

Veröffentlicht in
Die Aktiengesellschaft / AG-Report

11/2006

„Anlegerschutz
Gründe für zu niedrige Wertansätze in
Bewertungsgutachten bei Squeeze-Out“

S. 256-260

Mit freundlicher Genehmigung der
Redaktion „Die Aktiengesellschaft“, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln
(www.otto-schmidt.de)

von Unternehmen noch nicht berücksichtigt werden. Hier ist insbesondere zu verweisen auf die Implikationen der Unvollkommenheit von Kapitalmärkten für den Unternehmenswert, die in vielen empirischen Untersuchungen bestätigt wurden (vgl. *Wallmeier*, Prognose von Aktienrenditen und -risiken mit Mehrfaktorenmodellen, 1997 und zusammenfassend *Gleißner*, Finanz-Betrieb 4/2005, 217-229). Für die kritische Analyse vorliegender Bewertungsgutachten ist es erforderlich, diejenigen Elemente zu erkennen, die auf eine Unterschätzung des tatsächlich angemessenen fundamentalen Unternehmenswerts hinweisen. Im Folgenden sind einige der wesentlichen Ursachen für eine mögliche Unterschätzung des Unternehmenswerts checklistenartig zusammengefasst.

I. Risikoprämie auf Grundlage historischer Aktienrenditen

Die Risikoprämie, also die Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios (näherungsweise eines Aktienindex) und der risikolosen Anlage (Staatsanleihen), ist eine wesentliche Komponente des Diskontierungszinssatzes zukünftiger erwarteter Erträge (oder Cash-Flows). Sie wird häufig berechnet auf Grundlage tatsächlich in der Vergangenheit realisierter Aktienrenditen. Dies führt regelmäßig zu einer Überschätzung dieser Risikoprämie und einer oft erheblichen Unterschätzung des Unternehmenswerts. Die historischen Aktienrenditen sind nämlich kein adäquater Schätzer für die bewertungsrelevante zukünftige Risikoprämie. Historische Aktienrenditen sind - je nach gewähltem Zeitrahmen - erheblich höher als die zukünftig zu erwartenden, weil die Aktienkurse zuzüglich Dividende erheblich schneller gestiegen sind als die Gewinne (man spricht hier vom sog. „Equity-Premium-Puzzle“, s. *Mehra/Prescott*, The Equity Premium in Retrospect, NBER Working Paper No. W9525, 2003). Ursächlich hierfür ist primär der Rückgang des Zinsniveaus (wegen niedrigerer Inflation und möglicherweise auch niedrigerer Risikoaversion) sowie evtl. ergänzend auch psychologisch bedingte Fehlbewertungen („Bubbles“). Da ein weiteres vergleichbares Absinken des Inflations- und Zinsniveaus nicht zu erwarten ist, können die historischen Aktienrenditen nicht unreflektiert in die Zukunft fortgeschrieben werden. Realistischere Schätzung der zukünftig erwarteten Aktienrenditen (Eigenkapitalkosten) und Risikoprämien bieten realwirtschaftliche Modelle, bei denen sich die zukünftig erwartete Aktienrendite als Summe der erwarteten Dividendenrendite (zur Zeit ca. 3 %), des realen Wirtschaftswachstums (ca. 2 %) und der erwarteten Inflation (ca. 2 %) ergibt. Ein realistischer Schätzer für die Eigenkapitalkosten, als erwartete Rendite der Aktien, trägt damit 7 %. Die Risikoprämie bei einer Rendite lang laufender Staatsanleihen (Basiszinssatz) liegt damit etwa bei 3 %.

II. Vernachlässigung von Realloptionen (z.B. Flexibilität)

Bei der Ertragswertmethode und der Discounted-Cash-Flow-Methode wird meist implizit davon ausgegangen, dass die der Bewertung zu Grunde liegende Planung bei vorliegenden neuen Informationen der Unternehmensführung nicht angepasst wird; von Flexibilität

Anlegerschutz

Gründe für zu niedrige Wertansätze in Bewertungsgutachten bei Squeeze-out

Wertgutachten für börsennotierte Aktiengesellschaften, wie sie regelmäßig im Rahmen des Squeeze-out-Verfahrens erstellt werden, weisen teilweise erhebliche methodische Schwächen auf, die unangemessen niedrige Unternehmenswerte zur Folge haben und entsprechend Minderheitsaktionäre benachteiligen. Dies gilt auch, wenn bei der Bewertung der (neue) Bewertungsstandard S1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) verwendet wird, weil dieser an vielen zentralen Punkten Bewertungsspielräume lässt. Der IDW S1 ist zudem in vielerlei Hinsicht als „konservativ“ einzuschätzen, weil aktuelle wissenschaftliche Erkenntnisse zur Bewertung

wird also abstrahiert. Eine derartige Flexibilität hat jedoch gerade bei jungen innovativen Unternehmen (oder solchen mit speziellen technologischem Know-how) einen erheblichen Wert, der mittels sog. Realoptionsmodelle berechnet werden kann und dann den „traditionellen“ Unternehmenswert erhöht (s. *Hommel/Scholich/Vollrath*, Realoption in der Unternehmenspraxis, 2001).

III. Unterschätzung von Unternehmen mit niedriger Fundamentalebewertung

Bewertungsgutachten (und auch die Börse) unterschätzen systematisch Unternehmen, die in den letzten zwei bis fünf Jahren wirtschaftlich in einer schwierigen Situation waren - sei es auf Grund des Branchenumfelds oder interner Probleme. Derartige Unternehmen zeichnen sich oft durch eine im Vergleich zum Gesamtmarkt niedrige Bewertung bezüglich Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Buchwert-Verhältnis und eine hohe Dividendenrendite aus, weil die aktuellen Probleme zu weit in die Zukunft fortgeschrieben werden. Tatsächlich zeigen jedoch derartige Unternehmen oft in den Folgejahren mit der Beendigung der bestehenden fundamentalen Probleme eine überdurchschnittliche Gewinnentwicklung und eine überdurchschnittliche Performance an der Börse (z.B. *Haugen*, Inefficient Stock Markets, Prentice Hall, 2002). Unternehmen mit einer temporären Krise und günstigen Bewertungskennzahlen werden somit tendenziell zu niedrig bewertet.

IV. Nach-Steuer-Bewertung

Der IDW Bewertungsstandard S1 empfiehlt eine Nach-Steuer-Bewertung von Unternehmen, d.h. sowohl die Erträge (bzw. Cash-Flows), wie auch der Diskontierungszinssatz werden nach Steuern angesetzt. Dieses Verfahren ist international unüblich und auch nicht unstrittig, weil der Börsenwert eines Unternehmens durch Käufe und Verkäufe von Investoren aus vielen Ländern mit sehr unterschiedlichen Steuerregimes bestimmt wird. Das Verfahren führt oft zu niedrigeren Unternehmenswerten als angemessen.

V. Unterbewertung risikoarmer Unternehmen

Die Verwendung traditioneller Modelle zur Berechnung von Diskontierungszinssätzen (Kapitalkosten) auf Basis der Hypothese vollkommener Kapitalmärkte (z.B. mittels des Capital-Asset-Pricing-Modells [CAPM]) führt tendenziell zu einem zu niedrigen Wertansatz von Unternehmen mit einem niedrigen Gesamtrisiko. Seit 15 Jahren zeigen nahezu sämtliche empirische Untersuchungen, dass traditionelle Kapitalkostenmodelle, wie das genannte CAPM, nicht geeignet sind, die erwartete Rendite von Aktien zu prognostizieren und darauf basierende Diskontierungszinssätze für die Bewertung abzuleiten. Ursächlich hierfür ist, dass zumindest der als Risikomaß verwendete „Beta-Faktor“ die bewertungsrelevanten Risiken nicht adäquat erfasst (s. z.B. *Fama/French*, Journal of Finance, 2/1992, 427-465). Zudem ist auf Grund bestehender Unvollkommenheiten des Kapitalmarkts grundsätzlich davon auszugehen, dass die Kapitalmarktakteure über die zukünftigen bewertungsrelevanten Risiken nicht adäquat informiert sind. Moderne Bewertungsansätze, die die Unvollkommenheit

des Kapitalmarktes berücksichtigen, leiten deshalb die bewertungsrelevanten Risiken auch unmittelbar aus der (für die Bewertung vorliegenden) Unternehmensplanung und den mit diesen verbundenen Risiken (mögliche Planabweichungen) ab. Bei einer derartigen risikogerechten Bewertung werden auch die (z.B. für das Rating relevanten) unternehmensspezifischen Risiken - anders als im CAPM - berücksichtigt, was bei nicht perfekt diversifizierten Portfolios, begrenzten Verschuldungsmöglichkeiten und der Existenz von Konkurskosten erforderlich ist. Als risikogerechtes Risikomaß dient dabei der „Eigenkapitalbedarf“ (Risikokapital), der mittels Simulation aus der Unternehmensplanung abgeleitet wird, in dem berechnet wird, welcher Umfang von Verlusten in Anbetracht der unternehmensspezifischen Risiken möglich und entsprechend durch (teures) Eigenkapital abzusichern ist. Ein risikobedingter höherer Bedarf an teurem Eigenkapital führt entsprechend zu höheren Kapitalkosten (Diskontierungszinssätzen) und einem niedrigeren Unternehmenswert (und umgekehrt). Die Verwendung des CAPM für die Ableitung von Diskontierungszinssätzen im Rahmen der Bewertung (und die Vernachlässigung des tatsächlichen Risikoprofils) wirkt tendenziell zu einer Unterbewertung von Unternehmen, die auf Grund einer besonders guten strategischen Aufstellung und niedrigen Risiken kaum einer Verlustgefahr ausgesetzt sind und damit wenig Eigenkapital zur Risikodeckung benötigen.

VI. Diskontierung negativer Zahlungen (Erträge)

Eine Überbewertung tritt bei der Bewertung mit der Risikozuschlagmethode, also bei Verwendung eines konstanten Diskontierungszinssatzes (Kapitalkostensatz) auf, wenn der Erwartungswert der Zahlungen im Vergleich zu den Risiken (Standardabweichungen) klein ist. Das Problem besteht hier in der Diskontierung negativer Zahlungen. Im Diskontierungszinssatz soll sich (neben der Zeitpräferenz) die Risikoeinstellung der Investoren widerspiegeln. Das Sicherheitsäquivalent einer Zahlung mit negativem Erwartungswert wird kleiner als der Erwartungswert sein, während bei einer Diskontierung mit einer (positiven) Risikoprämie sich (fälschlich) ein diskontierter Wert ergibt, der größer als der Erwartungswert ist.

Insgesamt zeigen die oben genannten Aspekte, dass bei Wertgutachten im Rahmen von Squeeze-out-Verfahren durch die Vernachlässigung bewertungsrelevanter Aspekte sehr leicht eine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre entstehen kann. Für die Beurteilung der Angemessenheit von Bewertungen im Rahmen von Gutachten sollten - neben einer zwangsläufig erforderlichen Betrachtung der zu Grunde liegenden Planungen und Annahmen - die oben genannten Aspekte daher kritisch hinterfragt werden. Bei Vorliegen eines oder mehrerer der oben genannten Aspekte kann im nächsten Schritt bereits sehr schnell durch eine Überschlagsrechnung auf den Umfang einer möglicherweise bestehenden Fehlbewertung geschlossen werden. In einem weiteren Schritt besteht auf Grundlage der oben genannten „Bewertungsabweichungen“ die Möglichkeit, das vorliegende Gutachten zu korrigieren



oder ein Bewertungsgutachten zu erstellen, das diese Bewertungsaspekte adäquat berücksichtigt.

*Dr. Werner Gleißner, FutureValue Group AG/RMCE
RiskCon GmbH, Leinfelden-Echterdingen*