Bundesrat Drucksache 117/88

10.03.88

Fz

Verordnung

der Bundesregierung

Verordnung über die Bewertung stiller Beteiligungen gemäß § 25 d Abs. 3 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG-Bewertungsverordnung)

A. Zielsetzung

Ausfüllung der Ermächtigung in § 25 d Abs. 3 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften zur Regelung

- des von der Depotbank anzuwendenden Berechnungsverfahrens für die laufende Bewertung stiller Beteiligungen in Beteiligungs-Sondervermögen
  und
- der vom Wirtschaftsprüfer vorzunehmenden Feststellung der Faktoren, die bei diesem Berechnungsverfahren und bei der Angemessenheitsprüfung anläßlich des Beteiligungserwerbs zu berücksichtigen sind.

B. Lösung

Erlaß einer Verordnung über die Bewertung stiller Beteiligungen.

C. Alternativen

Keine.

D. Kosten

Finanzielle Auswirkungen entstehen nicht.

Alleinvertrieb: Verlag Dr. Hans Heger, Postfach 20 08 21, 5300 Bonn 2
ISSN 0720-2946

Die vorgesehene Regelung dient lediglich der Einführung einheitlicher Verfahren für die laufende Bewertung stiller Beteiligungen in Beteiligungs-Sondervermögen und für die Angemessenheitsprüfung anläßlich des Erwerbs dieser Beteiligungen. Auswirkungen auf Einzelpreise und das Preisniveau, besonders auf das Verbraucherpreisniveau, sind davon nicht zu erwarten.

Bundesrat Drucksache 117/88

10.03.88

Fz

Verordnung

der Bundesregierung

Verordnung Über die Bewertung stiller Beteiligungen gemäß § 25 d Abs. 3 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG-Bewertungsverordnung)

Bundesrepublik Deutschland
Der Bundeskanzler
121 (42) - 551 08 - Ka 60/88

Bonn, den 10. März 1988

An den
Herrn Präsidenten des Bundesrates

Hiermit übersende ich die von der Bundesregierung beschlossene

Verordnung über die Bewertung stiller Beteiligungen gemäß § 25 d Abs. 3 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG-Bewertungsverordnung)

mit Begründung und Vorblatt.

Ich bitte, die Zustimmung des Bundesrates aufgrund des Artikels 80 Absatz 2 des Grundgesetzes herbeizuführen.

Federführend ist der Bundesminister der Finanzen.

Drucksache 117/88

Verordnung

Über die Bewertung stiller Beteiligungen gemäß § 25 d Abs. 3 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG-Bewertungsverordnung)

Vom ... 1988

Auf Grund des § 25 d Abs. 3 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften, der durch Artikel 3 des Gesetzes vom 19. Dezember 1986 (BGBl. I S. 2595) eingefügt worden ist, verordnet die Bundesregierung mit Zustimmung des Bundesrates:

§ 1

(1) Der Wert einer stillen Beteiligung (§ 25 b Abs. 1 Nr. 2 des Gesetzes) zu einem bestimmten Zeitpunkt (Bewertungszeitpunkt), die eine Kapitalanlagegesellschaft für eine bestimmte Zeit (Gesamtlaufzeit) an einem Beteiligungsunternehmen begründet hat, bestimmt sich nach der Summe der für diesen Bewertungszeitpunkt ermittelten Barwerte folgender Ansprüche der Kapitalanlagegesellschaft gegen das Beteiligungsunternehmen:

1. Anspruch auf die Gewinnanteile und Anspruch auf eine gewinnunabhängige Mindestverzinsung, die für die bis zum Ende der Gesamtlaufzeit verbleibenden Jahre (Restlaufzeit) erwartet werden (Ertrag),

2. Anspruch auf Rückzahlung der Vermögenseinlage, die zum Ende der Gesamtlaufzeit erwartet wird (Rückzahlungsbetrag).

(2) Für die Ermittlung der Barwerte im Sinne des Absatzes 1 ist der Zinssatz maßgebend, der sich als Summe folgender Größen ergibt (Diskontierungszinsfuß):

1. durchschnittliche Rendite der umlaufenden Anleihen des Bundes und der Sondervermögen Deutsche Bundesbahn und Deutsche Bundespost mit annähernd gleicher Restlaufzeit (Anleiherendite) und

2. zusätzliche Rendite, die aus der Sicht der Kapitalanleger die geringere Veräußerbarkeit und das höhere Ertrags- und Rückzahlungsrisiko der stillen Beteiligung gegenüber den in Nummer 1 bezeichneten Anleihen ausgleicht (Risikoprämie).

§ 2

(1) Der nach § 25 d Abs. 2 Satz 1 des Gesetzes bestellte Abschlußprüfer (Wirtschaftsprüfer) hat den Ertrag im Sinne des § 1 Abs. 1 Nr. 1 nach Maßgabe der Sätze 2 bis 6 festzustellen. Der Ertrag ist jeweils als jährlich gleicher Betrag anzusetzen, der am Ende eines jeden Jahres der Restlaufzeit fällig ist. Fallen vereinbarte Zahlungstermine der Mindestverzinsung und der Gewinnanteile nicht auf das Ende eines jeden Jahres der Laufzeit der Beteiligung, sind diese Beträge so auf- oder abzuzinsen, daß sie gleichen jährlichen Zahlungen am Ende eines jeden Jahres der Restlaufzeit entsprechen. Mindestzins und Gewinnanteile dürfen nicht berücksichtigt werden, soweit diese Beträge zum Ausgleich von Verlusten zu verwenden sind. Die Gewinnanteile sind als gleiche Jahresbeträge aus den nach anerkannten betriebswirtschaftlichen Regeln geschätzten Gewinnen des Beteiligungsunternehmens in der Restlaufzeit zu ermitteln. Ist die Restlaufzeit länger als drei Jahre, können diese Gewinne mit dem Durchschnitt der Gewinne angesetzt werden, die für die nächsten drei Jahre geschätzt werden, sofern keine besonderen Umstände eine längerfristige Vorausschau erfordern.

(2) Der Wirtschaftsprüfer hat bei der Feststellung des Ertrages und des Rückzahlungsbetrages (§ 25 d Abs. 2 des Gesetzes) die Risikoprämie im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 2 nach Maßgabe der jeweiligen Lage des Kapitalmarktes und der Besonderheiten des Beteiligungsunternehmens und des Beteiligungsvertrages festzustellen. Er hat dabei unter Beachtung des Unterschiedsbetrages nach Absatz 3 Satz 2 den Mittelwert der zusätzlichen Renditebeträge anzusetzen, die für die stille Beteiligung angemessen sind. Die Risikoprämie beträgt mindestens 3 vom Hundert. Der Wirtschaftsprüfer hat die festgestellte Risikoprämie in den Bericht nach § 25 d Abs. 2 Satz 1 des Gesetzes aufzunehmen.

(3) Die Depotbank hat für die Berechnung der Barwerte im Sinne des § 1 die Risikoprämie jeweils mit dem Betrag anzusetzen, den der Wirtschaftsprüfer nach Absatz 2 zuletzt festgestellt hat. Liegt eine Feststellung nach Absatz 2 noch nicht vor, so hat die Depotbank die Risikoprämie mit dem Unterschiedsbetrag zwischen der Rendite der stillen Beteiligung und der Anleiherendite zum Zeitpunkt des Erwerbs der stillen Beteiligung anzusetzen; die Depotbank hat dabei die Rendite der stillen Beteiligung aus dem zu erwartenden Ertrag und aus dem zu erwartenden Rückzahlungsbetrag, die der Wirtschaftsprüfer nach § 25 b Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe b des Gesetzes festgestellt hat, sowie aus der geleisteten Einlage zu berechnen.

(4) Die Absätze 1 und 2 Satz 1 und 3 gelten auch für die Feststellungen des Wirtschaftsprüfers nach § 25 b Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe b des Gesetzes. Der Wirtschaftsprüfer hat hierbei die Risikoprämie mit dem niedrigsten der zusätzlichen Renditebeträge anzusetzen, die für die stille Beteiligung angemessen sind.

§ 3

Die Depotbank hat den Wert zum Bewertungszeitpunkt t nach der Formel

$$E \times \frac{1 - \frac{1}{(1+I)^N}}{I} + \frac{R}{(1+I)^N}$$

mit folgenden Größen zu berechnen:

E = Ertrag in Deutscher Mark im Sinne des § 2 Abs. 1 Satz 2

R = Rückzahlungsbetrag in Deutscher Mark im Sinne des § 1 Abs. 1 Nr. 2

N = Restlaufzeit in Jahren im Sinne des § 1 Abs. 1 Nr. 1, einschließlich des noch nicht abgelaufenen Bruchteils des Jahres der Laufzeit, in dem der Bewertungszeitpunkt t liegt

$I = \frac{K + P}{100}$ = Diskontierungszinsfuß im Sinne des § 1 Abs. 2

K = Anleiherendite in vom Hundert zum Bewertungszeitpunkt t im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 1

P = Risikoprämie in vom Hundert im Sinne des § 2 Abs. 3

§ 4

Diese Verordnung gilt nach § 14 des Dritten Überleitungsgesetzes in Verbindung mit § 54 Satz 2 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften auch im Land Berlin.

§ 5

Diese Verordnung tritt am Tage nach der Verkündung in Kraft.

Begründung

Allgemeines

1. Die Verordnung regelt das Berechnungsverfahren für die laufende Bewertung stiller Beteiligungen in Beteiligungs-Sondervermögen und die Ermittlung der Größen, die dabei und bei der Angemessenheitsprüfung anläßlich des Beteiligungserwerbs zu berücksichtigen sind. Grundlage der Verordnung ist § 25 d Abs. 3 des Gesetzes.

2. Der Wert einer stillen Beteiligung während ihrer Laufzeit ist durch § 25 d Abs. 1 Satz 2 des Gesetzes als Zukunftserfolgswert bestimmt, weil dieser den wirtschaftlichen Interessen der Anleger entspricht. Eintretende, ausscheidende und verbleibende Anteilsinhaber werden weder begünstigt noch benachteiligt, indem bei der Berechnung des Anteilspreises für Erwerb und Rückgabe von Anteilscheinen ein Wert der stillen Beteiligung angesetzt wird, der nach den zukünftigen Erträgen und dem Rückzahlungsbetrag bemessen ist. Dieser Wertansatz schützt zugleich die Anteilsinhaber vor Vermögensverlusten bei einer Veräußerung der stillen Beteiligung (§ 25 i des Gesetzes) und stellt hierbei grundsätzlich auch den Preis dar, den ein potentieller Erwerber für die stille Beteiligung zu zahlen bereit sein dürfte.

   Auch für die Angemessenheitsprüfung anläßlich des Beteiligungserwerbs ist der Zukunftserfolg der zum Erwerb anstehenden Beteiligung maßgebend (§ 25 b Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe b des Gesetzes).

   Laufende Bewertung und Angemessenheitsprüfung stehen in engem Zusammenhang. Die für beides maßgeblichen Faktoren müssen individuell für die jeweilige Beteiligung und marktorientiert ermittelt werden. Unterschiede ergeben sich vor allem daraus,

daß der laufende Wert als ein fairer Schiedspreis zwischen gegensätzlichen Interessenlagen vermitteln muß (eintretende/ ausscheidende/verbleibende Anteilsinhaber und Anteilsinhaber/ Erwerber der Beteiligung), während die Angemessenheitsprüfung die Ermittlung eines Grenzpreises aus der Sicht der Anteilsinhaber darstellt (höchster vertretbarer Einlagebetrag bei gegebener erwarteter Gegenleistung oder niedrigste vertretbare Gegenleistung bei gegebenem Einlagebetrag).

3. Die Angemessenheitsprüfung und die Feststellung der hierfür sowie bei der laufenden Bewertung maßgeblichen Faktoren der Beteiligung sind vom Gesetz einem Abschlußprüfer im Sinne des § 319 Abs. 1 Satz 1 des Handelsgesetzbuchs (Wirtschaftsprüfer) übertragen. Mit den Vorgaben des Wirtschaftsprüfers hat die Depotbank den Wert der Beteiligung laufend zu berechnen (§ 25 g Abs. 1 Satz 1 des Gesetzes).

   Nähere Regelungen für Wirtschaftsprüfer und Depotbank sind der Gegenstand der Verordnung. Die Regelungen der Verordnung sollen insbesondere sicherstellen, daß die Werte der stillen Beteiligungen in Beteiligungs-Sondervermögen nach einheitlichen Kriterien in einem objektivierten Verfahren ermittelt werden. Die Regelungen sind außerdem darauf abgestellt, daß die Wertermittlung in der Praxis möglichst einfach und damit kostengünstig erfolgen kann.

4. Für die Regelungen der Verordnung gibt es im Detail verschiedene Möglichkeiten. Diese betreffen vor allem die Berücksichtigung von Veräußerbarkeit und Risiko der stillen Beteiligung sowie die Verknüpfung zwischen dem Einlagebetrag als einem tatsächlich realisierten Marktpreis einerseits und dem laufenden Wert andererseits, der wegen des Fehlens eines aktuellen realisierten Marktpreises besonders ermittelt werden muß. Die Prüfung der verschiedenen Möglichkeiten hat zu dem Ergebnis geführt, daß Veräußerbarkeit und Risiko mit einer reinen Risikozuschlagsmethode berücksichtigt werden sollen und daß mit

dem Ertragswertverfahren im ersten Jahr nach Erwerb eine Wertfortschreibung des Einlagebetrags und danach eine Wertermittlung unabhängig vom Einlagebetrag erfolgen soll (vgl. Einzelbegründung zu § 1 Abs. 2 und § 2 Abs. 2 und 3).

Im Einzelnen

Zu § 1

Die Vorschrift konkretisiert das in § 25 d Abs. 1 Satz 2 des Gesetzes vorgeschriebene Ertragswertverfahren durch eine nähere Definition des Wertes einer stillen Beteiligung an Hand der wertbestimmenden Faktoren, die vollständig aufgeführt werden.

Zu Absatz 1

Absatz 1 bestimmt den Wert einer stillen Beteiligung als Barwert der erwarteten Beträge, die dem Beteiligungs-Sondervermögen künftig aus der Beteiligung zufließen werden. Diese Beträge sind zum einen die jährlichen Erträge, die vom Bewertungszeitpunkt an bis zum Ende der Gesamtlaufzeit der stillen Beteiligung als Gewinnanteile und ggfs. als Mindestverzinsung anfallen (Nummer 1), und zum anderen der Rückzahlungsbetrag am Ende der Gesamtlaufzeit (Nummer 2). Da diese Beträge erst in der Zukunft zufließen, sind sie auf den Bewertungszeitpunkt zu diskontieren, d.h. mit ihrem Barwert anzusetzen.

- Wie der nach Nummer 1 zu berücksichtigende Ertrag festzustellen ist, wird in § 2 Abs. 1 näher geregelt.

- Der nach Nummer 2 zu berücksichtigende Rückzahlungsbetrag ergibt sich grundsätzlich aus dem Betrag, mit dem die Vermögenseinlage gemäß dem Beteiligungsvertrag am Ende der Gesamtlaufzeit zurückzuzahlen ist. Besonders zu beachten ist dabei eine ggfs. vereinbarte Verlustbeteiligung, die die Vermögenseinlage vermindert

hat oder vermindern wird; ein bereits erfolgter oder nach § 2 Abs. 1 Satz 4 erwarteter Verlustausgleich ist zu berücksichtigen. Ein Erwartungswert, der niedriger als der vereinbarte Rückzahlungsbetrag ist, ist anzusetzen, wenn nach den wirtschaftlichen Verhältnissen des Beteiligungsunternehmens ein besonderes Risiko besteht, daß die Rückzahlung der Einlage ganz oder teilweise ausfällt.

Zu Absatz 2

Absatz 2 bestimmt den Diskontierungszinsfuß für die Barwertberechnung und schreibt hierbei die reine Risikozuschlagsmethode vor, mit welcher die Veräußerbarkeit und das Risiko der stillen Beteiligung bei der Bewertung zu berücksichtigen sind: Der Zinsfuß, mit dem die zukünftigen Beträge auf den Bewertungszeitpunkt zu diskontieren sind, wird als Summe der Rendite von Bundes-, Bahn- und Postanleihen (Nummer 1) und einer Risikoprämie für die stille Beteiligung (Nummer 2) bestimmt.

- Die nach Nummer 1 zu berücksichtigende Anleiherendite ist durch § 25 d Abs. 1 Satz 2 des Gesetzes festgelegt als durchschnittliche Effektivverzinsung der umlaufenden Bundes-, Bahn- und Postanleihen mit annähernd gleicher Restlaufzeit. Diese Renditen werden laufend von der Deutschen Bundesbank für Restlaufzeiten von einem Jahr bis zu zehn Jahren mit halbjähriger Staffelung berechnet und derzeit monatlich für vier Stichtage je Monat veröffentlicht (vgl. Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Wertpapierstatistik, Tabelle 8 d: Renditenstruktur am Rentenmarkt). Die Bedeutung der Restlaufzeit für den Kapitalmarktzins ergibt sich aus den Daten der Übersicht 1, die zugleich Tempo oder Ausmaß möglicher Änderungen des Zinsniveaus und der Zinsstruktur veranschaulichen.

Übersicht 1:

Rendite der umlaufenden Anleihen von Bund, Bahn und Post

Restlaufzeit von ... Jahren	Prozent am Monatsende			
	Mai 1981	Mai 1982	Mai 1987	Oktober 1987
10	10,64	8,78	5,84	6,64
9½	10,71	8,79	5,78	6,59
9	10,79	8,80	5,73	6,54
...				
6	11,30	8,85	5,31	6,13
5½	11,40	8,85	5,22	6,04
5	11,50	8,86	5,12	5,94
...				
2	12,27	8,86	4,14	4,93
1½	12,46	8,85	3,83	4,61
1	12,72	8,82	3,40	4,15

Quelle: Deutsche Bundesbank

- Die nach Nummer 2 zu berücksichtigende Risikoprämie ergibt zusammen mit der Anleiherendite den Diskontierungszinsfuß, der im Ertragswertverfahren als Wertmaßstab fungiert. Mit der Risikoprämie sollen die wertrelevanten Unterschiede zwischen öffentlichen Anleihen und jeweiliger stiller Beteiligung berücksichtigt werden; unterschiedlich sind insbesondere die Veräußerbarkeit und das Risiko, die nach § 25 d Abs. 1 Satz 2 des Gesetzes bei der Bewertung zu berücksichtigen sind. Die Veräußerbarkeit einer stillen Beteiligung ist durch die individuelle Ausgestaltung des Beteiligungsverhältnisses und durch das Fehlen eines organisierten Marktes für stille Beteiligungen gegenüber der Veräußerbarkeit von Bundes-, Bahn- und Postanleihen erheblich

eingeschränkt. Das Risiko einer Unternehmensbeteiligung ist auch bei einer sehr guten typischen stillen Beteiligung größer als das Risiko einer Bundes-, Bahn- oder Postanleihe. Unter sonst gleichen Bedingungen hat deshalb eine stille Beteiligung einen geringeren Verkehrswert als Bundes-, Bahn- und Postanleihen; den zu ermittelnden Wert der stillen Beteiligung entsprechend zu korrigieren, ist die Funktion der Risikoprämie im Bewertungsverfahren.

Die Risikoprämie ist in Nummer 2 als die zusätzliche Rendite definiert, die den Unterschied des Liquiditätsrisikos, des Ertragsrisikos und des Rückzahlungsrisikos der stillen Beteiligung gegenüber Bundes-, Bahn- und Postanleihen ausgleicht. Maßgeblich hierfür ist die Sicht der Kapitalanleger, d.h. sowohl der Anteilsinhaber von Beteiligungs-Sondervermögen als auch der Erwerber von Unternehmensbeteiligungen, insbesondere von typischen stillen Beteiligungen. Wenn die erwartete Rendite einer stillen Beteiligung die Anleiherendite gerade um den Betrag der so definierten Risikoprämie übersteigt, entspricht der Verkehrswert der Beteiligung dem Verkehrswert von Bundes-, Bahn- und Postanleihen unter sonst gleichen Bedingungen.

Wie die nach Nummer 2 zu berücksichtigende Risikoprämie festzustellen ist, wird in § 2 Abs. 2 und 3 näher geregelt.

- Die reine Risikozuschlagsmethode, bei der Veräußerbarkeit und Risiko in vollem Umfang durch einen Zuschlag zur Anleiherendite berücksichtigt werden, wird vorgeschrieben, weil mit ihr praxisüblich und ohne die Gefahr von Mißverständnissen die Veräußerbarkeit und das Risiko einer stillen Beteiligung bei der Bewertung berücksichtigt werden können. Die reine Sicherheitsäquivalenzmethode, bei der Veräußerbarkeit und Risiko in vollem Umfang durch Abschläge bei der Feststellung von Ertrag und Rückzahlungsbetrag berücksichtigt würden, ist in der Praxis der Bewertung von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen zumindest als alleiniges Verfahren wenig üblich. Ein zweistufiges Misch-

verfahren, bei dem Veräußerbarkeit und Risiko teils durch einen Zuschlag zur Anleiherendite und teils durch Abschläge von Ertrag und Rückzahlungsbetrag berücksichtigt würden, ist zwar in der Praxis durchaus üblich, gäbe aber zu Mißverständnissen und evtl. Fehlanwendungen Anlaß, insbesondere wenn dabei ein einheitlicher Zuschlag zur Anleiherendite vorgegeben würde, wie es zur Vereinheitlichung der Berücksichtigung allgemeiner Veräußerbarkeits- und Risikounterschiede zwischen Bundes-, Bahn- und Postanleihen und stillen Beteiligungen in Beteiligungs-Sondervermögen bei einem solchen Verfahren naheläge und zweckmäßig wäre.

Zu § 2

Die Vorschrift regelt, wie Ertrag und Risikoprämie festzustellen sind, und bestimmt die Anwendung von Vorschriften der Verordnung bei der Angemessenheitsprüfung anläßlich des Beteiligungserwerbs.

Zu Absatz 1

Absatz 1 regelt, wie der Wirtschaftsprüfer den Ertrag im Sinne des § 1 Abs. 1 Nr. 1 festzustellen hat (Satz 1). Der Wirtschaftsprüfer hat den Ertrag als jährlich gleichen, nachschüssigen Betrag anzugeben (Satz 2); dies ist erforderlich für die Anwendbarkeit der finanzmathematischen Barwertformel des § 3. Im einzelnen sind folgende Schritte bei der Ertragsfeststellung zu unterscheiden:

- Zur Ermittlung der erwarteten Gewinnanteile ist die künftige Gewinnentwicklung des Beteiligungsunternehmens zu schätzen (Satz 5). Die anerkannten betriebswirtschaftlichen Regeln, nach denen der Wirtschaftsprüfer vorzugehen hat, sind außer in der betriebswirtschaftlichen wissenschaftlichen Literatur zum Beispiel beschrieben in der Stellungnahme HFA 2/1983 des Instituts der Wirtschaftsprüfer (vgl. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 15/16/1983, S. 468 ff.). Insbesondere wird der Wirtschaftsprüfer

den Erwartungswert der künftigen Gewinne des Beteiligungsunternehmens aus den bereinigten tatsächlichen Gewinnen der Vergangenheit, aus den bereinigten projektierten Gewinnen der Unternehmensplanung (soweit vorhanden), aus der erwarteten allgemeinen Konjunkturentwicklung, aus der erwarteten Entwicklung der Branchenkonjunktur und aus den ermittelten unternehmenspezifischen Determinanten der Gewinnentwicklung ableiten.

- Der Wirtschaftsprüfer kann die Gewinnvorausschätzung auf drei Jahre beschränken (Satz 6). Die Einräumung dieser Möglichkeit dient der Kosteneinsparung sowie der praxisgerechten Vereinfachung und ist orientiert an den praktischen Möglichkeiten, Unternehmensgewinne und ihre Veränderung vorauszuschätzen. Die zeitliche Begrenzung der Gewinnvorausschätzung ist nur zulässig, wenn keine besonderen Umstände eine Vorausschätzung bis zum Ende der Gesamtlaufzeit erfordern. Solche besonderen Umstände liegen vor, wenn ein abweichender Trend der Gewinnentwicklung nach dem 3-Jahreszeitraum zu erwarten ist, weil zum Beispiel wichtige Verträge oder Patente ablaufen oder größere Investitionen gravierende langfristige Auswirkungen auf die Umsatz- oder Kostenentwicklung erwarten lassen.

- Sieht der Beteiligungsvertrag eine Verlustbeteiligung vor, sind die erwarteten Gewinnanteile und ggfs. die vereinbarte Mindestverzinsung mit Verlusten zu verrechnen, die bis zum Zeitpunkt der Feststellung eingetreten und noch nicht ausgeglichen sind oder für die Zukunft erwartet werden (Satz 4). Diese Vorschrift dient zur Klarstellung des Begriffs der Ansprüche in § 1 Abs. 1 Nr. 1.

- Bei der Gewinnermittlung (Satz 6), bei der Ermittlung der Gewinnanteile (Satz 5) und nach einem etwaigen Verlustausgleich (Satz 4) sind jeweils durchschnittliche gleiche Jahresbeträge zu ermitteln, die schließlich den Ertrag im Sinne von Satz 2 ergeben. Eine finanzmathematische Auf- und Abzinsung ist hierbei nach dem Ermessen des Wirtschaftsprüfers vorzunehmen. Vorgeschrieben ist die Auf- und Abzinsung, um die Jahreserträge

auf das Ende eines jeden Jahres der Restlaufzeit umzurechnen (Satz 3); zum Beispiel sind vereinbarte Abschlagszahlungen im Laufe des Jahres aufzuzinsen und vereinbarte Gewinnanteilszahlungen nach Ablauf des Jahres abzuzinsen.

Z u A b s a t z 2

Absatz 2 regelt näher, wie der Wirtschaftsprüfer die Risikoprämie im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 2 für die laufende Bewertung festzustellen hat.

- Satz 1 stellt klar, daß die Risikoprämie aktuell, marktorientiert und beteiligungsspezifisch festzustellen ist. Zum einen sind die Konditionen zu berücksichtigen, die bei Erwerb und Veräußerung von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen, insbesondere von stillen Beteiligungen, in der Praxis vorkommen. Zum anderen sind die wirtschaftlichen Verhältnisse des Beteiligungsunternehmens und die Regelungen des Beteiligungsvertrages zu berücksichtigen, weil diese die Veräußerbarkeit und das Risiko der stillen Beteiligung im einzelnen bestimmen. Insbesondere von der Bandbreite der erwarteten Gewinnentwicklung, von der Qualität der Unternehmensführung, von der Kapitalausstattung, von der Qualität der Rechnungslegung und der Unternehmensplanung, von den Vereinbarungen über die Abtretbarkeit der stillen Beteiligung und von den vereinbarten Informations-, Kontroll- und Zustimmungsrechten der Kapitalanlagegesellschaft hängen die Sicherheit der Erträge, die Sicherheit der Rückzahlung der Vermögenseinlage und die Veräußerbarkeit der stillen Beteiligung ab.

- Satz 2 bestimmt, daß die Risikoprämie für die laufende Bewertung der stillen Beteiligung als ein Mittelwert festzustellen ist, welcher die Bandbreite angemessener Risikoprämien für die stille Beteiligung repräsentiert. Ein solcher Mittelwert entspricht der Aufgabe, daß der laufende Wert der stillen Beteiligung ein fairer Schiedspreis sein soll. Die Bandbreite ergibt sich aus den gegensätzlichen Interessenlagen, zwischen denen der laufende

Wert vermitteln soll, und aus der Tatsache, daß Risikolage und Risikoscheu nicht ohne weiteres eindeutig quantifizierbar sind.

Für die praktische Ermittlung des Mittelwerts der Bandbreite ist es ein wichtiger empirischer Anhaltspunkt, wie Beteiligungsunternehmen und Kapitalanlagegesellschaft bei Vertragsabschluß Risiko und Veräußerbarkeit eingeschätzt haben. Satz 2 stellt klar, daß als Maß dafür der Unterschiedsbetrag zwischen der erwarteten Rendite der stillen Beteiligung und der Anleiherendite zum Zeitpunkt des Erwerbs vom Wirtschaftsprüfer zu beachten ist, wenn er die Risikoprämie für die laufende Bewertung feststellt. Je nachdem, wie der Wirtschaftsprüfer die Verhandlungsposition der beiden Vertragspartner und deren subjektive Sicht von Ertrag und Risiko der Beteiligung im Vergleich zu seinen eigenen Feststellungen einschätzt, und unter Berücksichtigung der Veränderung der Anleiherendite zwischen Vertragsabschluß und Erwerbszeitpunkt kann der Wirtschaftsprüfer zu dem Ergebnis kommen, die Anfangsrenditendifferenz nach Absatz 3 Satz 2 oder ein davon abweichender Betrag sei die marktgerechte Risikoprämie zum Zwecke der laufenden Bewertung.

- Satz 3 schreibt vor, daß die Risikoprämie 3 vom Hundert nicht unterschreiten darf. Damit soll sichergestellt werden, daß die Unterschiede zwischen stillen Beteiligungen und Bundes-, Bahn- und Postanleihen hinsichtlich Veräußerbarkeit und Risiko in allen Fällen mindestens in dieser Höhe berücksichtigt werden. Für die gewählte Höhe von 3 v.H. sind vor allem folgende Gesichtspunkte maßgebend:

  Erstens ergibt sich aus der Zinsstatistik der Deutschen Bundesbank, daß die Effektivverzinsung von Hypotheken auf Wohngrundstücke um etwa 1½ v.H. über der Effektivverzinsung von Bundes-, Bahn- und Postanleihen liegt, deren Restlaufzeit der Zinsbindungsdauer der Hypotheken gleich ist; dieser empirisch festgestellte Renditeunterschied kann mit Einschränkungen vor allem der sehr unterschiedlichen Liquidität dieser beiden Anlageformen zugeschrieben werden.

Zweitens geben die Kosten für die Prüfung, Betreuung und Bewertung stiller Beteiligungen einen wichtigen Hinweis auf die Größenordnung des Renditeunterschieds, der zwischen stillen Beteiligungen und Bundes-, Bahn- und Postanleihen bestehen muß, wenn beide Anlageformen den gleichen Wert für den Anleger haben sollen.

Drittens lassen sich Aufschlüsse gewinnen aus den Renditen bereits vorhandener Beteiligungen von Kapitalbeteiligungsgesellschaften, wobei die spezifischen Refinanzierungsbedingungen (z.B. ERP-Mittel) und eventuelle Besonderheiten der Ertragsabgrenzung (z.B. Einschluß von Verlusten) zu beachten sind.

Viertens ist aus der Praxis der Unternehmensbewertung bekannt, daß Risikozuschläge in der Größenordnung von 2 bis 6 v.H. nicht unüblich sind. Berücksichtigt man zusätzlich das Risiko hinsichtlich der Veräußerbarkeit, dann erscheint eine Begrenzung der Risikoprämie auf mindestens 3 v.H. als erforderlich und als nicht zu hoch.

- Satz 4 stellt klar, daß der Wirtschaftsprüfer, der die Risikoprämie nach § 25 d Abs. 2 des Gesetzes für die laufende Bewertung festzustellen hat, den Betrag der Risikoprämie zusammen mit dem erwarteten Ertrag und dem erwarteten Rückzahlungsbetrag in den schriftlichen Bericht an die Kapitalanlagegesellschaft nach § 25 d Abs. 2 Satz 1 des Gesetzes aufzunehmen hat.

Zu Absatz 3

Absatz 3 stellt klar, mit welchem Betrag die Risikoprämie von der Depotbank in die finanzmathematische Barwertformel des § 3 einzusetzen ist, und bestimmt hierzu insbesondere, mit welchem Betrag die Depotbank die Risikoprämie anzusetzen hat, bevor der Wirtschaftsprüfer die Risikoprämie erstmals nach Absatz 2 festgestellt hat.

- Satz 1 stellt klar, daß die vom Wirtschaftsprüfer nach § 25 d Abs. 2 des Gesetzes zuletzt festgestellte Risikoprämie von der Depotbank als Ausgangsgröße für die laufende Bewertung heranzuziehen ist.

- Satz 2 bestimmt ergänzend zu Satz 1, welche Risikoprämie im ersten Jahr nach Erwerb der stillen Beteiligung von der Depotbank als Ausgangsgröße für die laufende Bewertung anzusetzen ist. Vorgeschrieben wird, daß vom ersten Tag der Laufzeit an bis zur ersten Feststellung der Risikoprämie nach § 25 d Abs. 2 des Gesetzes als Risikoprämie der Betrag anzusetzen ist, der sich ergibt, wenn von der Rendite der stillen Beteiligung zum Zeitpunkt des Erwerbs die Anleiherendite zum selben Zeitpunkt abgezogen wird. Die Rendite der stillen Beteiligung ist dabei aus dem Ertrag und dem Rückzahlungsbetrag, die der Wirtschaftsprüfer bei der Angemessenheitsprüfung anläßlich des Erwerbs festgestellt hat, sowie aus dem Einlagebetrag von der Depotbank zu berechnen; finanzmathematisch ist die Rendite der stillen Beteiligung der interne Zinsfuß, bei dem die Summe der Barwerte von Ertrag und Rückzahlungsbetrag zu Beginn der Gesamtlaufzeit gleich dem Einlagebetrag ist.

  Die nach Satz 2 in die Barwertformel des § 3 einzusetzende Risikoprämie stellt sicher, daß die stille Beteiligung am ersten Tag der Laufzeit mit dem Einlagebetrag bewertet wird und daß danach bis zur ersten Feststellung von Ertrag, Rückzahlungsbetrag und Risikoprämie durch den Wirtschaftsprüfer nach § 25 d Abs. 2 des Gesetzes der laufende Wert von diesem Anfangswert nur entsprechend den Veränderungen der Anleiherendite und der Restlaufzeit abweichen kann. Diese Bindung der anfänglichen laufenden Bewertung an den Einlagebetrag ist gerechtfertigt durch die Tatsache, daß für diese Zeit mit dem Einlagebetrag ein aktueller, tatsächlich realisierter Marktpreis für die stille Beteiligung vorliegt, der vom Wirtschaftsprüfer als ein angemessener Ertragswert bestätigt worden ist.

- Etwa ein Jahr nach Erwerb, wenn der Wirtschaftsprüfer erstmals Ertrag, Rückzahlungsbetrag und Risikoprämie nach § 25 d Abs. 2 des Gesetzes festzustellen hat, kann der Einlagebetrag nicht mehr als aktueller Preis für die stille Beteiligung angesehen werden. Deshalb ist es folgerichtig, von da an die genannten drei Größen der laufenden Bewertung zugrunde zu legen. Das Gesetz überträgt dem Wirtschaftsprüfer ausdrücklich die volle Verantwortung für alle Bewertungsfaktoren, die er festzustellen hat; deshalb wäre es zum Beispiel bedenklich, den Wirtschaftsprüfer zwar jährlich neu die Risikoprämie feststellen zu lassen, aber auf Dauer den in die Wertberechnung eingehenden Betrag der Risikoprämie durch eine strikte rechnerische Verknüpfung auch abhängig zu machen von der Anfangsrenditendifferenz im Sinne des Satzes 2.

Der Übergang von der Risikoprämie nach Satz 2 auf die Risikoprämie nach Satz 1 stellt keinen Bruch im Bewertungsverfahren dar, denn die laufende Bewertung geschieht vom ersten Tag an durchgängig mit dem Ertragswertverfahren. Aus dem anfänglichen Vorhandensein und dem späteren Fehlen eines aktuellen, tatsächlich realisierten Marktpreises werden mit den vorgeschlagenen Regelungen vielmehr sachgerechte Schlußfolgerungen gezogen für die Ertragswertberechnung im ersten Jahr und danach. Die vorgeschlagenen Regelungen bewirken keine ungerechtfertigten Wertänderungen. Ohne Einschränkungen durch formale Bedingungen und ohne Bindung an Besonderheiten und evtl. Zufälligkeiten der anfänglichen Renditenkonstellation führen die Vorgaben des Wirtschaftsprüfers für die laufende Bewertung zu Bewertungsergebnissen, die auch den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung entsprechen.

Wenn und soweit im Einzelfall nach der Entscheidung des Wirtschaftsprüfers die Risikoprämie bei der ersten oder einer späteren Feststellung nach § 25 d Abs. 2 des Gesetzes niedriger bzw. höher ist als die Risikoprämie, die vorher für die laufende Bewertung zugrundezulegen ist, ergibt sich eine Wertsteigerung bzw. Wertminderung, die wegen der Gleichrangigkeit der

Bewertungsfaktoren und wegen des Sachverständigenprinzips der Bewertung ebenso begründet ist wie zum Beispiel eine Wertsteigerung bzw. Wertminderung auf Grund eines höher bzw. niedriger festgestellten Ertrages. Es wäre deshalb nicht folgerichtig, diese Wertänderungen mit dem Ausweis von Scheingewinnen oder Scheinverlusten gleichzusetzen, welche eine Ungleichbehandlung und Benachteiligung von Anteilsinhabern zur Folge hätten. Nach § 25 d des Gesetzes gilt das Sachverständigenprinzip der Bewertung grundsätzlich uneingeschränkt auch für die Risikoprämie; Risiko und Veräußerbarkeit einer stillen Beteiligung sind keine irgendwie objektiv vorgegebenen Größen, sondern manifestieren sich für die laufende Bewertung durch die Feststellung des Wirtschaftsprüfers, mit der er seine Sicht der Marktlage und der Eigenschaften der Beteiligung in einem bestimmten Betrag der Risikoprämie konkretisiert.

Kommt es zu den genannten Wertänderungen, dann geschieht bei der Feststellung des Inventarwerts des Beteiligungs-Sondervermögens mit Verzögerung das gleiche wie bei Grundstücks- Sondervermögen, bei denen bereits am Tage des Erwerbs eines Grundstücks eine Erhöhung bzw. Verminderung des Fondsvermögens eintritt, wenn der Gutachterwert höher bzw. niedriger ist als der Anschaffungspreis. Die bei Beteiligungs-Sondervermögen vorgesehene Frist, nach der frühestens eine derartige Wertsteigerung bzw. Wertminderung zum Ausdruck kommen kann, trägt dem Umstand Rechnung, daß Ertragsermittlung und Risikoeinschätzung für stille Beteiligungen beim Erwerb mit größeren Unsicherheiten behaftet sind. Die vorgeschlagenen Regelungen für die Bewertung stiller Beteiligungen entsprechen deshalb mit Berücksichtigung der sachlichen Unterschiede im wirtschaftlichen Ergebnis für die Anleger den Bewertungsgrundsätzen des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften.

Z u A b s a t z 4

Absatz 4 bestimmt, welche Vorschriften der Verordnung vom Wirtschaftsprüfer bei der Angemessenheitsprüfung anläßlich des Beteiligungserwerbs nach § 25 b Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe b des Gesetzes anzuwenden sind. Damit wird der Anschluß der laufenden Bewertung an die Anfangsfeststellungen des Wirtschaftsprüfers gewährleistet und wird die Angemessenheitsprüfung stiller Beteiligungen vereinheitlicht.

- Die Regelungen des Absatzes 1 zur Feststellung des Ertrags haben in vollem Umfang auch für die Feststellung des Ertrags bei der Angemessenheitsprüfung Bedeutung.

- Von den Regelungen des Absatzes 2 zur Feststellung der Risikoprämie haben nur Satz 1 und Satz 3 Bedeutung für die Feststellung der Risikoprämie bei der Angemessenheitsprüfung. Im Gegensatz zur Bestimmung in Absatz 2 Satz 2, daß die Risikoprämie als ein Mittelwert festzustellen ist, welcher die Bandbreite angemessener Risikoprämien repräsentiert, schreibt Satz 2 für die Prüfung, ob für die Einlage eine angemessene Gegenleistung vereinbart ist, vor, daß der Wirtschaftsprüfer die Risikoprämie mit dem niedrigsten der Beträge festzustellen hat, die für die stille Beteiligung angemessen sind. Diese Bestimmung trägt dem Ziel des § 25 b Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe b des Gesetzes Rechnung, die Anteilsinhaber vor einer Verschleuderung des Sondervermögens zu schützen. Der Wirtschaftsprüfer hat hierfür Grenzpreis-Überlegungen anzustellen. Hierbei ist die Risikoprämie maßgeblich, die an der Untergrenze der Bandbreite angemessener Risikoprämien für die stille Beteiligung liegt. Für die Ermittlung dieser Bandbreite gilt nach Satz 1 das gleiche wie bei der Feststellung der Risikoprämie für die laufende Bewertung.

Die Bestimmung einer Mindest-Risikoprämie nach Absatz 4 Satz 2 bedeutet:

- Wenn der Beteiligungserwerb die Vorschrift des § 25 b Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe b des Gesetzes erfüllt, kann die Risikoprämie, die sich nach Absatz 3 Satz 2 aus den tatsächlichen Vereinbarungen und der Anleiherendite bei Erwerb ergibt, nicht kleiner sein als die Mindest-Risikoprämie nach Absatz 4 Satz 2.

- Die bei der Angemessenheitsprüfung festgestellte Mindest-Risikoprämie kann nicht ohne weiteres für die laufende Bewertung übernommen werden, denn hierbei ist die Aufgabenstellung grundsätzlich anders. Die Regelungen der Absätze 2 und 3 berücksichtigen dies.

Wie weit in der Praxis die festgestellte Mindest-Risikoprämie unter dem Mittelwert der Bandbreite liegt, über den sich der Wirtschaftsprüfer - im Hinblick auf die späteren Feststellungen nach Absatz 2 - auch schon zum Erwerbszeitpunkt eine Vorstellung bilden dürfte, steht im Ermessen des Wirtschaftsprüfers, welcher dem Ziel des § 25 b Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe b des Gesetzes, einen für die Anteilsinhaber wirtschaftlich nicht vertretbaren Beteiligungserwerb zu verhindern, den Vorrang gegenüber evtl. abweichenden Einschätzungen der Kapitalanlagegesellschaft geben und sich nach Satz 1 wie bei den Feststellungen für die laufende Bewertung grundsätzlich von seiner Einschätzung der Marktbewertung für die betreffende stille Beteiligung leiten lassen muß.

Zu § 3

Die Vorschrift stellt auf der Grundlage der §§ 1 und 2 finanzmathematisch klar, wie die wertbestimmenden Größen miteinander verknüpft sind und wie daraus der Wert einer stillen Beteiligung von der Depotbank zu berechnen ist.

Die Vorschrift nennt zunächst die Formel, die den Wert einer stillen Beteiligung ergibt. Der erste Summand umfaßt den Barwert der künftigen Erträge, der zweite Summand stellt den Barwert des Rückzahlungsbetrages dar. Der erste Summand enthält den Rentenbarwertfaktor, mit dem jährlich gleiche, nachschüssige Zahlungen auf den Bewertungszeitpunkt zusammengezogen werden. Der zweite Summand enthält den Diskontierungsfaktor, der zur Abzinsung des Rückzahlungsbetrags dient.

Der Formel folgt eine Liste der Größen, die in die Berechnung eingehen. Daraus wird deutlich, daß die Depotbank zur laufenden Wertermittlung nur Rechenvorgänge mit Daten auszuführen hat, die eindeutig bestimmt und vorgegeben sind.

Die Formel ermöglicht eine tagesgenaue Wertermittlung für jeden Bewertungszeitpunkt, indem die Restlaufzeit den noch nicht abgelaufenen Bruchteil des Jahres, in dem der Bewertungszeitpunkt liegt, mit einschließt. Korrespondierend zu dieser tagesgenauen Ermittlung des Wertes, bei der der Zeitraum der erfaßten Erträge und der Diskontierung vom Bewertungszeitpunkt bis zum Ende der Gesamtlaufzeit reicht, ist in § 25 g Abs. 1 Satz 2 des Gesetzes vorgeschrieben, daß zur Inventarwertermittlung des Beteiligungs-Sondervermögens neben diesem Wert der stillen Beteiligung zusätzlich die noch nicht gezahlten Erträge anzusetzen sind, die sich auf abgelaufene Zeiten bis zum Bewertungszeitpunkt beziehen.

In den Übersichten 2 und 3 ist an Beispielen dargestellt, welche Werte stiller Beteiligungen sich nach der Bewertungsformel unter verschiedenen Annahmen der wertbestimmenden Größen ergeben.

Übersicht 2 zeigt zunächst, wie Ertrag und Anleiherendite den Wert bestimmen; in den Beispielen 2 bis 5 sind im Unterschied zu Beispiel 1 Veränderungen der Ertragsaussichten und des Zinsniveaus

angenommen. Dieselben Werte wie in den Beispielen 4 und 5 ergeben sich außerdem, wenn sich statt der Anleiherendite die Risikoprämie um zwei Prozentpunkte ändert. Die Wertänderungen, die von Änderungen des Ertrags, der Anleiherendite und der Risikoprämie während der Laufzeit der Beteiligung ausgelöst werden, und die Annäherung der Werte an den Rückzahlungsbetrag im Zuge der Annäherung an den Rückzahlungszeitpunkt sind durch das Ertragswertverfahren bedingt.

Übersicht 3 veranschaulicht die Regelungen zur Risikoprämie in § 2 Abs. 2 und 3. Es werden drei Beteiligungen a), b) und c) betrachtet, die bei unterschiedlicher Anleiherendite erworben werden und für die sich deshalb bei sonst gleichen Bedingungen im ersten Jahr der Laufzeit unterschiedliche Risikoprämien nach § 2 Abs. 3 Satz 2 ergeben. Gegenüber Beteiligung a) wird Beteiligung b) ein Jahr später mit einer um ein Jahr kürzeren Gesamtlaufzeit und Beteiligung c) zwei Jahre später mit einer um zwei Jahre kürzeren Gesamtlaufzeit erworben, so daß alle drei Beteiligungen zu denselben Bewertungszeitpunkten dieselbe Restlaufzeit haben; auch hinsichtlich Ertrag, Rückzahlungsbetrag, Risiko und Veräußerbarkeit sind die Beteiligungen a), b) und c) bis zum Ende der Gesamtlaufzeit gleich.

Bei den Beteiligungen b) und c) werden unterschiedliche Annahmen darüber gemacht, wie der Wirtschaftsprüfer nach dem ersten Jahr der Laufzeit die mittlere Risikoprämie nach § 2 Abs. 2 Satz 2 ansetzt:

- In den Beispielen 7 und 8 ist angenommen, daß der Wirtschaftsprüfer ab seiner ersten Feststellung nach § 25 d Abs. 2 des Gesetzes die Risikoprämie in gleicher Höhe wie bei der ersten Beteiligung im Beispiel 6 feststellt, so daß von da an die Beteiligungen b) und c) den gleichen Wert haben wie die Beteiligung a).

- In den Beispielen 7a und 8a ist angenommen, daß der Wirtschaftsprüfer die Risikoprämie solange in Höhe des jeweiligen Betrags der Risikoprämie nach § 2 Abs. 3 Satz 2 feststellt, wie er die Risikoprämie für die erste Beteiligung im Beispiel 6 nicht verändert. Durch dieses anfängliche Festhalten der Risikoprämie auf der Höhe der jeweiligen Anfangsrenditendifferenz werden die Beteiligungen b) und c) anders als die Beteiligung a) bewertet. Von dem Zeitpunkt an, in dem der Wirtschaftsprüfer im Beispiel 6 die Risikoprämie heraufsetzt und die Risikoprämie für die beiden anderen Beteiligungen auf den gleichen Betrag anhebt, sind die Werte der Beteiligungen a), b) und c) gleich.

Die Ergebnisse der Übersicht 3 machen deutlich, daß es nicht unproblematisch ist, wenn für die Berechnung der Werte nach dem ersten Jahr der Laufzeit in die Bewertungsformel ein Zuschlag zur Anleiherendite in Höhe der Anfangsrenditendifferenz eingesetzt wird. Da der Wirtschaftsprüfer im praktischen Fall einer einzelnen Beteiligung es gleichwohl für richtig halten kann, daß die Depotbank auch nach dem ersten Jahr der Laufzeit mit einer Risikoprämie in Höhe der Anfangsrenditendifferenz rechnet, stellt es § 2 Abs. 2 Satz 2 in das Ermessen des Wirtschaftsprüfers, die Risikoprämie mit dem Betrag der Risikoprämie des ersten Jahres anzusetzen oder wie in den Beispielen 7 und 8 zu verfahren, in denen der Wirtschaftsprüfer ab seiner ersten Feststellung für die laufende Bewertung die Risikoprämie abweichend von der Höhe der Anfangsrenditendifferenz ansetzt (vgl. Begründung zu § 2 Abs. 2 Satz 2 und Abs. 3).

Zu § 4

Die Vorschrift regelt die Anwendung der Verordnung im Land Berlin.

Zu § 5

Die Vorschrift regelt das Inkrafttreten der Verordnung.

Übersicht 2: Werte stiller Beteiligungen bei Änderung der Ertragsaussichten und des Zinsniveaus

Gesamtlaufzeit = 10 Jahre
Mindest-Risikoprämie bei Erwerb = 4 %
Einlagebetrag = 100 000 DM
Rückzahlungsbetrag bei Erwerb und im Verlauf = 100 000 DM

Restlaufzeit	Ertrag	Anleiherendite	Risikoprämie	Wert
Jahre	1000 DM	%	%	1000 DM
Beispiel 1: Keine Änderungen der Bewertungsfaktoren				
10 bis 0	11	6	5	100
Beispiel 2: Verbesserung der Ertragsaussichten				
10	11	6	5	100
9	11	6	5	100
8	13	6	5	110,29
5	13	6	5	107,39
2	13	6	5	103,43
0	13	6	5	100
Beispiel 3: Verschlechterung der Ertragsaussichten				
10	11	6	5	100
9	11	6	5	100
8	9	6	5	89,71
5	9	6	5	92,61
2	9	6	5	96,57
0	9	6	5	100
Beispiel 4: Sinken des Zinsniveaus				
10	11	6	5	100
9	11	6	5	100
8	11	4	5	111,07
5	11	4	5	107,78
2	11	4	5	103,52
0	11	4	5	100
Beispiel 5: Anstieg des Zinsniveaus				
10	11	6	5	100
9	11	6	5	100
8	11	8	5	90,40
5	11	8	5	92,97
2	11	8	5	96,66
0	11	8	5	100

Übersicht 3: Werte stiller Beteiligungen bei alternativen Annahmen für die Risikoprämie

Mindest-Risikoprämie bei Erwerb = 4 %
Einlagebetrag = 100 000 DM
Rückzahlungsbetrag bei Erwerb und im Verlauf = 100 000 DM

Bewertungs-zeitpunkt	Restlauf-zeit	Ertrag	Anleihe-rendite	Risiko-prämie*)	Wert
	Jahre	1000 DM	%	%	1000 DM

a) Erste Beteiligung: Gesamtlaufzeit = 10 Jahre

Beispiel 6: Der Wirtschaftsprüfer stellt im Verlauf eine höhere Risikoprämie fest wegen Erhöhung des Risikos und/oder Verschlechterung der Veräußerbarkeit.

1.9.1988	10	11	6	5	100
1.3.1989	9,5	11	7	5	94,51
1.9.1989	9	11	7	5	94,67
1.3.1990	8,5	11	6	5	100
1.9.1990	8	11	5	5	105,33
1.3.1991	7,5	11	6	5	100
1.9.1991	7	11	6	5	100
1.9.1992	6	11	6	7	92,00
1.9.1993	5	11	6	7	92,97
1.9.1996	2	11	6	7	96,66
1.9.1998	0	11	6	7	100

b) Zweite Beteiligung: Gesamtlaufzeit = 9 Jahre; ein Jahr später als die erste Beteiligung erworben; ansonsten gleich der ersten Beteiligung (= Beispiel 6)

Beispiel 7: Der Wirtschaftsprüfer stellt die Risikoprämie nach dem ersten Jahr durchgängig in gleicher Höhe wie bei der ersten Beteiligung fest.

1.9.1989	9	11	7	4	100
1.3.1990	8,5	11	6	4	105,55
1.9.1990	8	11	5	5	105,33
1.3.1991	7,5	11	6	5	100
1.9.1991	7	11	6	5	100
1.9.1992	6	11	6	7	92,00
1.9.1993	5	11	6	7	92,97
1.9.1996	2	11	6	7	96,66
1.9.1998	0	11	6	7	100

Fortsetzung Übersicht 3:

Bewertungs-zeitpunkt	Restlauf-zeit	Ertrag	Anleihe-rendite	Risiko-prämie*)	Wert
	Jahre	1000 DM	%	%	1000 DM

Beispiel 7a: Der Wirtschaftsprüfer stellt die Risikoprämie nach dem ersten und zweiten Jahr in der Höhe der Anfangsrenditendifferenz dieser Beteiligung und danach in gleicher Höhe wie bei der ersten Beteiligung fest.

1.9.1989	9	11	7	4	100
1.3.1990	8,5	11	6	4	105,55
1.9.1990	8	11	5	4	111,07
1.3.1991	7,5	11	6	4	105,11
1.9.1991	7	11	6	4	104,87
1.9.1992	6	11	6	7	92,00
1.9.1993	5	11	6	7	92,97
1.9.1996	2	11	6	7	96,66
1.9.1998	0	11	6	7	100

c) Dritte Beteiligung: Gesamtlaufzeit = 8 Jahre;
zwei Jahre später als die erste Beteiligung erworben;
ansonsten gleich der ersten Beteiligung (= Beispiel 6)

Beispiel 8: Der Wirtschaftsprüfer stellt die Risikoprämie nach dem ersten Jahr durchgängig in gleicher Höhe wie bei der ersten Beteiligung fest.

1.9.1990	8	11	5	6	100
1.3.1991	7,5	11	6	6	95,23
1.9.1991	7	11	6	5	100
1.9.1992	6	11	6	7	92,00
1.9.1993	5	11	6	7	92,97
1.9.1996	2	11	6	7	96,66
1.9.1998	0	11	6	7	100

Beispiel 8a: Der Wirtschaftsprüfer stellt die Risikoprämie nach dem ersten Jahr in der Höhe der Anfangsrenditendifferenz dieser Beteiligung und danach in gleicher Höhe wie bei der ersten Beteiligung fest.

1.9.1990	8	11	5	6	100
1.3.1991	7,5	11	6	6	95,23
1.9.1991	7	11	6	6	95,44
1.9.1992	6	11	6	7	92,00
1.9.1993	5	11	6	7	92,97
1.9.1996	2	11	6	7	96,66
1.9.1998	0	11	6	7	100

*) im ersten Jahr = Anfangsrenditendifferenz nach § 2 Abs. 3 Satz 2;
nach dem ersten Jahr = vom Wirtschaftsprüfer jeweils festgestellt nach § 2 Abs. 2

Bundesrat Drucksache 117/88 (Beschluß)
23.09.88

Beschluß
des Bundesrates

zur

Verordnung über die Bewertung stiller Beteiligungen gemäß § 25 d Abs. 3 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG-Bewertungsverordnung)

Der Bundesrat hat in seiner 592. Sitzung am 23. September 1988 beschlossen, der Verordnung gemäß Artikel 80 Abs. 2 des Grundgesetzes mit folgender Maßgabe zuzustimmen:

1. § 2 Abs. 2 Satz 2

In § 2 Abs. 2 Satz 2

- sind die Worte
"unter Beachtung des Unterschiedsbetrages nach Absatz 3 Satz 2"
zu streichen,

- ist der Punkt durch ein Semikolon zu ersetzen und folgender Halbsatz anzufügen:

"der Mittelwert ist in Höhe des Unterschiedsbetrages nach Absatz 3 Satz 2 anzusetzen, soweit sich Veräußerbarkeit und Risiko der stillen Beteiligung seit dem Zeitpunkt des Erwerbs der stillen Beteiligung nicht verändert haben und keine sonstigen wichtigen Gründe im Hinblick auf die in Satz 1 und in § 1 Abs. 2 Nr. 2 bezeichneten Maßstäbe eine Abweichung von dem Unterschiedsbetrag erfordern."

Alleinvertrieb: Verlag Dr. Hans Heger, Postfach 20 08 21, 5300 Bonn 2
ISSN 0720-2946

Begründung:

Ziel der Änderung ist es, entsprechend dem Beschluß des Bundesrates vom 26. September 1986 - BR-Drucksache 370/86 (Beschluß) - eine einheitliche Feststellung der Zusatzrendite während der gesamten Laufzeit einer stillen Beteiligung sicherzustellen, um die Gleichbehandlung der Anleger unabhängig vom Kaufzeitpunkt der Anteilscheine zweifelsfrei zu gewährleisten.

Nach der Verordnung der Bundesregierung soll die zusätzliche Rendite ab dem zweiten Bewertungsjahr jeweils vom Wirtschaftsprüfer festgestellt werden, während im ersten Jahr nach Erwerb der Beteiligung allein die Differenz zwischen der Rendite der stillen Beteiligung, die aus dem vereinbarten Einlagebetrag abgeleitet wird, und dem Kapitalmarktzins im Erwerbszeitpunkt (Anfangsrenditendifferenz) maßgeblich sein soll. Dieser Wechsel bei der Feststellung der Zusatzrendite nach dem ersten Jahr könnte zu Wertveränderungen führen, die nicht für den Anlegerschutz notwendig sind, weil sie zum Beispiel nicht durch Veränderungen tatsächlicher Umstände begründet sind.

Die Möglichkeit solcher Wertveränderungen wird in der Verordnung nicht ausreichend dadurch ausgeschlossen, daß die Anfangsrenditendifferenz nach § 25 b KAGG der Angemessenheitskontrolle des Wirtschaftsprüfers unterliegt und daß der Wirtschaftsprüfer seine Feststellungen der Risikoprämie nach dem ersten Jahr lediglich "unter Beachtung" der Anfangsrenditendifferenz zu treffen hat.

Durch die Änderung soll die Anfangsrenditendifferenz auch in späteren Zeiten grundsätzlich als Zuschlag zur Anleiherendite beibehalten werden. Der verantwortliche Wirtschaftsprüfer darf und muß bei seinen Feststellungen der Risikoprämie von diesem Betrag nur dann und insoweit abweichen, als es veränderte Umstände und Anlegerschutz erfordern.

Die Änderung wahrt das Sachverständigenprinzip des § 25 d Abs. 2 KAGG; denn der Wirtschaftsprüfer hat nach dem ersten Jahr während der Gesamtlaufzeit den Zuschlag zur Anleiherendite verantwortlich festzustellen. Durch die Änderung wird die Feststellung für den Wirtschaftsprüfer praxisgerecht erleichtert, indem für den Normalfall der Betrag der Anfangsrenditendifferenz als mittlere Risikoprämie festgelegt wird. Die Änderung steht in Einklang mit dem handelsrechtlichen Bewertungsprinzip, wonach von der Anfangsbewertung nur nach Maßgabe der Veränderungen der für die Bewertung maßgeblichen Umstände abgewichen werden darf und muß.

Neben Veränderungen von Veräußerbarkeit und Risiko einer stillen Beteiligung seit Erwerb können im praktischen Einzelfall weitere Umstände eine Abweichung von der Anfangsrenditendifferenz im Interesse der Anleger begründen. Die Kriterien hierfür ergeben sich aus § 25 d KAGG und sind bereits in der Verordnung aufgeführt. Mit dem Verweis auf die betreffenden Vorschriften der Verordnung wird auch den Gesichtspunkten Rechnung getragen, die nach Auffassung der Bundesregierung bei der "Beachtung" der Anfangsrenditendifferenz durch den Wirtschaftsprüfer zu berücksichtigen sind (vgl. Seite 14 der Begründung). Durch die Bedingung, daß wichtige Gründe vorliegen müssen, werden unnötige Wertveränderungen nach dem ersten Jahr der Laufzeit ausgeschlossen. Das Bewertungsverfahren, welches sich auf der Grundlage der Änderung ergibt, sichert im Rahmen des voll gewahrten Sachverständigenprinzips die Einheitlichkeit der Bewertung während der Gesamtlaufzeit.

2. § 2 Abs. 2 Satz 3

In § 2 Abs. 2 Satz 3 ist
die Zahl "3"
durch
die Zahl "2,5"
zu ersetzen.

Begründung:

Auch nach der Begründung der Verordnung liegen Risikozuschläge auch von nur 2 v. H. noch in der Spannweite der in der Praxis üblichen Risikozuschläge. Hierin ist schon das Risiko der geringeren Veräußerbarkeit enthalten. Die von einer Kapitalanlagegesellschaft durchsetzbare Risikoprämie muß um so niedriger liegen, je höher die Bonität des Beteiligungsunternehmens ist. Eine Mindestrisikoprämie von 3 v. H. wird zum Beispiel dann in der Praxis zu Schwierigkeiten führen, wenn die Bonität eines Unternehmens als absolut einwandfrei zu bewerten ist.

Ein Satz von 2,5 v. H. erscheint sachgerecht und entspricht auch den Forderungen aus der Wissenschaft.