schöniger
Partner

Inhalt

Fair-Value-Hierarchie – Verwendung von Preisen Dritter

Seite 2

Prüfungsumfang bei einer Gründungsprüfung/Kapitalerhöhungsprüfung – auf das Agio kommt es an

Seite 4

Debt Beta – Risikoteilung zwischen Kapitalgebern?

Seite 7

Kapitalkostenstudie 2014: Risikoberücksichtigung, Risikoäquivalenz, Risikoteilung

Seite 11

Fair-Value-Hierarchie – Verwendung von Preisen Dritter

Am 16./17. September 2014 wurde anlässlich des Treffens des IFRS Interpretations Committee ein sogenanntes Staff Paper vorgelegt, welches sich mit der Frage beschäftigt, unter welchen Bedingungen Preise, die von Dritten zur Verfügung gestellt werden, als Level 1 –Inputfaktor im Sinne der Fair-Value-Hierarchie des IFRS 13 gelten. Vorausgegangen waren eine entsprechende Eingabe des DRSC sowie eine Diskussion innerhalb verschiedener Verbände der Kreditwirtschaft. Im Vordergrund stand dabei die Anwendung der Fair-Value-Hierarchie auf dem OTC-Markt gehandelter Finanzinstrumente wie Anleihen oder Schuldverschreibungen unter besonderer Würdigung der Verwendung sogenannter Konsensus-Preise. Das Staff Paper hat keinen Handlungsbedarf gesehen und auch das IFRIC hat sich dieser Sichtweise angeschlossen und den Punkt von der Agenda genommen. Das IFRIC hat lediglich eine sogenannte „tentative agenda decision“ getroffen, welche die Prinzipien der Fair-Value-Ableitung bezogen auf die Fair-Value-Hierarchie nochmals klarstellt.



Viele Finanzinstrumente werden nicht an Börsen, sondern ausschließlich over-the-counter (OTC) gehandelt. In diesen Fällen ist der OTC-Markt der Hauptmarkt, der zur Bestimmung des Fair Value zugrunde zu legen ist. Der OTC-Markt ist ein Händler-Markt, auf dem Broker ihre Angebotspreise stellen, ohne jedoch eine rechtliche Verpflichtung zu haben, auch tatsächlich zu diesen zu kontrahieren. Informationen über die Abschlüsse auf dem Markt sowie das Handelsvolumen sind nur eingeschränkt öffentlich verfügbar, sodass Auswertungen und Analysen über Abfragen notwendig sind, da sie nicht zentral über eine Börse zur Verfügung gestellt werden können. Dennoch kann der OTC-Markt nicht automatisch als aktiv im Sinne von IFRS 13 bezeichnet werden.

Diese Informationslücke wird durch sogenannte Preis-Service-Agenturen wie zum Beispiel Bloomberg oder Thomson Reuters geschlossen, die entweder Preisstellungen von Brokern oder Konsensus-Preise sowie berechnete Preise regelmäßig veröffentlichen. Dabei bezeichnen Konsensus-Preise den gewichteten durchschnittlichen Preis, basierend auf den gemeldeten Preisstellungen von unterschiedlichen Anbietern, und beinhalten daneben weitere Inputfaktoren, die von den Agenturen für relevant gehalten werden. Je nach angebotenen Konsensus-Preisen (z. B. Bloomberg Generic – BGN, Bloomberg CBBT oder R RICs von Thomson Reuters) können diese aufgrund unterschiedlicher Inputfaktoren und Herleitungsmethoden voneinander variieren. Bei sogenannten evaluated-Preisen werden direkt beobachtbare Preise mit modelltheoretischen Preisen in einem Modell miteinander kombiniert (z. B. Bloomberg Valuation – BVAL oder Reuters Evaluated Price). Letztlich steht sowohl hinter Konsensus- als auch berechneten Preisen ein vollumfänglich nur dem jeweiligen Anbieter bekannter Modellalgorithmus. Der auf dieser Basis vom Drittanbieter veröffentlichte Preis ist folglich kein tatsächlicher Ausübungspreis auf einem Markt, zu dem Marktteilnehmer eine Transaktion ausführen könnten.

Viele Unternehmen in der Kredit- und Versicherungswirtschaft, aber auch große Industrieunternehmen halten zahlreiche OTC-gehandelte Schuldverschreibungen, die regelmäßig im Konzernabschluss nach IFRS zum Fair Value zu bewerten sind. Sie bedienen sich dabei regelmäßig der Informationen, die von Dritten über Preise

zur Verfügung gestellt werden. Im Anhang sind diese Preise sowie die daraus resultierenden Fair Values gemäß der Fair-Value-Hierarchie des IFRS 13 als Level 1, 2 oder 3 einzuordnen. Entsprechend stellt sich die grundlegende Frage, ob solche Preisinformationen Dritter als Level-1-Inputfaktor qualifiziert werden können.

Hierzu haben sich auf Basis des Wortlauts des Standards zwei unterschiedliche Sichtweisen herausgebildet. Nach der Sichtweise A können die von Dritten angebotenen Preise nur dann als Level 1 angesehen werden, wenn die zur Verfügung gestellten Preise ausschließlich auf nicht angepassten Preisen auf aktiven Märkten beruhen (IFRS 13.76, IFRS 13.A). Sämtliche modellbasierten Preise – seien es Konsensus- oder berechnete Preise – können maximal als Level 2 oder 3 eingestuft werden, da sie angepasste Preise darstellen. Die Einstufung als Level 2 oder 3 hängt von der Wesentlichkeit der Anpassung und der Beobachtbarkeit anderer verwendeter Inputfaktoren ab. Damit kann ein Unternehmen von Dritten zur Verfügung gestellte Preise nicht ungeprüft für eine Level-1-Einstufung übernehmen, sondern muss sich im Prinzip davon überzeugen, dass die vom Dritten verwendeten Inputfaktoren ihrerseits als Level 1 einzustufen sind und keine Anpassungen vom Dritten vorgenommen wurden (IFRS 13.B45), wozu auch das Berechnungsmodell bekannt sein muss.

Die alternative Sichtweise B fokussiert vorrangig auf die Marktaktivität, da diese ein Maß dafür ist, wie sicher ein Exit-Preis zur Fair-Value-Ermittlung bestimmt werden kann. Solange die Marktaktivität nachweisbar hinreichend hoch ist, sind gewisse Anpassungen Dritter akzeptabel und stehen damit einer Einstufung als Level 1 nicht entgegen. Da bereits Berechnungen zulässigerweise erforderlich sind, um den Fair Value innerhalb der Bandbreite zwischen An- und Verkaufspreisen festzulegen und hierfür auch Marktkonventionen zulässig sind (IFRS 13.70 f.), kann umgekehrt geschlossen werden, dass nicht jede Anpassung bereits eine Level-1-Einstufung ausschließt. Auch sei es nicht einzusehen, warum die Verwendung von Preisen von einem einzigen Händler bei einer OTC-gehandelten Schuldverschreibung auf einem aktiven Markt zu einer Level-1-Einstufung führt, während die Verwendung von Konsensus-Preisen, die Preise einer möglichst großen Zahl von Händlern verwendet, dagegen maximal nur Level 2 sein soll. Solange in dem Konsensus-Preis überwiegend tatsächliche Preise aus ausführbaren Transaktionen Eingang gefunden haben und damit ein robustes Preismodell aufgestellt werden kann, kann nach der Sichtweise B insgesamt eine Level-1-Einstufung erfolgen.

Das vorgenannte Staff Paper sowie die „tentative decision“ des IFRIC schließen sich klar der Meinung A an. Sie sehen keinen weiteren Klärungsbedarf, da sich die Auffassung A bereits unmittelbar aus dem Wortlaut des Standards ergäbe, auch wenn derzeit weitere Diskussionen in Fachkreisen stattfinden. Aufgrund der Verwendung unterschiedlicher Inputparameter in den Modellen der Anbieter, kommt der Nutzer nicht umhin, sich Klarheit über die Art der verwendeten Parameter zu verschaffen. So können in derartigen Modellen nicht nur tatsächliche Transaktionspreise, sondern auch unverbindliche Angebots- und Nachfragepreise oder sogar rein indikative Preise Eingang finden, denen ein geringeres Gewicht beigemessen werden sollte als Transaktionspreisen. Da unterschiedliche Faktoren im Sinne der Fair-Value-Hierarchie in den Modellen Eingang finden, muss die gesamthafte Einschätzung des derart abgeleiteten Preises von der Einschätzung der Wesentlichkeit dieser Inputfaktoren abhängen. Sobald wesentliche Anpassungen auf Basis nicht beobachtbarer Faktoren vorgenommen werden, kann das Ergebnis nicht mehr als Level 1 qualifiziert werden. Die Liquidität eines Marktes ändert an dieser Überlegung entgegen der Auffassung B nichts.

Obwohl sich diese Sichtweise unmittelbar nur auf OTC-gehandelte Finanzinstrumente bezieht, werden die wesentlichen Aspekte der Umsetzung der Fair-Value-Hierarchie nochmals verdeutlicht. So setzt eine Level-1-Einstufung nicht

nur beobachtbare Informationen voraus, sondern die Verfügbarkeit tatsächlich ausgeführter oder ausführbarer Transaktionspreise auf einem aktiven Markt. Lediglich gerechnete oder geschätzte Preise sind – auch wenn sie jedem zugänglich sind – für eine Level-1-Klassifizierung somit nicht zulässig. Entsprechend können auch direkt oder indirekt beobachtbare Level-2-Inputfaktoren nur dann vorliegen, wenn sie am Markt beobachtbar sind und somit tatsächlich auf Marktdaten beruhen. Erwartungen und Meinungsäußerungen von Marktteilnehmern (wie z. B. Analystenschätzungen oder Branchenstudien) stellen somit keine Level-2-Inputfaktoren dar (vgl. hierzu auch IDW RS HFA 47, Einzelfragen zur Ermittlung des Fair Value nach IFRS 13, Tz. 81 – 85).

Prüfungsumfang bei einer Gründungsprüfung/ Kapitalerhöhungsprüfung – auf das Agio kommt es an

Im Rahmen einer Gründung oder einer Kapitalerhöhung durch Sacheinlage hat eine Wertprüfung durch einen sachverständigen Prüfer zu erfolgen. Durch die Rechtsprechung und die EU-Kapitalmarkttrichtlinie hat sich der Umfang der Prüfung gegenüber dem Gesetzeswortlaut deutlich erweitert. Er umfasst den Ausgabebetrag einschließlich des aktienrechtlichen Agios. Eine Wertdeckung des schuldrechtlichen Agios oder ein Mehrbetrag aus einem späteren Zeitwertansatz bei der Bilanzierung wird dagegen nicht bei einer Gründungsprüfung beziehungsweise Kapitalerhöhungsprüfung untersucht. Dies hat zur Folge, dass der Prüfungsumfang abhängig von der Ausgestaltung der Gründung beziehungsweise der Kapitalerhöhung ist.



Prüfung des Ausgabebetrags

Nach dem Gesetzeswortlaut ist bei einer Aktiengesellschaft bei einer Gründungsprüfung (§ 34 Abs. 1 Nr. 2 AktG) bzw. bei einer Kapitalerhöhungsprüfung (§ 183 Abs. 3 Satz 2 AktG i.V.m. § 34 Abs. 1 Nr. 2 AktG) lediglich zu prüfen, ob der Wert einer Sacheinlage den geringsten Ausgabebetrag der dafür zu gewährenden Aktien erreicht (Werthaltigkeitsprüfung).

Demgegenüber spricht sich die Rechtsprechung und die überwiegende Ansicht in der rechtswissenschaftlichen Literatur dafür aus, dass die Prüfung entgegen dem Gesetzeswortlaut auch die Wertdeckung eines etwaigen Agios zu umfassen hat. Dabei ist zwischen einem korporativen Agio im Sinne des § 9 Abs. 2 AktG (aktienrechtliches Aufgeld bzw. „Überpari-Emission“) und einer rein schuldrechtlich vereinbarten Zuzahlung zu unterscheiden. Unter einem korporativen Agio ist die Ausgabe neuer Aktien zu einem über dem geringsten Ausgabebetrag liegenden höheren Ausgabebetrag zu verstehen. Bei einem schuldrechtlichen Agio erfolgt die Aktienausgabe hingegen zum geringsten Ausgabebetrag (im Sinne des auf die einzelne Aktie entfallenden rechnerischen Anteils am Grundkapital), und die Zuzahlung wird lediglich auf schuldrechtlicher Basis vereinbart. Während das korporative Agio nach § 9 Abs. 2 AktG als Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB in der Bilanz zu passivieren ist, wird das rein schuldrechtliche Agio als Kapitalrücklage im Sinne des § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB bilanziert.

Trotz des eindeutigen Gesetzeswortlauts hat der sachverständige Prüfer gemäß der vorgenannten Rechtsprechung und rechtswissenschaftlichen Literatur seine Prüfung über den geringsten Ausgabebetrag hinaus auch darauf zu erstrecken, ob der Wert der Sacheinlage ein ggf. festgesetztes korporatives Agio im Sinne des § 9 Abs. 2 AktG umfasst. Dies wird in der rechtswissenschaftlichen Literatur in der Regel mit einem Verweis auf die europäische Kapitalmarktrichtlinie (Richtlinie 2012/30/EU) begründet, die in Art. 10 Abs. 2 verlangt, dass der Wert der Sacheinlage nach den Ergebnissen der sachverständigen Prüfung nicht nur dem geringsten Ausgabebetrag, sondern auch einem ggf. festgesetzten Mehrbetrag entspricht. Der Umfang der nach § 34 Abs. 1 Nr. 2 AktG vorzunehmenden Prüfung ist daher richtlinienkonform auf die Frage auszudehnen, ob der Wert der Sacheinlage nicht nur den geringsten Ausgabebetrag der dafür zu gewährenden Aktien, sondern auch ein darüber hinaus ggf. festgesetztes korporatives Agio erreicht. Der BGH hat sich mit Urteil vom 6. Dezember 2011 (II ZR 149/10) dieser Sichtweise ausdrücklich angeschlossen.

Eine Ausdehnung auf ein schuldrechtliches Agio wird in der rechtswissenschaftlichen Literatur abgelehnt. Die Vorschriften über die Sacheinlageprüfung beabsichtigen die Sicherung der realen Kapitalaufbringung zu Zwecken des Gläubigerschutzes; sie können sich demzufolge nur auf solche Kapitalaufbringungsmaßnahmen beziehen, die dem Ziel des Gläubigerschutzes unterstellt sind. Dem Gläubigerschutz dienen das gezeichnete Kapital (§ 272 Abs. 1 Satz 1 HGB) sowie die Ausschüttungssperre gemäß § 150 AktG für Kapitalrücklagen nach § 272 Abs. 2 Nr. 1 bis 3 HGB. Das schuldrechtliche (und über § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB bilanzierte) Agio unterliegt hingegen keiner Ausschüttungssperre.

Die erläuterte Ausdehnung des Prüfungsumfangs, auch auf das korporative Agio, gilt nach dem eindeutigen Wortlaut des genannten BGH-Urteils nicht für eine GmbH, da das Aufgeld bei einer Aktiengesellschaft nach § 9 Abs. 2 AktG Teil des Ausgabebetrags und der mitgliedschaftlichen Leistungspflicht der Aktionäre nach § 54 Abs. 1 AktG ist, von der die Aktionäre nach § 66 Abs. 1 AktG grundsätzlich nicht befreit werden können, und es sich insoweit von dem Agio bei einer GmbH unterscheidet, auf das sich der Differenzhaftungsanspruch nach § 9 Abs. 1 Satz 2 GmbHG nach herrschender Meinung nicht erstreckt.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass der Prüfungsumfang des Werthaltigkeitsprüfers den Ausgabebetrag sowie ein darüber hinaus festgesetztes korporatives Agio umfasst. Nach soweit ersichtlich einhelliger Auffassung in der rechtswissenschaftlichen Literatur ist es demzufolge nicht die Aufgabe des Prüfers, die Werthaltigkeit des Betrags zu prüfen, mit dem die Sacheinlage in der Bilanz auf der Aktivseite angesetzt wird.

Die Nachweispflichten des Bilanzierenden gegenüber dem Abschlussprüfer bleiben hiervon jedoch unbeschadet. Hier kann der Bilanzierende zum Beispiel durch ein Unternehmensbewertungsgutachten nach den Grundsätzen des IDW S 1 („Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.) den Nachweis des Zeitwerts erbringen.

Bilanzierung der Sacheinlage

Völlig unabhängig von dem Umfang der Sacheinlageprüfung ist die spätere Frage des Wertansatzes der Sacheinlage im Rahmen der Bilanzierung bei der empfangenden Kapitalgesellschaft. Der eingelegte Vermögensgegenstand ist gemäß den allgemeinen handelsrechtlichen Bilanzierungsvorschriften mit den Anschaffungskosten zu bewerten. Üblicherweise ist das der Ausgabebetrag (Nennbetrag zzgl. korporatives Agio). Sollte der Zeitwert höher sein, kann auch ein höherer Wert als die Anschaffungskosten angesetzt werden.

Während das korporative Agio unstrittig als Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB zu passivieren ist, stellen sich die Fragen, unter welchen Posten das schuldrechtliche Agio und unter welchem Posten ein bei späterer Zeitwertbilanzierung sich ergebender Mehrbetrag zu passivieren ist.

Die herrschende Meinung geht davon aus, dass das schuldrechtliche Agio bzw. der Mehrbetrag sowohl als Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB als auch als „andere Zuzahlung“ im Sinne des § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB passiviert werden kann. Diese Auffassung wurde vom OLG München ausdrücklich bestätigt, indem es feststellte, dass im Zuge einer Kapitalerhöhung die Einleger und die Gesellschaft wirksam eine Vereinbarung dahingehend treffen können, dass neben den Zahlungen für ausgewiesenes Grundkapital der neu herauszugebenden Aktien nebst (korporativem) Agio auch weitere „Zuzahlungen“ geleistet werden, die als Zuzahlungen in das Eigenkapital gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB in die freien Rücklagen einzuzahlen sind. Es könne schließlich keinen Zwang geben, sämtliche Zahlungen in zeitlichem Zusammenhang mit der Ausgabe neuer Aktien in die Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB einzustellen. Der BGH hat diese Ansicht in der gegen das Urteil des OLG München gerichteten Revision bestätigt.

Auch in der bilanzrechtlichen Literatur ist eine entsprechende Vereinbarung zur Leistung freiwilliger Mehrleistungen mit der entsprechenden bilanziellen Folge des Ausweises einer frei verfügbaren Kapitalrücklage im Sinne des § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB und somit eine gewisse Dispositionsfreiheit der Gesellschafter anerkannt, soweit diese Disposition ausreichend sicher dokumentiert ist.

Demzufolge ist ein schuldrechtliches Agio aufgrund seines schuldrechtlichen Charakters (und einer entsprechenden Bezeichnung) als Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB zu passivieren. Dagegen ist ein Mehrbetrag aus einer Zeitwertbilanzierung grundsätzlich in die Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB einzustellen, es sei denn, es wurde – wie in der Praxis durchaus üblich – im Kapitalerhöhungsbeschluss oder in einem Gesellschafterbeschluss bereits geregelt oder anderweitig nachgewiesen, dass der Betrag in die Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB eingestellt werden soll.

Debt Beta – Risikoteilung zwischen Kapitalgebern?

In der Bewertungspraxis herrscht ein uneinheitliches Verständnis hinsichtlich der Notwendigkeit der Berücksichtigung eines sogenannten Debt Betas bei der Ableitung verschuldeter Eigenkapitalkosten vor. Die Berücksichtigung des Debt Beta ist jedoch bei näherer Betrachtung tatsächlich keine freie Wahlentscheidung des Bewerter. Soweit die Fremdkapitalkosten nicht der sicheren Basisverzinsung entsprechen – was in der Praxis regelmäßig zutreffend ist –, ist ein Debt Beta bei der Umrechnung von verschuldeten und unverschuldeten Betafaktoren zwingend zu berücksichtigen. Ein Weglassen des Debt Beta kann in der Praxis somit zwangsläufig zu Bewertungsfehlern führen.



Unabhängigkeit des operativen Risikos von der Finanzierung eines Unternehmens

Bei einer Investition in Unternehmen tragen alle Kapitalgeber zusammen zunächst ausschließlich sogenannte operative Risiken, wenn die Hierarchie der verschiedenen Kapitalgeber (Eigen- und Fremdkapitalgeber) für die Finanzierung der Investition untereinander vorerst unberücksichtigt bleibt. Unter diese operativen Risiken fällt grundsätzlich auch die Möglichkeit eines (vollständigen) Zahlungsausfalls.

Die operativen Risiken der bewertungsrelevanten Cashflows müssen angemessen in den Kapitalkosten berücksichtigt werden. Zur Abbildung des rein operativen Risikos in den Kapitalkosten ist die Finanzierung der Investition grundsätzlich irrelevant; die Kapitalkosten der Kapitalgeber eines vollkommen unverschuldeten Unternehmens entsprechen den gewichteten Kapitalkosten aller Kapitalgeber eines verschuldeten Unternehmens. Sowohl die Kapitalgeber eines vollkommen unverschuldeten Unternehmens (Eigenkapitalgeber) als auch die Gruppe von Kapitalgebern eines verschuldeten Unternehmens insgesamt (Eigen- und Fremdkapitalgeber) lassen sich das operative Risiko des operativen Cashflows gleichermaßen vergüten (anteilig, entsprechend ihrer jeweiligen Kapitalquote sowie der Rangfolge der Bedienung der Ansprüche). Folglich teilen sich Eigen- und Fremdkapitalgeber die Vergütung für das von der Finanzierung grundsätzlich unabhängige operative Risiko.

Operatives Risiko und Risikoprämien

Da sowohl die Rückflüsse für die Eigen- als auch für die Fremdkapitalgeber aus den operativen Cashflows gespeist werden, fordern beide Kapitalgebergruppen eine Risikoprämie für die Übernahme des operativen Risikos. Dabei können aus der Rangfolge der Kapitalgeber bei der Auszahlung ihrer Cashflow-Ansprüche Unterschiede in der Höhe der geforderten Risikoprämien resultieren. So lässt sich beobachten, dass Fremdkapitalgeber, deren Anteil am Gesamtunternehmenswert und somit am operativen Cashflow sehr klein ist, regelmäßig eine relativ kleine Risikoprämie verlangen. Demgegenüber werden Fremdkapitalgeber, deren Anteil am Gesamtunternehmenswert und somit am operativen Cashflow sehr hoch ist, eine signifikant höhere Risikoprämie verlangen. Für den Fall, dass die Fremdkapitalgeber aufgrund ihres Anteils am Gesamtunternehmenswert faktisch wirtschaftliche Eigentümer des Unternehmens sind, wird sich ihre Renditeforderung und somit auch die geforderte Risikoprämie der eines Eigenkapitalgebers am unverschuldeten Unternehmen angleichen.

Gemäß dem CAPM setzt sich die Risikoprämie aus einem unternehmensspezifischen Risikomaß (Betafaktor) und der Marktrisikoprämie zusammen. Dies gilt gleichermaßen für unsichere Eigenkapital- wie unsichere Fremdkapitaltitel. Analog zur Risikoprämie der Eigenkapitaltitel setzt sich die von den Fremdkapitalgebern geforderte Risikoprämie (Spread) für die Übernahme von operativem Risiko aus einem Betafaktor, hier dem sogenannten Debt Beta, und der Marktrisikoprämie zusammen. Hieraus resultiert unmittelbar, dass eine Vernachlässigung des Debt Beta implizit von der Annahme risikolosen Fremdkapitals ausgeht, da der Fremdkapital-Spread in diesem Fall null ist und die Fremdkapitalkosten dann dem risikolosen Basiszinssatz entsprechen. Diese Annahme ist in der Realität jedoch nahezu niemals erfüllt.

Teilung des operativen Risikos zwischen den Kapitalgebern

Welcher Fehler bei der Vernachlässigung des Debt Beta entsteht, zeigt sich anhand der allgemeinen Formel für verschuldete Kapitalkosten:

$$k_{EK}^V = k_{EK}^U + (k_{EK}^U - k_{FK}) \frac{FK}{EK}$$

k_{EK}^V = Eigenkapitalrendite eines verschuldeten Unternehmens

k_{EK}^U = Eigenkapitalrendite eines unverschuldeten Unternehmens

k_{FK} = Fremdkapitalzinssatz

$\frac{FK}{EK}$ = Verschuldungsgrad

Wird ein Unternehmen fremdfinanziert, tritt für die Eigenkapitalgeber neben das operative Risiko, abgebildet in den unverschuldeten Eigenkapitalkosten, zusätzlich das finanzielle Risiko durch die Verschuldung. Denn die Eigenkapitalgeber partizipieren jetzt erst nach den Auszahlungen an die Fremdkapitalgeber an den verbleibenden operativen Cashflows. Infolge der zusätzlich übernommenen finanziellen Risiken erhöht sich die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber durch den bekannten Leverage-Effekt.

Doch wie wirkt sich die Vernachlässigung des Debt Beta auf die verschuldeten Eigenkapitalkosten aus? Wird das Debt Beta nicht berücksichtigt, müsste für die Fremdkapitalkosten der risikolose Basiszinssatz verwendet werden, da der Fremdkapital-Spread implizit null ist. Hieraus folgt dann aber unmittelbar, dass die verschuldeten Eigenkapitalkosten im Vergleich zur Verwendung eines Debt Betas ansteigen, da sich der Leverage-Zuschlag zu den unverschuldeten Eigenkapitalkosten erhöht.

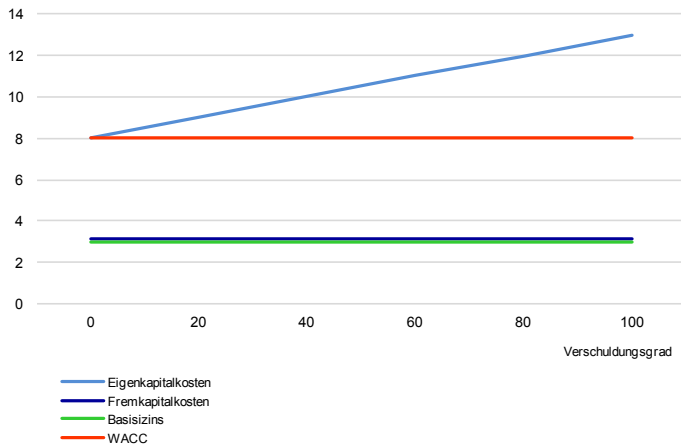
Wie ist dieser Effekt ökonomisch zu interpretieren? Genau genommen spiegelt der Leverage-Zuschlag auf die unverschuldeten Eigenkapitalkosten den Risikozuschlag für die zusätzliche Übernahme des finanziellen Risikos durch die Eigenkapitalgeber wider. Die folgende Abbildung zeigt (unter der Annahme, dass die Fremdkapitalkosten dem risikolosen Basiszinssatz entsprechen) den Leverage-Effekt auf die verschuldeten Eigenkapitalkosten bei zunehmender Verschuldung.

Fremdkapitalkosten gleich Basiszinssatz

Fremdkapitalkosten gleich Basiszins

(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



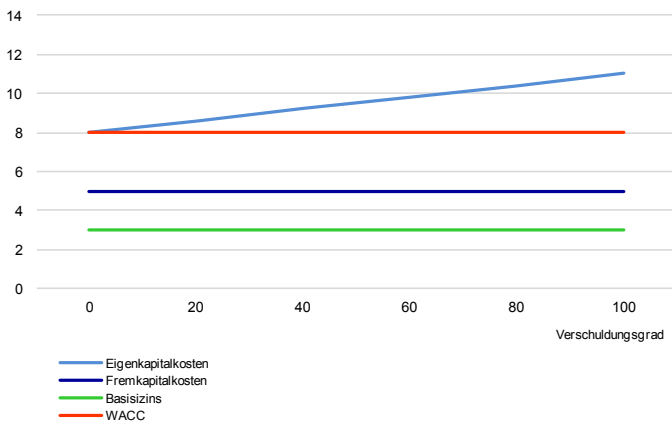
Soweit auch die Fremdkapitalgeber für die Übernahme von operativem Risiko durch einen Aufschlag auf die risikolose Verzinsung vergütet werden (Fremdkapitalkosten ergeben sich nunmehr aus Basiszinssatz plus Spread), reduziert sich der dargestellte Leverage-Effekt, wie in folgender Abbildung dargestellt.

Fremdkapitalkosten inklusive Spread

Fremdkapitalkosten inklusive Spread

(Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



Ursächlich hierfür ist, dass am Markt die Übernahme von operativen Risiken nicht mehrfach vergütet wird. Übernehmen die Fremdkapitalgeber einen Teil des operativen Risikos und lassen sich diese Übernahme mittels Spread vergüten, reduziert sich das operative Risiko für die Eigenkapitalgeber und ihr Leverage-Zuschlag vermindert sich entsprechend. Dieser wird insgesamt größer, wenn die Renditeforderung der Fremdkapitalgeber nahe dem risikolosen Basiszinssatz ist, und umgekehrt kleiner, je größer der Spread der Fremdkapitalgeber ist.

Debt Beta als notwendiger Bestandteil sachgerechter Kapitalkostenableitung

Grundsätzlich wäre die Bewertung eines Unternehmens auf der Basis der oben gezeigten Gleichung und somit allein durch Kenntnis der unverschuldeten Eigen- und Fremdkapitalkosten sowie des Verschuldungsgrades möglich. In der Bewertungspraxis hat sich durch die weitverbreitete Anwendung des CAPM zur Ableitung risikoäquivalenter Kapitalkosten sowie die hiermit verbundene empirische

Ableitung von Kapitalmarktparametern jedoch eine alternative Vorgehensweise durchgesetzt. So werden die verschuldeten Eigenkapitalkosten unter Anwendung eines verschuldeten Betafaktors wie folgt bestimmt:

$$k_{EK}^v = r_f + \beta^v * MRP$$

k_{EK}^v = Eigenkapitalrendite eines verschuldeten Unternehmens

r_f = risikoloser Zinssatz

β^v = verschuldeter Betafaktor

MRP = Marktrisikoprämie

Zur Ableitung des verschuldeten Betafaktors bedient sich die Bewertungspraxis oft sogenannter Textbook-Formeln. Obwohl die Bewertungstheorie in Abhängigkeit von Bewertungsannahmen hinsichtlich der Übernahme operativer Risiken durch die Fremdkapitalgeber oder auch des Risikogehaltes der Steuervorteile aus der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen unterschiedliche Umrechnungsformeln abgeleitet hat, werden in der Praxis oft zu den gesetzten Bewertungsannahmen inkonsistente Umrechnungsformeln verwendet. Bewertungsfehler durch nicht sachgerecht abgeleitete Kapitalkosten können die Folge sein. Es lässt sich nämlich für den Fall einer von der risikolosen Verzinsung abweichenden Fremdkapitalrenditeforderung (sowie unter der Annahme unsicherer Steuervorteile) auch unmittelbar analytisch zeigen, dass die oben beschriebenen wirtschaftlichen Sachverhalte nur dann vollständig bei der Ableitung des verschuldeten Betafaktors erfasst werden, wenn das Debt Beta unmittelbar berücksichtigt ist.

$$\beta^v = \beta^u + (\beta^u - \beta^{Debt}) \frac{FK}{EK}$$

β^v = verschuldeter Betafaktor

β^u = unverschuldeter Betafaktor

β^{Debt} = Betafaktor des Fremdkapitals

$\frac{FK}{EK}$ = Verschuldungsgrad

Auch bei der Ableitung der verschuldeten Eigenkapitalkosten mittels eines verschuldeten Betafaktors resultieren zu hohe Eigenkapitalkosten und somit ceteris paribus zu geringe Marktwerte des Eigenkapitals, soweit das Debt Beta (bewusst oder unbewusst) einfach weggelassen wird.

Kapitalkostenstudie 2014: Risikoberücksichtigung, Risikoäquivalenz, Risikoteilung

Vor wenigen Tagen wurde die nunmehr neunte Auflage der Kapitalkostenstudie von KPMG veröffentlicht. Die Studie zeigt aktuelle Entwicklungen bei der Ableitung der Kapitalkosten und stellt dar, auf welche Weise sie die wirtschaftlichen Veränderungen und Erwartungen spiegeln. Die erhebliche Relevanz der Studie für die Praxis wurde wieder einmal durch die hohe Teilnehmeranzahl bestätigt: Insgesamt haben 130 Unternehmen an der Studie teilgenommen, davon 22 der DAX-30-Unternehmen. Branchenbezogene Auswertungen zur Kapitalkostenstudie und aktuelle Informationen zu Kapitalkostenparametern finden Sie ab sofort auch unter www.kpmg.de/kapitalkosten



Der Fokus unserer Kapitalkostenstudie lag daher auch dieses Jahr auf den Themenbereichen

- ▶ Ermittlung der Kapitalkosten
- ▶ Ableitung der Unternehmensplanung
- ▶ Nachhaltige Wachstumserwartungen,

da diese wesentlichen Bestandteile jeder Bewertung – beispielsweise einer Akquisitionsbewertung, strategischen Wertanalyse oder Werthaltigkeitsprüfung – sind.

Einen weiteren Schwerpunkt bildeten die beobachtbaren Entwicklungstrends ganzer Branchen und Industrien. Branchengrenzen verschwimmen, Geschäftsmodelle verändern sich und wachsen zum Teil ineinander. Hierdurch treten bislang nebeneinander operierende Unternehmen verschiedener Branchen zunehmend in einen direkten Wettbewerb. Entsprechend müssen Unternehmen ihre Strategien und Geschäftsmodelle überprüfen und bei Bedarf rasch die notwendigen Änderungen umsetzen.

Unternehmerische Entscheidungen sollten sich hierbei am jeweiligen Rendite-Risiko-Profil der zu beurteilenden Maßnahme orientieren. Die verwendeten Bewertungskalküle müssen die erwarteten Zahlungsströme und damit verbundenen Risiken reflektieren. Die vollständige Erfassung der relevanten Informationen sowie Interdependenzen zwischen unterschiedlichen Geschäftsmodellen und Strategien stellt eine ganz wesentliche Herausforderung für den nachhaltigen Unternehmenserfolg dar.

Vor diesem Hintergrund stand die diesjährige Kapitalkostenstudie unter dem Motto „Risikoberücksichtigung, Risikoäquivalenz, Risikoteilung“. Diesem Motto folgten auch die Schwerpunktthemen der aktuellen Studie:

- ▶ Risikoberücksichtigung bei der Cashflow-Ableitung
- ▶ Risikoäquivalenz bei der Kapitalkostenbestimmung
- ▶ Small Cap Premium – (versuchte) Risikoäquivalenz in der Praxis?
- ▶ Debt Beta – Risikoteilung zwischen Kapitalgebern?

Zudem wurde die Studie um umfangreiche Analysen für alle wesentlichen Branchen und Sektoren erweitert. Die wesentlichen Ergebnisse der Studie sollen im Folgenden kurz vorgestellt werden. Weitergehende Ausführungen und Analysen zu Fragestellungen rund um Kapitalkosten, Planungsrechnung und nachhaltige

Wachstumserwartungen finden Sie in der vollständigen Kapitalkostenstudie 2014, die über den Link www.kpmg.de/kapitalkostenstudie2014 heruntergeladen werden kann.

Branchenbezogene Auswertungen zur Kapitalkostenstudie und aktuelle Informationen zu Kapitalkostenparametern finden Sie ab sofort auch unter www.kpmg.de/kapitalkosten

Key Findings der aktuellen Studie im Überblick

- ▶ Der Trend zu detaillierten und integrierten Planungen setzte sich bei den befragten Unternehmen weiter fort. 42 Prozent der befragten Unternehmen legen einen fünfjährigen und 32 Prozent einen dreijährigen Planungshorizont zugrunde. Lediglich 14 Prozent der Unternehmen nahmen eine Szenarioanalyse zur Abschätzung der geplanten Cashflows vor.
- ▶ Der durchschnittliche WACC war weitgehend stabil und lag bei 7,8 Prozent (im Vorjahr 7,7 Prozent). Er variierte je nach Branche zwischen 7,2 und 8,2 Prozent.
- ▶ Der durchschnittlich angesetzte Basiszinssatz in Deutschland stieg leicht von 2,5 auf 2,7 Prozent. Auch die Marktrisikoprämie stieg von 5,8 auf 6,0 Prozent. Im Gegenzug nahm die Verwendung sonstiger Risikozuschläge ab.
- ▶ Die durchschnittlich verwendete Wachstumsrate sank marginal auf 1,3 Prozent nach 1,4 Prozent im Vorjahr. Die Unternehmen orientierten sich bei der Ermittlung der nachhaltigen Wachstumsrate zu etwa gleichen Teilen an unternehmensspezifischen Ergebnisgrößen (41 Prozent) und an allgemeinen wirtschaftlichen Wachstums- oder Inflationsraten (43 Prozent).
- ▶ Unter allen Studienteilnehmern gaben 57 Prozent an, eine Wertminderung auf den Goodwill und/oder Assets vorgenommen zu haben (im Vorjahr 61 Prozent).
- ▶ Im vergangenen Jahr stieg das Interesse an Transaktionen weiter leicht an. 77 Prozent der Unternehmen (im Vorjahr 74 Prozent) gaben an, zumindest eine Transaktion geplant und/oder durchgeführt zu haben. Mit 49 Prozent lag der Transaktionsfokus unverändert auf Europa.

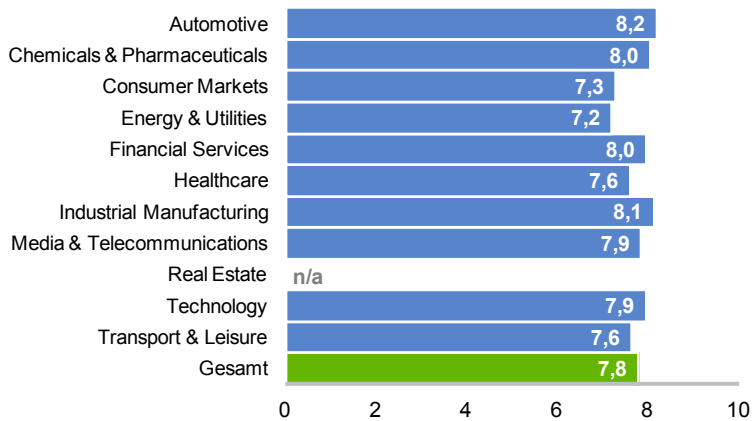
Im Folgenden möchten wir auf Themengebiete WACC nach Branchen, Detaillierungsgrad der Planungsrechnung und durchgeführte bzw. geplante Transaktionen genauer eingehen:

WACC nach Branchen

Der von den Teilnehmern der Studie angegebene durchschnittliche WACC-Wert hat mit 7,8 Prozent im Erhebungszeitraum leicht über dem Niveau des Vorjahres gelegen. Damit haben die WACC erstmals seit 2009/2010 wieder einen leichten Anstieg verzeichnet und sich auf dem durchschnittlichen Niveau der vorausgehenden drei Geschäftsjahre befunden. Ursache hierfür ist vor allem der Anstieg des Basiszinssatzes bei konstanter Marktrisikoprämie gewesen. In Deutschland wurde durchschnittlich mit 2,7 Prozent ein im Vergleich zum Vorjahr 0,2 Prozentpunkte höherer Basiszinssatz angesetzt. Die durchschnittlich angesetzte Marktrisikoprämie betrug 6,0 Prozent.

Durchschnittlich verwendeter WACC nach Branchen (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



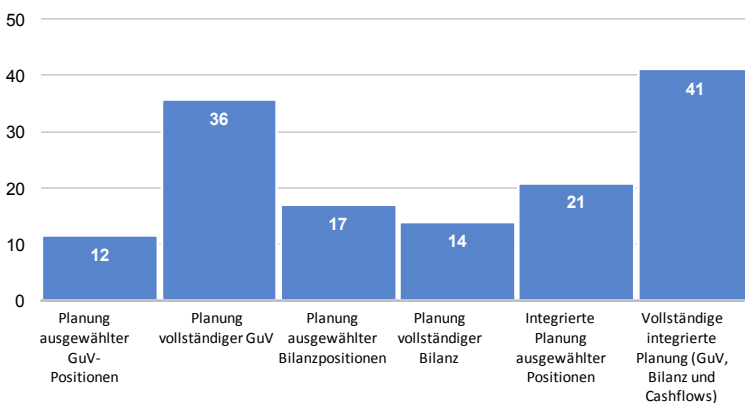
Die geringsten durchschnittlichen WACC im Branchenvergleich weisen die Unternehmen der Branchen Consumer Markets und Energy & Utilities auf, während die Unternehmen aus den Branchen Automotive und Industrial Manufacturing durchschnittlich die höchsten WACC ansetzen. In den einzelnen Branchen ist der durchschnittlich angesetzte WACC weitgehend unverändert im Vergleich zum Vorjahr. Lediglich im Bereich Chemicals & Pharmaceuticals ist ein deutlicher Anstieg von 7,2 auf 8,0 Prozent zu beobachten gewesen.

Detaillierungsgrad der Planungsrechnung

Voraussetzung für eine sachgerechte Ableitung der Erwartungswerte der geplanten Größen ist eine vollständig integrierte Planungsrechnung zur systematischen Erfassung der wesentlichen erkennbaren Risiken und Chancen.

Detaillierungsgrad der Planungsrechnung Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



Unserer Empfehlung, der Planungsrechnung einen sehr hohen Detaillierungsgrad (vollständig integrierte Planungsrechnung) zugrunde zu legen, sind mit 41 Prozent der Studienteilnehmer deutlich mehr Unternehmen als im Vorjahr (34 Prozent) gefolgt. Eine vollständig integrierte Planungsrechnung bedeutet, dass sich die bewertungsrelevanten Cashflows konsistent aus der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, der Plan-Bilanz und der Plan-Cashflow-Rechnung ergeben.

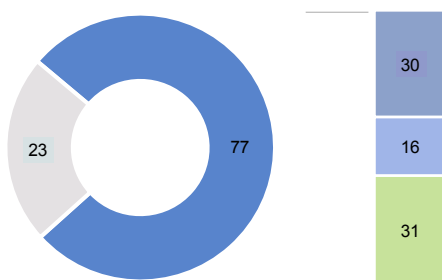
Bei weiteren 21 Prozent der Unternehmen ist eine integrierte Planung mit ausgewählten Posten verwendet worden. Insgesamt gingen damit in diesem Jahr knapp zwei Drittel der Unternehmen von einer unserer Einschätzung nach geeigneten Planungsstruktur zur Ableitung der Plan-Cashflows aus (Vorjahr: 70 Prozent).

Transaktionen

Die Investitionsneigung der Unternehmen ist ein wichtiger Indikator für ihre Erwartungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Chancen und Risiken in einem zunehmend internationalen Umfeld. In der vorliegenden Studie haben 77 Prozent (Vorjahr: 74 Prozent) der befragten Unternehmen angegeben, im laufenden Geschäftsjahr bereits Transaktionen durchgeführt zu haben oder sie zu beabsichtigen.

Geplante Transaktionen Gesamt (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



- Transaktion durchgeführt und/oder geplant
- Transaktionen durchgeführt
- Transaktionen geplant
- Transaktionen durchgeführt und geplant
- Keine Transaktionen durchgeführt und/oder geplant

In Deutschland ist der Anteil der Unternehmen, die eine Transaktion durchgeführt haben oder planten, mit 73 Prozent (Vorjahr: 69 Prozent) etwas niedriger als in der Schweiz und in Österreich gewesen. Allerdings lag der Anteil der transaktionsinteressierten Unternehmen im DAX 30 mit 91 Prozent ebenso wie im Vorjahr (96 Prozent) deutlich über dem Gesamt- und dem deutschen Durchschnitt

Sofern Transaktionen durchgeführt und/oder geplant worden sind, haben sie mehrheitlich in Europa stattgefunden oder sind dort geplant (49 Prozent). An nachfolgender Stelle stehen Asien und Nordamerika mit 20 Prozent bzw. 18 Prozent.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin

Redaktion

Dr. Marc Castedello (V. i. S. d. P.)

Ganghoferstraße 29
80339 München
T +49 89 9282-1145
mcastedello@kpmg.com

Stefan Schöniger

Ludwig-Erhard-Straße 11-17
20459 Hamburg
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com

Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation.

© 2015 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International“), einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International Cooperative („KPMG International“).