

mittels der Rechtssetzung bereits der Markteintritt erschwert. Da die Rechtssetzung – wie hier nachgewiesen – auf Vorarbeiten der Fachvertreter zurückzuführen ist, muss gerade im Bereich einer umfangreichen Normsetzung mit vielen organisatorischen Pflichtenkatalogen an die Anbieter von einem Anreiz der im Markt stehenden Wettbewerber gesprochen werden, sich möglichst effizient bereits auf der Ebene ersten Regulierungstätigkeiten zu engagieren.⁸⁷⁾ Die Mitarbeit von Fachvertretern ist daher unter diesem Blickwinkel nicht nur positiv zu bewerten: Der mögliche Kartellschutz stellt daher die andere Seite der Medaille dar, die man erhält, wenn man den Sach- und Fachverstand an der Normsetzung beteiligen möchte.

V. Schluss und Ausblick

Nach den hier gemachten Ausführungen ist das Ergebnis der Studie der Alter-EU auch auf die Regulierung im Bereich des Kapitalmarktrechts zu übertragen. Expertengruppen sind nach dem veröffentlichten Willen der Europäischen Kommission seit mehreren Jahren gewollt und existent. Sie wurden im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens als Lösungsansatz für eine *better regulation* ausdrücklich befürwortet und in das Normsetzungsgefüge einbezogen. Die Realität der bestehenden Expertengruppen (*Market Participants Consultative Panel/Consultative Working Group of market participants*) als beratende Gruppen für die auch nur noch grenzwertig legitimierten staatlichen Expertengruppen wie die CESR zeigt allerdings demgegenüber, dass diese Expertengruppen alles andere als ausgewogene Interessenvereinigungen aller Interessengruppen der Regulierung

sind. Dieser Befund aus der Regulierungsrealität kann mit der wissenschaftstheoretischen positiven Regulierungstheorie erklärt werden: Bestehende Marktteilnehmer erhalten durch eine Mitarbeit bereits auf frühester EU-Ebene (ungewollt) einen Kartellschutz, da sie die Gelegenheit zur Ausgestaltung einer künftigen Normstruktur besitzen und wahrnehmen. Die von der Alter-EU vorgeschlagenen Mittel der Transparenz und der Expertengruppen-Konstruktion (Auflösung bestehender Gruppen bei eindeutig unausgewogener Repräsentanz von Interessengruppen; faire Verteilung der Sitze einer neu gegründeten Gruppe, Überwachung der Verteilungs-Policy) können zur Lösung dieser Problematik sinnvolle und geeignete Schritte sein. Letztendlich wäre eine praxistaugliche Normsetzung wohl nur dadurch zu erreichen, dass die Fachleute sich selbst mit Legitimationswirkung ausstatten lassen.⁸⁸⁾ Dann wären auch vorgeschaltete Expertengruppen als beratende Gremien für die Legislative überflüssig. Ob die derzeitigen Strukturen der Europäischen Union allerdings Anreizstrukturen für in der Wirtschaft tätige Fachleute bieten können, darf bezweifelt werden. Wenn Rechtssetzung allerdings auch weiterhin im Nebenjob erledigt wird, dann sollte dabei bedacht werden, was schon lange gilt: Wessen Brot ich ess', dessen Lied ich sing.

87) Dies ist auch der Kernbefund von *Ferrarini/Recine* (Fußn. 39), S. 235, 267 f.: Da die dritte Stufe ohnehin nur noch Regelungen im Bereich der Aufsicht (Enforcement) betrifft, kommt eine Interessengruppentätigkeit nur auf den ersten beiden Stufen in Frage. Da allerdings die wesentlichen Bestimmungen bereits auf Stufe 1 festgelegt werden, versucht jeder Interessenvertreter hier die ihm notwendigen Inhalt zu implementieren.

88) Ähnlich *Ferrarini/Recine* (Fußn. 39), S. 235, 268.

Niklas Lampenius^{*)}/Robert Obermaier^{**)}/Andreas Schüler^{***)}

Der Einfluss stichtags- und laufzeitäquivalenter Basiszinssätze auf den Unternehmenswert: eine empirische Untersuchung

Der Einfluss des risikolosen Basiszinssatzes auf den Unternehmenswert ist hoch. Daher ist dieser Zinssatz sorgfältig zu bestimmen, Laufzeit- und Stichtagsäquivalenz sind zu wahren. In unserer empirischen Untersuchung zeigen wir, dass die Bewertungsfehler beträchtlich sein können, wenn bei Bewertungsgutachten nicht mit der aktuellen Zinsstrukturkurve, sondern mit historischen Durchschnitten o. ä. gearbeitet wird.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Methodische Grundlagen

1. Funktion des risikolosen Basiszinssatzes
2. Laufzeitspezifische Basiszinssätze
 - 2.1 Zinsstrukturschätzung für Phase 1
 - 2.2 Schätzung der Anschlussverzinsung für Phase 2
- III. Empirische Untersuchung
 1. Stichprobe
 2. Basiszinssätze laut Gutachten und gemäß Zinsstrukturschätzung
 - 2.1 Basiszinssätze gemäß Gutachten
 - 2.2 Basiszinssätze gemäß Zinsstrukturkurve
 - 2.3 Anschlussverzinsung
 3. Korrigierte Unternehmenswerte
- IV. Folgerungen

*) MBA, Universität Hohenheim

**) Dr. rer. pol., wissenschaftlicher Assistent an der Universität Regensburg

***) Dr. rer. pol., Universitätsprofessor, Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität der Bundeswehr München

I. Einleitung

Die Bedeutung des Zinssatzes für die Unternehmensbewertung hat *Mellerowicz* schon 1926 herausgestellt: „Der Unternehmer ... kann über den Wert der Unternehmung kein Urteil bekommen, wenn er nicht den Ertrag des eingesetzten Ka-