

Valuation News

Deal Advisory

Winter 2017 / 2018

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen auch mit dieser 21. Ausgabe unserer „Valuation News“ wieder aktuelle Themen der Unternehmensbewertung vorstellen zu können.

Zunächst fassen wir die Ergebnisse der aktuellen Kapitalkostenstudie zusammen, die unter dem Motto „Divergierende Märkte – konvergierende Geschäftsmodelle“ stand. Im Fokus der diesjährigen Studie stehen die Auswirkungen der unverändert dynamischen Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds und der hohen Marktvolatilitäten auf Planungsrechnungen und Kapitalkosten. Die Studie selbst finden Sie unter <http://www.kpmg.de/kapitalkostenstudie>.

Anschließend stellen wir die Einsatzmöglichkeiten von Strukturierter Finanzierungen vor und erläutern die Besonderheiten bei der Bewertung dieser Finanzierungsinstrumente. Der dritte Artikel befasst sich mit der Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen. Abschließend stellen wir Überlegungen zur Fort-

entwicklung des LTAV-Ansatzes im Rahmen der Bewertung von Schiffen vor.

Wir wünschen Ihnen eine spannende 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

Kapitalkostenstudie 2017

Divergierende Märkte –
konvergierende Geschäftsmodelle
Seite 2

Strukturierte Finanzierungen

Einsatzmöglichkeiten und Bewertung
Seite 6

Grenzüberschreitende Verschmelzungen

Besonderheiten bei der Ermittlung des
angemessenen Umtauschverhältnisses
Seite 9

Die Bewertung von Schiffen

Überlegungen zur Fortentwicklung des
LTAV-Ansatzes
Seite 12

Kapitalkostenstudie 2017: Divergierende Märkte – konvergierende Geschäftsmodelle

Mitte November wurde die 12. Ausgabe der Kapitalkostenstudie von KPMG veröffentlicht. Die Studie stellt aktuelle Entwicklungen bei der Erstellung von Planungsrechnungen, der Ableitung von Kapitalkosten und der Relevanz von Unternehmenswerten und Unternehmenswertentwicklung dar. Im Fokus der diesjährigen Studie stehen die Auswirkungen der unverändert dynamischen Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds und der hohen Marktvolatilitäten auf Planungsrechnungen und Kapitalkosten. Die erhebliche Relevanz der Studie für die Praxis wurde durch eine deutlich angestiegene Teilnehmeranzahl bestätigt: Mit insgesamt 205 Teilnehmern aus dem deutschsprachigen Raum, davon 87 Prozent der DAX-30-Unternehmen und 44 Prozent der MDAX-Unternehmen, haben mehr Unternehmen an der Studie teilgenommen als jemals zuvor.

In der aktuellen Ausgabe beleuchten wir die Herausforderungen zunehmender makroökonomischer Unsicherheiten und mikroökonomischer Veränderungen durch disruptive Geschäftsmodelle sowohl im Hinblick auf die zukünftige Performance von Unternehmen (Planung) als auch auf deren zukünftiges Risikoprofil (Kapitalkosten).

Vor diesem Hintergrund haben wir für die diesjährige Kapitalkostenstudie das Motto „Divergierende Märkte – konvergierende Geschäftsmodelle“ gewählt. Diesem Motto folgen auch unsere begleitenden Schwerpunktthemen:

- Makroökonomische Unsicherheiten – Teil der Unternehmensplanung
- Mikroökonomischer Wandel – Planbarkeit disruptiver Geschäftsmodelle
- Kapitalkosten – Herausforderungen durch niedrige Zinsen, Populismus und neue Technologien
- Kapitalkosten – Vergleichsmaßstab in einer zunehmend unvergleichbaren Welt
- Neue Bewertungsmethoden in disruptiven Zeiten?

Da sich die finanziellen Auswirkungen von Entscheidungen auch sachgerecht in der Rechnungslegung widerspiegeln müssen, hat sich die Erhebung der empirischen Informationen weiterhin am IFRS Impairment Test orientiert, da der Impairment Test und die mit ihm verbundene Bewertung für alle IFRS-Anwender obligatorisch sind.

Die Studie umfasst unverändert umfangreiche Analysen nach Branchen und Sektoren. Um den Detaillierungsgrad der Branchenauswertungen weiter zu erhöhen, finden sich dort erstmals auch Auswertungen für Teilbereiche innerhalb der Bereiche Consumer Markets, Chemicals & Pharmaceuticals, Financial Services sowie Media & Telecommunications. Erstmals haben wir außerdem auch Auswertungen nach Familien- und Nicht-Familienunternehmen aufgenommen. Die wesentlichen Ergebnisse der Studie stellen wir im Folgenden kurz vor. Weitergehende Ausführungen und Analysen zu Fragestellungen rund um Kapitalkosten, Planungsrechnung und Wertorientierung finden Sie in der vollständigen Kapitalkostenstudie 2017, die Sie unter www.kpmg.de/kapitalkostenstudie herunterladen können. Ergänzend

dazu möchten wir auf die interaktiven Auswertungsmöglichkeiten der Erhebung auf unserer Homepage unter

www.kpmg.de/kapitalkostenstudie-tableau verweisen. Dort können Sie die für Ihr Unternehmen und/oder Ihre Branche relevanten Parameter individuell zusammenstellen und damit Ihre eigene, maßgeschneiderte Auswertung vornehmen.

Wesentliche Ergebnisse der aktuellen Studie im Überblick

- **Planungsunsicherheit:** Aufgrund von makroökonomischen Unsicherheiten und mikroökonomischem Wandel durch disruptive Geschäftsmodelle bestehen große Unsicherheiten bei der Zukunftsprognose. Im Rahmen der Planungserstellung werden bisher insbesondere Konjunkturrisiken (makroökonomische Risiken) bzw. kundenseitige Risiken (mikroökonomische Risiken) berücksichtigt.
- **Wachstumserwartungen:** Bei Umsatz und EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) rechnen die Studienteilnehmer aus den meisten Branchen in diesem Jahr mit optimistischeren Entwicklungen als im Vorjahr. Dagegen ist die nachhaltige

- Wachstumsrate leicht gegenüber dem Vorjahr gesunken.
- **WACC:** Die durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten (WACC, Weighted Average Costs of Capital) lagen nach einer Seitwärtsentwicklung in den beiden letzten Jahren mit 6,9 Prozent leicht unter dem Niveau der Vorjahre. Mit 8,6 Prozent wurde im Bereich Technology der höchste WACC verwendet. Der niedrigste WACC war mit 4,4 Prozent im Bereich Real Estate zu beobachten.
- **Basiszinssatz:** Der durchschnittlich verwendete langfristige risikolose Basiszinssatz war weiter deutlich rückläufig und verringerte sich von 1,5 Prozent auf nunmehr 0,9 Prozent. Er erreichte damit zum ersten Mal seit Veröffentlichung der Kapitalkostenstudie ein Niveau von unter einem Prozent in allen Teilnehmerländern.
- **Marktrisikoprämie:** Gegenläufig zum sinkenden Basiszinssatz ist die Marktrisikoprämie leicht auf 6,6 Prozent in Deutschland und Österreich bzw. 5,9 Prozent in der Schweiz angestiegen.
- **Betafaktoren:** Identisch zum Vorjahr wurden in den Bereichen Automotive und Technology die höchsten unverschuldeten Betafaktoren verwendet, der niedrigste Wert ergab sich im Beobachtungszeitraum im Bereich Transport & Leisure. Im Vergleich zum Vorjahr sind die branchenbezogenen unverschuldeten Betafaktoren weitgehend unverändert. Der größte Anstieg war im Bereich Technology zu beobachten, ein Rückgang zeigte sich lediglich in den Branchen Automotive und Transport & Leisure.
- **Fremdkapitalkosten:** Die durchschnittlich verwendeten Fremdkapitalkosten sind gegenüber dem Vorjahr ebenfalls

- weniger stark gesunken als der Basiszinssatz und betragen nun 3,1 Prozent.
- **Investitionsentscheidung:** Investitionsentscheidungen werden weiterhin von der Mehrzahl der Teilnehmer sowohl an strategischen als auch an wertorientierten Zielsetzungen ausgerichtet.
- **Monitoring:** Der überwiegende Teil der Teilnehmer erachtete weiter ein wertorientiertes Monitoring der Investitionsentscheidung als wichtig und betrachtete dabei insbesondere die Veränderung der Performance, jedoch weniger das Risiko (Kapitalkosten).
- **Kapitalmarktkommunikation:** Kapitalkosten waren wie in

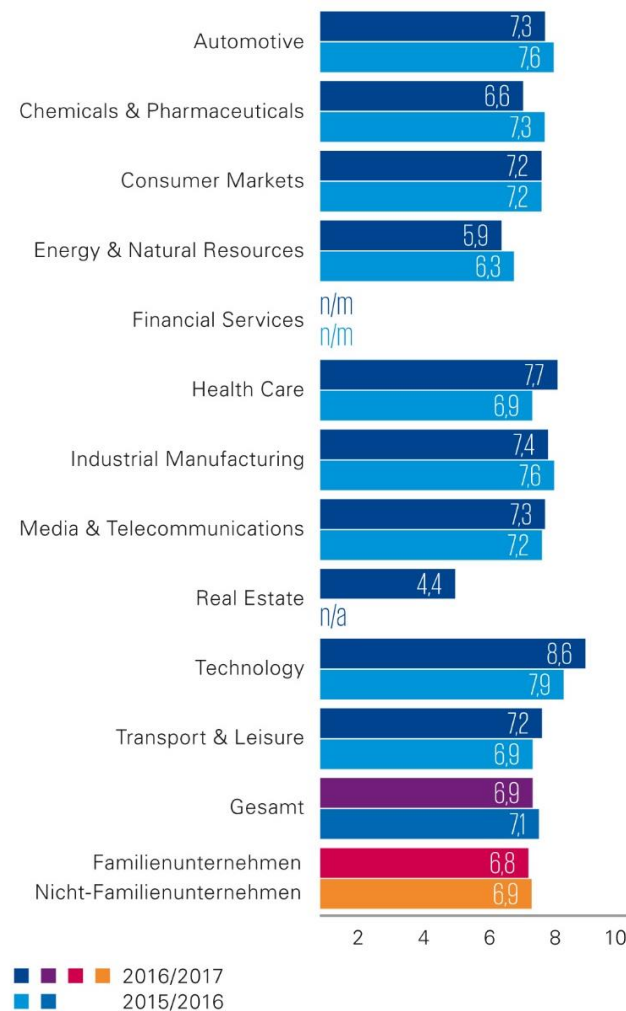
den Vorjahren bei der Kapitalmarktkommunikation von geringer Relevanz und wurden hauptsächlich nur für Rechnungslegungszwecke und Berichterstattungen genutzt.

Im Folgenden möchten wir auf die Themengebiete „WACC nach Branchen“, „Betafaktoren“ und „Berücksichtigung von Risiken in der Planungsrechnung“ detaillierter eingehen.

WACC nach Branchen

Nach einem in den letzten beiden Jahren konstanten Wert von 7,1 Prozent nahm der durchschnittlich verwendete WACC in diesem Jahr ab und erreichte mit 6,9 Prozent den niedrigsten Wert seit Veröf-

Durchschnittlich verwendeter WACC (nach Unternehmenssteuern) nach Branchen (Angaben in Prozent)



Quelle: KPMG, Deutschland, 2017

fentlichung der Kapitalkostenstudie. Die rückläufige Entwicklung in den vergangenen Jahren setzte sich damit fort und wurde im Wesentlichen getrieben durch einen stark sinkenden Basiszinssatz, der durch den korrespondierenden Anstieg der Marktrisikoprämien nicht vollständig kompensiert werden konnte.

Allerdings war der Rückgang im WACC nicht einheitlich über alle Branchen zu beobachten. Während die durchschnittlich angesetzten Kapitalkosten zwar insgesamt geringfügig sanken, stiegen sie dagegen in nahezu der Hälfte der Bereiche an. Den stärksten Zuwachs mit 0,8 bzw. 0,7 Prozentpunkten verzeichneten die Bereiche Health Care bzw. Technology auf 7,7 Prozent bzw. 8,6 Prozent. Den stärksten Rückgang des WACC mit 0,7 Prozentpunkten verzeichnete in diesem Jahr der Bereich Chemicals & Pharmaceuticals auf 6,6 Prozent.

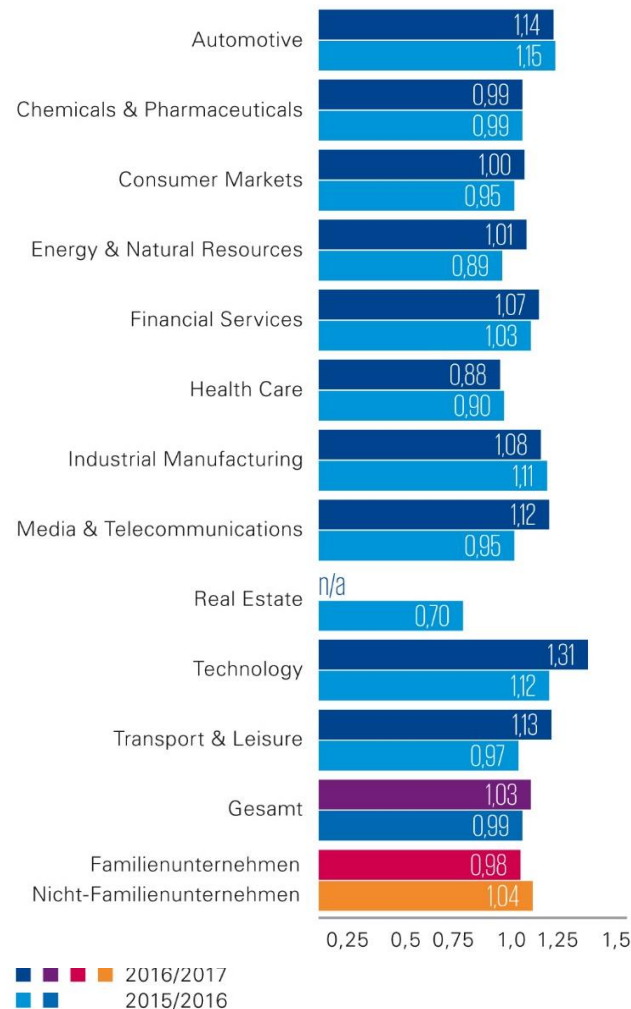
Innerhalb der Branchen zeigten sich insbesondere Unterschiede in den Bereichen Consumer Markets und Media & Telecommunications. So wurde der WACC in den Teilbereichen Consumer Markets und Retail mit 7,6 Prozent bzw. 6,4 Prozent angesetzt sowie in den Untergruppen Media und Telecommunications mit 7,8 Prozent bzw. 5,7 Prozent.

Hinsichtlich des angesetzten WACC waren keine signifikanten Unterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen zu beobachten.

Betafaktoren

Der verschuldete Betafaktor dient als Maß des systematischen Risikos der Eigenkapitalgeber unter Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos aus der Fremdfinanzierung. Der von den Teilnehmern durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktor ist in diesem Jahr um 0,04 auf 1,03 gestiegen.

Durchschnittlich verwendete verschuldete Betafaktoren nach Branchen



Quelle: KPMG, Deutschland, 2017

Da es sich beim Betafaktor um ein relatives Risikomaß handelt, sollte der Durchschnitt über alle verschuldeten Betafaktoren des Marktes einen Wert von 1,00 annehmen. Wie in den letzten Jahren wird deutlich, dass sich die erhobenen Daten innerhalb einer Bandbreite nahe des theoretisch korrekten Werts bewegen. Die durchgeführten empirischen Erhebungen dieser Studie repräsentieren folglich hinreichend den Gesamtmarkt.

Innerhalb der Branchen kam es mehrheitlich zu einem Anstieg des verschuldeten Betafaktors. Der höchste Zuwachs ergab sich mit einem Plus von 0,19 auf 1,31 im Bereich Technology, der nunmehr

den höchsten verschuldeten Betafaktor aufweist. Der niedrigste verwendete Wert lag in diesem Jahr bei 0,88 im Bereich Health Care.

Innerhalb des Bereichs Financial Services kam es im Teilbereich Banking im Vergleich zum Vorjahr zu einem Anstieg des verschuldeten Betafaktors von 1,02 auf 1,09. Im Teilbereich Insurance war sogar ein Anstieg von 1,03 auf 1,13 beobachtbar.

Während bei Familienunternehmen der angesetzte unverschuldete Betafaktor über dem Betafaktor der Nicht-Familienunternehmen lag, kehrte sich das Bild beim verschuldeten Betafaktor um. Ursäch-

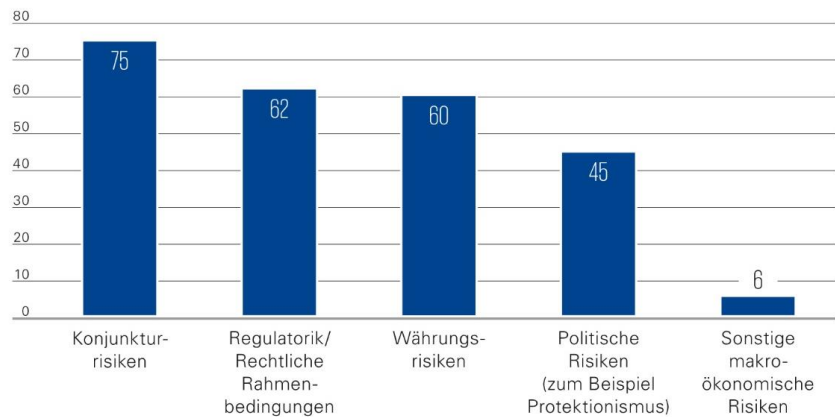
lich hierfür war insbesondere der von Familienunternehmen deutlich niedriger angesetzte Verschuldungsgrad.

Berücksichtigung von Risiken in der Planungsrechnung

Die zukünftigen Plan-Cashflows sind unsicher und müssen mit ihrem Erwartungswert erfasst werden. Daher sind alle mit dem Geschäftsmodell verbundenen Chancen und Risiken vollständig bei der Erstellung der Planungsrechnung und der Ableitung der Plan-Cashflows zu berücksichtigen. Diese Risiken können makro- oder mikroökonomischer Natur sein.

Auf makroökonomischer Ebene gab mit 75 Prozent der Großteil der Unternehmen an, Konjunkturrisiken innerhalb ihrer Planung und bei der Ableitung relevanter Parameter einzubeziehen. Daneben waren regulatorische und rechtliche Rahmenbedingungen (62 Prozent), Währungsrisiken (60 Prozent) sowie politische Risiken wie Protektionismus (45 Prozent) Bestandteil der erstellten Planungsrechnungen.

Berücksichtigung von Risiken in der Planungsrechnung – makroökonomische Risiken Gesamt (Angabe in Prozent, Mehrfachnennung möglich)



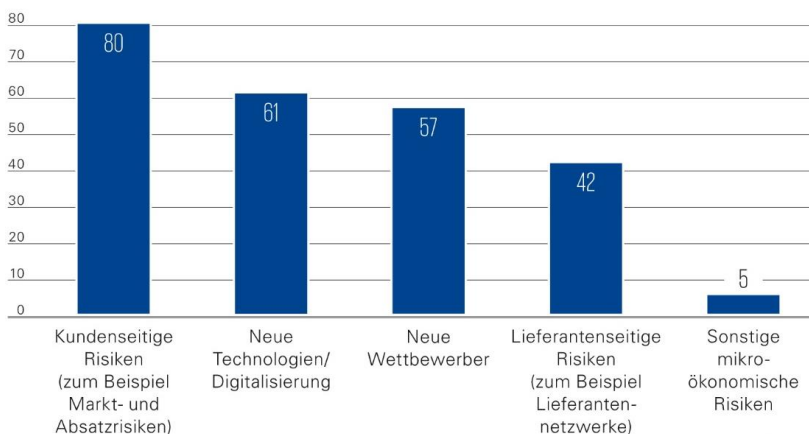
Quelle: KPMG, Deutschland, 2017

Mikroökonomisch waren kundenseitige Markt- und Absatzrisiken mit 80 Prozent die am häufigsten in der Planung berücksichtigte Risikoart. Des Weiteren berücksichtigten 61 Prozent der Unternehmen Risiken aus technologischem Wandel und Digitalisierungsentwicklungen sowie 57 Prozent den sich potenziell verstärkenden Wettbewerb durch den Eintritt neuer Marktteilnehmer.

Ein deutlicher Unterschied zeigte sich hier bei Familienunternehmen, die als mikroökonomische Risiken neben kundenseitigen Risiken insbesondere neue Wettbewerber (72 Prozent) sahen, während Nicht-Familienunternehmen Effekte hieraus weniger häufig in der Planungsrechnung berücksichtigten (53 Prozent).

Insgesamt war beobachtbar, dass makro- und mikroökonomische Risiken bei der Erstellung der Planungsrechnung abgebildet wurden. Unvorhersehbare Entwicklungen wie amerikanische Protektionismustendenzen, der Brexit sowie disruptive Auswirkungen durch die Digitalisierung schaffen immer neue Herausforderungen auf Ebene des Unternehmensmanagements, die die Planbarkeit der künftigen Unternehmensentwicklung zunehmend komplexer machen und flexible Planungsinstrumente erfordern.

Berücksichtigung von Risiken in der Planungsrechnung – mikroökonomische Risiken Gesamt (Angabe in Prozent, Mehrfachnennung möglich)



Quelle: KPMG, Deutschland, 2017

Strukturierte Finanzierungen – Einsatzmöglichkeiten und Bewertung

Der Einsatz strukturierter Finanzierungsinstrumente ermöglicht es, Zins-, Tilgungs- und Risikoprofil einer Finanzierung an die spezifischen Bedürfnisse von Kapitalgebern und Kapitalnehmern anzupassen. In diesem Zusammenhang sind häufig Finanzierungsinstrumente anzutreffen, deren Zahlungen vom Zeitpunkt eines Exit-Ereignisses, dem dabei erzielten Veräußerungserlös und von einem als Wasserfall bezeichneten Verteilungsmechanismus, der Rangfolge und Umfang der Verteilung der Veräußerungserlöse auf mehrere Finanzierungsinstrumente regelt, abhängig sind. Der Flexibilität in der Ausgestaltung steht eine erhöhte Komplexität der Bewertung strukturierter Finanzierungsinstrumente gegenüber, da eine risikoadäquate Verzinsung mit herkömmlichen Verfahren regelmäßig nicht ermittelt werden kann. Daher sollten die Beteiligten im Rahmen von Transaktionen frühzeitig Transparenz über das Risikoprofil und den Wert in Verhandlung stehender strukturierter Finanzierungsinstrumente herbeiführen.

Strukturierte Finanzierungsinstrumente werden häufig bei der Finanzierung von Wachstumsunternehmen, im Leveraged Finance von Private Equity-Transaktionen und im Rahmen von finanziellen Restrukturierungen eingesetzt.

Die Finanzierung von Wachstumsunternehmen

Wachstumsunternehmen zeichnen sich einerseits durch einen hohen Finanzmittelbedarf zur Durchführung von Investitionen und andererseits durch einen geringen oder sogar negativen operativen Cashflow aus. Im Hinblick auf die Finanzierung bevorzugen Wachstumsunternehmen daher häufig Finanzierungsinstrumente, die keine laufenden Zahlungsverpflichtungen beinhalten. Klassische Fremdkapitalfinanzierungen sind dazu in der Regel nicht zielführend, da Banken oder Anleihemärkte zur Kompensation der unsicheren Geschäftsentwicklung von Wachstumsunternehmen oftmals hohe laufende Zinszahlungen fordern, oder aufgrund des hohen Ausfallrisikos eine Fremdkapitalfinanzierung grundsätzlich nicht zu erhalten ist.

Von Wachstumsunternehmen in Anspruch genommene Finanzierungsinstrumente sind daher regelmäßig durch eine Kapitalisierung und Aufzinsung von Zinsansprüchen gekennzeichnet, sodass Zinszahlungen erst zum Rückzahlungszeitpunkt der Finanzierung erfolgen. Der Rückzahlungszeitpunkt kann dabei als fixierter Zeitpunkt oder ereignisbasiert, abhängig vom Eintreten eines definierten Exit-Ereignisses, festgelegt sein. Häufig sind Exit-Ereignisse definiert als:

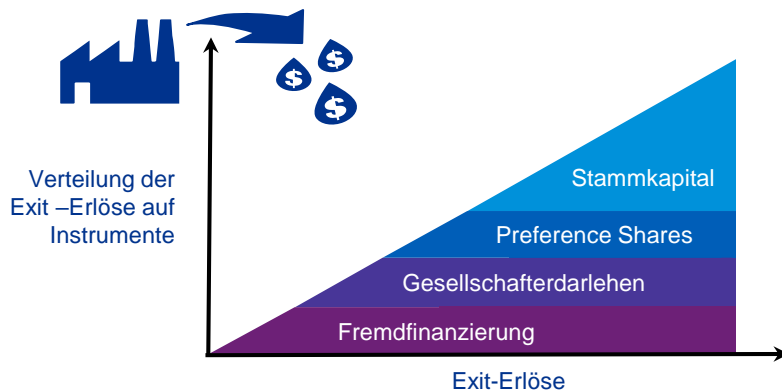
- Börsengang,
- Verkauf einer Mehrheit der Gesellschaftsanteile bzw. Aktien,
- Unternehmenszusammenschluss, der zu einer Verflechtung mit einem Erwerber führt,
- Verkauf wesentlicher Vermögenswerte, oder als
- Liquidation der Gesellschaft.

Die Tilgung der Rückzahlungsansprüche erfolgt dabei aus den im Rahmen eines Exit-Ereignisses erzielten Erlösen. Die Erlöse fließen dabei entweder der Gesellschaft selbst zu, wie bei der Veräußerung wesentlicher

Vermögenswerte, oder werden durch die Gesellschafter vereinbart, wie bei Verkauf oder Liquidation der Gesellschaft. Im Fall eines Börsengangs oder einer Kapitalmarktemission können zur Rückzahlung exitbasierter Finanzierungsinstrumente entweder die Erlöse der Gesellschaft aus der Emission neuer Anteile oder die Erlöse der Altgesellschafter aus dem Verkauf ihrer bestehenden Anteile eingesetzt werden.

Im Fall von Wachstumsunternehmen treten häufig mehrere Klassen von Eigenkapitalanteilen auf, deren Beteiligung an den Erlösen eines oder mehrerer Exit-Ereignisse im Rahmen einer Gesellschaftervereinbarung oder in der Satzung durch einen als Wasserfall bezeichneten Verteilungsmechanismus geregelt ist. Die Verteilung der Exit-Erlöse über einen Wasserfall auf unterschiedlichen Finanzierungsinstrumente weist dabei im Vergleich zu herkömmlichen Instrumenten der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung ein Risikoprofil auf, das sich deutlich unterscheidet und sich graphisch wie folgt illustrieren lässt:

Verteilung der Exit-Erlöse



Quelle: KPMG, Deutschland, 2017

Charakteristische Merkmale von strukturierten Finanzierungsinstrumenten im Rahmen solcher verteilungsbasierter Ausschüttungsmechanismen sind:

- keine Verpflichtung zu laufenden Zins- oder Tilgungszahlungen
- ereignisbasierter exit-abhängiger Rückzahlungszeitpunkt
- Rückzahlungsansprüche umfassen aufgezinste Kredit- bzw. Investitionsbeträge
- Ausschüttungen an einzelne Finanzierungsinstrumente oder Anteilklassen vor dem Rückzahlungszeitpunkt werden auf die Rückzahlungsansprüche angerechnet
- Verteilungsmechanismus bestimmt Reihenfolge und Umfang der Erlösverteilung auf einzelne Finanzierungsinstrumente
- Erlösverteilung erfolgt insgesamt auf mehrere Finanzierungsinstrumente

Leveraged Finance in Private Equity-Transaktionen

Leveraged Finance-Konstruktionen sind durch einen finanzierungsbezogenen Hebeleffekt eines Anteilserwerbs gekennzeichnet. Der Erwerb der Anteile einer operativen Zielgesellschaft wird dabei über eine Reihe von Erwerbs-, Finanzierungs- und

Holdingsgesellschaften mittels externen Fremdfinanzierungen und unterschiedlichen Eigenkapitalinstrumenten finanziert. Regelmäßig hält auch das Management sowohl des Investors als auch der operativen Gesellschaft über eine Beteiligungsgesellschaft mittelbar Ansprüche an der Zielgesellschaft.

Analog zur Finanzierung bei Wachstumsunternehmen erfolgt die Rückzahlung der Finanzierungsansprüche ereignisbasiert bei Eintreten eines Exit-Ereignisses. Die Rangfolge, in der einzelne Finanzierungsinstrumente im Rahmen der Erlösverteilung berücksichtigt werden, ist dabei nicht nur durch einen per Gesellschaftervereinbarung definierten Verteilungsmechanismus, sondern zusätzlich durch eine aufgrund der Gesellschaftsstruktur festgelegte Rangfolge der Ansprüche bestimmt. Die Verteilung der Erlöse aus einer Veräußerung der operativen Gesellschaft erfolgt so auf Basis eines synthetischen Verteilungsmechanismus. Ansprüche aus Finanzierungsinstrumenten mit einer nachrangigen Stellung im Wasserfall des Gesellschaftsvertrags oder Ansprüche gegenüber einer nachrangigen Gesellschaft in der Gesellschaftsstruktur können dabei oftmals nur im Fall hoher Exit-Erlöse mit einer Auszahlung rechnen, sodass der Wert solcher Finanzierungsinstrumente mit

einem hohen Wertabschlag gegenüber dem Rückzahlungsanspruch zu versehen ist. Der Bewertung von Finanzierungsinstrumenten, deren Zahlungen von der Rangfolge im Rahmen eines erlösabhängigen Verteilungsmechanismus abhängig sind, kommt daher sowohl bei der Transaktion selbst, als auch nachgelagert im Rahmen von Werthaltigkeitstest eine besondere Bedeutung zu.

Häufig sind im Rahmen von Private Equity-Transaktionen auch Kaufpreisfinanzierungen durch den Verkäufer über Verkäuferdarlehen (Vendor Loans) oder über Rückbeteiligungen am Eigenkapital einer der Private Equity Zweckgesellschaften zu beobachten. Hierbei ist häufig zu beachten, dass der (fiktiv) festgelegte Nennwert eines Verkäuferdarlehens beziehungsweise einer Rückbeteiligung nicht deren Marktwert entspricht. In diesem Fall kann der Wert von Verkäuferdarlehen und/oder Rückbeteiligungen nur über eine marktorientierte Bewertung ermittelt werden.

Finanzielle Restrukturierung

Im Rahmen einer finanziellen Restrukturierung werden in der Regel bestehende, zum Teil nicht mehr werthaltige Finanzierungsinstrumente einer Gesellschaft durch werthaltige Ansprüche neuer Finanzierungsinstrumente ersetzt. Regelmäßig kommt es dabei zu einem vollständigen oder teilweisen Verzicht der bisherigen Kapitalgeber, der für Eigenkapitalgeber sogar zu einem vollständigen Verlust der bisherigen Ansprüche führen kann.

Nicht mehr werthaltige Ansprüche aus Fremdkapitalfinanzierungen werden durch eine Kombination aus neuen werthaltigen Ansprüchen und nachrangigen Ansprüchen ersetzt, wobei die nachrangigen Ansprüche regelmäßig den Charakter eines Besserungs-

scheins aufweisen und nur im Fall einer deutlich positiven Unternehmensentwicklung mit einer Zahlung rechnen können.

Im Rahmen einer finanziellen Restrukturierung sollten die Beteiligten bereits im Verlauf des Verhandlungsprozesses über eine hinreichende Werttransparenz zu bereits bestehenden sowie neuen Finanzierungsinstrumenten verfügen. Dazu sollte ein integriertes Bewertungsverfahren so eingesetzt werden, dass unter Berücksichtigung des insolvenzrechtlichen Verteilungsmechanismus der Marktwert aller Finanzierungsinstrumente dem Unternehmenswert entspricht und es nicht zu Widersprüchen in der Bewertung einzelner Ansprüche kommt.

Bewertungstechniken

Die geschilderten Anwendungsfälle haben gemein, dass Rangfolge, Umfang und Zeitpunkt der Zahlungen an oftmals mehrere strukturierte Finanzierungsinstrumente einer Gesellschaft durch einen Verteilungsmechanismus bestimmt sind, der die Verteilung eines Veräußerungserlöses, operativer Erträge oder von Refinanzierungszahlungen regelt. Eine konsistente Bewertung der Instrumente, die in einen derartigen Verteilungsmechanismus eingebunden sind, unterliegt dabei folgenden Anforderungen:

- Basis der Bewertung ist eine Wahrscheinlichkeitsverteilung der zum erwarteten Exit-Zeitpunkt auf die Finanzierungsinstrumente zu verteilenden Erlöse
- Ein Verteilungsmechanismus bestimmt die Verteilung ereignisbasierter Erlöse auf mehrere Finanzierungsinstrumente.
- Der Erwartungswert der Zahlungen eines Finanzierungsinstruments kann ohne Berücksichtigung der vorrangigen Ansprüche und des Verteilungsmechanismus nicht abgeleitet werden

- Aufgrund der regelmäßig individuellen Gestaltung des Verteilungsmechanismus ist eine Bestimmung einer risiko-adäquaten Verzinsung über Peer Group-Ansätze, Vergleichsinstrumente oder unter Verwendung des Unternehmensratings nicht zielführend
- Der Zusammenhang zwischen den zu verteilenden Erlösen und den Zahlungen eines Instruments ist nicht linear, sondern durch ein asymmetrisches Zahlungsprofil gekennzeichnet.
- Ein konsistentes Bewertungsverfahren sollte die Erlösverteilung auf sämtliche Instrumente der Finanzierungsstruktur berücksichtigen
- Bewertungen auf Basis szenariobasierter Erlösverteilungen sollten die Szenariowahrscheinlichkeiten in der Wertfindung berücksichtigen

In der Praxis haben sich folgende Bewertungsverfahren etabliert:

Black-Scholes-basierte Verfahren sind durch Ihre einfache Handhabung und einen geringen Anpassungsaufwand des Modells an transaktionsspezifische Verteilungsmechanismen gekennzeichnet, zeigen jedoch Einschränkungen in der Flexibilität beliebige Verteilungsmechanismen abzubilden.

Monte-Carlo-Simulationen bieten eine hohe Flexibilität bei der Abbildung von Erlösverteilungsmechanismen; sie sind jedoch durch einen hohen Anpassungsaufwand des Modells an die Spezifika einer Transaktion, die Erfordernis einer Simulationsroutine sowie durch vergleichsweise lange Rechenzeiten gekennzeichnet.

Wahrscheinlichkeitsbasierte Verfahren entsprechen dem Monte-Carlo-basierten Verfahren in Bezug auf Flexibilität und Anpassungsaufwand des Modells, erfordern jedoch keine Simulation und sind aufgrund ihrer vernachlässigbaren Rechenzeit in Verhandlungssituationen sehr effizient einsetzbar.

Binomial- und Trinomialmodelle erfordern den im Vergleich höchsten Anpassungsaufwand, bieten in Bezug auf die Flexibilität der Modellanpassung jedoch zusätzlich zu den vorgenannten Verfahren die Möglichkeit, mehrperiodige Verteilungszeitpunkte sowie Optionen abzubilden.

Welches Verfahren die Anforderungen der jeweiligen Entscheidungssituation am besten erfüllt, hängt von der Komplexität des Verteilungsmechanismus, der notwendigen Präzision und Rechengeschwindigkeit sowie von der geforderten Anpassungsflexibilität des Modells an variierende Verteilungsmechanismen und Vertragsentwürfe ab und kann nur im Einzelfall entschieden werden.

Welches Verfahren die Anforderungen der jeweiligen Entscheidungssituation am besten erfüllt, hängt von der Komplexität des Verteilungsmechanismus, der notwendigen Präzision und Rechengeschwindigkeit sowie von der geforderten Anpassungsflexibilität des Modells an variierende Verteilungsmechanismen und Vertragsentwürfe ab und kann nur im Einzelfall entschieden werden.

Bedeutung einer transaktionsbegleitenden Bewertung

Im Rahmen von Unternehmenstransaktionen und Kapitalmaßnahmen ist eine frühzeitige verhandlungsbegleitende Bewertung strukturierter Instrumente unabdingbar, um bereits im Verlauf des Verhandlungsprozesses Transparenz über die Werteffekte der Finanzierungsinstrumente herzustellen. Dies hilft divergierende Wertvorstellungen von Vertragsparteien und damit einhergehende, oft aufwendige Nachverhandlungen zu vermeiden.

Im Rahmen von Kapitalmaßnahmen kann somit eine hinreichende Transparenz über die Werteffekte der Maßnahme auch auf nicht unmittelbar betroffene Finanzierungsinstrumente helfen, von betroffenen Kapitalgebern die Zustimmung zu der Kapitalmaßnahme zu erhalten.

Weiterhin kann eine transaktionsbegleitende Bewertung von strukturierten Kapitalemissionen sicherstellen, dass der faire Wert eines vertraglichen Zahlungsverpflichtung dem erzielten Transaktions-

preis entspricht. Die vertraglich vereinbarten Konditionen können daraufhin überprüft werden, ob sie im Hinblick auf den zur Disposition stehenden Transaktionspreis angemessen sind und schließlich

kann auf Basis der vertraglichen Zahlungsverpflichtung und des Transaktionspreises ein der Transaktion unterliegender impliziter Unternehmenswert ermittelt werden.

Grenzüberschreitende Verschmelzungen – Besonderheiten bei der Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses

Die Regelungen zu grenzüberschreitenden Verschmelzungen in der Europäischen Union und dem Europäischen Wirtschaftsraum wurden vor rund zehn Jahren in das deutsche Recht übernommen. Für grenzüberschreitende Verschmelzungen sind die jeweiligen landesspezifischen Regelungen unter Berücksichtigung der europäischen Verschmelzungsrichtlinie maßgeblich. Dies führt dazu, dass bei der Festlegung eines angemessenen Umtauschverhältnisses und damit bei den Unternehmensbewertungen, auf denen das Umtauschverhältnis beruht, die jeweiligen landesspezifischen Bewertungsstandards und die dazu ergangenen Rechtsprechungen zu berücksichtigen sind. Am Beispiel der Verschmelzung einer deutschen und einer luxemburgischen Gesellschaft zeigt sich, dass es besonderer Überlegungen bedarf, die jeweils anzuwendenden Wert- und Preiskonzepte und deren Ausgestaltung zu einem angemessenen Umtauschverhältnis zu verdichten.

Grenzüberschreitende Verschmelzungen

Mit der am 25. April 2007 in Kraft getretenen Reform des Umwandlungsgesetzes (UmwG) hat der Gesetzgeber mit den §§ 122a bis 122l UmwG sowohl die europäische Verschmelzungsrichtlinie (Richtlinie 2005/56/EG über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften vom 15. Dezember 2005) als auch die Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) im sogenannten „SEVIC-Urteil“ (Urteil vom 13. Dezember 2015, C-411/03) in deutsches Recht umgesetzt.

Eine grenzüberschreitende Verschmelzung ist eine Verschmelzung, bei der mindestens eine der beteiligten Gesellschaften dem Recht eines anderen Mitgliedsstaats der Europäischen Union oder eines anderen Vertragsstaats

des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum unterliegt. In § 122b UmwG werden als beteiligungsfähige Gesellschaften nur Kapitalgesellschaften genannt. Die §§ 122a ff. UmwG ermöglichen sowohl das Hereinverschmelzen einer ausländischen auf eine deutsche Kapitalgesellschaft, als auch eine Herausverschmelzung einer deutschen auf eine ausländische Kapitalgesellschaft. In jüngster Vergangenheit ist unter anderem die grenzüberschreitende Verschmelzung der luxemburgischen Gagfah S.A. auf die deutsche Vonovia SE erfolgt.

Für eine grenzüberschreitende Verschmelzung gilt das jeweilige nationale Recht der beiden Verschmelzungsparteien unter Berücksichtigung der europäischen Verschmelzungsrichtlinie. Gemäß § 122c UmwG liegt der grenzüber-

schreitenden Verschmelzung der Verschmelzungsplan „als Vertragswerk“ zugrunde. Nach § 122c Abs. 2 Nr. 2 UmwG hat der Verschmelzungsplan das Umtauschverhältnis der Gesellschaftsanteile und gegebenenfalls die Höhe der baren Zuzahlung zu enthalten. Die unter bestimmten Umständen gegebene zusätzliche Notwendigkeit eines Abfindungsangebots im Verschmelzungsplan ist in § 122i UmwG geregelt. Der Inhalt des Verschmelzungsberichts ergibt sich aus § 122e UmwG und der Umfang der Verschmelzungsprüfung aus § 122f UmwG.

Wertkonzepte zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses

Das Umtauschverhältnis ist aus den Werten je Anteil der beteiligten Verschmelzungsparteien zu ermitteln. Die Ermittlung setzt die Bewertung der beteiligten Gesell-

schaften voraus. Von besonderer Bedeutung ist, dass die Unternehmensbewertung nach vergleichbaren Grundsätzen erfolgt. Dieser Grundsatz der Vergleichbarkeit betrifft sowohl das/die angewandte(n) Bewertungskonzept(e) als auch die für beide Unternehmen relevanten Planungs- und Bewertungsparameter, sofern die beiden Unternehmen in den jeweiligen Aspekten vergleichbar sind.

Fraglich ist, wie die Umtauschrelation zu bestimmen ist, wenn für die Verschmelzungsparteien aufgrund landesspezifischer Regelungen beziehungsweise landesspezifischer Bewertungspraxis – wie beispielsweise in Deutschland und in Luxemburg – unterschiedliche Wert- und Preiskonzepte in Betracht kommen.

In Deutschland erfolgt anerkannt durch die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) die Ermittlung von Unternehmenswerten üblicherweise nach der Ertragswertmethode oder durch Schätzung anhand von Börsenkursen. Der Ermittlung des Ertragswertes liegt dabei der in der Rechtsprechung anerkannte Bewertungsstandard IDW S 1 (Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen) zugrunde. Der IDW S 1 ist allerdings eine deutsche Besonderheit. In Luxemburg werden beispielsweise im Rahmen des Norme professionnelle diligences professionnelles du réviseur d'entreprises dans le cadre des opérations de fusions et de scissions (NP2016-02) des Institut des Réviseurs d'Entreprises in Luxemburg keine konkreten Vorgaben für eine bestimmte Bewertungsmethode gemacht. Es wird in Ziffer 3.6.4. jedoch auf substanz- („l'analyse des valeurs patrimoniales“) wie auch ertragsorientierte („méthodes fondées sur les aspects de rendement“) Bewertungsverfahren verwiesen. In der Bewertungspraxis in Luxemburg

haben sich – neben dem Börsenkurs – insbesondere Bewertungen anhand von Discounted Cashflow (DCF) und Multiplikatorverfahren etabliert.

Demzufolge stehen bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung zwischen einer deutschen und einer luxemburgischen Gesellschaft grundsätzlich folgende Wert- und Preiskonzepte zur Diskussion: Ertrags-/DCF-Werte, Multiplikatorwerte, Substanzwerte und Börsenkurse – letztere vor dem Hintergrund der erforderlichen Methodengleichheit nur dann, wenn beide Gesellschaften börsennotiert sind. Wobei nach luxemburgischer Regelung nicht nur ein Bewertungskonzept relevant ist, sondern verschiedene Wert- und Preismaßstäbe herangezogen werden sollen.

Bei Anwendung der fundamentalen, kapitalwertorientierten Ertragswert- oder DCF-Verfahren ist zu berücksichtigen, dass die luxemburgische Bewertungspraxis im Gegensatz zur deutschen Bewertungspraxis eine explizite Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuereffekte auf Ebene der Anteilseigner nicht kennt. Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, dass die Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und aus der Alternativanlage auf der Anteilseignerebene zum Einen – wie in Deutschland üblich – explizit unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuereffekte bestimmt werden und zum Anderen – wie im Ergebnis in Luxemburg üblich – davon auszugehen, dass Nettozuflüsse und Alternativanlage einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen und insoweit auf eine explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse und der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes zu verzichten. Daneben bestehen weitere Unterschiede bei der Bestimmung einzelner Bewertungs-

parameter – beispielsweise bei den Kapitalkosten. Ob die Bewertung dagegen in Form des Ertragswertverfahrens oder als DCF-Verfahren erfolgt, spielt hingegen keine Rolle, da beide Verfahren bei konsistenter Anwendung zum selben Unternehmenswert führen.

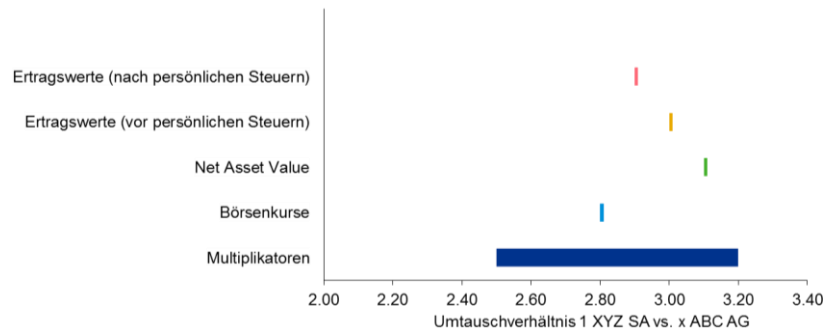
Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Preisbestimmung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Die Anwendung von Multiplikatorverfahren in der Bewertungspraxis erfolgt international weitgehend vergleichbar. Multiplikatoren können dabei aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (sog. Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis einer Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte. Werden Multiplikatoren aus der Marktkapitalisierung börsennotierter Vergleichsunternehmen abgeleitet, so ist zu berücksichtigen, dass die Summe der Marktpreise einzelner Aktien nicht dem Gesamtkaufpreis für diese Unternehmen entspricht, weshalb zum Beispiel bei öffentlichen Übernahmen üblicherweise signifikante Aufschläge auf den Börsenkurs zu beobachten sind. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zudem zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maße durch die subjektive Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen. Beide Ansätze beruhen damit

auf erheblichen Vereinfachungen und Typisierungen, sodass sie zwar nicht zu vernachlässigen, jedoch im Vergleich zu fundamentalen Bewertungen in der deutschen Bewertungspraxis von untergeordneter Bedeutung sind.

Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sogenannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwertes einer fortzuführenden Unternehmung und ist daher abzulehnen.

Ein (ausschließliches) Abstellen auf Börsenkurse muss kritisch gesehen werden. Eine Verwendung von Börsenkursen allein kann eine fundamentale Unternehmensbewertung nicht ersetzen. Börsenkurse sind das Ergebnis der Zahlungsbereitschaft vieler Marktteilnehmer, welche nicht nur von der finanziellen Beurteilung des Unternehmens, sondern auch von vielen subjektiven Aspekten der Marktteilnehmer abhängig ist. Die Gründe für die Höhe der Zahlungsbereitschaft der Marktteilnehmer sind aber nicht transparent. Eine fundamentale Bewertung nach dem Ertragswert- oder DCF-Verfahren ist dagegen ein konzeptioneller Ansatz, der basierend auf einer Analyse von Vergangenheitsdaten und auf langfristigen Unternehmensplanungen, die in diesem Detaillierungsgrad und Umfang nicht öffentlich zugänglich sind, in einem idealisierten Modell transparent ableitet, welcher Preis für das Unternehmen ohne Berücksichtigung subjektiver Aspekte einzelner Marktteilnehmer grundsätzlich angemessen wäre. Dennoch stellt auch die Börsenkursrelation einen relevanten Maßstab zur Festlegung eines angemessenen Umtauschverhältnisses dar.

Übersicht zu den Umtauschverhältnissen auf Basis verschiedener Wert- und Preismaßstäbe



Quelle: KPMG, Deutschland, 2017

In einem fiktiven Beispiel könnten sich die in der obigen Grafik dargestellten Unternehmenswertverhältnisse auf Basis der einzelnen Wert- und Preiskonzepte ergeben.

Vor dem Hintergrund der Berücksichtigung der luxemburgischen Bewertungspraxis und der daraus resultierenden Analyse verschiedener Wert- und Preismaßstäbe ist im skizzierten Beispielfall abweichend zu der in Deutschland üblichen Vorgehensweise nicht allein ein Ertragswert unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner maßgeblich, sondern auch die weiteren in Luxemburg üblichen Bewertungsmethoden, sodass für die Ableitung eines Umtauschverhältnisses in diesem besonderen Fall einer grenzüberschreitenden Verschmelzung eine Gewichtung beziehungsweise eine Abwägung zwischen den Bewertungsmethoden vorzunehmen ist.

Unter Verweis auf die zuvor zu den Wert- und Preiskonzepten genannten Gründen sollten zur Bestimmung des angemessenen Umtauschverhältnisses insbesondere die Ertragswert-/DCF-basierten Unternehmenswertverhältnisse herangezogen werden. Andere Wert- und Preismaßstäbe sollten entsprechend ihrer Aussagekraft geringer gewichtet werden oder bei mangelnder Belastbarkeit auch ausgeschlossen werden. Die Entscheidung hierüber ist jedoch

im Einzelfall von der konkreten Aussagekraft abhängig – nicht zuletzt, weil es noch keine Rechtsprechung zu dieser Berücksichtigung unterschiedlicher Wert- und Preiskonzepte bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung gibt.

Daher ist es von besonderer Bedeutung, dass die Relevanz der jeweiligen Wert- und Preiskonzepte und die Herleitung der Unternehmenswerte und Wertrelationen nach den einzelnen Wertkonzepten sowie die Abwägung und Gewichtung zwischen den Wert- und Preiskonzepten durch den Bewertungsgutachter im konkreten Anwendungsfall hinreichend transparent dargestellt werden, sodass diese von den Verschmelzungsparteien, deren Anteilseignern, dem Verschmelzungsprüfer und den zuständigen Gerichten, wenn Anteilseigner einen Antrag auf gerichtliche Nachprüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses stellen, nachvollzogen und beurteilt werden können.

Die skizzierten Problemfelder werden auch in Studien der Europäischen Kommission sowie jüngsten Beschlüssen des Europäischen Parlaments zur europäischen Verschmelzungsrichtlinie aufgegriffen. Bei künftigen Aktualisierungen der Richtlinie sollen die Methoden zur Bewertung verbessert werden. Was dies konkret bedeuten wird, ist derzeit allerdings noch offen.

Die Bewertung von Schiffen – Überlegungen zur Fortentwicklung des LTAV-Ansatzes

Die Bewertungsanlässe für Schiffe sind vielfältig: Kauf oder Verkauf von Schiffen oder Schifffahrtsunternehmen, Aufnahme von Eigen- oder Fremdkapital an den Kapitalmärkten, Besicherung von schiffs- oder unternehmensbezogenen Darlehen von Kreditinstituten oder Werthaltigkeitsüberlegungen im Rahmen der externen Rechnungslegung. Seit dem Jahr 2009 steht der maritimen Branche mit dem Long Term Asset Value (LTAV) ein Schiffsbewertungsverfahren auf Basis eines Discounted-Cashflow-Modells (DCF) zur Verfügung, welches viele Parallelen zu Bewertungsverfahren in anderen Asset-Klassen (wie Immobilien, Flugzeuge) aufweist. Nicht zuletzt aufgrund der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Schuldenkrise auf die maritime Wirtschaft sollten bei der Bewertung der Schiffe bestimmte Fortentwicklungen des LTAV-Ansatzes berücksichtigt werden, damit die Akzeptanz dieses Bewertungsansatzes bei allen Stakeholdern weiter steigt.

Aktuelle Marktsituation

Die aktuelle Situation in der Schifffahrt ist – insbesondere im Containersegment – weiterhin von einem hohen Angebot an Transportkapazitäten geprägt. In den kommenden Jahren werden zudem, aufgrund der in der jüngeren Vergangenheit getätigten Bestellungen von Schiffen mit Größen zwischen 1.000 TEU und 3.000 TEU sowie mehr als 10.000 TEU, weitere signifikante Transportkapazitäten auf den Markt drängen.

Auch wenn trotz des neuen amerikanischen Protektionismus, des Brexits und anderer destabilisierender Entwicklungen, wie etwa in der Türkei, von einem Wachstum des Welthandels und damit des Ladungsaufkommens ausgegangen werden kann, ist es wahrscheinlich, dass auch mittelfristig ein Überangebot an Transportkapazitäten bestehen wird. Zwar sind die Schiffsverschrottungen seit 2015 erheblich angestiegen, dennoch werden sie voraussichtlich nicht ausreichen, um das Gesamtbild des weltweiten Angebotsüberschusses an Transportvolumen zu verändern.

In den letzten Jahren führte das vorhandene Überangebot dazu, dass die Fracht- und Charterraten nahezu kontinuierlich gesunken sind. Entsprechend dieser Entwicklung war auch ein deutlicher Rückgang der Schiffspreise zu beobachten. In der Preisfindung, welche in der Regel auf eine Verhandlung zwischen zwei Parteien zurückzuführen ist, werden mitunter die langfristigen Perspektiven, aus dem Schiffsbetrieb Überschüsse zu generieren, seitens der Käufer (bewusst) untergewichtet. Dies ist neben strategischem Kalkül auch auf die hohe Unsicherheit langfristiger Planungen in einem volatilen Umfeld zurückzuführen. Da zudem viele Schiffverkäufe in Notsituationen durchgeführt wurden, in denen die Eigner nur bedingt auf Augenhöhe mit potenziellen Erwerbern verhandeln konnten, divergierten in der jüngeren Vergangenheit in vielen Transaktionen die erzielten Schiffspreise und die fundamentalen Werte deutlich voneinander.

Bewertung von Schiffen anhand des LTAV-Ansatzes

Wie bei allen anderen Vermögenswerten auch, sollte der Wert eines Schiffes allein anhand der

künftigen Ertragskraft ermittelt werden, das heißt der Eigenschaft zur Erwirtschaftung finanzieller Überschüsse. Für die Berechnung wird hierzu in der Regel der sogenannte LTAV-Ansatz verwendet. Hierbei handelt es sich methodisch um einen Discounted-Cashflow-WACC-Ansatz, der als Bewertungsmaßstab auf die künftigen Free Cashflows abstellt, die das zu bewertende Schiff durch seine Nutzung erzielen kann. Die künftigen Free Cashflows sind mit einem risikoäquivalenten Diskontierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.

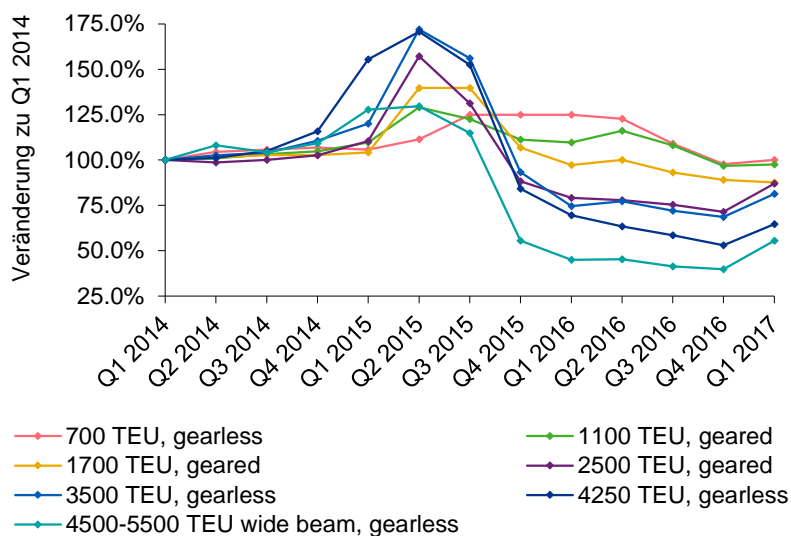
Ziel des LTAV-Ansatzes ist eine von Preisschwankungen unabhängige, am langfristigen Ertragspotenzial eines Schiffes orientierte Bewertungsgrundlage. Dieser Ansatz ist in der Branche weitgehend anerkannt: „Mit der Entwicklung und Vorlage des LTAV-Konzeptes hat die Wirtschaft ein schlüssiges Konzept vorgelegt, das auch in Krisenzeiten zu belastbaren Ergebnissen führt. Zudem ist nur schwer vermittelbar, warum für Schiffe andere Bewertungsgrundsätze gelten sollen als für Immobilien oder bei der Unternehmensbewertung.“

Zur Ermittlung der bewertungsrelevanten Cashflows sind alle Einnahmen und Ausgaben im Zusammenhang mit dem Betrieb des Schiffes anhand operativer Werttreiber möglichst realistisch abzuschätzen. Insbesondere die am Markt erzielbaren Charraten beeinflussen den Wert der Schiffe. Das bestehende Überangebot an Transportvolumen hat die Charraten in der Vergangenheit in Abhängigkeit von der Schiffsklasse nach einem kurzfristigen Anstieg wieder deutlich sinken lassen:

Die Charraten sollten vielmehr anhand der für den jeweiligen Schiffstyp aktuell am Markt vereinbarten Charraten prognostiziert werden. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass bis zu einem Auslaufen der bestehenden Charterverträge häufig noch mehrere Jahre vergehen können. In diesem Fall sind die aktuell erzielbaren Raten in die Zukunft zu projizieren. Grundsätzlich sollte die Prognose der jeweiligen Marktsituation Rechnung tragen. So sollten aufgrund der aktuell bestehenden Überkapazität mögliche Raten-

fest zu berücksichtigen. Die Betriebskosten lassen sich regelmäßig gut aus den vergangenen Betriebsjahren des Schiffes, gegebenenfalls unter Berücksichtigung einer Inflationierung, herleiten. Kostensenkende Maßnahmen sollten nur dann berücksichtigt werden, wenn sie hinreichend konkret geplant und die Auswirkungen realistisch sind. Sofern mit solchen Maßnahmen (Vorab-)Auszahlungen verbunden sind, zum Beispiel für Umbauten am Schiff, sind diese ebenfalls zu erfassen.

Charraten im Zeitablauf



Quelle: Drewry - Container Forecaster Q4 2016 und Q2 2017, KPMG-Analyse

Für die Dauer eines bestehenden Chartervertrages sind die Charraten entsprechend der Regelungen im Vertrag anzusetzen. Für die Zeit nach Auslaufen des Chartervertrages sind zu diesem Zeitpunkt erwartete Anschluss-Charraten anzusetzen. Ein vereinfachtes Abstellen auf einen möglichen Durchschnitt der letzten (zum Beispiel zehn) Jahre ist aufgrund des geforderten Zukunftsbezuges einer Bewertung und der infolge der Volatilität in den vergangenen Jahren nicht gegebenen Aussagekraft der historischen Entwicklung für die zukünftigen Erwartungen nicht zielführend.

steigerungen nur vorsichtig Berücksichtigung finden.

Da Charraten in der Regel auf Tagesbasis gezahlt werden, sind die entsprechenden Betriebstage festzulegen. Hierbei sollten nicht die maximal möglichen Jahrestage angesetzt werden, sondern immer eine Liegezeit aufgrund technischer oder anderer Überholungen oder Reparaturen Berücksichtigung finden.

Als wesentliche Aufwendungen sind die Betriebskosten (zum Beispiel Crewing-Aufwendungen) für den laufenden Betrieb des Schif-

Zudem sind die Bereederungskosten zu planen. Diese sind je nach Vertragsgestaltung in Abhängigkeit der Charrateinnahmen oder – wie in den letzten Jahren zunehmend der Fall – als feste Gebühr pro Jahr zu kalkulieren. Die Klassenkosten für das Schiff, also die Kosten der wiederkehrenden Beurteilung des baulichen Zustands, sind vollumfänglich in der Periode zu erfassen, in der sie anfallen. Hierbei ist zudem zu berücksichtigen, dass in Jahren, in denen die Klasse ansteht, das Schiff weniger Betriebstage hat, sodass in diesen Jahren zusätzlich die Betriebstage reduziert werden müssen.

Schließlich ist der Restwert des Schiffes zum Ende der wirtschaftlichen Nutzungsdauer zu schätzen. Dieser wird anhand des Gewichts des Schiffes und des erwarteten Stahlpreises ermittelt. Häufig wird in der Praxis vereinfachend aufgrund fehlender Informationen hinsichtlich der Stahlpreisentwicklung der aktuelle Stahlpreis verwendet. Auch Fahrtkosten zur Verschrottung sind gegebenenfalls zu berücksichtigen. Die für die Wertermittlung relevanten Perioden sind bei einer Schiffsbewertung durch die restliche Nutzungsdauer des zu bewertenden Schiffes definiert. Es empfiehlt sich aufgrund des Überangebotes an Schiffen bei der Restnutzungsdauer derzeit eher von einer

Gesamtnutzungsdauer auszugehen, die unter der technischen Nutzungsdauer liegt.

Der für die Diskontierung zu verwendende durchschnittliche gewichtete Kapitalkostensatz wird als WACC (Weighted Average Cost of Capital) bezeichnet. Gemäß dem Capital Asset Pricing Model setzt sich dieser aus den

- Eigenkapitalkosten – bestehend aus einem risikolosen Basiszinssatz und einem Risikozuschlag, bestehend aus der allgemeinen Marktrisikoprämie und dem (asset-)spezifischen Betafaktor sowie
- den Fremdkapitalkosten – bestehend aus einem risikolosen Basiszinssatz zuzüglich eines Risikoaufschlages (Spread)

zusammen.

Mehrwertige Planungsmodelle

Die oben genannten Werttreiber sind im Rahmen einer Schiffsbewertung über einen vergleichsweise langen Nutzungszeitraum von bis zu 25 Jahren zu prognostizieren. Zudem unterlagen einige dieser Werttreiber in der Vergangenheit erheblichen Schwankungen. Aufgrund der aktuellen Marktsituation ist auch künftig von erheblicher Planungsunsicherheit auszugehen. Die häufig in der Praxis verwendeten einwertigen Planungsmodelle, die lediglich die einmal festgelegten Einnahmen und Ausgaben aufsummieren, stoßen an ihre Grenzen, der Komplexität der Schiffsbewertungen Rechnung zu tragen, da sie keine Schwankungsbreiten der Werttreiber und keine Verteilungskurven innerhalb dieser Schwankungsbreiten berücksichtigen.

Anstelle von einwertigen Modellen sollten für die Bewertung von

Schiffen mehrwertige Planungsmodelle verwendet werden. Insbesondere Monte-Carlo-Simulationen eignen sich dazu, die Schwankungsbreiten der Werttreiber mathematisch abzubilden. Die Bandbreiten der wesentlichen Werttreiber, wie Transportvolumen, Charraten, Bunkerpreise und Währungskurse, sind hierfür nach eingehender Analyse unternehmensinterner und -externer Informationen abzuschätzen. Aufbauend auf die Analyse der Werttreiber kann zudem eine Verteilungskurve für den jeweiligen Werttreiber innerhalb seiner Wertbandbreite festgelegt werden.

Durch ein mehrwertiges Planungsmodell kann die Planungsunsicherheit umfänglich in der Bewertung berücksichtigt werden und darauf aufbauend eine belastbare Wertbandbreite für das zu bewertende Schiff ermittelt werden. Zudem ermöglichen Monte-Carlo-Simulationen die Separierung des (maximalen) Einflusses einzelner Werttreiber in der Bewertung.

Eine derartig durchgeführte und dokumentierte Schiffsbewertung wird die Akzeptanz des LTAV-Ansatzes bei allen Stakeholdern noch weiter erhöhen. Potenzielle Veräußerer und Erwerber von Schiffen erhalten eine nachvollziehbare Verhandlungsgrundlage für die Festlegung des Kaufpreises, Kapitalgeber eine belastbare Basis für die Besicherung von Darlehen und Bilanzierer Sicherheit über die Wertansätze in den Bilanzen. Ein externer Gutachter kann hierbei aufgrund seiner Neutralität sowie seiner Sachkenntnis sowohl bei der Analyse und Sensitivierung der Planung als auch bei der Bewertung selbst einen wertvollen Beitrag zur Akzeptanz der Bewertungsergebnisse bei allen beteiligten Parteien leisten.

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

**Newsletter kostenlos
abonnieren**

[www.kpmg.de/newsletter/
subscribe.aspx](http://www.kpmg.de/newsletter/subscribe.aspx)

www.kpmg.de

www.kpmg.de/socialmedia



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 auf Grund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Unsere Leistungen erbringen wir vorbehaltlich der berufrechtlichen Prüfung der Zulässigkeit in jedem Einzelfall.

© 2018 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 und das Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.