

40/6 A 23300 - 40

# Die Bank

## Jahresinhaltsverzeichnis 2000

### 1. Verzeichnis der Verfasser

<b>Adams, R.:</b> Umfrage: Zukunft des Zahlungsverkehrs	566	<b>Bremke, K./Bußmann, J.:</b> Ansätze zur risikobasierten Gesamtbanksteuerung	128	<b>Disterer, G./Walter, R.:</b> Multimediale Kiosksysteme als virtuelle Bankfiliale	118
<b>Albert, H.:</b> Interaktives Customer Relationship Management im Multi-Dialog-Mix	352	<b>Brockmann, M./Neubürger, M.:</b> Der Value at Risk-Ansatz für Immobilienprojekte	480	<b>Dombret, A. R.:</b> Ausgewählte Strategieansätze für Finanzdienstleister	368
<b>Anders, U.:</b> RaRoC – ein Begriff, viel Verwirrung	314	<b>Broschinski, G.:</b> Venture Capital goes public	158	<b>Dröse, G./Kaufmann, M.:</b> Operational Risk Management: Risikotransfer durch Versicherung	788
<b>Artopeus, W.:</b> Global Banking erfordert neues Aufsichtssystem	12	<b>Brückner, D./Wild, R. G.:</b> Custody für Fonds – mehr als eine traditionelle Depotbank	852	<b>Egger, E./Peil, D.:</b> Portfoliosteuerung im Kreditgeschäft	414
<b>Baas, V.:</b> Amerikas Banken auf dem Weg ins 21. Jahrhundert	32	<b>Brühl, V.:</b> Finanzwirtschaftliche Synergieeffekte durch Mergers & Acquisitions	521	<b>Eichelmann, T./Wild, A.:</b> Banken müssen emotionalen Mehrwert bieten	840
<b>Baetge, K./Kruse-Irle, A.:</b> Bonitätsprüfung von privaten Kreditkartenkunden	872	<b>Buhl, H. U./Schneider, J./Tretter, B.:</b> Performanceattribution im Private Banking	318	<b>Eickhoff, A. M.:</b> Bankmanager: Be-trächtliches Gehaltsgefälle	242
<b>Ballay, U.:</b> Falschgeld hat Geschichte	706	<b>Bühler, W.:</b> Zweiklassensystem – Ultimo Ratio der Privatkundensegmentierung?	748	<b>Emse, C./Rolfes, B.:</b> Konsequenzen einer auf internen Ratings basierenden Eigenkapitalunterlegung	680
<b>Bauer, R./Schulze zur Wiesch, R.:</b> Global Custody: Nutzenoptimierung für Family Office-Kunden	622	<b>Bund, S.:</b> Collateralized Debt Obligations: Die Formel 1 unter den Asset Backed Securities	196	<b>Entrop, O./Scholz, H./Wilkens, M.:</b> Bull-Anleihen auf internationale Aktienindizes: Hohe Partizipation ohne Währungsrisiko	754
<b>Bauer, S./Rebouillon, J.:</b> Failkostenreduzierung in der Cross Border-Wertpapierabwicklung	420	<b>Burchard, U.:</b> Auf dem Weg zur Hochleistungsorganisation	24	<b>Fischer, H./Steffens-Duch, S.:</b> Employability: Beschäftigungsfähigkeit sichern	336
<b>Baur, G.:</b> Die neuen Mitarbeiterleitsätze	611	<b>Burghof, H.-P./Henke, S./Schirm, A.:</b> Kreditderivate – Markt und Meinungen	536	<b>Fischer, L.:</b> Investment 1999: Rekord-fahrt gewinnt an Tempo	208
<b>Beck, A./Jacob, P.:</b> Pricing der Ausfallrisikoprämien auf der Basis von Credit Spreads	428	<b>Buhr, R.:</b> Messung von Betriebsrisiken – ein methodischer Ansatz	202	<b>Franck, E./Müller, J. C.:</b> Fußball-Aktien: Nur ausnahmsweise ein Renner	152
<b>Behrenwaldt, U.:</b> Depotführung bei Kapitalanlagegesellschaften im Aufwind	111	<b>Burmester, C./Otto, M./Hille, C. T.:</b> Modelle zur risikoadjustierten Kapitalallokation	190	<b>Freter, H./Sänger, H.:</b> Verbesserte Investor Relations durch Online-Kommunikation	884
<b>–/Verweyen, F.:</b> Auf dem Weg zu einem einheitlichen Fonds-Rating-Standard	596	<b>–/Siegl, T.:</b> Brown'sche Brücken zum modernen Asset & Liability Management	634	<b>Gaumert, U.:</b> Marktrisikosteuerung mit Hilfe interner VaR-Modelle – Anmerkungen aus aufsichtsrechtlicher Perspektive	776
<b>Berger, M./Möller, A.:</b> »Grauer Kapitalmarkt«: Initiativen zur Verbesserung des Anlegerschutzes	382	<b>Bußmann, J./Bremke, K.:</b> Ansätze zur risikobasierten Gesamtbanksteuerung	128	<b>Georg, T./Hintze, S.:</b> Ausplatzierung von Adressenausfallrisiken: Fehlende Konsistenz im Aufsichtsrecht	792
<b>–:</b> Das deutsche Übernahmegesetz nimmt Formen an	558	<b>Christians, U.:</b> Wettbewerbsvorteile durch Markt- und Branchenkompetenz	134	<b>Glogowski, E.:</b> Schillerndes Unternehmerrbild in der Wirtschaftstheorie	474
<b>Bierbaum, D.:</b> Altersvorsorge: Lebenszyklus-Anlageprogramme für Führungskräfte und Freiberufler	668	<b>Coleman, S./Strasser, G.:</b> Mobilisierung der Vertriebsmannschaften	644	<b>Gohout, W./Specht, K./Ripper, K.:</b> Value at Risk-Ansätze für Euro-Stoxx-Portfolios	422
<b>Blessing, M./Kröner, M.:</b> Wertpapiergeschäft: Wird der Anlageberater überflüssig?	823	<b>Dambach, H. T.:</b> Der institutionelle Kreditmarkt wächst dynamisch	138	<b>Gommlich, F./Tieftrunk, A./Meyer-Bullerdiek, F.:</b> Zwei Jahre Warenterminbörse Hannover (WTB) – Bilanz und Perspektive	324
<b>Bloehs, J.:</b> Wertpapierbesteuerung – die Folgen der Reform	690	<b>De Ploey, W./Kestens, J./Leichtfuß, R.:</b> Bankenfusionen: Die goldenen Regeln des Erfolgs	370	<b>Gonschorek, D.:</b> Die Darlehnsform verdient mehr Aufmerksamkeit	348
<b>Bode, M./Mohr, M.:</b> Der Barwert sagt alles	58	<b>Diederich, B./Lerner, T.:</b> Mit dem Handy ins Internet – mobile Zeiten für Banken	186	<b>Goralczyk, A.:</b> Einbürgerung des Euro-Bargeldes – eine rechtliche Herausforderung	570
<b>Böger, A./Heidorn, T./Waldstein, Graf P.:</b> Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute	602				
<b>Bongartz, U.:</b> Worksite Marketing – Strategie mit Multiplikatoreffekt	52				



## Fusionen: Welchen Wert hat eine Bank?

Marco Wilkens / Gebhard Zemke

Im Zuge der Neustrukturierung der Finanzwirtschaft ist die Welle der Übernahmen und Fusionen zur Flut angeschwollen. Betroffen sind nicht nur die international ausgerichteten Großbanken, sondern auch mittelgroße und kleine Institute, die sich ebenfalls neu positionieren. In diesem Kontext interessiert der Wert einer Bank. Die Autoren skizzieren und diskutieren die Besonderheiten bei der Ertragswertermittlung. Praktikern liefert der Beitrag sowohl eine Art Checkliste für Bankbewertungen als auch Anhaltspunkte zur kritischen Auseinandersetzung mit standardisierten Bewertungsschemata.<sup>1</sup>

Die Praxis zeigt, dass bei der Bankbewertung in Deutschland nach wie vor insbesondere auf das traditionelle Ertragswertverfahren zurückgegriffen wird. Als Orientierungshilfe werden dabei häufig die Bewertungsrichtlinien der Wirtschaftsprüfer herangezogen.<sup>2</sup> Nach dem Ertragswertverfahren ergibt sich der Wert einer Bank durch Diskontierung der den Eigentümern der Bank zufließenden finanziellen Überschüsse. Insofern sind die relevanten Überschüsse und Diskontierungsfaktoren zu bestimmen. Grundlage für die Ermittlung künftiger Überschüsse sind üblicherweise Plan-Überschuss-Rechnungen, deren Aufbau sich im Allgemeinen an dem Schema der Gewinn- und Verlustrechnung gemäß RechKredV<sup>3</sup> orientiert. Die in ►(1) skizzierte Systematik zeigt eine im Hinblick auf die Erfordernisse der Unternehmensbewertung umgestaltete Form.

Nach dieser Komponentendarstellung sind zunächst die künftigen bankbetrieblichen Überschüsse unter Vernachlässigung von Ausschüttungen abzuleiten (Überschüsse 1 und 2). Danach sind die rechtlichen Erfordernisse und geplanten geschäftspolitischen Maßnahmen hinsichtlich des Auf- oder Abbaus des Eigenkapitals zu berücksichtigen (Überschüsse 3). Schließlich ist der Barwert des verfügbaren betrieblichen Cash Flows unter Ansatz angemessener Diskontierungsfaktoren zu ermitteln (Barwert I). Dieser ist um den Barwert des nicht-betriebsnotwendigen Vermö-

gens zu korrigieren. Es ergibt sich der Bankgesamtwert (Barwert II).

Um die finanziellen Konsequenzen der geplanten Ausschüttungen zu erfassen, sind parallel Finanzbedarfsrechnungen und darauf abgestimmte Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen aufzustellen. Je nach zeitlicher Entfernung der Planungsperiode vom Bewertungszeitpunkt sollten die Rechnungen unterschiedlich detailliert erfolgen.

Zur vereinfachten Darstellung des Bewertungsprozesses wird hier grundsätzlich davon ausgegangen, dass die geplanten Ein- und Auszahlungen zeitlich mit den korrespondierenden Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung bzw. Kostenrechnung zusammenfallen. Dies ist zulässig, sofern hieraus keine wesentlichen Unterschiede für den Wert einer Bank resultieren.

Zur Auflösung von Komplexität wird das Bewertungsobjekt Gesamtbank regelmäßig in eigenständig steuerbare Sub-Bewertungsobjekte unterteilt, wie in strategische Geschäftsfelder, für die sich als Abgrenzungskriterium Kundengruppen, Produktgruppen und Regionen anbieten. Den Sub-Bewertungsobjekten sollten Erträge und Aufwendungen möglichst verursachungsgerecht zugeordnet werden können. Als diffizil erweisen sich bereichsübergreifende Einflüsse, die z. B. aus Cross-Selling und Verbundrisiken resultieren. Abgrenzungsprobleme können sich darüber hinaus aus gesetzlichen Bestimmungen für Banken ergeben, welche die

Ausschüttungsfähigkeit der Überschüsse beschränken.

Die folgenden Darstellungen lassen sich in der Regel sowohl auf das Bewertungsobjekt Gesamtbank als auch auf einzelne Sub-Bewertungsobjekte anwenden. Bevor die einzelnen Komponenten des Bewertungsschemas ►(1) quantifiziert werden können, sind komponentenübergreifende Überlegungen erforderlich.

#### ■ Strukturveränderungen

Je nachdem, ob von der Fortführung der Bank seitens des Verkäufers oder Käufers ausgegangen wird, d. h. Preisuntergrenzen oder Preisobergrenzen für die Bank bestimmt werden sollen, sind bereits beschlossene, absehbare oder allgemein geplante Maßnahmen, die einen Einfluss auf künftige Cash-Flows haben, in die Bewertung einzubeziehen. Wird auf die gegenwärtige Ertragskraft der Bank abgestellt, sollten nur die zum Stichtag zumindest bereits eingeleiteten Maßnahmen – wie Umsetzungsbeschlüsse der Geschäftsführung bzw. eines Aufsichtsorgans und dokumentierte Planungen – erfasst werden.

Gegebenenfalls zu berücksichtigen sind z. B. strategische Erweiterungen oder Umstrukturierungen der Bank durch Outsourcing von Geschäfts- oder Betriebsbereichen (beispielsweise Abwicklung des Wertpapiergeschäftes, EDV, Zahlungsverkehr, Innenrevision und angrenzende Bereiche wie Compliance Officer und Geldwäschebeauftragter), durch Zentralisation von Technik und durch Aufnahme neuer Geschäftsfelder oder neuer Kooperationspartner.

Potenzielle Erwerber interessiert darüber hinaus, welchen Wert die Bank nach dem Eigentümerwechsel haben wird. In diesem Fall sind auch struk-

turverändernde Vorhaben zu berücksichtigen, die nicht Bestandteil des bestehenden Unternehmenskonzeptes der Alteigentümer sind. Darüber hinaus sind Synergieeffekte und andere Wirkungen des Eigentümerwechsels zu erfassen. Ein Beispiel sind geänderte Refinanzierungsmöglichkeiten durch Fusionen. Falls offen bleibt, ob ein (gänzlich) anderer Unternehmenszweck verfolgt werden soll, wie der Auf- oder Ausbau einer Direktbank, bietet sich die Bewertung dieser Möglichkeit über eine Realoption an.

#### ■ Managementfaktor

Der potenzielle Erwerber der Bank sollte sämtliche Strukturen auf ihre Abhängigkeit von so genannten Managementfaktoren prüfen. Dafür ist festzustellen, welches Management der Bank nach dem Eigentümerwechsel zur Verfügung steht und welche Auswirkungen mit möglichen Änderungen verbunden sind. Der Begriff Managementfaktor beinhaltet aber auch die Beziehungen zu kreditwirtschaftlichen Verbänden. Gerade Kreditinstitute aus dem Sparkassen- sowie Volks- und Raiffeisensektor beziehen von ihren Verbänden regelmäßig ein hohes Volumen an Dienstleistungen, die ansonsten durch eigene Stabs- bzw. Serviceabteilungen zur Verfügung gestellt werden müssten. Hinzu kommt der Vertrieb von Produkten anderer Verbandsmitglieder bzw. Kooperationspartner wie Versicherungen und Bausparkassen. Diese ergänzen das Produktsortiment der Bank und generieren Provisionserträge.

Die Auswirkungen der Managementfaktoren auf die finanziellen Überschüsse sind in der Regel schwierig zu quantifizieren. Festgestellt werden muss etwa, inwieweit Geschäfte mit bedeutenden Kunden von den

### 1. Komponentendarstellung zur Bestimmung des Ertragswertes von Banken

#### Plan-Überschuss-Rechnung

	Zins-Netto-Cash-Flows (Zinsüberschuss)
+	Provisions-Netto-Cash-Flows (Provisionsergebnis)
-	Betriebsauszahlungen
=	<b>Überschüsse 1</b>
±	Cash-Flows aus Eigenhandelsaktivitäten
-	Cash-Flows aus Adressenausfallrisiken
-	Cash-Flows aus Steuern
±	Cash-Flows aus sonstigen Posten
=	<b>Überschüsse 2 (Ertragsüberschüsse)</b>
±	Eigenkapitalzuführungen
=	<b>Überschüsse 3 (entnehmbare Überschüsse)</b>
<b>Barwerte</b>	
	<b>Barwert I (Diskontierung der Überschüsse 3)</b>
-	Barwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
=	<b>Barwert II (Bankgesamtwert)</b>

persönlichen Beziehungen und ertragreiche Geschäftsarten vom Know-how des Managements abhängen. Zu prüfen ist auch, ob und inwieweit die Qualität und damit das Ergebnis der Wertpapierberatung von der Zulieferung von Researchergebnissen des Verbandes abhängt.

Anhand der Komponenten des Bewertungsschemas ►(1) werden im Folgenden weitere Besonderheiten der Bankbewertung dargestellt.

#### ■ Zinsüberschuss

Grundsätzlich sind für die Berechnung des Zinsüberschusses zunächst die gegenwärtigen und künftigen Volumina der den Zinsüberschuss bestimmenden Geschäftspositionen festzustellen bzw. zu prognostizieren. Ein besonderes Problem besteht dabei in der adäquaten Berücksichtigung der gegenwärtigen und künftigen Strukturveränderungen im Kundengeschäft, ausgelöst unter anderem durch zunehmenden Wettbewerb auf Grund der Globalisierung und der Angebote von Direktbanken, Non- und Nearbanks sowie Internetbrokern.

Vor diesem Hintergrund ist von einer einfachen Extrapolation historischer Zinsüberschüsse abzuraten. Ist das erwartete Mengengerüst fixiert, besteht eine weitere Aufgabe in der Festlegung der künftigen Zinssätze aller involvierten verzinslichen Positionen. Für die künftigen Geld- und Kapitalmarktzinssätze bieten sich Forward Rates an. Hierauf basierend können die künftigen Kundenzinssätze unter Nutzung von Zinselastizitäten abgebildet werden.<sup>4</sup>

Grundsätzlich ergibt sich der Zinsüberschuss als Summe aller Zinszahlungen. Insofern erscheint es zunächst nahe liegend, neben den Kundengeschäften auch die Geld- und Kapitalmarktgeschäfte fortzuschreiben (Alternative 1). Hierin liegt jedoch eine besondere Brisanz, da die Geld- und Kapitalmarktgeschäfte einerseits als Reaktion auf die Kundengeschäfte und andererseits mit Blick auf das Fristentransformationsergebnis abgeschlossen werden.

Für Banken erweist es sich daher – in Anlehnung an die Marktzinsmethode – als zweckmäßiger, in Geschäfte zu differenzieren, die einen respektive keinen (nennenswerten) Konditionsbeitrag aufweisen. Zu den letztgenannten Positionen zählen insbesondere Geld- und Kapitalmarktgeschäfte. Da der Konditionsbeitrag angibt, in welchem Ausmaß die Bank im individuellen Bankgeschäft bessere Konditionen als am Geld- oder Kapitalmarkt erzielt, und damit zugleich zeigt, inwieweit der Unternehmenswert beeinflusst wird, ist es entbehrlich, Zinspositionen ohne Konditionsbeitrag fortzuschreiben (Alternative 2).

Sind die gegenwärtigen und geplanten Volumina der Geschäfte mit Konditionsbeiträgen belegt, können

im nächsten Schritt zwei Vorgehensweisen eingeschlagen werden. Zum einen kann, der Idee der margenorientierten Marktzinsmethode folgend, der Konditionsbeitrag je Periode über alle Geschäfte bestimmt werden (Alternative 2a). Alternativ ist es entsprechend dem Barwertkonzept der Marktzinsmethode möglich, die Konditionsbeitragsbarwerte aller gegenwärtigen und künftigen Geschäfte zu berechnen (Alternative 2b).

Das Zinsergebnis einer Bank generiert sich nicht nur aus Konditionsbeiträgen. Hinzu kommt das Ergebnis aus der Fristentransformation, das aus dem Eingehen von Inkongruenzen in der Zinsbindung resultiert. Dieses Ergebnis ist unabhängig von den Kundengeschäften, da es sich auch durch ausschließliche Engagements in Geld- und Kapitalmarktgeschäfte erzielen ließe.

Da die Banken in der Vergangenheit überwiegend positive Fristentransformation betrieben haben und Zinssätze für lange Laufzeiten durchschnittlich höher waren als Zinssätze für kurze Laufzeiten, ist ein Teil des historischen Zinsergebnisses vieler Banken auf die Fristentransformation zurückzuführen. Es stellt sich zunächst die Frage, ob derartige Ergebnisse auch für künftige Perioden erwartet werden können. Darüber hinaus ist zu überlegen, ob und in welcher Höhe das erwartete Fristentransformationsergebnis überhaupt den gegenwärtigen Wert der Bank beeinflusst.

In der Praxis der Bankbewertung werden historische Erfolge aus der Fristentransformation nicht selten auf die Zukunft übertragen und so als unternehmenswerterhöhend angesehen. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn historische Zinsüberschüsse oder

Strukturbeiträge fortgeschrieben werden. Verbundene Marktzinsrisiken werden in diesem Zusammenhang in Abhängigkeit von der Festzinsstruktur oft durch pauschale Abschläge oder bei der Festlegung des Kalkulationszinssatzes berücksichtigt.

#### ■ Fristen- und Währungstransformationsergebnis nicht bewerten

Diese Vorgehensweise ist nach Ansicht der Verfasser aus ökonomischer Sicht unplausibel. Plausibler erscheint es, bei der Wertbestimmung von Banken auf die Berücksichtigung künftig möglicher Fristentransformationsergebnisse und damit verbundener Marktzinsrisiken zu verzichten, denn der Erwerber der Bank kann jederzeit entscheiden, offene Zinspositionen z. B. mit Zinsderivaten praktisch kostenlos zu schließen oder auszuweiten. Zudem ist es ungewiss, ob auch künftig die durchschnittlichen Zinssätze mit zunehmender Zinsbindungsdauer steigen. Unabhängig davon würden korrekt ermittelte Risikoabschläge die erwarteten Fristentransformationsergebnisse exakt kompensieren.

Dass es ökonomisch unplausibel ist, das erwartete Fristentransformationsergebnis als unternehmenswerterhöhend anzusehen, wird an einer einfachen, den Kern des Problems verdeutlichenden Überlegung veranschaulicht: Man stelle sich vor, Investoren gründeten ein Unternehmen mit einem Eigenkapital von 1 Mill. Euro. Das Unternehmen nimmt permanent zu prolongierende Kredite mit einer Zinsbindungsdauer von einem Jahr in Höhe von nochmals 1 Mill. Euro auf. Die Anlage des Gesamtbetrages von 2 Mill. Euro erfolgt in permanent neu zu erwerbende Anleihen mit Laufzeiten von fünf Jahren. Wenn das Unternehmen die üblichen Geld- und Kapi-

talmarktzinssätze erhält bzw. zahlt und die durchschnittlich erwarteten langfristigen Zinssätze über den durchschnittlich erwarteten kurzfristigen liegen, so ist die erwartete Eigenkapitalverzinsung des Unternehmens höher als die Verzinsung fünfjähriger Kapitalmarkttitel. Wenn daraufhin für das Unternehmen mehr als 1 Mill. Euro angeboten würde, wären die Investoren gerne bereit, es zu verkaufen (um danach ein weiteres Unternehmen dieser Art zu gründen usw.).

Diese Arbitrageüberlegung zeigt, dass potenzielle Fristentransformationsergebnisse nicht als unternehmenswerterhöhend anzusehen sind. Die gleiche Strategie lässt sich über (Festzins-)Empfängerswaps darstellen. Unabhängig davon käme wohl niemand auf die Idee, bei der Bewertung von Swaps erwartete Fristentransformationsergebnisse einzubeziehen. Die Ausführungen sind unabhängig davon, ob sich das Fristentransformationsergebnis im Zinsüberschuss oder im Eigenhandelsergebnis niederschlägt. Analoge Überlegungen ergeben sich für das Ergebnis aus offenen Fremdwährungspositionen (Währungstransformationsergebnis).

#### ■ Provisionsergebnis

Da das Provisionsergebnis stark von der gewachsenen Qualität und dem Organisiertheitsgrad der Bankberatung abhängt, lassen sich diese Ergebnisbeiträge prinzipiell in die Zukunft fortschreiben. Zu berücksichtigen sind ggf. Trends und Glättungserfordernisse der empirischen Zahlenreihe. So könnten sich Korrekturen bei den Provisionserträgen aus Effektengeschäften ergeben, weil sie auf Grund des Börsenbooms der

vergangenen Jahre übermäßig angestiegen sind. Vor dem Hintergrund der Entwicklung neuer Anbieter von Finanzdienstleistungen ist etwa die Frage wichtig, welche Einflüsse von der Tätigkeit von Direktbanken ausgehen.

In Zusammenhang mit der Einschätzung künftiger Provisionserlöse steht die Analyse von Beratungsrisiken. Rückschlüsse auf ihre Existenz lassen sich generell aus den Volumina und der Struktur der vertriebenen Produkte (beratungsarm versus beratungsintensiv) und den verfolgten Vertriebsstrategien der Bank (offensiv/expansiv versus konservativ) ziehen. Soweit der Zugang zu internen Informationen möglich ist, empfiehlt sich eine eingehende Analyse der Organisation und der institutsspezifischen Usancen der Beratung. Aufschluss geben unter anderem Prüfungsberichte zum Depotgeschäft und zum Wertpapierhandel.

#### ■ Betriebsauszahlungen

Grundsätzlich können Betriebsaufwendungen z. B. mittels einschlägiger Kosten-Erlös-Relationen bzw. Kostenstruktur- und Kostenintensitätskennziffern fortgeschrieben werden. Grundlage bilden die erwarteten Entwicklungen im Mengengerüst für die Geschäftstätigkeit etwa im Zins- und Provisionsgeschäft sowie Eigenhandel. Ergänzend ist zu untersuchen, ob mit einer Veränderung der Kosten-Erlös-Relationen zu rechnen ist und ob Bereinigungen der aufwandsbezogenen Datenbasis mit dem Ziel erforderlich sind, die maßgeblichen künftigen Cash Flows (Betriebsauszahlungen) zu erhalten.

Die zahlungsstrombezogene Bewertungssystematik verlangt regelmäßig, die in der Gewinn- und

Verlustrechnung enthaltenen Aufwendungen zu korrigieren. Betroffen sind hiervon unter anderem Abschreibungen auf (immaterielle) Vermögensgegenstände und Zuführungen zu Rückstellungen. Zu prüfen ist beispielsweise, ob in fernerer Perioden anstelle von planmäßigen Abschreibungen besser auf Reinvestitionsraten zurückzugreifen ist, da diese die zeitliche und sachliche Dimension der tatsächlichen Erhaltungs- und Erweiterungsinvestitionen besser widerspiegeln. Die Datenbereinigung von Aufwendungen in Form von Zuführungen zu Rückstellungen richtet sich regelmäßig nach der geschätzten »Restlaufzeit« der betroffenen Rückstellungen und nach dem Ausmaß der Übereinstimmung von Führungsaufwand und tatsächlicher Zahlung je Periode.

Bei den kurzfristigen Rückstellungen, die typischerweise in jeder Periode neu zu bilden sind (z. B. Urlaubsrückstellungen), könnte unter Wesentlichkeitsaspekten von einer Bereinigung abgesehen werden. Im Gegensatz hierzu empfiehlt sich bei längerfristigen oder unregelmäßig bzw. einmalig zu bildenden Rückstellungen eine genauere Betrachtung. Insbesondere im Bereich der betrieblichen Altersvorsorge können zeitliche Inkongruenzen erhebliche Unterschiede zwischen Aufwand und Auszahlung bedingen. Ähnliche Effekte können bei Restrukturierungsrückstellungen oder Rückstellungen für Prozess- oder Steuerrisiken entstehen.

Datenbereinigungen können sich auch aus der Analyse der Angemessenheit vergangener Aufwendungen ergeben, wie beim Vorliegen von Investitionsstaus. Grundsätzlich ist zu untersuchen, ob die (immateriellen)

Vermögensgegenstände dem aktuellen banküblichen Standard entsprechen. Auch die Art und Ausrichtung der Filialstrategie ist auf den Prüfstand zu stellen. Im Hinblick auf die EDV-Infrastruktur ist aktuell z. B. der Investitions(nachhol)bedarf im Zusammenhang mit dem Umsetzungsstand bezüglich der Einrichtung angemessener Überwachungs- und Steuerungssysteme gemäß KonTraG bzw. § 25 a KWG und bezüglich der Umstellung der Liquiditätsgrundsätze auf die Anforderungen des neuen Grundsatzes II abzuschätzen.

Aus dem Bereich der allgemeinen Verwaltungskosten wäre als Beispiel der Schulungsbedarf der Mitarbeiter zu nennen. Im Mittelpunkt steht hier die Frage, ob das Know-how der Mitarbeiter bzw. die Mitarbeiterstruktur den Anforderungen an Qualität, Quantität und Ausrichtung der Beratungsorganisation bzw. Serviceorganisation entspricht. Letztlich sind sämtliche technischen und organisatorischen Ressourcen daraufhin zu untersuchen, ob sie für die erwarteten Leistungen des Bankbetriebes angemessen sind. Schließlich sind Korrekturen um Posten vorzunehmen, die dem nicht-betriebsnotwendigen Vermögen zuzurechnen sind.

#### ■ Eigenhandelsaktivitäten

Für die Bewertung von Banken, die über einen Handelsbereich verfügen, ist die Quantifizierung der daraus erwarteten Ergebnisse schwierig. Letztlich kann schon die Frage, unter welchen Bedingungen der Eigenhandel in der Lage ist, Überrenditen zu erzielen, praktisch nicht zufriedenstellend beantwortet werden. Jedenfalls lassen sich durchschnittliche Eigenhandelsergebnisse vergangener Perioden nicht unbedingt fortschrei-

ben. Das hat verschiedene Gründe: Zum einen resultieren diese Ergebnisse möglicherweise aus Fristen- und Währungstransformationen (vgl. die Ausführungen im Zusammenhang mit dem Zinsüberschuss). Zum anderen wäre eine Differenzierung des Eigenhandelsergebnisses in den Teil erforderlich, der wirklich eine Leistung des Eigenhandels darstellt, und den Teil, der auf die allgemeine Marktentwicklung zurückzuführen ist und daher nicht fortgeschrieben werden darf. Dies setzt Systeme zur adäquaten Performancemessung voraus.<sup>5</sup>

Allenfalls indirekt können Anhaltspunkte für die Qualität des Eigenhandels aus einer detaillierten Analyse der Funktionsfähigkeit dieses Bereiches gewonnen werden, die sich im Wesentlichen aus qualitativen Informationen erschließen lässt. Dies gelingt jedoch nur, sofern Zugang zu internen Informationen der Bank gegeben ist. Von Interesse sind u. a. Angaben zur Qualifikation und Fluktuation der Mitarbeiter im Handels- und Back-Office-Bereich, zur Struktur der gehandelten Produkte (Produktarten, Anzahl und Umfang der Handelsprodukte etc.) und der Kontrahenten (insbesondere deren Professionalität), zur Steuerung (z. B. Handelsstrategien) und Risikokontrolle des Handels sowie zu Soll-Ist-Performance-Analysen vergangener Jahre. Gerade beim Handel komplexer Produkte ist das Organisationswissen des Instituts von großer Bedeutung.

#### ■ Adressenausfallrisiken

Für die künftige institutsindividuelle Risikovorsorge für Adressenausfallrisiken lassen sich aus dem bisherigen Niveau von Einzel-, Pauschal- und Länderwertberichtigungen nur Anhaltspunkte ableiten. Eine einfache

Extrapolation ist nicht ausreichend, zumindest sind ergänzende Plausibilitätsüberlegungen und entsprechende Modifikationen erforderlich. Im Einzelnen ist abzuschätzen, ob der Umfang der gebildeten Risikovorsorge auf Grund überhöhter Vorsichtsmaßstäbe der Bankleitung zu hoch ausgefallen ist und demzufolge nicht mit dem tatsächlichen durchschnittlichen Ausfall der Cash Flows übereinstimmt.

Anhaltspunkte bieten z. B. die tatsächlichen Forderungsausbuchungen gegen Einzelwertberichtigungen und die auf Grund von (ggf. noch möglichen) Wertbeibehaltungswahlrechten unterlassenen Auflösungen von Einzelwertberichtigungen. Auf der anderen Seite kann eine Unterzeichnung des bisherigen Risikoniveaus durch jüngere negative Veränderungen im Risikoportefeuille entstanden sein.

Es ist also die aktuelle Risikostruktur des Kredit-, Wertpapier- und Beteiligungsportefeuilles zu ermitteln und auf mögliche Veränderungen im Zeitablauf zu untersuchen. Gegebenenfalls ist der Ansatz für Risikovorsorge zu korrigieren. Alternativ besteht die Möglichkeit, erkannte Einzelrisiken direkt auszugleichen oder zu eliminieren, etwa durch Vereinbarung einer Nachschaufrist, innerhalb derer entstandene Ausfälle vom Verkäufer direkt abgegolten werden, oder durch Vereinbarung der Nichtübernahme der risikobehafteten Positionen durch den Erwerber.

Grundsätzlich ist zu überlegen, welche Risiken Wertberichtigungen abdecken bzw. abdecken sollen. Ideal wäre es, die Wertberichtigungen so festzulegen, dass sie den bisher verrechneten Wert des Kredites auf den (ggf. fiktiven) Marktwert reduzieren.

Dafür muss die Wertberichtigung sowohl einen Ausgleich für die erwarteten Ausfälle als auch eine Prämie für die Übernahme des Risikos, also für das Risiko, dass die Ausfälle höher sind als angenommen, umfassen. Damit wird davon ausgegangen, dass eine Wertberichtigung der Differenz zwischen dem Barwert eines risikofreien Kredites mit gleichen Ausstattungsmerkmalen und dem (ggf. fiktiven) Marktwert des risikobehafteten Kredites entspricht. Folglich wird ein Darlehen über den Barwert eines fiktiv bonitätsrisikofreien Kredites in Verbindung mit dem Wert einer Art Short Position in einem Credit Default-Swap bewertet.

Prinzipiell existieren verschiedene Möglichkeiten zur Bestimmung des fiktiven Marktwertes. In der Regel werden die nominalen Cash-Flows mit risikoadjustierten Kalkulationszinssätzen diskontiert. Alternativ ist es möglich, die nominalen Cash Flows um Risikoabschläge zu reduzieren. Würden beide Alternativen gleichzeitig angewendet, käme es zu einer Doppelverrechnung der Risiken.

#### ■ Steuern und sonstige Posten

Nach Feststellung der Zahlungsüberschüsse sind die anfallenden Ertragsteuerzahlungen der Bank sowie der (neuen) Bankeigner zu ermitteln. Auf Grund einer vom Finanzplan verschiedenen Steuerbemessungsgrundlage ist für die Projektion der Ertragsteuern zunächst eine Nebenrechnung in Form von Plan-Steuerbilanz und Plan-Steuergeinn- und -verlustrechnung durchzuführen.

Nach Maßgabe steuerrechtlicher Realisationsprinzipien und -vorschriften sind die ermittelten Cash-Flows prinzipiell auf ihre Eignung als Betriebseinnahme und Betriebsaus-

gabe, also den steuerrechtlichen Erfolgskomponenten, zu überprüfen. Dann sind die ermittelten Cash-Flows im Hinblick auf eine für Betriebs-einnahmen und -ausgaben vom Zahlungsfluss abweichende Periodenerfassung ggf. anderen Perioden zuzuordnen.

Auf der Ebene der Bank sind die Gewerbeertragsteuer, die ausländischen Ertragsteuern und die Körperschaftsteuer auf nicht abzugsfähige Betriebsausgaben (Definitiv-Körperschaftsteuer) anzusetzen, da allein sie das Bewertungsobjekt belasten. Hierbei sind institutsindividuelle Besonderheiten im Hinblick auf Steuervergünstigungen (z. B. des Bestehens von Verlustvorträgen oder latenter Steueransprüche) und Steuerrisiken einzubeziehen.

Die übrigen Ertragsteuerzahlungen fallen wirtschaftlich beim Anteilseigner an und sind unter Berücksichtigung seiner Verhältnisse zu ermitteln. Bei Personengesellschaften folgt dies unmittelbar aus dem Tatbestand der Mitunternehmereigenschaft, bei Kapitalgesellschaften aus dem körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren. Regelmäßig unterliegen Einkünfte aus Unternehmen nicht der Gewerbeertragsteuer bei den Bankeignern, weshalb sie üblicherweise unberücksichtigt bleiben.

Für die individuellen Berechnungen des Käufers ist darüber hinaus von Interesse, welcher Ertragswert unter Berücksichtigung seiner persönlichen Steuerbelastung entsteht. Auf Grund steuerrechtlicher Besonderheiten beim Bankeigner (z. B. Bestehen steuerlicher Verlustvorträge) oder steuerpolitischer Maßnahmen (z. B. Umleitung der Ausschüttungen an eine zwischengeschaltete Beteiligungsgesellschaft mit steuerlichen

Verlustvorträgen oder anderen Verlustverrechnungsmöglichkeiten oder Umwandlung einer Bank-Kapitalgesellschaft in eine Personengesellschaft mit entsprechenden körperschaftsteuerlichen Auswirkungen) kann die Höhe der vom Bankeigner zu leistenden Steuerzahlungen unter Umständen deutlich reduziert werden.

Alle übrigen Zahlungsströme werden im »Ergebnis aus sonstigen Posten« erfasst, sofern sie nachhaltig anfallen. Grundsätzlich zählen hierzu neben anderen die Ergebnisse aus Vermietung und Verpachtung von Grundstücken sowie aus regelmäßig wiederkehrenden Desinvestitionen und aus Käufen und Verkäufen von Finanzanlagen und Anlagen der Liquiditätsreserve. Gegebenenfalls sind einzelne dieser Positionen im Rahmen der Wertermittlung des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens zu erfassen.

#### ■ Zuführungen zum Eigenkapital

Kreditinstitute unterliegen im Gegensatz zu anderen Unternehmen besonderen Eigenkapitalvorschriften. Wesentlich hierfür sind das KWG und der Grundsatz I, in denen hinreichend hohe Eigenmittel, insbesondere zur Unterlegung von Adressenausfall- und Marktpreisrisiken, gefordert werden. Sofern keine Eigenkapitalzuführung aus anderen Mitteln geplant ist, kann ein anwachsendes Geschäftsvolumen dazu führen, dass der ermittelte Cash-Flow nicht oder nur zum Teil ausschüttungsfähig ist, da der ausgewiesene handelsrechtliche Gewinn zur Unterlegung von nun höheren Gesamtbankrisiken genutzt werden muss. Nach dem geltenden Bilanz- und Gesellschaftsrecht bildet der handelsrechtliche Gewinn<sup>6</sup> den alleinigen Anknüpfungspunkt für



Ausschüttungen. Er ermittelt sich über eine Nebenrechnung in Form von handelsrechtlicher Plan-Bilanz und Plan-Gewinn- und Verlustrechnung.

Die Höhe des künftig zu thesaurierenden Gewinnanteils hängt in hohem Maße von der geplanten qualitativen und quantitativen Entwicklung der unterlegungspflichtigen Risikopositionen ab. Wird bei der Bewertung von einer künftig konstanten Geschäftspolitik ausgegangen, so kann der qualitative Aspekt vernachlässigt werden. Falls sich die Risikopolitik im Zeitverlauf ändert, gewinnt der qualitative Aspekt an Bedeutung, denn Änderungen der Qualität der Risikopositionen einer Bank haben, auch bei konstantem Volumen, Auswirkungen auf die Höhe der notwendigen Eigenmittelunterlegung und mithin auf die Höhe der ausschüttbaren Überschüsse. Zum anderen hängt der künftig zu thesaurierende Gewinnanteil von der Frage ab, ob und inwiefern sich abzeichnende Änderungen bankaufsichtlicher Regelungen auswirken werden.

Es stellt sich die Frage, ob und in welcher Höhe die künftig erwarteten einbehaltenen Gewinne in die Bankbewertung eingehen sollten. Auf der einen Seite erscheint es plausibel, dass sie nicht in die jährlichen Gesamt-Cash-Flows einbezogen werden können, da sie den Eigentümern der Bank nicht zufließen. Auf der anderen Seite erhöhen sie den Wert der Bank und dürfen daher nicht vernachlässigt werden. Darüber hinaus stehen diese Mittel zur Finanzierung der Aktiva zur Verfügung. Sie führen daher in Folgeperioden zu höheren Bankergebnissen. Eine Abwägung des Vorteils einer genaueren Erfassung dieser Zusammenhänge gegen

den Nachteil des damit verbundenen hohen Aufwandes muss im Einzelfall die Entscheidung für oder gegen die dezidierte Erfassung einbehaltener Gewinne bzw. für die Annahme vollständiger Gewinnausschüttungen geben.

### ■ Kalkulationszinsfuß

Nach der Bestimmung der (ggf. fiktiven) entnehmbaren Überschüsse der künftigen Perioden sind diese durch Abzinsung zum Barwert  $I$  zu aggregieren. Neben der Möglichkeit der Aggregation des Cash-Flows der Gesamtbank, bietet es sich an, zunächst die Barwerte der Cash-Flows einzelner Geschäfte, Geschäftsbereiche bzw. strategischer Geschäftsfelder zu ermitteln, sofern die vorgelagerte Überschuss-Rechnung diese Differenzierung erlaubt. Die zur Abzinsung heranzuziehenden Kalkulationszinsfüße sind prinzipiell so festzulegen, dass sie den Zinssätzen vergleichbarer alternativer Anlagemöglichkeiten des Bewertenden entsprechen. Insbesondere bei nicht-flachen Zinsstrukturkurven sollten (ggf. risiko- und währungsspezifische) laufzeitabhängige Spot Rates genutzt werden.

Eine besondere Problematik liegt in der adäquaten Berücksichtigung des Risikos im Kalkulationszinsfuß. Grundlegend ist zunächst die Frage, welche Risiken überhaupt (noch) zu berücksichtigen sind. Folgt man den obigen Ausführungen, dass Ergebnisse aus Fristen- und Währungstransformationen nicht zu berücksichtigen sind, dann dürfen für solche Risiken auch keine Risikoprämien veranschlagt werden. Sofern die markt gängigen Aktienbestände in Höhe ihres Kurswertes erfasst sind, dürfen auch hierfür keine Risikoprämien kalkuliert werden, da diese

bereits im Kurs enthalten sind. Wie oben ausgeführt, sollten Prämien für Bonitätsrisiken nur dann im Kalkulationszinssatz erfasst werden, sofern sie nicht in den Wertberichtigungen berücksichtigt wurden. Darüber hinaus ist zu bedenken, dass Diversifikationseffekte Risiken vernichten und daher Risikoprämien reduzieren.

Letztlich sind Risiken aus markt gängigen oder verwandten Finanztiteln vergleichsweise einfach handhabbar. Für Banken besonders relevant und zugleich schwierig zu bewerten sind dagegen Risiken aus Positionen, für die keine Marktpreise bzw. Marktrisikoprämien existieren. Dazu gehören insbesondere die Risiken aus dem technisch-organisatorischen Bereich und die Risiken, künftig geringere Konditionsbeiträge und Provisionsergebnisse (auf Grund geänderter Mengen und Preise) zu erzielen als geplant.

Hier bietet sich die Berechnung des Betafaktors der Bank (bzw. des ermittelten Barwertes des Gesamt-Cash-Flows) an, um auf dieser Basis die marktadäquate Risikoprämie nach dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) oder der Arbitrage Pricing Theory (APT) abzuleiten. In der Praxis wird der Kalkulationszinssatz regelmäßig wie folgt bestimmt: langfristiger risikofreier Zinssatz + Marktpreis des Risikos · Betafaktor.

Im Kalkulationszinsfuß sind die Steuern des (neuen) Bankeigners unabhängig von den projektbezogenen Sondereinflüssen in der Höhe zu berücksichtigen, wie sie normalerweise bei einer bestimmten oder bei beliebigen Alternativinvestitionen anfielen. Bei objektivierten Unternehmenswerten geht man von einem typisierten Steuersatz aus. Subjektiven Wertermittlungen würde dagegen



der Steuersatz in Höhe der persönlichen Steuerbelastung des Bankeigners zu Grunde gelegt.

#### ■ Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen

Über nicht-betriebsnotwendiges Vermögen kann ohne Einschränkung des eigentlichen Bankbetriebes frei verfügt werden. Deshalb werden im Allgemeinen die nicht-betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände einschließlich zuzuordnender Schulden einer gesonderten Bewertung unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung unterworfen. In welcher Höhe die Einbeziehung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens in den Gesamtwert erfolgt, richtet sich dann danach, ob aus dem Verkaufen oder Halten der z. B. nicht-betriebsnotwendigen Grundstücke und Gebäude ein höherer Wert für die Bank resultiert.

Üblicherweise sind derartige Vermögensteile unter den Sachanlagen, den Beteiligungen und dem Wertpapierbestand zu finden. Die Abgrenzung erweist sich im Einzelfall jedoch als schwierig. So gehören strategische Beteiligungen sicherlich eher zum betriebsnotwendigen Vermögen als reine Finanzanlagen. Ihre Zweckbestimmung unterliegt jedoch subjektiven Einschätzungen des Verkäufers bzw. Erwerbers. Ähnliches gilt für die Unterscheidung von Wertpapierbeständen.

In prinzipieller Hinsicht stellt sich die Frage, ob derartige Überlegungen nicht für jede bestehende (und potenziell einzugehende) Position durchzuführen sind, denn Entscheidungen hinsichtlich der bestmöglichen Verwendung von Vermögenspositionen erfolgen aus kaufmännischen Erwägungen und richten sich nicht nach

buchhalterischen Klassifizierungsmerkmalen. Die Frage, ob Kalküle der geschilderten Art durchzuführen sind, sollte sich eher danach richten, welche Aktiv- und Passivpositionen (und Kombinationen daraus) sich relativ leicht aus dem Unternehmen lösen und isoliert veräußern lassen.

In Analogie zur Behandlung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens wird mitunter vorgeschlagen, auch die Barwerte stiller Reserven dem bereits ermittelten Ertragswert der betrieblichen Überschüsse zuzurechnen. Stille Reserven können z. B. in Wertpapieren gebunden sein, auf Grund eines normierten Ansatzes von Länderrisiken oder auf Grund der Existenz von Bewertungsreserven gemäß § 340 f HGB bestehen. Vor dem Hintergrund der ertragswertbezogenen Vorgehensweise wären derartige stille Reserven indes nur hinzuzurechnen, sofern sie nicht ohnehin in die Ertrags- und Aufwandsprojektionen eingegangen sind. Maßgabe für die Projektionen sind die tatsächlichen Überschüsse ohne Berücksichtigung bilanzieller Kosmetik.

#### Fazit

Die Bewertung von Banken lässt praktisch eine Vielzahl von Ermessensspielräumen offen. So verwundert es nicht, dass um den »wahren« Wert einer Bank heftige und oft ergebnislose Diskussionen geführt werden. Umso notwendiger erscheint es daher, dass zumindest hinsichtlich der Logik und der Aussagefähigkeit des Ertragswertverfahrens Konsens besteht. Darüber hinaus sollten Möglichkeiten zur Komplexitätsreduktion genutzt werden, wie es in diesem Beitrag u. a. für die Frage der Behandlung von Cash-Flows aus marktmäßig handel-

baren und vergleichbaren Geschäftspositionen sowie daraus resultierenden Erfolgsrisiken gezeigt wurde.

1 Zur Bewertung von Banken siehe auch Adolf, R./Cramer, J./Ollmann, M.: Die Bewertung von Kreditinstituten, in: Die Bank 9/89 u. 10/89, S. 485–492 u. 546–554; Copeland, T./Koller, T./Murrin J.: Unternehmenswert-Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2. Aufl., Frankfurt/M. u. a. 1998, S. 486–524; Kümmel, A. T.: Bewertung von Kreditinstituten nach dem Shareholder Value Ansatz, Ludwigsburg u. a. 1994; Miller, W. D.: Commercial Bank Valuation, New York u. a. 1995; Schell, G. R.: Die Ertragsermittlung für Bankbewertungen, Frankfurt/M. 1988; Wildgruber, J.: Das Prognoseproblem bei der Ermittlung des Entscheidungswertes von Kreditinstituten, Frankfurt/M. 1998.

2 Vgl. Entwurf IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: Die Wirtschaftsprüfung, 5/1999, S. 200–216.

3 Verordnung über die Rechnungslegung der Kreditinstitute vom 10. Februar 1992.

4 Vgl. Wilkens, M.: Realitätsnahe Schätzung der Markt- und Kundenzinssätze zur besseren Steuerung des Zinsrisikos, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 1/1994, S. 9–23.

5 Zu Performancemaßen vgl. Wilkens, M./Scholz, H.: Systematik grundlegender Performancemaße, in: Finanz Betrieb, 9/1999, S. 250–254; und: Von der Treynor-Ratio zur Market Risk-Adjusted Performance, in: Finanz Betrieb, 10/1999, S. 308–315.

6 Der Begriff »handelsrechtlicher Gewinn« wird hier in einem weiteren Sinne verstanden. Daneben können auch frei verfügbare Kapitalrücklagen ausgeschüttet werden (§ 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB).

#### Autoren:

Dr. Marco Wilkens ist Mitarbeiter am Institut für Betriebswirtschaftliche Geldwirtschaft (IFBG) der Universität Göttingen. Dr. Gebhard Zemke ist Wirtschaftsprüfer im Bereich Banken und Finanzdienstleister bei der BDO Deutsche Warentreuhand AG in Hamburg.