

StuB

► Beilage zu Heft 22/2018

www.nwb.de

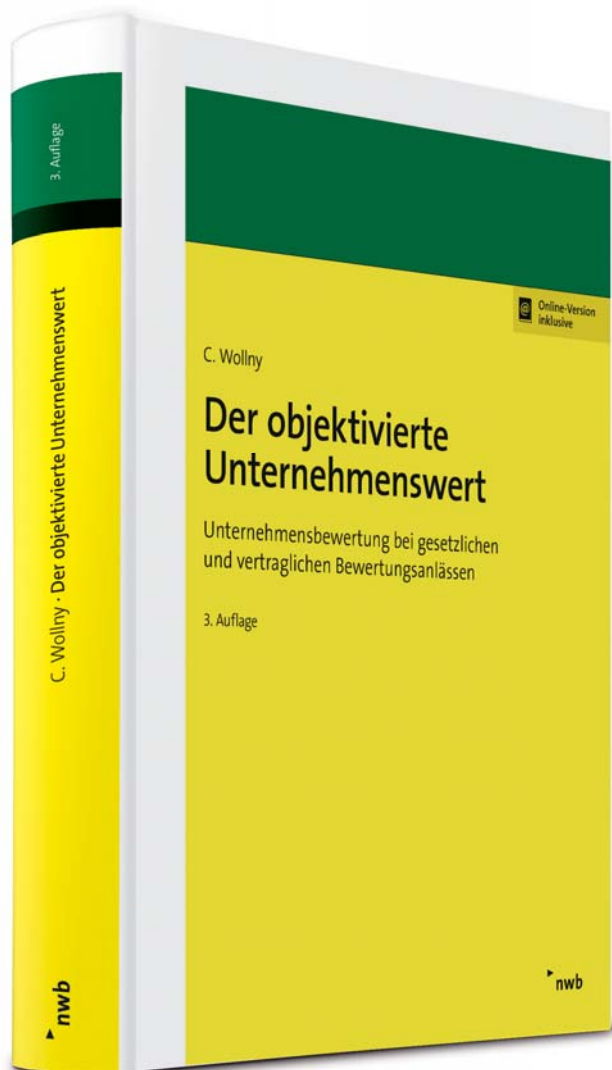
Unternehmensbewertung

- Zunehmende Bedeutung
- Aktuelle Entwicklungen
- Handlungsempfehlungen für die Praxis

WP/StB Prof. Dr. Christian Zwirner und
Gregor Zimny, M. Sc.

Unternehmensbewertung für Praktiker.

Vom Praktiker verständlich erklärt.



Das Fachgebiet Unternehmensbewertung hat in den letzten Jahren weiter an Bedeutung gewonnen. Gleichzeitig ist eine starke Ausdifferenzierung aller Aspekte des Bewertungs-Know-hows zu beobachten. Die Neuauflage des Standardwerks berücksichtigt alle aktuellen Entwicklungen. Das Handbuch folgt dem bewährten chronologischen Ablauf einer Unternehmensbewertung und unterstützt sowohl Einsteiger als auch Experten Schritt für Schritt bei der Erstellung von Bewertungsgutachten.

Mit einer Vielzahl von Beispielen und Abbildungen, die die praktische Arbeit erleichtern!

Der objektivierte Unternehmenswert

C. Wollny

3. Auflage. 2018. Gebunden. XXXIX, 890 Seiten. € 49,90

ISBN 978-3-482-54983-0

 Online-Version inklusive

Bestellen Sie jetzt unter www.nwb.de/go/shop

Bestellungen über unseren Online-Shop:
Lieferung auf Rechnung, Bücher versandkostenfrei.

NWB versendet Bücher, Zeitschriften und Briefe CO₂-neutral. Mehr über unseren Beitrag zum Umweltschutz unter www.nwb.de/go/nachhaltigkeit

Unternehmensbewertung

Zunehmende Bedeutung, aktuelle Entwicklungen und Handlungsempfehlungen für die Praxis

Prof. Dr. Christian Zwirner und Gregor Zimny, M. Sc.*

Die Anlässe zur Unternehmensbewertung sind zahlreich, vielschichtig und zunehmend: Von der klassischen Unternehmensnachfolge über den Kauf bzw. Verkauf von Unternehmen und Unternehmensanteilen bis hin zu Umstrukturierungen wie Unternehmenszusammenschlüssen, Ausgliederungen oder Abspaltungen sowie dem Ein- oder Austritt von Gesellschaftern reicht das Spektrum der Bewertungsanlässe. Auch bilanzielle Fragestellungen wie die Abbildung des Unternehmenskaufs sowie die Beurteilung der Werthaltigkeit von Beteiligungen und des Geschäfts- oder Firmenwerts in der (Konzern-)Bilanz machen eine (Unternehmens-)Bewertung erforderlich. Daneben treten vermehrt steuerliche Fragestellungen auf, die eine Bewertung von Unternehmen oder Unternehmensteilen erforderlich machen. In Abhängigkeit des jeweiligen Bewertungsanlasses sowie der individuellen Gegebenheiten des Bewertungsobjekts bestehen Besonderheiten und Stolperfallen, die bei der Wertfindung berücksichtigt werden müssen. Die Autoren zeigen auf, welche grundsätzlichen Anforderungen an eine Unternehmensbewertung zu stellen sind und was in diesem Zusammenhang bei der Bewertung von KMU sowie bei der Bewertung hoch verschuldeter Unternehmen zu beachten ist. Darüber hinaus stellen die Autoren dar, welche Anforderungen an eine ordnungsgemäße Planungsrechnung zu stellen sind. Zudem werden die Besonderheiten bei der Bewertung vermögensverwaltender Gesellschaften mit dem *Net Asset Value*-Ansatz aufgezeigt. Zudem werden die aktuellen Verlautbarungen des IDW zur Unternehmensbewertung dargestellt und die aktuelle Rechtsprechung beleuchtet.

NWB Datenbank ► Graumann, Unternehmensbewertung, infoCenter [EAAAC-40715]

I. Grundlagen der Unternehmensbewertung nach IDW S 1

Der IDW S 1 ist ein verbindlicher in Bewertungspraxis und Rechtsprechung gleichermaßen anerkannter **Leitfaden zur Erstellung von Unternehmensbewertungen** für den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer in Deutschland. Hierbei sind die Vorgaben des IDW S 1 als Mindestkatalog sowie Gliederungsvorschlag anzusehen. Beispielsweise regelt der Standard keine branchenspezifischen Aspekte. Vor diesem Hintergrund muss in der Praxis stets eine intensive Auseinandersetzung mit den Vorgaben des Standards erfolgen, um diesen jeweils anlassbezogen und bewertungsobjektspezifisch anwenden zu können.

Praxishinweis ► Die Bewertung nach dem Ertragswertverfahren ist höchstrichterlich anerkannt und als verfassungsrechtlich unbedenklich eingestuft worden.¹ Mit einer Unternehmensbewertung nach IDW S 1 geht somit eine hohe Rechtssicherheit einher.

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich nach IDW S 1 unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele

grundsätzlich durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen finanziellen Überschüsse des Anteilseigners (**Zukunftserfolgswert**).

Als **Wertuntergrenze** ist nach IDW S 1 regelmäßig der **Liquidationswert** anzusetzen. Der Liquidationswert stellt den Saldo aus Vermögensgegenständen und Schulden auf Basis absatzmarktorientierter Werte dar. Demnach werden die einzelveräußerbaren Vermögensgegenstände zu Zerschlagungswerten und die einzelnen ablösbaren Schulden zu Ablösebeträgen angesetzt, wobei zusätzlich Zerschlagungskosten zu erfassen sind. Zudem sind die persönlichen Steuern aufgrund eines gegebenenfalls entstehenden Liquidationserlöses zu berücksichtigen, so dass es sich um eine

L Wollny, Der objektiviert Unternehmenswert, 3. Aufl. 2018 [PAAAG-85758] Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2015 [UAAAE-79427]

* Dr. Kleeberg & Partner GmbH WPG StBG, München.

¹ Vgl. BGH, Urteil v. 2.2.2011 - XII ZR 185/08 [AAAD-88296], NJW 2011 S. 2572 ff. = Kurzinfor StuB 2012 S. 47 [YAAD-99249]; BVerfG, Beschluss v. 27.4.1999 - 1 BvR 1613-94 [MAAAB-85466], NJW 1999 S. 3769 ff.

Bewertung nach persönlichen Steuern handelt. Der Ansatz eines im Vergleich zum Zukunftserfolgswert höheren Liquidationswerts als Mindestwert ist bei einer objektivierten Unternehmensbewertung nach IDW S 1 nur dann nicht geboten, wenn eine Liquidation rechtlich oder faktisch ausgeschlossen ist.²

Der **Substanzwert** stellt im Gegensatz zum Liquidationswert (Verkaufs- oder Zerschlagungswert) den Gebrauchswert der betrieblichen Substanz dar.³ Bei der Ermittlung des Substanzwerts wird ein bestehendes Unternehmen durch Nachbau seiner Substanz, d. h. seiner einzelbewertungsfähigen Güter und Schulden zum Bewertungsstichtag rekonstruiert. Der (Netto-)Substanzwert spiegelt folglich den (tagesaktuellen) Wert der vorgeleisteten Ausgaben wider. Gleichzeitig impliziert die Reproduktion der Unternehmenssubstanz, dass die Wiederbeschaffungskosten den theoretisch korrekten Wertmaßstab darstellen. Die Ermittlung des Substanzwerts erfolgt vor persönlichen Steuern. Aufgrund des grundsätzlich fehlenden Bezugs des Substanzwerts zu den künftigen finanziellen Überschüssen kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts nach IDW S 1 keine eigenständige Bedeutung zu.⁴ Allerdings nehmen die steuerlichen Regelungen in §§ 199 ff. BewG Bezug auf den Substanzwert.⁵

Praxishinweis ► Nach IDW S 1 stellt der Unternehmenswert grundsätzlich einen Zukunftserfolgswert dar. Die Ermittlung erfolgt i. d. R. mittels Ertragswertverfahren oder DCF-Verfahren. Der Liquidationswert repräsentiert dem IDW S 1 folgend regelmäßig die Wertuntergrenze, während dem Substanzwert nach IDW S 1 keine eigenständige Bedeutung beigemessen wird.

II. Allgemeine Ausführungen Ertragswert, DCF

1. Ermittlung der finanziellen Überschüsse

Die Ermittlung des Zukunftserfolgswerts hat nach IDW S 1 grundsätzlich nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem DCF-Verfahren zu erfolgen, d. h. mithilfe eines **Kapitalwertkalküls**. Der Unternehmenswert berechnet sich demnach aus den künftigen Überschüssen, die der Unternehmenseigner aus dem Unternehmen bei Fortführung in unverändertem Konzept und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines disponierenden Managements in der Zukunft erwirtschaften kann. Kernbestandteile einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren respektive einem DCF-Verfahren sind die finanziellen Überschüsse im Zähler des Kalküls sowie ein risikoadäquater Kapitalisierungszinssatz.

Bei Anwendung des **Ertragswertverfahrens** nach IDW S 1 lassen sich nach der Art der möglichen Überschussgröße Ertragsüberschüsse und Einnahmenüberschüsse voneinander abgrenzen. Der Ertragsüberschuss ist der nach handelsrechtlichen, nach einkommensteuerrechtlichen oder nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften ermittelte

Saldo aus Erträgen und Aufwendungen, der sich aus der GuV ergibt. Die Prognose der künftigen Ertragsüberschüsse erfolgt mit Hilfe von Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen, die um eine Finanzbedarfsplanung ergänzt werden müssen, um die Auswirkungen der Veränderungen der Vermögens- und Schuldenpositionen im Finanzergebnis adäquat abbilden zu können. Die Planung der finanziellen Überschüsse erfolgt i. d. R. nach einem **Zwei-Phasenmodell**. Die erste Phase (Detailplanungsphase) zeichnet sich dadurch aus, dass die finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts i. d. R. detailliert geplant werden können und umfasst regelmäßig einen Zeitraum zwischen drei und fünf Jahren. Die zweite Phase stellt die sog. **ewige Rente** dar. In der ewigen Rente wird unterstellt, dass die jährlichen Zahlungen konstant bleiben oder mit einer konstanten Rate wachsen. Dabei ist die Ermittlung von Ertragsüberschüssen stets abhängig von den zugrunde gelegten Rechnungslegungsvorschriften.

Allerdings ist zu beachten, dass – obwohl sich unterschiedliche Ertragsüberschüsse je nach zugrunde gelegten Regelungen ergeben können – der Unternehmenswert nicht abhängig von den Abbildungsvorschriften ist, da der Ertragswert allein auf entziehbare Ertragsüberschüsse abstellt. Daher sind die rechnungslegungsbezogen ermittelten Daten stets in vergleichbare und rechnungslegungsunabhängige Größen zu transformieren. Bei der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 spielt das **handelsrechtliche Vorsichtsprinzip keine Rolle**.

Praxishinweis ► Der Unternehmenswert ist nicht von den der Ermittlung der Ausgangsgrößen zugrunde gelegten rechnungslegungsbezogenen Abbildungsvorschriften abhängig. Somit können die Rechnungslegung und die damit zusammenhängende Erfassung sowie Periodisierung von Aufwendungen und Erträgen keinen Einfluss auf den Unternehmenswert haben.

Die finanzierungstheoretischen **DCF-Verfahren** stellen eine international, insbesondere im angloamerikanischen Raum übliche Bewertungskonzeption dar, die gem. IDW S 1 auch von deutschen Wirtschaftsprüfern angewendet werden kann.⁶ Dabei werden in der Bewertungstheorie dem Oberbegriff DCF-Verfahren vier konzeptionell divergierende Methoden zugeordnet (*Free Cashflow WACC* (WACC), *Total Cashflow WACC* (TCF), *Adjusted Present Value* (APV) und *Flow to Equity* (FTE)), die bei konsistenten Annahmen jedoch analytisch ineinander überführt werden können und somit wertmäßig identische Ergebnisse hervorbringen. Allen DCF-Methoden gemeinsam ist die **Fokussierung auf Zahlungsströme**, weil nur diese konsumierbar, ergo entscheidungsrelevant sind. Der Beurteilung von Unternehmenswerten liegt der Gedanke „*cash is king*“ zugrunde.

2 Vgl. IDW, WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Rz. 156.

3 Vgl. IDW S 1, Rz. 170.

4 Vgl. IDW S 1, Rz. 171.

5 Vgl. zur Abgrenzung zwischen Liquidationswert und Substanzwert auch Zwirner/Zimny, in: Petersen/Zwirner, Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2017, S. 1033 ff.

6 Vgl. zu den DCF-Verfahren auch Zwirner/Lindmayr, in: Petersen/Zwirner, Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2017, S. 381 ff.; Wolny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl. 2018, S. 32 [YAAAAG-85729].

Jede DCF-Methode basiert auf einer bestimmten **Zerlegungs-fiktion** bezüglich der bewertungsrelevanten Überschüsse, so dass sich die Ableitung der Cashflows (Zähler) sowie die Ermittlung des Zinssatzes (Nenner) entsprechend unterscheiden. Dabei kann jeweils zwischen Brutto- bzw. *Entity*- und Netto- bzw. *Equity*-Ansätzen unterschieden werden, wobei sich innerhalb der Brutto-Methode weitere Differenzierungen, insbesondere was die Ermittlung des Unternehmensgesamtwerts betrifft, ergeben.

Während die **Brutto-Verfahren**, bestehend aus APV, WACC und TCF-Ansatz, zunächst den Unternehmensgesamtwert (*enterprise value/entity value*), d. h. den Wert der Unternehmung unabhängig von der Kapitalstruktur berechnen, um diesen anschließend durch Kürzung um die Ansprüche von Fremdkapitalgebern (*Flow-to-debt*) zum eigentlich gesuchten Unternehmenswert (*equity* bzw. *shareholder value*) überzuleiten, ermitteln **Netto-Verfahren** (in Gestalt des FTE bzw. des deutschen Ertragswertverfahrens) den Marktwert des Eigenkapitals direkt durch Diskontierung der den Eignern zufließenden entziehbaren Überschüsse mit einem risikoangepassten Eigenkapitalkostensatz.

Praxishinweis ► Die einzelnen DCF-Methoden sowie das Ertragswertverfahren nach IDW S 1 führen bei konsistenter Umsetzung respektive Berücksichtigung konsistenter Annahmen zu identischen Ergebnissen.

2. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

„Die finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen sind mit dem **Kapitalisierungszinssatz** auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen, um sie mit der dem Investor zur Verfügung stehenden Alternativanlage vergleichbar zu machen.“⁷ In der Unternehmensbewertungslehre sowie in der Rechtsprechung hat sich zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sowohl bei den DCF-Verfahren als auch bei den Ertragswertverfahren das *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) bzw. *Tax-CAPM* (bei einer Nachsteuerbetrachtung) etabliert.

Praxishinweis ► Die Anwendung des CAPM bei der Bestimmung der Kapitalkosten ist internationaler Standard und auch in der deutschen Rechtsprechung höchst-richterlich anerkannt.⁸

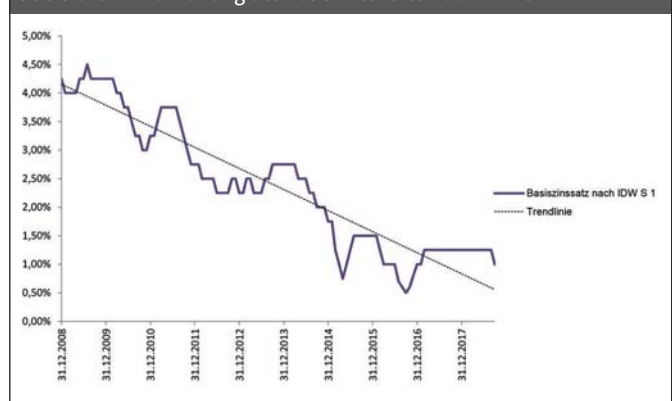
Das CAPM bzw. Tax-CAPM wird im Rahmen der Gesamtbewertungsverfahren herangezogen, um die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber, konkret um **risikoadjustierte Eigenkapitalkosten**, zu berechnen. Dabei berücksichtigt das CAPM bei der Ermittlung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber gemäß der dem Modell zugrunde liegenden Prämissen, dass diese allgemein als risikoaverse Investoren zu betrachten sind und neben einer risikolosen Basisverzinsung (r_f) auch eine Risikoprämie verlangen, die diese für die Übernahme der unternehmerischen Unsicherheit entlohnt. Die Risikoprämie ergibt sich grundsätzlich aus dem Produkt der allgemeinen beobachtbaren Marktrisikoprämie (MRP) und dem unternehmensspezifischen Betafaktor (β).

Bei der Ermittlung des (risikolosen) **Basiszinssatzes** (r_f) soll keinerlei Risiko in Hinblick auf das Ausfall-, Termin- und

Währungsrisiko bestehen. Aus diesem Grund wird in der Praxis zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf Staatsanleihen, konkret auf Zerobond-Zinssätze für Staatsanleihen zurückgegriffen. Da in der Praxis regelmäßig keine Staatsanleihen mit Laufzeiten existieren, die exakt der Frist – im Sinne der geforderten Laufzeitäquivalenz, die bei der Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes zwingend zu beachten ist – entsprechen, in der das Unternehmen die künftigen finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner ausschüttet, muss auf **Schätzverfahren** zurückgegriffen werden. Dabei hat sich in der Praxis zur Ableitung des Basiszinssatzes die *Svensson-Methode* etabliert.⁹

In den letzten Jahren war beim Basiszinssatz ein stark fallender Trend zu verzeichnen. Während der Basiszinssatz zum 31.12.2008 noch bei 4,25 % lag, sank er zwischenzeitlich auf unter 1,00 %. Um die Schwankungen beim Kapitalisierungszinssatz und insbesondere beim Basiszinssatz so gering wie möglich zu halten – beispielsweise vor dem Hintergrund eines verschobenen Bewertungsstichtags – empfahl der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) im Juni 2005 eine **kaufmännische Rundung** des Basiszinssatzes auf $\frac{1}{4}$ -Prozentpunkte. Das anhaltende Niedrigzinsniveau veranlasste den FAUB im Jahr 2016 dazu, eine neue Empfehlung zur Rundung des Basiszinssatzes auszusprechen. Seitdem ist der ungerundete, aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleitete Basiszinssatz unter der Voraussetzung, dass dieser unter einem Prozentpunkt liegt, auf $\frac{1}{10}$ -Prozentpunkte zu runden. Hierdurch sollen Unternehmenswerte – während Zeiten niedriger Zinsen – genauer ermittelt werden.

Übersicht 1: Entwicklung des Basiszinssatzes nach IDW S 1



Zum 30.9.2016 sank der Basiszinssatz nach IDW S 1 sogar auf einen Wert von 0,50 %. Seit diesem Tiefstand im Spätsommer 2016 erholte sich der Basiszinssatz wieder ein wenig und stieg zum 31.12.2017 am Jahresende wieder auf 1,25 %. Trotz des leichten Aufwärtstrends befindet sich der Basiszinssatz aber in der Langzeitbetrachtung **weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau**. Erst zum 30.9.2018 sank der gerundete Basiszinssatz wieder – nachdem er 19 Monate bei 1,25 %

⁷ IDW S 1, Rz. 113.

⁸ Vgl. stellvertretend OLG Karlsruhe, Beschluss v. 23.7.2015 - 12a W 4/15.

⁹ Vgl. *IDW, WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung*, 2018, Kap. A Rz. 375 ff.

verharrte – auf 1,00 %. Wie sich der Basiszinssatz nach IDW S 1 seit dem 31.12.2008 jeweils zum Jahresende entwickelte, kann Übersicht 1 auf S. 3 entnommen werden.

Die allgemein beobachtbare **Marktrisikoprämie (MRP)** kann als Differenz zwischen der erwarteten Marktrendite (r_M) und einem risikolosen Zinssatz (r_f) ermittelt werden. Durch diese soll ausgedrückt werden, welchen Renditeabschlag Investoren durchschnittlich verlangen, wenn sie ihr Kapital anstatt in eine risikolose Anlageform in ein gut diversifiziertes Marktportfolio investieren. Annahmegemäß ist die – am Markt beobachtbare – Marktrisikoprämie für alle risikobehafteten Kapitalanlagen und folglich für alle Unternehmen gleich hoch. Die Marktrisikoprämie wird üblicherweise **vergangenheitsorientiert** abgeleitet. Zu ihrer Ermittlung sind insgesamt vier verschiedene Einflussfaktoren von Bedeutung – Aktienindex, Beobachtungszeitraum, Art der Mittelwertbildung und risikoloser Zinssatz. In der Praxis wird die Marktrisikoprämie regelmäßig auf Grundlage von empirischen Studien bzw. auf Grundlage der Empfehlungen des FAUB ermittelt.¹⁰

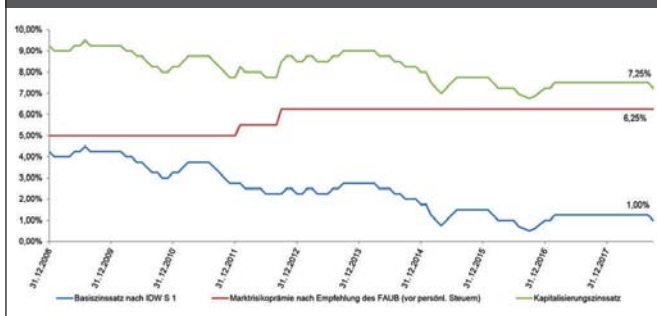
Seit Ende 2012 umfasst die **Empfehlung des FAUB** eine zu verwendende **Bandbreite** von 5,5 % bis 7,0 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 5,0 % bis 6,0 % (nach persönlichen Steuern). Mit der Anhebung der empfohlenen Marktrisikoprämie Ende 2012 hat das IDW auf die anhaltende Niedrigzinsphase reagiert. Trotz des allgemein anhaltenden Niedrigzinsniveaus und des damit einhergehenden weiteren Absinkens des Basiszinssatzes haben Mitglieder des FAUB im Jahr 2018 erneut bestätigt, dass die im Jahr 2012 veröffentlichten Bandbreiten weiterhin gültig sind.¹¹

Praxishinweis ► In der Rechtsprechung besteht hinsichtlich der Höhe der Marktrisikoprämie kein Konsens. Während beispielsweise das OLG München jüngst einen Ansatz der Marktrisikoprämie i. H. von 5,0 % (nach persönlichen Steuern) als angemessen erachtete,¹² vertrat das OLG Düsseldorf kürzlich die Auffassung, der Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i. H. von 5,5 % sei angemessen.¹³ Beide Urteile beziehen sich auf einen Bewertungsstichtag im Jahr 2013.

Vor dem Hintergrund der aktuell empfohlenen Zinssätze zeigt sich, dass sich die Bandbreite der Marktrisikoprämie – abweichend zum Basiszinssatz – seit Jahren (relativ) konstant verhält. Hingegen erfährt der Basiszinssatz nach IDW S 1 seit Jahren einen starken Rückgang, wodurch sich – bei einem vergleichsweise konstanten Niveau der Marktrisikoprämie – auch der bewertungsrelevante Kapitalisierungszinssatz **rückläufig verhält**. Übersicht 2 zeigt dessen Entwicklung auf.

Der angesetzte Risikozuschlag ist um die besondere Risikostruktur der zu bewertenden Gesellschaft zu modifizieren; dieses drückt sich nach dem CAPM/Tax-CAPM im sog. **Betafaktor** aus. Der Betafaktor spiegelt die Fluktuation des Risikos im Verhältnis zum Risiko des Gesamtmarkts riskanter Papiere wider. Da die Marktrisikoprämie gegeben bzw. für alle Unternehmen annahmegemäß gleich hoch ist, hängt die

Übersicht 2: Entwicklung des Kapitalisierungszinssatzes im Zeitablauf seit 31.12.2008



Höhe der unternehmensspezifischen Risikoprämie und somit die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber eines Unternehmens insbesondere von dem unternehmensspezifischen Betafaktor ab. Der Betafaktor ist als Maß für das systematische Risiko zu verstehen, der die Sensitivität der Unternehmensrendite im Vergleich zur Gesamtmarktrendite angibt und beschreibt, in welchem Ausmaß die Unternehmensrendite an der Entwicklung der Gesamtmarktrendite partizipiert. Dabei bringt ein Betafaktor von 1,0 zum Ausdruck, dass sich ein Wertpapier proportional zur Gesamtmarktrendite verhält. Ein Betafaktor über 1,0 drückt ein im Vergleich zum Gesamtmarkt höheres Risiko des Unternehmens, ein Betafaktor unter 1,0 ein entsprechend niedrigeres Risiko aus. In der Praxis wird der Betafaktor regelmäßig durch einen Rückgriff auf Kapitalmarktdaten vergleichbarer Unternehmen (*Peer-Group*) ermittelt (beispielsweise mit Bloomberg, Capital IQ etc.).

In der Unternehmensbewertung ist des Weiteren das Wachstum der erwarteten zukünftigen Unternehmensergebnisse zu berücksichtigen. Während die Erträge festverzinslicher Wertpapiere, die für die Ermittlung des Basiszinssatzes angenommen werden, über deren Laufzeit unabhängig von der künftigen Geldentwertung nominal konstant bleiben (und daher in realer Kaufkraft sinken), können Unternehmen unter Umständen unter Inflationsbedingungen nominal steigende Zukunftserfolge erwirtschaften. Dies wird durch den Ansatz eines **Wachstumsabschlags** im Diskontierungsfaktor berücksichtigt. Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung mit dem Barwert einer ewigen Rente erfasst. Während ein eventuelles Wachstum in der Detailplanungsphase direkt in der Unternehmensplanung abgebildet ist, erfordert die Ermittlung eines nachhaltigen Wachstums in der Phase der ewigen Rente eine Abschätzung des langfristig erreichbaren Wachstumstrends. Es ist daher für diese Jahre ein Kapitalisierungszinssatz zu verwenden, der um einen Wachstumsabschlag vermindert wird.

10 Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, IDW life 2018 S. 806 ff.

11 Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, IDW life 2018 S. 806 ff.

12 Vgl. OLG München, Beschluss v. 26.6.2018 - 31 Wx 382/15, NZG 2018 S. 1104.

13 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss v. 30.4.2018 - I-26 W 4/16, AG 2018 S. 679.

Ein Wachstumsabschlag ist dann geboten, wenn die Zukunftserfolge auf der Preisbasis des Bewertungsstichtags geplant sind. In den Zukunftserfolgen, die im nachhaltigen Ergebnis abgeleitet werden (ewige Rente), ist ein **nominales Wachstum nicht berücksichtigt**. Die nominalen finanziellen Überschüsse verändern sich jedoch sowohl aufgrund von Preissteigerungen als auch aufgrund von Mengen- und Strukturveränderungen.

Praxishinweis ► Bei der Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen kann mangels Kapitalmarkts kein unternehmenseigener Betafaktor ermittelt werden. Für Zwecke der Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen ist daher regelmäßig auf die Kapitalmarktdaten börsennotierter Unternehmen zurückzugreifen, die hinsichtlich der Risikostruktur vergleichbar mit dem Bewertungsobjekt sind (sog. *Peer-Group*).

Sofern es um Unternehmensbewertungen mit **internationalem Bezug** geht, wird sowohl in der Theorie als auch in der Praxis vermehrt das Bedürfnis zum Ausdruck gebracht, die durch das (Tax-)CAPM ermittelten Risikoprämien zu modifizieren, die sich an (zum Teil unterschiedlich) entwickelten Kapitalmärkten beobachten lassen. Die Modifikationen sollen im Wesentlichen dazu beitragen, (auch) für aufstrebende und risikoreiche Kapitalmärkte Risikoprämien bestimmen zu können, die der tatsächlich zu erwartenden Risikosituation der zu bewertenden Unternehmen Rechnung tragen. Das wird zumeist damit begründet, dass international agierende Unternehmen respektive Konzerne, die u. a. in diesen Märkten tätig sind, mit ihren Investitionen in den einzelnen Ländern zusätzlichen **länderspezifischen Risiken** ausgesetzt sind, die weder durch die national (d. h. beispielsweise bezogen auf den Sitz der Konzernspitze in Deutschland) ermittelte Marktrisikoprämie noch durch den Betafaktor angemessen erfasst werden. Dabei äußern sich diese länderspezifischen Risiken beispielsweise in Form von großen Nachfrageschwankungen, größeren Unsicherheiten über Zins-, Inflations- und Währungsentwicklungen sowie in dem rechtlichen Umfeld. Daher soll eine zusätzliche **Länderrisikoprämie** bei der Ermittlung von Kapitalisierungszinssätzen bei eben diesen Unternehmensbewertungen, d. h. der Bewertung ausländischer Unternehmen (beispielsweise Tochtergesellschaften eines inländischen Mutterunternehmens), berücksichtigt werden.

Der FAUB des IDW äußerte sich bereits im Jahr 2012 im Rahmen des Fragen-Antworten-Katalogs zu IDW S 1 hinsichtlich der Möglichkeit und damit auch **grundsätzlichen Zulässigkeit**, Länderrisiken bei der Ermittlung von Unternehmenswerten berücksichtigen zu können.¹⁴ Unter bestimmten Voraussetzungen erkennt der FAUB des IDW den Ansatz einer außerhalb des (Tax-)CAPM zu bestimmenden Länderrisikoprämie im Kapitalisierungszinssatz an. Damit ist dem Ansatz eines landesspezifischen Risikozuschlags auf den Kapitalisierungszinssatz zumindest dem Grunde nach der Weg bereitet. Allerdings hat der FAUB offen gelassen, wie genau eine Länderrisikoprämie abgeleitet werden soll.¹⁵

Praxishinweis ► In der Praxis sind bei Unternehmensbewertungen mit internationalem Bezug Länderisikozuschläge auf den Kapitalisierungszinssatz zu beobachten. Das IDW erachtet diese im Einzelfall für zulässig und als mit dem (Tax-)CAPM vereinbar.

Die Eigenkapitalkosten werden regelmäßig benötigt, um die Zahlungsströme beim Ertragswertverfahren zu diskontieren. Die Höhe der Eigenkapitalkosten ist darüber hinaus aber auch bei der Anwendung von DCF-Verfahren relevant. Bei der APV-Methode sowie bei der FTE-Methode erfolgt die Abzinsung der Cashflows mit den Eigenkapitalkosten. Allerdings ist darauf zu achten, dass beim FTE die Eigenkapitalkosten unter Berücksichtigung der Verschuldung des Unternehmens angesetzt werden (verschuldete Eigenkapitalkosten), während bei der APV-Methode die Abzinsung mit den unverschuldeten Eigenkapitalkosten erfolgt. Die Verschuldung wird im Rahmen der APV-Methode separat berücksichtigt, indem der Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung (sog. **Tax Shield**) gesondert ermittelt wird.

Bei der TCF-Methode und der WACC-Methode werden die finanziellen Überschüsse mit einem gewichteten Kapitalisierungszinssatz (**WACC**) abgezinst, der Eigenkapitalkosten und Fremdkapitalkosten (jeweils zu Marktwerten) in Abhängigkeit des Verschuldungsgrads des Bewertungsobjekts berücksichtigt.

Praxishinweis ► Die Wahl des Kapitalisierungszinssatzes ist unmittelbar von der gewählten Bewertungsmethode abhängig. Sofern ein Nettoverfahren angewandt wird, sind Eigenkapitalkosten anzusetzen; bei den Bruttoverfahren erfolgt die Abzinsung grundsätzlich mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalisierungszinssatz (WACC). Eine Besonderheit stellt die Bewertung nach dem APV dar. Obwohl es sich beim APV um ein Bruttoverfahren handelt, erfolgt die Abzinsung der finanziellen Überschüsse mit den Eigenkapitalkosten.

III. Herausforderungen Zinsniveau

Hinsichtlich der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes (nicht nur für Zwecke der Unternehmensbewertung) werden Unternehmen seit vielen Jahren aufgrund des anhaltenden Niedrigzinsniveaus vor eine Herausforderung gestellt. Die Ursachen für das bestehende Niedrigzinsniveau sind vielfältig. Ein wesentlicher Einflussfaktor für das aktuelle Zinsniveau liegt nicht zuletzt im Krisenmanagement der Zentralbanken im Zuge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. Seit der jüngsten Finanzmarktkrise, die seit dem Ausbruch im Jahr 2008 globale Auswirkungen hat, betreiben die Zentralbanken eine expansive Geldpolitik, die das Zinsniveau nach unten drückt. Diese expansive Geldpolitik wird auch nunmehr zehn Jahre nach Beginn der Krise noch immer fortgeführt. Des Weiteren ist auf den Märkten seit der Finanzmarktkrise ein hoher Investitionsstau zu beobachten, der in Verbindung mit einer aktiven Sparpolitik vereinzelter

¹⁴ Vgl. Fragen und Antworten zu IDW S 1 i. d. F. 2008, FN-IDW 2014 S. 293 ff.

¹⁵ Vgl. zu einem pragmatischen Weg zur Ableitung einer Länderrisikoprämie *Zwirner/Kähler*, DB 2015 S. 2721 ff.

Nationen das historisch niedrige Zinsniveau zusätzlich fördert. Dass die EZB weiterhin an der **Niedrigzinspolitik** festhält und die Erwartungen an einen baldigen Zinsanstieg gering sind, verschärft die momentane Situation zusätzlich.

Die Auswirkungen des Niedrigzinsniveaus für die gesamte Wirtschaft respektive für die handelnden Unternehmer und Unternehmen sind sehr hoch und vielschichtig. Die **Möglichkeit der Einflussnahme** durch die betreffenden Unternehmen ist häufig sehr gering und hängt insbesondere davon ab, welche Bereiche vom Niedrigzinsniveau im Unternehmen betroffen sind. Während beispielsweise im Hinblick auf eine mögliche Kreditfinanzierung, potenzielle Investitionen, Finanzanlagen, alternative Anlagestrategien (z. B. in Immobilien) Unternehmer häufig eine aktive Rolle einnehmen können, das Niedrigzinsniveau strategisch für sich zu nutzen, führt die aktuelle Zinssituation besonders dort zu weitreichenden Folgen, wo Unternehmen keine Möglichkeit haben, aktiv Maßnahmen einzuleiten, dem Niedrigzinsniveau nachhaltig entgegenzuwirken.¹⁶

Die geringe Möglichkeit der Einflussnahme des Bilanzierenden auf Folgen des Niedrigzinsniveaus besteht insbesondere im Bereich der Unternehmensbewertung nach IDW S 1, weil der bewertungsrelevante Basiszinssatz auf Daten der Deutschen Bundesbank ermittelt wird. Auch der für Zwecke der Beteiligungsbewertung nach IDW RS HFA 10 benötigte Basiszinssatz ist basierend auf Daten der Deutschen Bundesbank zu ermitteln; nichts anderes gilt für Werthaltigkeitsüberlegungen im Zusammenhang mit aktivierten Firmenwerten (sowohl nach HGB als auch nach IFRS). Insoweit müssen die Unternehmen sich über die **Risiken** im Klaren sein, die das derzeitige Zinsniveau bereits heute mit sich bringt bzw. künftige Folgen aus der jetzigen Situation.

Praxishinweis ► Bei der Vornahme von Unternehmensbewertungen sollte immer das aktuelle Niedrigzinsniveau bedacht werden. Ein Anstieg der Zinsen in der Zukunft kann einen erheblichen Einfluss auf gegenwärtige Entscheidungen und künftige Werthaltigkeitsüberlegungen haben.

Vor dem Hintergrund des Niedrigzinsniveaus steigt unter ansonsten gleichen Annahmen der Unternehmenswert bei sinkenden Zinssätzen. Teilweise reagiert die Praxis auf die niedrigen Basiszinssätze mit der Verwendung einer Marktrisikoprämie **am oberen Ende der vom FAUB empfohlenen Bandbreite**. Damit wird zumindest teilweise das niedrige Basiszinnsniveau hinsichtlich seines Einflusses auf den Kapitalisierungszinssatz kompensiert.

Praxishinweis ► Unternehmen müssen im Rahmen von Unternehmensbewertungen bedenken, dass der Kapitalisierungszinssatz durch die anhaltende Niedrigzinsphase nach unten gedrückt wird. Dadurch steigen die Unternehmenswerte bei ansonsten unveränderten Annahmen allein durch das Niedrigzinsniveau, unabhängig davon, ob sich die Lage des operativen Geschäfts gebessert hat.

Neben der unmittelbaren Auswirkung des Niedrigzinsniveaus auf den Kapitalisierungszinssatz im Rahmen der Unternehmensbewertung wirken sich die anhaltend niedrigen Zinsen auch auf zahlreiche Bereiche innerhalb eines Unternehmens respektive Bewertungsobjekts aus. Diese Auswirkungen ergeben sich unabhängig von einer vorzunehmenden Unternehmensbewertung, sind bei dieser aber nicht zuletzt bei der Planungsrechnung zu berücksichtigen. Im Rahmen der Unternehmensbewertung sollte ein besonderes Augenmerk auf das Finanzergebnis gelegt werden. Die aktuelle Niedrigzinsphase erschwert beispielsweise die **Prognose der erwarteten Fremdkapitalzinsen** in der Zukunft, weil eine Abkehr der Niedrigzinsphase durch die EZB noch nicht absehbar ist. Erst kürzlich verkündete die EZB, dass mit einem steigenden Leitzins für die Eurozone nicht vor dem Herbst 2019 gerechnet werden kann. Die Zinsentwicklung der Jahre 2019 ff. ist noch ungewiss, für Zwecke einer Unternehmensbewertung aber möglichst genau und belastbar zu prognostizieren.

Es ist festzustellen, dass das anhaltend niedrige Zinsniveau grundsätzlich einen erheblichen Einfluss auf alle Unternehmen, nicht nur in Deutschland, hat. Dadurch, dass die Zinspolitik der EZB die gesamte europäische Volkswirtschaft betrifft, kann sich diesem Einfluss letztlich kein Unternehmen entziehen. Auch die Möglichkeiten, vonseiten der betroffenen Unternehmen, etwas gegen dieses Zinsniveau zu unternehmen, bzw. aktiv **Maßnahmen** einzuleiten, die die individuellen Lasten mindern, bestehen kaum. Insofern bleibt die Frage, ob respektive wann es einen **Ausweg aus der Niedrigzinsphase** gibt und was die Unternehmen aktuell machen können, damit die negativen Effekte möglichst gering sind. Zunächst müssen sich Unternehmen im Klaren darüber sein, welche Bereiche des Unternehmens vom Niedrigzinsniveau betroffen sind. Anschließend müssen die Unternehmen möglichst frühzeitig die kurz-, mittel- und langfristigen Folgen bestmöglich abschätzen.

IV. Anteilsbewertung gem. § 253 HGB i. V. mit IDW RS HFA 10

Bei Beteiligungen handelt es sich gem. § 271 Abs. 1 HGB um Anteile an anderen Unternehmen, die bestimmt sind, dem eigenen Geschäftsbetrieb durch Herstellung einer dauernden Verbindung zu jenen Unternehmen zu dienen. Eine Beteiligung wird nach § 271 Abs. 1 Satz 3 HGB vermutet, wenn die Anteile an einem Unternehmen insgesamt 20 % des Nennkapitals dieses Unternehmens oder, falls ein Nennkapital nicht vorhanden ist, 20 % der Summe aller Kapitalanteile an diesem Unternehmen überschreiten. Im Rahmen der **Zugangsbewertung** werden die erworbenen Anteile mit ihren Anschaffungskosten nach § 255 Abs. 1 HGB bewertet, die i. d. R. dem Kaufpreis der Beteiligung zzgl. Anschaffungsnebenkosten entsprechen. Schwieriger gestaltet sich die **Folgebewertung** der aktivierten Beteiligungen in künftigen Perioden. Da Beteiligungen nicht planmäßig abgeschrieben werden, müssen zum Bilanzstichtag die Wertansätze der in

¹⁶ Vgl. zum Niedrigzinsniveau bereits *Zwirner/Zimny*, WP Praxis 2016 S. 4 ff. [↪JAAAF-18166].

den Jahresabschlüssen ausgewiesenen Beteiligungen regelmäßig überprüft werden. Liegt eine voraussichtlich dauerhafte Wertminderung vor, ist die Beteiligung außerplanmäßig abzuschreiben. Bei voraussichtlich nicht dauerhafter Wertminderung kann eine Wertminderung vorgenommen werden (Wahlrecht nach § 235 Abs. 3 Satz 6 HGB). Bei Wegfall der Gründe für die Wertminderung ist eine Wertaufholung zwingend geboten (§ 253 Abs. 5 Satz 1 HGB). Für die Bilanzierenden bedeutet dies, dass der zum Stichtag beizulegende Wert einer Beteiligung zutreffend und im Einklang mit den handelsrechtlichen Normen zu ermitteln ist. Neben den unternehmensspezifischen Prognosen hinsichtlich der erwarteten Ertrags- bzw. Zahlungsüberschüsse kommt hierbei der zutreffenden Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes zum Stichtag eine erhebliche Bedeutung zu.¹⁷

Das HGB enthält keine Regelungen dazu, was unter dem **beizulegenden Wert** zu verstehen ist. Wie der beizulegende Wert einer bilanzierten Beteiligung zu bewerten ist, beantwortet das HGB insofern nicht. Daher konkretisiert IDW RS HFA 10¹⁸ die vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anzuwendenden allgemeinen betriebswirtschaftlichen Grundsätze der Unternehmensbewertung für Zwecke der Beteiligungsbewertung nach IDW S 1. Somit stellt IDW RS HFA 10 ein Bindeglied zwischen den Anforderungen des § 253 HGB zur handelsrechtlichen Folgebewertung und IDW S 1 dar. Die jährlich vorzunehmende Beteiligungsbewertung ist daher regelmäßig im Zusammenspiel der handelsrechtlichen Normen mit den Anforderungen des IDW RS HFA 10 respektive des IDW S 1 vorzunehmen. Als einen Bewertungsanlass führt das Rahmenkonzept des IDW S 1 explizit die (Gesamt-)Bewertung von Unternehmen für Zwecke der externen Rechnungslegung auf.¹⁹ Die für die Beteiligungsbewertung maßgeblichen Anforderungen ergeben sich insbesondere aus IDW S 1.

Praxishinweis ► Wie der beizulegende Wert im Rahmen der Jahresabschlusserstellung zu ermitteln ist, definiert das HGB nicht. Die Konkretisierung des beizulegenden Zeitwerts erfolgt in IDW RS HFA 10.

IDW RS HFA 10 unterscheidet im Hinblick auf die Beteiligungsbewertung in Abhängigkeit der mit der Beteiligung verbundenen Absicht **zwei Fälle**:

1. Bewertung bei Halteabsicht (Regelfall);
2. Bewertung unter Veräußerungsgesichtspunkten (Ausnahmefall).

Im ersten Fall wird beim bilanzierenden Unternehmen von einer **dauerhaften Halteabsicht** der betreffenden Beteiligung ausgegangen. Dieser Fall stellt in der Bilanzierungspraxis den Regelfall dar. Diese Annahme ist sinnvoll, weil der Erwerb einer Beteiligung grundsätzlich mit wirtschaftlichen Vorteilen verbunden sein dürfte, die das Halten einer Beteiligung auch in Zukunft voraussetzen. Im zweiten Fall erfolgt die Bewertung unter der Prämisse einer **bestehenden Veräußerungsabsicht**. Diese Annahme stellt in der Praxis (abgesehen von Finanzinvestoren wie beispielsweise *Private-Equity*-Unternehmen) eher die Ausnahme dar, weil davon auszugehen ist, dass ein Unternehmen sich grundsätzlich gar nicht erst an einem anderen Unternehmen beteiligen würde, wenn dies nicht auf Dauer ökonomisch sinnvoll ist.

Je nachdem, welche Absicht das bilanzierende Unternehmen hat, ergeben sich Auswirkungen auf die Vorgehensweise bei der Bewertung. Bei einer dauerhaften Halteabsicht ist der Unternehmenswert als subjektiver Unternehmenswert unter Einschluss aller **Synergieeffekte** zu bewerten.²⁰ Nach IDW S 1 handelt es sich bei Synergieeffekten um die „Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen.“²¹ Prägnant bringt die Umschreibung „1+1=3 Effekt“ zum Ausdruck, was unter Synergieeffekten grundsätzlich zu verstehen ist.

IDW S 1 differenziert im Hinblick auf Synergieeffekte sog. unechte und echte Synergieeffekte. **Unechte Synergieeffekte** sind nach IDW S 1 dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen.²² Diese vom IDW gewählte Formulierung könnte so verstanden werden, dass unechte Synergieeffekte auch realisiert werden können, wenn keine Kooperation zustande käme, mithin das Bewertungsobjekt echte Synergieeffekte auch „stand alone“ erzielen könnte. Das ist nicht der Fall. Synergieeffekte i. S. des IDW S 1 (sowohl echte als auch unechte) bedingen stets mindestens einen Kooperationspartner. Die Betonung liegt weniger auf dem Begriff „ohne Durchführung“, sondern vielmehr auf dem Ausdruck „dem Bewertungsanlass zugrunde liegende[n] Maßnahme“. Mit anderen Worten kommen unechte Synergieeffekte auch dann zustande, wenn nicht der **konkret vorliegende** Bewertungsanlass durchgeführt wird. Unechte Synergieeffekte lassen sich mit einer Vielzahl unterschiedlicher Kooperationspartner realisieren. D. h. unechte Synergieeffekte sind nicht dem Bewertungsanlass, sondern **dem Bewertungsobjekt immanent**. Die bewertungsrelevante Synergie stiftende Maßnahme muss im Unternehmenskonzept zudem regelmäßig bereits verankert, dokumentiert oder zumindest konkret eingeleitet sein.²³ Bei genauer Auslegung des IDW S 1 zeigt sich, dass die Anzahl der unechten Synergieeffekte in der Praxis begrenzt sein dürfte und es sich dabei branchen- und unternehmensübergreifend stets um vergleichbare bzw. ähnliche (Verbund-)Vorteile handeln dürfte. Neben positiven Synergieeffekten sind auch negative Synergieeffekte in die Berechnung mit einzubeziehen. Negative Synergieeffekte

17 Vgl. zu den Anforderungen an eine Beteiligungsbewertung im Niedrigzinsumfeld *Zwirner/Zimny*, BC 2015 S. 206 ff.

18 Vgl. *IDW RS HFA 10*, IDW-FN 2012 S. 24 ff. Vgl. grundlegend zur Werthaltigkeitsprüfung nach IDW RS HFA 10 *Reinholdt/de la Paix*, in: Petersen/Zwirner, Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2017, S. 803 ff.

19 Vgl. IDW S 1, Rz. 8.

20 Vgl. zur Berücksichtigung von Synergien stellvertretend *Zwirner*, DB 2013 S. 2874 ff., sowie *Prechtl*, in: Petersen/Zwirner, Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2017, S. 969 ff.

21 IDW S 1, Rz. 33.

22 Vgl. IDW S 1, Rz. 34.

23 Vgl. IDW S 1, Rz. 34.

entstehen beispielsweise, wenn durch einen Zusammenschluss Kosten entstehen, die ihre Ursache in der Zusammenlegung von Abteilungen (Reibungsverluste) oder der Vereinheitlichung respektive Zusammenführung von systemseitigen und arbeitstechnischen Prozessen haben.

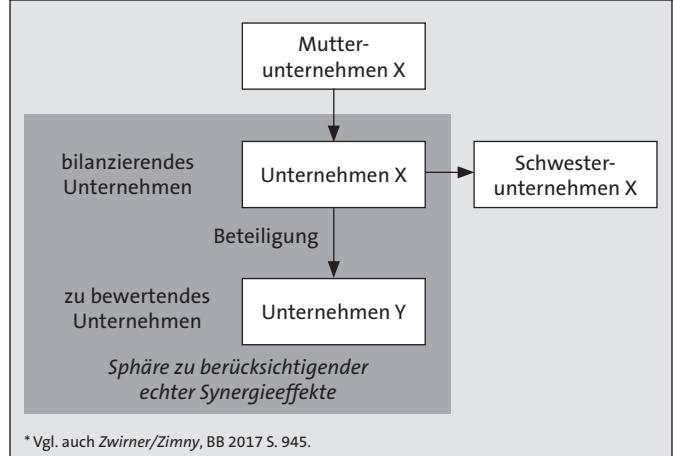
Praxishinweis ► Unechte Synergien äußern sich beispielsweise in Form von Größenvorteilen, die nach einer Transaktion entstehen oder Rationalisierungspotenziale durch Zusammenlegung einzelner Abteilungen in der Verwaltung. Derartige Vorteile sind unabhängig vom konkreten Bewertungsanlass und mit einer Vielzahl von potenziellen Kooperationspartnern zu erreichen.

Was unter **echten Synergien** zu verstehen ist, definiert IDW S 1 nicht direkt. Die Bestimmung von echten Synergien erfolgt vielmehr in Form einer Negativabgrenzung von unechten Synergieeffekten. Bei **echten Synergieeffekten** handelt es sich um Synergieeffekte, die im Rahmen eines bestimmten, d. h. konkreten Bewertungsanlasses realisiert werden können bzw. „**käufer- respektive verkäuferindividuell**“ sind.²⁴ Häufig sind die vorhandenen respektive erwarteten echten Synergieeffekte der Grund, weshalb die geplante Transaktion überhaupt durchgeführt wurde.

Unechte Synergieeffekte sind hingegen in den überwiegenden Fällen ein nützlicher „Nebeneffekt“ einer Transaktion und selten der Hauptgrund, eine Transaktion durchzuführen. Diesem Umstand trägt auch das IDW Rechnung, indem bei Vorliegen einer dauerhaften Halteabsicht echte Synergieeffekte zu berücksichtigen sind.²⁵ Regelmäßig wird das bilanzierende Unternehmen nämlich im Rahmen der Kaufpreisfindung echte Synergieeffekte eingepreist haben, so dass sich in den Anschaffungskosten respektive in der Zugangsbewertung echte Synergieeffekte bereits widerspiegeln, die dann auch für Zwecke der Folgebewertung zu berücksichtigen sind.

Der für die Beteiligungsbewertung relevante Unternehmenswert ist bei vorhandener Halteabsicht daher ein subjektiver Unternehmenswert, der die individuellen Verhältnisse und Möglichkeiten aus der Perspektive des die Beteiligung bilanzierenden Unternehmens einbezieht. Zudem sind geplante, aber noch nicht konkret eingeleitete Maßnahmen im operativen Bereich und geplante Änderungen bei der Unternehmensfinanzierung und im Management zu berücksichtigen. Einschränkend dürfen nach IDW RS HFA 10 die vorhandenen (echten) Synergieeffekte lediglich soweit berücksichtigt werden, wie sie durch das bilanzierende Unternehmen selbst, die zu bewertende Beteiligungsgesellschaft oder Tochterunternehmen dieser beiden Gesellschaften realisierbar sind. An dieser Stelle zeigt sich, dass IDW RS HFA 10 bei bestehender Fortführungsprämisse lediglich einen **eingeschränkt subjektiven Unternehmenswert** gestattet, weil echte Synergieeffekte, die oberhalb des die Beteiligung bilanzierenden Unternehmens entstehen (Mutterunternehmen, indirekte Mutterunternehmen) sowie bei ihren Schwesterunternehmen, nicht berücksichtigt werden dürfen.²⁶

Übersicht 3: Sphäre zu berücksichtigender Synergien bei der Beteiligungsbewertung*



Praxishinweis ► Echte Synergieeffekte lassen sich nicht mit einer Vielzahl von Kooperationspartnern realisieren, sondern sind stets vom konkreten Bewertungsanlass bzw. der bilanzierten Beteiligung abhängig. Die Nutzung von technischem Know-how, Patenten, Marken, Kundenlisten usw. stellen beispielsweise regelmäßig echte Synergieeffekte dar, die bei Vorliegen einer Fortführungsprämisse zu berücksichtigen sind.

Bei bestehender Veräußerungsabsicht der zu bewertenden Beteiligung ist nach IDW RS HFA 10 ein objektiverer Unternehmenswert zu ermitteln. Hierbei ist der Unternehmenswert aus der Perspektive eines potenziellen Erwerbers bei **Unternehmensfortführung** mit unverändertem Konzept (*stand alone*-Betrachtung) zu ermitteln. Dass bei bestehender Veräußerungsabsicht keine echten, sondern nur unechte Synergieeffekte berücksichtigungsfähig sind, liegt daran, dass vorhandene echte Synergieeffekte beim bilanzierenden Unternehmen nicht mehr realisiert werden können, wenn die Synergie stiftende Beteiligung veräußert wird. Des Weiteren dürfen lediglich zum Stichtag bereits eingeleitete oder im Unternehmenskonzept dokumentierte Maßnahmen und typisierte Managementfaktoren zugrunde gelegt werden.²⁷

Hinsichtlich der **Berücksichtigung von Steuern** bei der Beteiligungsbewertung ist wie bei den Synergieeffekten auf die Perspektive des die Beteiligung haltenden Unternehmens abzustellen. D. h. im Rahmen der Bewertung sind die Steuern auf Ebene der Gesellschaft (Gewerbe- und Körperschaftsteuer inklusive Solidaritätszuschlag) in Abzug zu bringen. Nicht zu berücksichtigen sind hingegen die persönlichen Ertragsteuern auf Ebene der Anteilseigner.²⁸

Anders als bei der Beteiligungsbewertung unter der Prämisse der Unternehmensfortführung ist bei bestehender **Veräuße-**

24 Vgl. Winner, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015, § 14 Rn. 7.
 25 Vgl. IDW RS HFA 10, Rz. 5.
 26 Vgl. IDW RS HFA 10, Rz. 6.
 27 Vgl. IDW RS HFA 10, Rz. 11.
 28 Vgl. IDW RS HFA 10, Rz. 8.

rungsabsicht hinsichtlich der Besteuerung aus der Perspektive eines beliebigen unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners auszugehen. D. h. im Rahmen der Beteiligungsbewertung ist eine Bewertung nach typisierten Ertragsteuern vorzunehmen.²⁹ Übersicht 4 stellt zusammenfassend dar, wie hinsichtlich der Bestimmung der finanziellen Überschüsse für Zwecke der Beteiligungsbewertung in Abhängigkeit der Halteabsicht nach IDW RS HFA 10 vorzugehen ist.

Übersicht 4: Anforderungen an die Bestimmung der finanziellen Überschüsse bei der Beteiligungsbewertung		
Finanzielle Überschüsse	Halteabsicht	Veräußerungsabsicht
Synergieeffekte	► (begrenzte) Berücksichtigung von echten Synergieeffekten – Berücksichtigung von unechten Synergieeffekten	► keine Berücksichtigung von echten Synergieeffekten – Berücksichtigung von unechten Synergieeffekten
Steuern	► Perspektive des die Beteiligung haltenden Unternehmens	► Perspektive eines unbeschränkt steuerpflichtigen inländischen Erwerbers

V. Praxishinweise des IDW

1. Bewertung von KMU 2014 (Praxishinweis 1/2014)

1.1 Besonderheiten bei der Bewertung von KMU

In Deutschland lassen sich die meisten Unternehmen sowohl in qualitativer als auch quantitativer Hinsicht den sog. **kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU)** zuordnen. Entscheidend sind regelmäßig die qualitativen Faktoren. Auf die quantitativen Faktoren, beispielsweise die Mitarbeiterzahl oder den durchschnittlichen Jahresumsatz, kommt es in den meisten Fällen nicht an. KMU stellen sozusagen den Standardfall in der Unternehmenslandschaft dar, börsennotierte Großkonzerne sind eher die Ausnahme. Dennoch stellt insbesondere die Bewertung von KMU für den Berater immer wieder eine besondere Herausforderung dar. Im konkreten Bewertungsfall wird der Berater regelmäßig damit konfrontiert, dass der Eigentümer des KMU gleichzeitig geschäftsführend für das Unternehmen tätig ist, dieser mit seinem Vermögen gering diversifiziert ist, gegebenenfalls persönlich haftet, begrenzte Finanzierungsmöglichkeiten bestehen, mangelnde Fungibilität der Anteile besteht oder keine hinreichende Unternehmensplanung vorliegt. Die hier nicht abschließend aufgeführten Beispiele haben einen zum Teil erheblichen Einfluss auf den Unternehmenswert und müssen im Kalkül sachgerecht berücksichtigt werden.

Gegenstand zahlreicher Auseinandersetzungen in Theorie und Praxis ist, wie diese qualitativen Faktoren am sinnvollsten und gleichzeitig im Einklang mit den Anforderungen des IDW S 1 zu quantifizieren sind. Einen ersten Schritt zur Lösung des Problems unternahm der FAUB des IDW, indem er 2011 einen Katalog mit Fragen und Antworten zur praktischen Anwendung des IDW S 1 verabschiedete. Gegenstand des Katalogs waren insbesondere Fragen, die häufig im Zusammenhang mit der Bewertung von KMU auftreten. Im Februar 2014 machte das IDW einen nächsten

Schritt und verabschiedete mit dem „Praxishinweis Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen (IDW Praxishinweis 1/2014)“ eine Verlautbarung mit dem Ziel, die Besonderheiten von KMU und deren Umgang im Rahmen einer Bewertung nach IDW S 1 zu konkretisieren.³⁰ Sämtliche Ausführungen des Praxishinweises sind insofern keine neuen Ansichten des IDW, sondern lediglich eine **Auslegungshilfe** für die Bewertungspraxis der bereits bestehenden Ausführungen des IDW S 1.³¹

Jedes Unternehmen ist individuell zu betrachten und hat seine bewertungsrelevanten Besonderheiten, die es zu berücksichtigen gilt. Das gilt sowohl für KMU als auch für große Unternehmen. Diesen Befund formuliert das IDW in seinem Praxishinweis 1/2014 für KMU explizit.³² Es ist insofern nicht möglich, KMU anhand allgemeingültiger Kriterien zu fassen und darauf aufbauend ein **universelles Bewertungsmodell** für sämtliche KMU abzuleiten. Vielmehr obliegt es dem Sachverstand und der Erfahrung des Bewerbers, die wertrelevanten qualitativen Kriterien zu bestimmen und die richtigen Schlüsse für die konkrete Bewertung zu ziehen.³³

1.2 Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse

Der Ableitung der künftigen finanziellen Überschüsse kommt im Praxishinweis 1/2014 eine herausragende Bedeutung zu. Während sich Literatur und Praxis in der Vergangenheit überwiegend mit KMU-spezifischen Anpassungen am Kapitalisierungsfaktor auseinandersetzen (beispielsweise *Total-Beta*, pauschale Abschläge zu Fungibilität, *Size Premiums* etc.), konzentriert sich das IDW nun insbesondere auf die **finanziellen Überschüsse**. Allein vom Umfang beziehen sich ca. 50 % der Ausführungen im betreffenden Praxishinweis auf die Ableitung der finanziellen Überschüsse im Bewertungskalkül. Hierbei unterscheidet sich das theoretische Grundkonstrukt zur Vorgehensweise der Ableitung der finanziellen Überschüsse im Praxishinweis 1/2014 nicht von der im IDW S 1. D. h. auch bei KMU gilt, dass sich der Unternehmenswert durch den Barwert der an die Unternehmenseigner zufließenden Nettozuflüsse ergibt (Zukunftserfolgswert).³⁴ Im Hinblick auf die Ableitung der finanziellen Überschüsse sind das Ertragswertverfahren sowie die international dominierenden *Discounted Cashflow*-Methoden denkbar.

Ein zentraler Aspekt des IDW Praxishinweises 1/2014 bezieht sich hinsichtlich der finanziellen Überschüsse auf die Frage der **Übertragbarkeit der Ertragskraft** des Bewertungsobjekts auf einen fremden Dritten. In einzelnen Fällen dürfte die vollständige Übertragbarkeit der Ertragskraft bei KMU gerade nicht gegeben sein.

²⁹ Vgl. IDW RS HFA 10, Rz. 12.

³⁰ Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, FN-IDW 42014 S. 282 ff.

³¹ Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 4.

³² Vgl. zu den Anforderungen des IDW Praxishinweises 1/2014 bereits *Zwirner/Zimny*, StuB 2015 S. 323 ff. [→WAAAE-89424].

³³ Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 6 f.

³⁴ Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 12.

1.3 Ermittlung der übertragbaren Ertragskraft

Obwohl bereits der Standard IDW S 1 im Zusammenhang mit der Berücksichtigung von Managementfaktoren ausdrücklich die Relevanz der übertragbaren Ertragskraft betont,³⁵ wurde vor der Veröffentlichung des IDW Praxishinweises 1/2014 auf die Übertragbarkeit in der Literatur zur Bewertung von KMU kaum Aufmerksamkeit geschenkt.

Bei der Bewertung von KMU ist es für die Bestimmung der Lebensdauer somit von entscheidender Bedeutung, inwieweit die bestehende Ertragskraft des Bewertungsobjekts bei Veräußerung übertragbar ist. Das IDW unterscheidet im Praxishinweis 1/2014 zwischen **vollständig übertragbarer Ertragskraft und partiell oder temporär übertragbarer Ertragskraft**.³⁶

Der Standard IDW S 1 geht im Grunde davon aus, dass das Management keinen wertrelevanten Einfluss auf die Ertragskraft des Unternehmens hat bzw. austauschbar ist ohne signifikante Auswirkungen auf die künftige Unternehmensentwicklung. In diesen Fällen kann davon ausgegangen werden, dass die vorhandene Ertragskraft des Bewertungsobjekts auch mit einem anderen fachkundigen Geschäftsführer aufrechterhalten werden kann, so dass die Ertragskraft des Unternehmens dann vollständig übertragbar ist. Diese Annahme der vollständigen Übertragbarkeit der Ertragskraft kann bei KMU allerdings regelmäßig nicht unterstellt werden.³⁷ Insbesondere bei KMU ist der Einfluss der Unternehmenseigner auf das gesamte Unternehmen meist hoch einzustufen. Diesem Umstand trägt das IDW mit dem Praxishinweis 1/2014 Rechnung.³⁸ Beispielhaft führt das IDW im Praxishinweis 1/2014 bewertungsrelevante Besonderheiten des Eigentümers auf. Demnach wirke der Eigentümer häufig „insbesondere als

- ▶ (Haupt-)Leistungserbringer (z. B. Anwalt, Architekt, Arzt, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer), dessen Leistung entscheidend für die Kundenzufriedenheit ist, auch wenn er sich dabei Erfüllungshilfen bedient,
- ▶ Verkaufsleiter, der kontinuierlich neue Kunden gewinnt,
- ▶ Geschäftsleiter, der hohe Marketingeffekte erzielen kann,
- ▶ Vertrauensperson gegenüber den Mitarbeitern, die eine hohe Loyalität in der Belegschaft erzeugt,
- ▶ Träger von bestimmtem Wissen, aufgrund dessen neue Produkte und Verfahren entwickelt werden.“³⁹

Diese vom IDW beispielhaft aufgeführten **Merkmale eines KMU-Geschäftsführers** sind in der Form bei fast jedem KMU vorzufinden. Diese immateriellen Faktoren im Rahmen des Bewertungskalküls nicht angemessen zu berücksichtigen, hätte auf den Unternehmenswert regelmäßig einen erheblichen Einfluss. Nach Ansicht des IDW kann – falls eine enge Bindung der oben aufgeführten Fähigkeiten an den Eigentümer besteht – nicht davon ausgegangen werden, dass ein Fremdgeschäftsführer diese Fähigkeiten ohne Weiteres weiterführen könne. Vielmehr verbrauchen sich die Merkmale im Zeitablauf. Für die Ermittlung der finanziellen Überschüsse bedeutet dies, dass diese im Zeitablauf nur begrenzt zur Verfügung stehen oder sogar sofort mit dem Ausscheiden des Eigentümers nicht mehr vor-

handen sind. Die Ertragskraft des Bewertungsobjekts ist dann nur partiell oder temporär übertragbar.⁴⁰

Falls die mit dem Eigentümer **verbundene Ertragskraft** überhaupt nicht auf einen Fremdgeschäftsführer übertragbar ist, müssen die in diesem Zusammenhang stehenden positiven und negativen Erfolgsbeiträge des (bisherigen) Eigentümers im Bewertungskalkül vollständig eliminiert werden. Falls davon auszugehen ist, dass die bisherigen Erfolgsbeiträge des Eigentümers zumindest temporär übertragbar sind, sind diese Erfolgsbeiträge im Rahmen der Detailplanungsphase sachgerecht abzuschmelzen. Je nachdem, um welche Erfolgsbeiträge es sich handelt, respektive wie lange die Erfolgsbeiträge im Zeitablauf noch als vorhanden anzunehmen sind, kann es notwendig sein, die Detailplanungsphase soweit **auszumodellieren**, bis sämtliche Besonderheiten des Bewertungsobjekts bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse abgebildet sind. Nur durch die umfassende bzw. vollumfängliche Berücksichtigung in der Detailplanungsphase kann vermieden werden, dass diese lediglich temporär oder partiell bestehenden Erfolgsbeiträge in der zweiten Phase (ewige Rente, *Terminal Value*) fälschlicherweise ewig fortgeschrieben werden. Analoges gilt für etwaige Einflüsse von Familienmitgliedern und anderen sonstigen personellen Einflussfaktoren auf die Erfolgsbeiträge des Bewertungsobjekts.⁴¹

Praxishinweis ► Bei der Bewertung von KMU ist zwingend zu untersuchen, inwiefern die vorhandene Ertragskraft auf einen fremden Dritten übertragbar ist. Sofern beispielsweise ein hoher persönlicher Einfluss des Geschäftsführers auf den Erfolg des Unternehmens gegeben ist, könnte die Ertragskraft nur temporär, partiell oder im Zweifel gar nicht übertragbar sein.

1.4 Fortführungsdauer

In der Praxis wurde im Hinblick auf die Fortführungsprognose bei KMU fast ausnahmslos eine unbegrenzte Lebensdauer des Unternehmens unterstellt. Die Annahme einer **unbegrenzten Lebensdauer** mag bei Unternehmen einer gewissen Größe (beispielsweise multinational agierende Kapitalgesellschaften bzw. börsennotierte Unternehmen) annähernd zutreffen. Weshalb einem Unternehmen aus dem DAX 30 im Rahmen einer Unternehmensbewertung eine endliche Lebensdauer von beispielsweise „nur“ zehn oder 20 Jahren unterstellt werden sollte, wird durchaus schwer zu begründen sein. Die Annahme einer unendlichen Lebensdauer liegt insofern auch dem Standard IDW S 1 zugrunde. Im Zuge der noch immer andauernden Finanzmarktkrise muss allerdings auch diese Aussage zumindest relativiert werden. Viele große Unternehmen mit teilweise genera-

35 Vgl. IDW S 1, Rz. 38.

36 Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 24 ff.

37 Vgl. auch *Ballwieser et al.*, WPg 2014 S. 466.

38 Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 25 ff.

39 IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 25.

40 Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 26.

41 Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 27.

tionenübergreifender Historie mussten plötzlich Insolvenz anmelden oder standen kurz davor.

Anders als bei großen Kapitalgesellschaften kann bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU) indes nicht zwangsläufig von einer unendlichen Lebensdauer ausgegangen werden. Im Gegensatz zu großen Kapitalgesellschaften muss die Annahme einer unendlichen Lebensdauer des Bewertungsobjekts bei KMU regelmäßig kritisch hinterfragt werden. Dem Praxishinweis 1/2014 zufolge kann es sachgerecht sein, bei KMU eine **endliche Lebensdauer** des Unternehmens zu unterstellen.

Die Ertragskraft bzw. die Lebensdauer eines Unternehmens wird i. d. R. durch Know-how, Kundenbeziehungen, Image usw. beeinflusst. Während bei großen Aktiengesellschaften grundsätzlich davon ausgegangen werden kann, dass die Ertragskraft des Unternehmens in erster Linie nicht (allein) durch das Management bestimmt wird, ist das bei KMU häufig nicht der Fall. Da bei KMU die erfolgsentscheidenden Werttreiber häufig beim Eigentümer gebunden sind, ist die bestehende bzw. vergangene Ertragskraft des Bewertungsobjekts bei Einsatz eines anderen Geschäftsführers nicht vollständig, u. U. sogar überhaupt nicht übertragbar. D. h. bei Ausscheiden des bestehenden Geschäftsführers nach einer erfolgten Unternehmenstransaktion ist bei KMU häufig davon auszugehen, dass wertrelevantes Wissen mit dem Geschäftsführer ausscheidet und die Ertragskraft des Unternehmens im Zeitablauf sinkt. In diesen Fällen kann nicht von einer unendlichen Lebensdauer des Bewertungsobjekts ausgegangen werden. Vielmehr sind die künftigen finanziellen Überschüsse im Zeitablauf mit einer geeigneten **Abschmelzrate** zu reduzieren. Der Abschmelzungszeitraum (und damit häufig auch die gesamte Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens) ist dabei individuell zu bestimmen.

1.5 Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes

Auch bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts von KMU ist gem. IDW Praxishinweis 1/2014 typisierend auf Renditen eines Aktienportfolios als Ausgangsgröße abzustellen.⁴² Die Bestimmung des Kapitalisierungsfaktors kann auch bei KMU anhand des (Standard-)CAPM (bzw. Tax-CAPM) erfolgen.⁴³ D. h. aber nicht, dass es bei der Ermittlung des Kapitalisierungsfaktors nicht zwingend erforderlich ist, das **CAPM** anzuwenden. Wenn das CAPM aber zur Anwendung gelangt, dann nur in seiner Standardform, d. h. ohne finanzmathematisch nicht nachvollziehbare Anpassungen durch pauschale Zu- oder Abschläge. In der Praxis wird mangels Alternativen auch bei KMU ein Rückgriff auf das CAPM erforderlich sein.

Praxishinweis ► Die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes erfolgt bei der Unternehmensbewertung unabhängig von der Unternehmensgröße regelmäßig nach dem CAPM.

Hinsichtlich der konkreten Anwendung des CAPM bei KMU steht der Berater regelmäßig vor der Herausforderung, dass es keine börsennotierten Vergleichsunternehmen gibt. Für die Ableitung des unternehmensspezifischen **Betafaktors** ist

es daher zulässig, diesen basierend auf einer Gruppe von börsennotierten Vergleichsunternehmen (*Peer-Groups*) zu ermitteln.⁴⁴ Bei der Zusammenstellung der *Peer-Group* ist darauf zu achten, dass in diese Unternehmen einbezogen werden, die hinsichtlich des Geschäftsmodells und der Risikostruktur mit dem Bewertungsobjekt weitestgehend übereinstimmen. Kritiker dieser Vorgehensweise mögen den Einwand haben, dass ein derartiger *Peer-Group*-Vergleich sehr stark von subjektiven Einflüssen geprägt ist und für die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte i. S. des IDW S 1 daher abzulehnen ist. Dieser Einwand ist durchaus berechtigt bzw. nicht unbegründet, da es sich bei der Ableitung des Beta-Faktors über einen *Peer-Group*-Vergleich zweifellos nicht um die „*First-Best-Lösung*“ handelt. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass im Ergebnis letztlich ein Unternehmenswert zu ermitteln ist. Auch hier ist daher mangels (praktikabler) Alternativen nach derzeitigem Stand schlicht kein anderes Vorgehen vorstellbar bzw. kein besseres bekannt. Im Praxishinweis 1/2014 wird in diesem Zusammenhang ausdrücklich darauf hingewiesen, dass es letztlich in der Verantwortung des Wirtschaftsprüfers liegt, den Betafaktor einzelfallbezogen sachgerecht zu ermitteln.⁴⁵

2. Anforderungen an eine Planungsrechnung (IDW Praxishinweis 2/2017)

2.1 Notwendigkeit einer Planungsrechnung

Planungsrechnungen bilden für eine Vielzahl unternehmerischer Entscheidungen eine zentrale Grundlage. Daher ist es essenziell, dass die **Planungsrechnung** als solche belastbar ist und auch die der Planung zugrunde liegenden Annahmen konsistent respektive plausibel sind. Der Erstellungsprozess einer Planungsrechnung erfolgt nicht nach gesetzlichen Vorschriften, so dass grundsätzlich jedes Unternehmen hinsichtlich der Ausgestaltung der unternehmenseigenen Planung frei ist. Dieser Umstand führt dazu, dass die Ansätze und die Qualität der Planungsrechnung von Unternehmen zu Unternehmen sowie in Abhängigkeit des **Planungsanlasses** sehr stark variieren können. Das IDW veröffentlichte 2017 mit dem IDW Praxishinweis: „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, *Due Diligence* und *Fairness Opinion* (IDW Praxishinweis 2/2017)“⁴⁶ umfassende Leitlinien zur Beurteilung einer Unternehmensplanung. Nur mit einer plausiblen und auf realistischen Annahmen basierenden Planungsrechnung kann ein Unternehmenswert zutreffend ermittelt werden.⁴⁷ Nach IDW S 1 sind regelmäßig verschiedene Unterpläne bzw. „ergänzende Rechnungen“ zu verwenden, welche in die einzelnen Teilplanungen (Plan-Bilanz, Plan-GuV, Plan-Kapitalflussrechnung) Eingang finden.⁴⁸

42 Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 45.

43 Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 47.

44 Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 47.

45 Vgl. IDW Praxishinweis 1/2014, Rz. 50.

46 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, IDW life 2017 S. 343 ff.

47 Vgl. zu den Anforderungen des IDW Praxishinweises 2/2017 bereits *Zwirner/Zimny*, StuB 2018 S. 362 ff. [→ ZAAAG-83896].

48 Vgl. IDW S 1, Rz. 27.

Übersicht 5: Plausibilitätsmaßstäbe nach IDW Praxishinweis 2/2017*					
Rechnerische und formelle Plausibilität		Materielle, interne Plausibilität		Materielle, externe Plausibilität	
Rechnerische Konsistenz	Konsistenz der Annahmen	Darstellung aus Sicht des Managements	Unternehmensanalyse	Marktanalyse	Wettbewerbsanalyse
Sicherstellung der rechnerischen Richtigkeit	Beurteilung der Konsistenz der Teilpläne	Überprüfung der zugrunde gelegten Annahmen durch Erläuterungen des Managements	Überprüfung der Unternehmensentwicklung durch Vergangenheitsanalyse. Beurteilung der Plausibilität der Fortschreibung	Heranziehung von Markt- bzw. volkswirtschaftlichen Prognosen sowie Absatzanalysen	Vergleich mit Wettbewerbern anhand Ist-Zahlen und Analysteneinschätzungen

* Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Rz. 14.

Weiterhin umfasst nach IDW S 1 eine ordnungsgemäße Unternehmensplanung eine sog. **integrierte Planungsrechnung**. Der Zusatz „integriert“ steht hierbei für die Konsistenz der einzelnen Teilplanungen unter- respektive zueinander. Dies bedeutet einerseits, dass Plan-Bilanz, Plan-GuV und Plan-Kapitalflussrechnung untereinander abgestimmt sein müssen.⁴⁹ Darüber hinaus ist auch auf die zutreffende Aggregation der „untergeordneten“ Teilpläne, wie beispielsweise den Absatzplan, welcher maßgeblich den Umsatz und damit die Plan-GuV beeinflusst, zu achten. Die Ableitung der Planungsdaten ist mit einem großen Aufwand sowie mit einer hohen Komplexität behaftet, so dass die Einrichtung einer integrierten Planungsrechnung das Risiko inkonsistenter und damit falscher Daten minimiert. Dies ist dem Grund geschuldet, dass durch eine integrierte Planungsrechnung alle (Teil-)Pläne miteinander abgestimmt werden (müssen) bzw. in Verbindung stehen und somit Fehler vermieden oder rechtzeitig erkannt werden.

Vor dem Hintergrund der Unternehmensbewertung dient die Unternehmensplanung regelmäßig als „Dreh- und Angelpunkt“. Die gängigsten Bewertungsverfahren (Ertragswert- und DCF-Verfahren) basieren auf der Diskontierung der künftigen Zahlungsüberschüsse, die den Anteilseignern zufließen. Dies bedeutet, dass der geplante, ausschüttbare Jahresüberschuss maßgeblich das Bewertungsergebnis beeinflusst, so dass dessen Plausibilität zwingend sichergestellt werden muss. In diesem Zusammenhang ist auch die sog. **Wurzeltheorie**, die der BGH entwickelt hat, zu beachten.⁵⁰ Danach müssen alle Ereignisse, die in der Wurzel bereits zum Bewertungsstichtag angelegt sind, Eingang in die Planung finden. Folglich sind alle – nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung – zum Bewertungsstichtag absehbaren Ereignisse in der Planungsrechnung zu berücksichtigen. Umgekehrt bedeutet dies aber auch, dass etwaige Entwicklungen nach dem Bewertungsstichtag, die zu diesem noch nicht bekannt waren oder gar nicht sein konnten, nicht auf den Bewertungsstichtag ex post zurück bezogen werden dürfen (sog. Rückschaufehler).⁵¹

2.2 Anforderungen des IDW Praxishinweises 2/2017

2.2.1 Vorbemerkungen

Der Praxishinweis 2/2017 des IDW gibt Hinweise zu den zu überprüfenden grundsätzlichen Planannahmen sowie zu der Plausibilisierung mittels analytischer Prüfungshandlungen.⁵² Grundsätzlich hat die Unternehmensplanung auf Basis

realistischer Annahmen zu erfolgen, was der Wirtschaftsprüfer mit verschiedenen Prüfungshandlungen zu hinterfragen hat.⁵³ Weiter betont der IDW Praxishinweis 2/2017, dass die einzelnen Teilpläne (wie beispielsweise Absatzplan, Produktionsplan und Investitionsplan) dahingehend überprüft werden müssen, ob diese (ordnungsgemäß) aufeinander abgestimmt worden sind. Vor diesem Hintergrund erläutert der IDW Praxishinweis 2/2017, dass es – für den Fall des Fehlens einer integrierten Planungsrechnung – notwendig sein kann, dass die gesetzlichen Vertreter eine solche zu erstellen (lassen) haben.⁵⁴

Der IDW Praxishinweis 2/2017 dient insbesondere Wirtschaftsprüfern als **umfassender Katalog** mit Hinweisen zur ordnungsgemäßen Beurteilung einer Planungsrechnung. In diesem Zusammenhang gilt es jedoch zu betonen, dass nicht nur für Wirtschaftsprüfer die Hilfestellungen des IDW in Bezug auf die Plausibilisierung von Unternehmensplanungen interessant sind, sondern auch Kontrollorgane (beispielsweise Aufsichtsräte, Beiräte) oder die Geschäftsführung die unternehmenseigene Planungsrechnung mithilfe des IDW Praxishinweises 2/2017 analysieren bzw. plausibilisieren können.

Neben der Analyse der Konsistenz der einzelnen **Teilpläne** untereinander sind die analytischen Prüfungshandlungen ein zentraler Bestandteil der Beurteilung von Planungsrechnungen. Der IDW Praxishinweis 2/2017 unterteilt die Prüfungshandlungen in verschiedene Plausibilitätsmaßstäbe.⁵⁵ Übersicht 5 zeigt diese auf.

2.2.2 Rechnerische und formelle Plausibilität

Ausgangslage der Überprüfung einer Unternehmensplanung ist regelmäßig die Sicherstellung der rechnerischen Richtigkeit innerhalb des Modells. Alle weiteren Plausibilitätsmaßnahmen verfehlen ihren Zweck, wenn bereits Formelfehler zu (zwangsläufigen) **Inkonsistenzen** führen. Derartige Inkonsistenzen finden sich in der Praxis häufig und haben ihre

49 Vgl. IDW S 1, Rz. 27.

50 Vgl. BGH, Urteil v. 17.1.1973 - IV ZR 142/70, NJW 1973 S. 509.

51 Vgl. zu den typischen Fehlern in der Unternehmensbewertung *Zwimer/Zimny*, in: Petersen/Zwimer, Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2017, S. 1103 ff.

52 Vgl. zu den Anforderungen des IDW Praxishinweises 2/2017 auch *Zwimer/Zimny*, StuB 2018 S. 362 ff. [ZAAAG-83896].

53 Vgl. *Zwimer/Zimny*, DB 2017 S. 173 f.

54 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Rz. 13.

55 Vgl. hierzu auch *Zwimer/Zimny*, DB 2017 S. 173 f.

Ursache meist in vermeidbaren Unachtsamkeiten, beispielsweise in Form von fehlerhaften Formelbezügen, falschen Summenberechnungen, Zirkelbezügen usw. Zudem schleichen sich Fehler ein, wenn im Rahmen integrierter Planungsrechnungen mit „manuell“ eingetragenen Werten bereits bestehende Formeln überschrieben werden. Regelmäßig ist die Erstellung einer integrierten Planungsrechnung ein Prozess, d. h. während die Planung modelliert wird, können sich noch aufgrund aktualisierter Planungsprämissen der Unternehmensführung, wesentliche Planungsannahmen ändern. Im Rahmen der Aktualisierung der Modellrechnung entstehen fast schon unvermeidbare Fehler, weil es regelmäßig nicht gelingen wird, sämtliche manuell eingetragene Werte ausfindig zu machen, die einer Änderung bedürfen. Je komplexer die Planungsrechnung ist oder je mehr manuell eingetragene Werte bestehen, desto höher ist das Fehlerisiko.

Derartige Fehler lassen sich vermeiden oder zumindest auf ein notwendiges Minimum reduzieren, wenn bereits beim Modellieren der Planung darauf geachtet wird, dass sämtliche Werte, die sich basierend auf anderen Werten des Modells automatisch berechnen lassen, nicht manuell eingetragen werden. Eine zusätzliche Sicherheit bietet die **Trennung zwischen Eingabeblättern und Ausgabeblättern**.

Die Plausibilitätsmaßnahmen zur Prüfung der Annahmenkonsistenz schließen unmittelbar an die Prüfung der rechnerischen Konsistenz an. Im Rahmen integrierter Planungsmodelle werden regelmäßig mehrere Tabellenblätter modelliert, die materiell voneinander abhängig sind. D. h. eine Änderung in einem Tabellenblatt zur GuV-Planung führt zu einer Änderung im Tabellenblatt zur Bilanzplanung. Zudem müssen sich allgemein getroffene bzw. **übergreifende Annahmen**, beispielsweise zum Unternehmenswachstum, konsistent in sämtlichen Tabellen einheitlich widerspiegeln. Auch hier entstehen Fehler, wenn die Verknüpfung der einzelnen Tabellen untereinander nicht konsequent ist.

Praxishinweis ► Die Durchführung der rechnerischen und formellen Plausibilitätsprüfung stellt die Basis für die daran anschließenden Plausibilitätsprüfungen dar. Mithilfe dieser Plausibilitätsmaßnahmen wird sichergestellt, dass das Planungsmodell und die diesem inhärenten Annahmen in sich schlüssig und widerspruchsfrei aufgebaut sind.

2.2.3 Materielle, interne Plausibilität

Modellrechnungen sind isoliert betrachtet regelmäßig ein reines Zahlenwerk. Selbst wenn die Berechnungen als solche schlüssig sind, d. h. die rechnerische und formelle Plausibilität gegeben sind, kommt es nicht selten vor, dass die Planungen nicht mit den tatsächlichen Zielen des Managements in Einklang zu bringen sind oder die Planung zu pessimistisch oder zu optimistisch ist. Nicht zuletzt im Rahmen objektivierter Unternehmensbewertungen nach IDW S 1, bei denen der Bewerter als neutraler Gutachter auftritt, ist der materiellen, internen Plausibilität ein großer Stellenwert beizumessen.

Die allgemeinen bzw. abstrakten Aussagen zur künftigen Geschäftsentwicklung des Bewertungsobjekts müssen sich in den Planzahlen widerspiegeln. Sofern die Gesellschaft beispielsweise konkret plant, das Produktportfolio auszuweiten und neue Standorte zu eröffnen, müssen sich diese Vorhaben in den konkreten Zahlen wiederfinden.

Schwieriger gestaltet sich die Beurteilung der Planung allerdings, wenn eine Aussage getroffen werden muss, ob die von der Geschäftsführung geplante **Entwicklung realistisch** ist. Der Bewerter hat naturgemäß weniger Einblicke in das Bewertungsobjekt als die verantwortliche Geschäftsführung. Zudem ist es für den Bewerter regelmäßig schwierig, die strategischen Überlegungen der Geschäftsführung als realistisch oder unrealistisch zu bezeichnen. Daher erfolgt die Beurteilung der Plausibilität regelmäßig unter Betrachtung der Vergangenheit.

Die Analysehandlungen werden in der Praxis regelmäßig durch den sog. **Soll-/Ist-Vergleich** sowie durch Kennzahlenanalysen durchgeführt. Der Soll-/Ist-Vergleich dient der Überprüfung der Planungsqualität und basiert vollständig auf der Vergangenheitsanalyse.⁵⁶ Dabei werden historische Unternehmensplanungen mit der tatsächlichen Entwicklung des jeweiligen Unternehmens verglichen (sog. Soll-Ist-Vergleiche/Plan-Ist-Vergleiche). Hierdurch soll die Prognosequalität des Managements überprüft bzw. beurteilt werden.⁵⁷ Sofern sich größere Abweichungen ergeben, ist festzustellen, welchen Ereignissen dies geschuldet ist.

Neben dem Soll-/Ist-Vergleich nimmt die **Kennzahlenanalyse** bei der Plausibilisierung jeder Unternehmensplanung einen zentralen Bestandteil ein. Die Zielsetzung hierbei ist es, das umfassende Zahlenwerk auf einige wenige aussagekräftige Kennzahlen zu reduzieren. Es ist dabei sicherzustellen, dass ein ausreichend großer Referenzzeitraum gewählt wurde. Weiter sind einerseits Ist-Zahlen der Vergangenheit sowie andererseits auch (zukunftsgerichtete) Plan-Zahlen zu verwenden, um dadurch die Vergangenheit mit der Zukunft in Verbindung setzen zu können. Sofern sich die Entwicklung der Vergangenheit in den Plan-Kennzahlen widerspiegelt, ist dies im ersten Schritt ein Indikator dafür, dass – bei Fortführung des bisherigen Geschäftsmodells – die Planung auf realistischen Annahmen basiert. Neben der Vergangenheitsanalyse müssen sich jedoch auch die Erläuterungen und Planungen des Managements zutreffend in den Kennzahlen zeigen. Bei der Ableitung der Kennzahlen sind zudem Sondereffekte zu berücksichtigen und zu eliminieren.

2.2.4 Materielle, externe Plausibilität

Um das Risiko des Bewertungsobjekts möglichst genau zu erfassen, bedarf es regelmäßig einer **detaillierten Wettbewerbsanalyse**. Das individuelle Risiko des Bewertungsobjekts ist stets im Zusammenhang respektive in Abhängigkeit von den Risiken des Gesamtmarkts zu sehen. Kein Unternehmen agiert im „luftleeren Raum“. Bei der Durchführung von Unternehmensbewertungen sind in einem ersten Schritt die gesamtwirtschaftlichen Marktverhältnisse

⁵⁶ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Rz. 23 ff.

⁵⁷ Vgl. zur Planungsqualität *Ihlau/Duscha*, BB 2013 S. 2349.

sowie die Marktverhältnisse der relevanten Branche/Branchen genau zu analysieren. Erst in einem zweiten Schritt können die Risiken des Bewertungsobjekts identifiziert werden, weil regelmäßig ein Zusammenhang mit den Marktverhältnissen besteht. In gutachtlichen Stellungnahmen spielt die Markt- und Wettbewerbsanalyse häufig eine untergeordnete Rolle. Vielfach finden sich lediglich Ausführungen zu der allgemeinen wirtschaftlichen Lage sowie vereinzelte Aspekte der jeweiligen Branchenverhältnisse. Eine Beurteilung der im Gutachten dann ausführlich dargelegten Risiken des Bewertungsobjekts ist in diesen Fällen kaum möglich, weil wesentliche Bezugsgrößen fehlen. In Abhängigkeit von der Verfügbarkeit relevanter Informationen bietet es sich an, ausgehend von der makroökonomischen Umweltanalyse, auf die Branchenanalyse überzuleiten und darauf basierend die bewertungsobjektspezifischen Risiken abzuleiten.

Insbesondere für die Umweltanalyse sowie für die Branchenanalyse stehen dem Bewerter sowie dem Bewertungsadressaten eine Vielzahl von **Analysemethoden** zur Verfügung. Für die Umweltanalyse bietet sich beispielsweise die sog. PEST-Analyse an. Im Rahmen dieser Analyse können die bewertungsrelevanten politisch-rechtlichen, ökonomischen, technologischen, gesellschaftlichen sowie ökologischen Verhältnisse systematisch analysiert werden. Auf betriebswirtschaftlicher Ebene bietet sich für die Branchenanalyse die weit verbreitete Branchenstrukturanalyse (sog. *Five Forces*) von Porter an. Bei der Durchführung der Branchenstrukturanalyse werden die Verhandlungsstärke der Zulieferer und Kunden, potenzielle und bereits bestehende Wettbewerber sowie gegebenenfalls vorhandene Ersatzprodukte einer genauen Analyse unterzogen. Die **Branchenstrukturanalyse** von Porter impliziert, dass die Wettbewerbsintensität innerhalb einer Branche von den aufgeführten fünf „Kräften“ beeinflusst respektive bestimmt wird. Basierend auf diesen beiden Analysen kann der Bewerter beurteilen, wie das Bewertungsobjekt in diese übergeordneten Markt- und Wettbewerbsverhältnisse individuell einzuordnen ist. Mit Hilfe einer SWOT-Analyse können dann die einzelnen Chancen und Risiken des Bewertungsobjekts identifiziert werden.

Praxishinweis ► Zur Beurteilung der Plausibilität einer Unternehmensplanung ist regelmäßig auf Kennzahlen Bezug zu nehmen, die einerseits mit Kennzahlen und Perspektiven zu dem Markt, der Branche sowie dem Wettbewerb und andererseits mit der Entwicklung des zu beurteilenden Unternehmens in der Vergangenheit verglichen werden.

3. Berücksichtigung des Verschuldungsgrads (IDW Praxishinweis 2/2018)

3.1 Unterschiedliche Kategorisierung der Verschuldung

Der Einfluss der Verschuldung auf die Unternehmensbewertung ist vielfältig. Regelmäßig fließt der **Verschuldungsgrad** eines Unternehmens in die Ermittlung des verschuldeten Betafaktors ein. Zudem stellt sich die Frage nach der Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten auf-

grund einer gegebenenfalls vorhandenen Überschuldung des Bewertungsobjekts.

Im IDW S 1 finden sich keine ausdrücklichen Ausführungen zur Berücksichtigung der unterschiedlichen Verschuldungssituationen des betreffenden Bewertungsobjekts. Dieser Umstand stellte die Praxis in der Vergangenheit regelmäßig vor die Frage der **sachgerechten Umsetzung** bzw. Anwendung der Anforderungen des IDW S 1 bei der Bewertung von verschuldeten Unternehmen. Die Ausführungen des IDW im aktuellen Praxishinweis 2/2018 konkretisieren unter Bezugnahme auf die Grundsätze des IDW S 1 die Besonderheiten, die bei der Bewertung (hoch und überhöht) verschuldeter Unternehmen auftreten können und geben Hilfestellung, wie mit diesen Besonderheiten umzugehen ist.⁵⁸

Der Praxishinweis 2/2018 stellt wie bereits der Praxishinweis 1/2014 sowie der Praxishinweis 2/2017 keine Ausnahme oder Ergänzung des IDW S 1 dar, sondern lediglich eine **Konkretisierung**. In der Anlage zum Praxishinweis 2/2018 findet sich ein Bewertungsbeispiel, welches die rechen-technische Umsetzung der Ausführungen des Praxishinweises verdeutlicht. Aufgrund der branchenspezifischen Besonderheiten sind Unternehmen des Finanzdienstleistungssektors sowie Versicherungsunternehmen nicht Bestandteil des IDW Praxishinweises 2/2018.

Dem IDW Praxishinweis 2/2018 liegt die Annahme zugrunde, dass mit einem steigenden Verschuldungsgrad das Kapitalstrukturrisiko (**Finanzierungsrisiko**) und das Risiko des (teilweisen) Ausfalls der Zahlungsströme an die Kapitalgeber (**Ausfallrisiko**) steigen.⁵⁹ In Abhängigkeit der konkreten Verschuldung des Bewertungsobjekts ist die Tragweite dieser Risiken bei der Unternehmensbewertung jedoch unterschiedlich hoch, so dass das IDW eine differenzierte Betrachtung vornimmt.

Im IDW Praxishinweis 2/2018 wird unterschieden zwischen

- normal verschuldeten,
- gering verschuldeten,
- hoch verschuldeten und
- überhöht verschuldeten Unternehmen.⁶⁰

Normal verschuldete Unternehmen sind dadurch gekennzeichnet, dass sich der Verschuldungsgrad nicht erheblich vom Verschuldungsgrad vergleichbarer Unternehmen (*Peer Group*) unterscheidet. **Gering verschuldete Unternehmen** weisen einen Verschuldungsgrad auf, der den vergleichbarer Unternehmen erheblich unterschreitet. Anzeichen für materielle Ausfallrisiken bestehen bei normal und gering verschuldeten Unternehmen nicht.⁶¹

Ein **hoch verschuldetes Unternehmen** liegt grundsätzlich dann vor, wenn mit der Verschuldung aktuell oder zukünftig Ausfallrisiken verbunden sind. D. h. sofern beispielsweise das Bewertungsobjekt zum Bewertungsstichtag normal ver-

58 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, IDW Life 2018 S. 966 ff.; vgl. zum Praxishinweis 2/2018 auch *Zwirner/Zimny*, DB 2018 S. 2713.

59 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 11.

60 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 14 ff.

61 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 26.

schuldet ist, in Zukunft aber eine hohe Verschuldung zu erwarten ist, ist das Bewertungsobjekt als hoch verschuldetes Unternehmen einzustufen. Umgekehrt liegt auch ein hoch verschuldetes Unternehmen vor, wenn zum Bewertungsstichtag eine hohe Verschuldung vorliegt, die sich in Zukunft planmäßig wieder abbaut.⁶²

Falls das Bewertungsobjekt einen Verschuldungsgrad aufweist, der erheblich über dem Verschuldungsgrad vergleichbarer Unternehmen liegt, ist zu überprüfen, ob mit der hohen Verschuldung aktuell oder zukünftig **materielle Ausfallrisiken** verbunden sind. Falls keine materiellen Ausfallrisiken bestehen, ist das Unternehmen trotz hoher Verschuldung wie ein gering oder normal verschuldetes Unternehmen zu betrachten.⁶³ In Übersicht 6 ist die Abgrenzung zwischen gering, normal und hoch verschuldeten Unternehmen i. S. des IDW Praxishinweises 2/2018 zusammengefasst.

Übersicht 6: Abgrenzung gering, normal und hoch verschuldete Unternehmen*			
		Verschuldungsgrad des Bewertungsobjekts ist erheblich höher als der <i>Peer Group</i> ?	
Verschuldungsgrad des Bewertungsobjekts ist mit materiellen Ausfallrisiken verbunden?	Nein		Ja
	Nein	Gering bzw. normal verschuldetes Unternehmen	Hoch verschuldetes oder wie gering oder normal verschuldetes Unternehmen
	Ja	Hoch verschuldetes Unternehmen	Hoch verschuldetes Unternehmen

* Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 19.

Bei **überhöht verschuldeten Unternehmen** ist ohne erfolgreiche Sanierungsmaßnahmen mittelfristig keine Unternehmensfortführung mehr möglich. Im Gegensatz zu hoch verschuldeten Unternehmen zeichnen sich überhöht verschuldete Unternehmen dadurch aus, dass bereits ein Antrag auf die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gestellt wurde, Verhandlungen zwischen den Kapitalgebern aufgenommen wurden oder zukünftig aufgenommen werden müssen, weil sonst eine Insolvenz nicht mehr abgewendet werden kann.⁶⁴

3.2 Besonderheiten bei der Bewertung

Hinsichtlich der Bewertung von normal und gering verschuldeten Unternehmen ergeben sich aufgrund der Verschuldung keine besonderen Anforderungen. Regelmäßig ist bei diesen Unternehmen von einer **unbegrenzten Lebensdauer** auszugehen und Brutto- sowie Nettoverfahren sind gleichermaßen für die Bewertung geeignet.⁶⁵ Hinsichtlich der Ermittlung der finanziellen Überschüsse sowie der Kapitalkosten gelten die allgemeinen Grundsätze des IDW S 1. Ausfallrisiken können bei der Bewertung normal und gering verschuldeter Unternehmen grundsätzlich vernachlässigt werden.⁶⁶

Bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse ergeben sich bei normal und gering verschuldeten Unternehmen keine Besonderheiten, die auf die Verschuldungssituation zurückzuführen wären. Im Praxishinweis 2/2018 stellt das IDW in

diesem Zusammenhang allerdings klar, dass die finanziellen Überschüsse einen **Erwartungswert** darstellen. D. h. die Planung sollte nicht das wahrscheinlichste Szenario abbilden, sondern ein mit den jeweiligen Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtetes Szenario. Sofern auch nur eine sehr geringe Wahrscheinlichkeit, beispielsweise i. H. von 1,0 % für eine künftige Insolvenz des Unternehmens besteht, sollte dieses Insolvenzzenario mit der entsprechenden Eintrittswahrscheinlichkeit Eingang in die Ermittlung der finanziellen Überschüsse finden, obwohl grundsätzlich ein gering oder normal verschuldetes Unternehmen vorliegt.

Praxishinweis ► Die finanziellen Überschüsse im Rahmen der Unternehmensbewertung stellen Erwartungswerte dar. D. h. (theoretisch) repräsentiert die Planung sämtliche denkbare Zukunftsszenarien in Höhe der jeweiligen Eintrittswahrscheinlichkeit.

Wie bereits bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse ist auch bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes auf die erwartete Rendite abzustellen. Auf die vertraglich vereinbarte Rendite oder auf die am Markt beobachtbare Rendite kommt es grundsätzlich nicht an.

Bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten fließt die Verschuldung des Unternehmens regelmäßig bei der Ermittlung des (verschuldeten) Betafaktors ein. Im Betafaktor spiegelt sich das Risiko aus dem operativen Geschäft (**operatives Risiko**) und das Risiko aufgrund der bestehenden Verschuldung (**Kapitalstrukturrisiko**) wider. Sofern unterstellt wird, dass ein Teil des operativen Risikos auch von den Fremdkapitalgebern getragen wird, reduziert sich c. p. der verbleibende Anteil des operativen Risikos für die Eigenkapitalgeber. Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten kann diesem Umstand dem IDW Praxishinweis 2/2018 folgend Rechnung getragen werden, wenn bei der Bestimmung des verschuldeten Betafaktors der Betafaktor des Fremdkapitals (**Debt Beta**) berücksichtigt wird.⁶⁷

Das **Debt Beta** wird in der Praxis aufgrund der fehlenden Messbarkeit regelmäßig nicht direkt, sondern **indirekt ermittelt**. Die indirekte Ermittlung des **Debt Beta** erfolgt basierend auf den vorhandenen Informationen zum risikolosen Basiszinssatz, zu den erwarteten Fremdkapitalkosten und der Marktrisikoprämie. Dem IDW Praxishinweis 2/2018 folgend **kann** ein **Debt Beta** bei der Ermittlung des verschuldeten Betafaktors des Bewertungsobjekts angesetzt werden; eine verpflichtende Berücksichtigung ergibt sich nicht. Allerdings wird der Ansatz eines **Debt Beta** empfohlen, wenn der Unterschied zwischen den Fremdkapitalkosten und dem risikolosen Basiszinssatz (sog. **Spread**) hoch ist.⁶⁸

62 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 17.

63 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 18.

64 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 51.

65 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 21.

66 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 26.

67 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 40 f.

68 Vgl. IDW, WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Rz. 413.

Neben den Eigenkapitalkosten hat die Verschuldung auch einen Einfluss auf den **Fremdkapitalkostensatz**. Je nach Verschuldung des Unternehmens können sich der vertraglich vereinbarte Fremdkapitalzins, der am Markt beobachtbare Fremdkapitalzins und die bewertungsrelevante erwartete Fremdkapitalrendite voneinander unterscheiden.

Wie vorstehend aufgezeigt setzen sich Fremdkapitalkosten aus einem risikolosen Basiszinssatz und einem Risikozuschlag zusammen. Regelmäßig übersteigen Fremdkapitalkosten in der Praxis den risikolosen Basiszinssatz, so dass Fremdkapital verglichen mit risikolosen Staatsanleihen risikobehaftet ist. Zu unterscheiden ist in diesem Zusammenhang das generelle Risiko hinsichtlich der erwarteten Rückzahlungen an die Fremdkapitalgeber (**systematisches Risiko des Fremdkapitals**) und das darüber hinausgehende Risiko eines drohenden Ausfalls im Insolvenzfall (**Ausfallrisiko**).

Bei gering und normal verschuldeten Unternehmen kann dem IDW Praxishinweis 2/2018 folgend davon ausgegangen werden, dass mit dem Bewertungsobjekt keine Ausfallrisiken einhergehen.⁶⁹ In diesen Fällen kann im Rahmen der Bewertung vereinfachend unterstellt werden, dass sich die am Markt beobachtbaren **Fremdkapitalkosten** und die bewertungsrelevanten erwarteten Fremdkapitalkosten näherungsweise entsprechen. Ein Rückgriff auf die vertraglich vereinbarten Fremdkapitalkosten ist aufgrund des Vergangenheitsbezugs respektive häufig fehlenden Zukunftsbezugs bestehender vertraglicher Konditionen nicht zu empfehlen.⁷⁰

Bei **hoch verschuldeten Unternehmen** ist bezüglich der Bewertung eine weitergehende Differenzierung geboten. Falls trotz hoher Verschuldung keine materiellen Ausfallrisiken vorhanden sind, können diese Unternehmen wie normal oder gering verschuldete Unternehmen bewertet werden.⁷¹ Sofern hingegen nennenswerte Ausfallrisiken bestehen, empfiehlt das IDW die Bewertung mit einer Bruttomethode (APV, WACC) vorzunehmen, weil bei Anwendung von Nettomethoden (*Flow to Equity*, Ertragswertverfahren) gegebenenfalls empirisch nicht erklärbare Eigenkapitalkosten entstehen können.⁷² Zudem können durch die Unterscheidung in einen Leistungs- und Finanzierungsbe- reich bei den Bruttomethoden, bestehende operative Risiken, Kapitalstrukturrisiken und Ausfallrisiken jeweils gesondert und somit transparent berücksichtigt werden.

Praxishinweis ► Bei hoch verschuldeten Unternehmen sollte die Bewertung des Unternehmens nach einer Bruttomethode erfolgen.

Sofern **Ausfallrisiken** bestehen, können diese entweder bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse oder bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes berücksichtigt werden. In einem ersten Schritt sollte der Bewerter daher die Planungsrechnung dahingehend überprüfen, ob Ausfallrisiken bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse bereits sachgerecht in den Erwartungswert eingeflossen sind. Sofern dies der Fall ist, dürfen sich im Kapitalisierungszinssatz keine Ausfallrisiken niederschlagen.

Praxishinweis ► Ausfallrisiken sind entweder bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen oder bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes. Eine Berücksichtigung von Ausfallrisiken sowohl bei den finanziellen Überschüssen als auch im Kapitalisierungszinssatz würde eine unzulässige Doppelerfassung bedeuten.

Der vertraglich vereinbarte Fremdkapitalkostensatz und der am Markt beobachtbare Fremdkapitalkostensatz liegen bei bestehenden Ausfallrisiken regelmäßig oberhalb der bewertungsrelevanten **erwarteten Fremdkapitalrendite**.⁷³ Die Fremdkapitalgeber preisen ein mögliches Insolvenzzenario des Bewertungsobjekts bei der Festlegung des vertraglichen Zinssatzes regelmäßig ein. D. h. unabhängig davon, ob es zu einem Insolvenzzenario des Bewertungsobjekts kommt oder nicht, verlangen die Fremdkapitalgeber in der Gesamtbetrachtung eine gleichbleibende Rendite. Sofern die Fremdkapitalgeber ein Ausfallrisiko sehen, fordern diese somit einen entsprechenden Zuschlag aufgrund der theoretisch möglichen Insolvenz.

Für Zwecke der Bewertung ist der Aufschlag aufgrund der bestehenden Ausfallwahrscheinlichkeit bei der am Markt beobachtbaren Fremdkapitalrendite zu eliminieren, falls sich die Ausfallrisiken bereits bei den finanziellen Überschüssen widerspiegeln. Da die Quantifizierung des impliziten Ausfallrisikos bei der am Markt beobachtbaren Fremdkapitalrendite regelmäßig schwierig sein wird, empfiehlt das IDW im Praxishinweis 2/2018 die Kapitalkosten aus **operativ vergleichbaren, aber normal verschuldeten Unternehmen** abzuleiten.⁷⁴

Zu beachten ist bei hoch verschuldeten Unternehmen, dass u. U. ein operativ gesundes Unternehmen vorliegen kann, welches lediglich zu hoch gehebelt ist. Zudem ist zu differenzieren, ob ein ertragsschwaches Unternehmen oder ein Unternehmen, das bewusst marktunüblich verschuldet ist, vorliegt.⁷⁵

Bei überhöht verschuldeten Unternehmen ergibt sich ohne **Sanierungsmaßnahmen** kein positiver Fortführungswert. Eine Bewertung auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts ist in diesem Fall nicht sachgerecht. Wenn hingegen ein konkret angelegtes Sanierungskonzept vorliegt, kann in Abhängigkeit des Konzepts eine Bewertung wie bei gering oder normal verschuldeten respektive hoch verschuldeten Unternehmen erfolgen.⁷⁶

Praxishinweis ► Bei der Bewertung überhöht verschuldeter Unternehmen sind erhöhte Anforderungen an die Ableitung der finanziellen Überschüsse sowie den Kapitalisierungszinssatz zu stellen.

69 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 26.

70 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 36.

71 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 18.

72 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 44 f.

73 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 35.

74 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 48.

75 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 49 f.

76 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 55.

Übersicht 7: Vorteilhaftigkeitsvergleich IDW S 1 vs. §§ 199 ff. BewG bei verschiedenen Szenarien*		
Parameter	Szenario	Verfahren, das c. p. zu den niedrigeren Unternehmenswerten führt
Ertragserwartungen	in der Zukunft sinkende Ertragserwartungen (die im Zweifelsfall unter den Erträgen der Vergangenheit liegen) in der Zukunft steigende Ertragserwartungen (die im Zweifelsfall über den Erträgen der Vergangenheit liegen)	IDW S 1 §§ 199 ff. BewG
Risikoeinschätzung bzw. Kapitalisierungszinssatz nach IDW S 1	höheres Risiko bzw. zuverlässige/vertretbare Anwendung eines Kapitalisierungszinssatzes, der über dem relevanten standardisierten Wert nach § 203 BewG liegt niedrigeres Risiko bzw. zuverlässige/vertretbare Anwendung eines Kapitalisierungszinssatzes, der unter dem relevanten standardisierten Wert nach § 203 BewG liegt	IDW S 1 §§ 199 ff. BewG
steuerliche Situation	Unternehmensbesteuerung mit einer tatsächlichen Steuerbelastung > 30 % Unternehmensbesteuerung mit einer tatsächlichen Steuerbelastung < 30 %	IDW S 1 §§ 199 ff. BewG
Vorliegen von nicht betriebsnotwendigem Vermögen		IDW S 1
Vorliegen von jungen Wirtschaftsgütern		IDW S 1
* Vgl. Bruckmeier/Zwirner/Vodermeier, DStR 2017 S. 683.		

VI. Hinweise zur Bewertung nach §§ 199 ff. BewG im Vergleich zu IDW S 1

Das vereinfachte Ertragswertverfahren nach den §§ 199 ff. BewG stellt ein **steuerrechtliches Bewertungsverfahren** dar. Insbesondere für erbschaft- und schenkungsteuerliche Zwecke ist der gemeine Wert des übertragenen Vermögens i. S. des § 9 Abs. 2 BewG zu ermitteln. Für die Bewertung von nicht börsennotierten Anteilen an Kapitalgesellschaften und Betriebsvermögen (§ 11 Abs. 2 Satz 4 BewG i. V. mit § 109 BewG) verweist das BewG zur Ermittlung des gemeinen Werts auf die Vorschriften der §§ 199 ff. BewG zum vereinfachten Ertragswertverfahren.⁷⁷

Für die Berechnung des vereinfachten Ertragswerts ist gem. § 200 Abs. 1 BewG der **zukünftig nachhaltig realisierbare Jahresertrag** (§ 201 BewG) mit einem – seit dem 1.1.2016 festgeschriebenen – Kapitalisierungsfaktor (§ 203 BewG) zu multiplizieren. Dabei bildet der in der Vergangenheit tatsächlich erzielte Durchschnittsertrag gem. § 201 Abs. 1 BewG die Bewertungsgrundlage für die Ermittlung des nachhaltigen Jahresertrags. Gemäß § 201 Abs. 2 BewG wird dieser aus den gleichermaßen gewichteten Betriebsergebnissen der drei vor dem Bewertungsstichtag abgelaufenen Wirtschaftsjahre abgeleitet.

Beim Betriebsergebnis ist vom **Steuerbilanzgewinn** nach § 4 Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der in der Folge um bestimmte Positionen adjustiert wird, um so den nachhaltigen von aperiodischen Geschäftsvorfällen bereinigten Jahresertrag zu erhalten (§ 202 Abs. 1 BewG). Hierzu gehören z. B. die Hinzurechnung von Sonderabschreibungen, Absetzungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert oder Kürzungen um einmalige Veräußerungsgewinne. Zudem muss bei Personengesellschaften ein angemessener Unternehmerlohn berücksichtigt werden (§ 202 Abs. 1 Nr. 2d BewG), um eine Rechtsformneutralität sicherzustellen.⁷⁸ Darüber hinaus ist dem Betriebsergebnis der (gebuchte) Ertragsteueraufwand wieder hinzuzurechnen, weil im Rahmen des vereinfachten Ertragswertverfahrens sowohl für Kapital- als auch Personengesellschaften ein **pauschalierter Steuersatz** i. H. von

30 % angesetzt wird (§ 202 Abs. 3 BewG). Nach Erfassung aller Korrekturen sowie des Steueraufwands ergibt sich der bereinigte Jahresertrag, der über die letzten drei abgelaufenen Geschäftsjahre als arithmetisches Mittel berechnet wird.

Anschließend ist der so ermittelte Jahresertrag mit einem nach § 203 BewG zu bestimmenden **Kapitalisierungsfaktor** zu multiplizieren. Dieser Kapitalisierungsfaktor wurde im Rahmen der Erbschaftsteuerreform 2016 auf einen Wert von 13,75 fixiert, um der anhaltenden Niedrigzinsphase und den daraus folgenden systematischen Überbewertungen des vereinfachten Ertragswertverfahrens entgegenzuwirken. Die bisherige Systematik der Berechnung mithilfe eines vom BMF jährlich veröffentlichten Basiszinssatzes (zuletzt am 1.1.2016 i. H. von 1,10 %⁷⁹) und eines standardisierten (Markt-)Risikozuschlags von 4,50 % wurde aufgegeben.

Praxishinweis ► Der neue Kapitalisierungsfaktor von 13,75 entspricht rechnerisch bei einem festen Risikozuschlag von 4,50 % einem Basiszins von rd. 2,80 % bzw. einem Kapitalisierungszinssatz von rd. 7,27 %.⁸⁰

Das BMF ist durch § 203 Abs. 2 BewG dazu ermächtigt, den Kapitalisierungsfaktor durch Rechtsverordnung in Zustimmung des Bundesrats an die weitere Entwicklung der Zinsstrukturdaten anzupassen.⁸¹ Insoweit ist seit der Erbschaftsteuerreform 2016 von einer regelmäßigen, allerdings nicht mehr jährlichen, Anpassung des Kapitalisierungsfaktors auszugehen.

Aus der Multiplikation des durchschnittlichen Jahresertrags mit dem Kapitalisierungsfaktor ergibt sich der **Ertragswert**. Diesem Ertragswert sind die **nicht betriebsnotwendigen**

⁷⁷ Vgl. zu einem Vergleich zwischen IDW S 1 und §§ 199 ff. BewG auch Bruckmeier/Zwirner/Vodermeier, in: Petersen/Zwirner, Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2017, S. 698 ff.

⁷⁸ Bei Personengesellschaften sind Geschäftsführungvergütungen Teil des steuerlichen Gewinns; vgl. Richter/Viskorf/Philipp, DB 2008 S. 7. In der Praxis bietet insbesondere diese Korrekturgröße Möglichkeiten zur bewussten Einflussnahme auf das Bewertungsergebnis, da es den richtigen Unternehmerlohn nicht gibt.

⁷⁹ Vgl. LfSt Bayern v. 11.1.2016 - S 3102.1.1 - 7/10 St 34 (WAAAF-46552), DStR 2016 S. 873.

⁸⁰ Vgl. hierzu auch Kohl/Schröder, CF 2016 S. 459 f.

⁸¹ Vgl. u. a. auch Zwirner/Vodermeier, DB 2016 S. 2983.

Wirtschaftsgüter, d. h. die Wirtschaftsgüter, die aus dem zu bewertenden Unternehmen ohne Beeinträchtigung der eigentlichen Unternehmenstätigkeit herausgelöst werden können, mit deren gemeinen Wert hinzuzurechnen (§ 200 Abs. 2 BewG). Ebenfalls gesondert ist der gemeine Wert der betriebsnotwendigen Beteiligungen an anderen Gesellschaften zu berücksichtigen, wofür indes wiederum das vereinfachte Ertragswertverfahren herangezogen werden kann (§ 200 Abs. 3 BewG). Für jede einzelne Gesellschaft ist demnach eine **eigenständige Bewertung** nach §§ 199 ff. BewG durchzuführen. Zudem werden alle innerhalb von zwei Jahren vor dem Bewertungsstichtag eingelegten betriebsnotwendigen („jungen“) Wirtschaftsgüter separat mit ihrem gemeinen Wert erfasst (§ 200 Abs. 4 BewG), weil nach Meinung des Gesetzgebers deren positive Wertbeiträge infolge der kurzen Betriebszugehörigkeit noch nicht vollständig in den Betriebsergebnissen enthalten sind.⁸²

Die Summe aus den vier vorgenannten Bestandteilen bildet den Wert nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren, wobei der **Substanzwert** (§ 11 Abs. 2 Satz 3 BewG) die **Bewertungsuntergrenze** darstellt.⁸³

Im Vergleich zu einer Unternehmensbewertung nach IDW S 1 stellt das vereinfachte Ertragswertverfahren von seiner Konzeption her ein **stark typisierendes steuerliches Massenverfahren** dar, das ohne größere Planungen und Gutachten, d. h. relativ zeitnah, kostengünstig und mitunter ohne spezifisches Bewertungs-Know-how umgesetzt werden kann. Da es infolge der Typisierungen einen relativ starren Wert ermittelt, welcher weder branchen- noch unternehmensindividuell angepasst werden kann, bietet es dem Stpfl. allerdings kaum Möglichkeiten, den Unternehmenswert in seinem Interesse gezielt zu beeinflussen bzw. zu ermitteln. Hingegen kann der Unternehmenswert mit einem auf Prognosen gestützten Verfahren, wie es das Ertragswertverfahren gem. IDW S 1 darstellt, innerhalb bestimmter vorgegebener Grenzen durchaus „gelenkt“ werden, was aber für den Stpfl. und dessen Berater einer sehr komplexen, planerisch aufwendigen Aufgabe gleichkommt. Der Bewertungskompetenz des Beraters kommt damit eine besonders hohe Bedeutung zu.

In Übersicht 7 auf S. 17 wird dargestellt, wie sich der Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren nach IDW S 1 und nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren unterscheiden. Hierbei sind die **Anwendungsempfehlungen** jeweils c. p. zu verstehen, da es im Einzelfall stets auf das Zusammenspiel aller Faktoren ankommt und eine detaillierte Einzelfallbetrachtung erforderlich ist. Da das Gesetz die Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens erlaubt, nicht aber vorschreibt, kann es im Einzelfall sinnvoll sein, den Unternehmenswert auf Basis einer Bewertung nach IDW S 1 zu ermitteln.

Übersicht 7 verdeutlicht, dass die **Vorteilhaftigkeit** für ein Verfahren stets von den zugrunde liegenden Ausgangsdaten respektive Parametern abhängt. Eine Vorfestlegung auf die Anwendung des (leicht handhabbaren) vereinfachten Ertragswertverfahrens sollte unterbleiben. Eine derartige Ver-

einfachung riskiert, dass im Zweifel Werte bzw. Bemessungsgrundlagen zuungunsten des Stpfl. ermittelt werden.

Praxishinweis ► Inwiefern eine Bewertung nach IDW S 1 oder nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren nach §§ 199 ff. BewG vorteilhafter ist, ist von den Umständen des Einzelfalls abhängig und kann nicht pauschal beurteilt werden.

Bei **komplexen Sachverhalten** kann eine Bewertung nach den §§ 199 ff. BewG zu unzutreffenden Ergebnissen führen. Sofern komplexe Strukturen vorliegen, beispielsweise Konzernstrukturen, ist eine Bewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 vorzunehmen, da das vereinfachte Ertragswertverfahren durch das standardisierte Vorgehen im Zweifel komplexe Strukturen nicht sachgerecht abbildet.

VII. Sonderfall: Bewertung nach dem **Net Asset Value (NAV)**

Die Bewertung von **vermögensverwaltenden Gesellschaften** erfolgt regelmäßig auf Basis der vorhandenen Vermögenswerte, die oftmals erhebliche stille Reserven enthalten, und nicht auf einer Ertragswertberechnung. Beim **Net Asset Value (NAV)** handelt es sich wie bereits beim Liquidationswert um ein Einzelbewertungsverfahren. Im Gegensatz zum Liquidationswert, der eine Veräußerung sämtlicher Vermögenswerte unterstellt, handelt es sich beim NAV hingegen um einen Fortführungswert, bei dem lediglich eine (fiktive) Veräußerung unterstellt wird.⁸⁴ Der NAV ermittelt sich als Differenz zwischen den **Marktwerten** der bilanzierten und nicht bilanzierten Vermögenswerte des Bewertungsobjekts abzüglich des Marktwerts der Schulden. Hierbei ist zu beachten, dass bei Anwendung des NAV der Zeitwert der mit stillen Reserven und stillen Lasten behafteten Vermögensgegenstände und Schulden auf Basis eines Fortführungswerts zu ermitteln ist. Demzufolge kommt es beim NAV regelmäßig zu Unterschieden hinsichtlich der Berücksichtigung stiller Reserven und stiller Lasten gegenüber dem Liquidationswert. Beim NAV handelt es sich folglich um das Reinvermögen eines Unternehmens unter Berücksichtigung der stillen Reserven und Lasten und bei Unternehmensfortführung.⁸⁵

Praxishinweis ► Der NAV stellt einen in der Rechtsprechung anerkannten Ansatz zur Bewertung vermögensverwaltender Gesellschaften dar.⁸⁶

Da es sich beim NAV um einen **Fortführungswert** handelt, ist im Gegensatz zum Liquidationswert der Barwert der künftigen **Verwaltungskosten** zum Abzug zu bringen. Der

⁸² Vgl. Dörner, *BewertungsPraktiker* 2009 S. 6.

⁸³ Auf diese Thematik – der Substanzwert spielt in der Bewertungstheorie keine eigenständige Rolle (mehr) – wird an dieser Stelle nicht weiter eingegangen; vgl. hierzu *Zwirner/Zimny*, in: Petersen/Zwirner, *Handbuch Unternehmensbewertung*, 2. Aufl. 2017, S. 1033 ff., sowie auch bereits *Creutzmann*, *DB* 2008 S. 2790 f.; *Hecht/Cölln*, *BB* 2010 S. 1088; *Piltz*, *DStR* 2009 S. 1831 f.

⁸⁴ Vgl. auch *Ruiz de Vargas*, in: Bürgers/Körper (Hrsg.), *Aktiengesetz*, 4. Aufl. 2017, Anh § 305 Tz. 63.

⁸⁵ Vgl. grundlegend zum NAV *Creutzmann*, *BewertungsPraktiker* 3/2017 S. 74 ff.; *ders.*, *BewertungsPraktiker* 2/2013 S. 64 ff.; *ders.*, *BewertungsPraktiker* 4/2007 S. 7 ff.

⁸⁶ Vgl. *OLG Frankfurt a.M.*, Beschluss v. 8.9.2016 – 21 W 36/15, *ZIP* 2017 S. 772.

Barwert der Verwaltungskosten bestimmt sich auf Basis der künftig für die Unternehmensfortführung notwendigen Aufwendungen der Gesellschaft. Die Kapitalisierung der künftigen Verwaltungskosten auf den Bewertungsstichtag erfolgt mit einem risikoadäquaten Zinssatz, der korrespondierend zum Ertragswertverfahren nach dem CAPM ermittelt wird. Im Ergebnis weisen die ermittelten Kapitalkosten für Zwecke der Ermittlung des Barwerts der Verwaltungskosten Unterschiede zum Kapitalisierungszinssatz im Ertragswertverfahren aus. Beim NAV fehlt der Bezug zur Ausschüttungsfähigkeit des ermittelten Werts, so dass der NAV einen Wert vor persönlichen Steuern darstellt und die Kapitalkosten damit korrespondierend eine Größe vor persönlichen Steuern darstellen.

Zudem unterscheidet sich der NAV vom Liquidationswert hinsichtlich der Berücksichtigung von **Unternehmensteuern**. Sofern eine konkrete Veräußerungsabsicht einzelner Vermögenswerte zum Stichtag besteht, fällt künftig eine effektive Steuerlast an, die im Rahmen der Bewertung wertmindernd zu berücksichtigen ist. Falls zum Bewertungsstichtag keine konkrete Veräußerungsabsicht besteht, dürfen beim NAV indes grundsätzlich keine (latenten) Unternehmensteuern zum Abzug gebracht werden.

Aufgrund des fehlenden **operativen Geschäftsbetriebs** bei vermögensverwaltenden Gesellschaften bestehen zwischen den einzelnen Vermögenswerten und Schulden der Gesellschaft i. d. R. keine Wechselwirkungen, so dass der Unternehmenswert vermögensverwaltender Gesellschaften grundsätzlich basierend auf den voneinander unabhängigen Vermögenswerten und Schulden und den daraus zufließenden Zahlungsströmen ermittelt werden kann. Folglich ergibt sich der Unternehmenswert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft im Wesentlichen aus der Ertragskraft ihrer Kapitalanlagen oder Immobilien, die sich in den betreffenden Marktwerten widerspiegelt.

Bei **aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen** wird der Unternehmenswert üblicherweise nach den Grundsätzen des IDW S 1 aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt.⁸⁷ Ein konzeptionell wesentlicher Unterschied des NAV gegenüber einem nach IDW S 1 ermittelten Unternehmenswert liegt in der Berücksichtigung von Steuern auf Anteilseignerebene. Während diese Steuern bei objektivierten Wertermittlungen zum Abzug zu bringen sind – und zwar sowohl beim Ertragswert als auch beim Liquidationswert –, erfolgt **keine Berücksichtigung der persönlichen Anteilseignersteuern** bei der Wertermittlung nach dem NAV-Ansatz. Dies kann durchaus als kritisch erachtet werden, da hierdurch der in Bewertungspraxis und Rechtsprechung anerkannte Abzug von persönlichen Steuern der Anteilseigner (Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag) auf die den Anteilseignern zufließenden Erträge bzw. Cashflows vollkommen außer Acht gelassen werden. Zudem ist für die Ermittlung der angemessenen Abfindung im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen auf die finanziellen Überschüsse abzustellen, die dem Minderheitsaktionär zukünftig entzogen werden. Da der NAV indes sämtliche Vermögens-

werte und Schulden des Bewertungsobjekts zu Zeitwerten erfasst, gibt der NAV insofern keine Auskunft darüber, welche künftigen finanziellen Überschüsse respektive Ausschüttungen des Bewertungsobjekts dem Anteilseigner entzogen werden.⁸⁸

Praxishinweis ► Beim NAV fehlt regelmäßig der Bezug zur Ausschüttungsfähigkeit, so dass keine persönlichen Steuern der Anteilseigner berücksichtigt werden. Im Ergebnis liegt der NAV c. p. stets über einem etwaigen Liquidationswert desselben Bewertungsobjekts.

VIII. Bewertung im Familien- und Erbrecht (IDW S 13)

Im Zusammenhang mit der Bewertung im **Familien- und Erbrecht** stellt das IDW mit IDW S 13 einen eigenen Standard zur Verfügung. Inhalt des IDW S 13 sind die Besonderheiten, die Wirtschaftsprüfer bei der Unternehmensbewertung zur Bestimmung von **Ausgleichs- bzw. Auseinandersetzungsansprüchen** im Rahmen vermögensrechtlicher Auseinandersetzungen im Familien- und Erbrecht berücksichtigen müssen. Der FAUB weist im Rahmen des IDW S 13 darauf hin, dass der Standard im Zusammenhang mit den übrigen bestehenden Regelungen zu familien- oder erbrechtlichen Auseinandersetzungen zu sehen ist. Ausdrücklich wird im IDW S 13 etwa darauf hingewiesen, dass der Standard **nicht für Bewertungen für erbschaftsteuerliche Zwecke** gilt. Insofern sind für Zwecke der ErbSt die einschlägigen Normen des ErbStG sowie des BewG zu beachten. Außerdem sind bei der Unternehmensbewertung stets auch die zivilrechtlichen Bestimmungen zu beachten, die mit den Ansprüchen im Familien- und Erbrecht einhergehen.

Der IDW S 13 stellt **keine Ausnahme vom allgemeinen Standard IDW S 1** dar. Das stellt der FAUB bereits in den Vorbemerkungen zum IDW S 13 klar. Damit ist auch die Unternehmensbewertung im Familien- und Erbrecht nach den Grundsätzen des IDW S 1 durchzuführen (es sei denn, es wurde zwischen den Parteien zulässigerweise ein anderes Bewertungsverfahren vereinbart).

Im Wesentlichen thematisiert der IDW S 13 **zwei Themenkomplexe**:⁸⁹

1. Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts;
2. Besonderheiten bei der Überleitung des Unternehmenswerts zum Ausgleichs- bzw. Auseinandersetzungsanspruch.

Die Ermittlung etwaiger Ansprüche erfolgt nach IDW S 13 somit **zweistufig**. Der nach den Grundsätzen des IDW S 1 ermittelte objektivierte Unternehmenswert stellt die im **ersten Schritt** zu bestimmende Ausgangsgröße dar. Erst im **zweiten Schritt** erfolgt basierend auf dem objektivierten Unternehmenswert die konkrete Bestimmung der Aus-

⁸⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 31.

⁸⁸ Vgl. auch Ruiz de Vargas, in: Bürgers/Körber (Hrsg.), Aktiengesetz, 4. Aufl. 2017, Anh. S 305 Tz. 64.

⁸⁹ Vgl. IDW S 13, Rz. 15 ff.

gleichs- bzw. Auseinandersetzungsansprüche. Sowohl beim Zugewinnausgleich als auch bei der Erbauseinandersetzung sind die individuellen Verhältnisse der betroffenen Parteien (regelmäßig natürliche Personen) zu berücksichtigen. Im zweiten Schritt sind nach IDW S 13 die jeweiligen individuellen ertragsteuerlichen Auswirkungen sowie etwaige Verfügungsbeschränkungen ausdrücklich zu erfassen. Regelmäßig wird der relevante Anteilswert für Zwecke der Bestimmung von Ansprüchen im Familien- und Erbrecht damit von dem rein rechnerischen, quotalen Unternehmenswert abweichen.

Praxishinweis ► Den Besonderheiten, die bei der Ermittlung von Ansprüchen im Familien- und Erbrecht und bei damit zusammenhängenden Bewertungsfragen zu beachten sind, tragen die Ausführungen von IDW S 13 explizit Rechnung.

Eine wesentliche Besonderheit im Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung im Familien- und Erbrecht ist, dass in familienrechtlichen Auseinandersetzungen bei Beendigung der **Zugewinnsgemeinschaft** das Anfangsvermögen und das Endvermögen zu ermitteln sind. Der Zugewinnausgleich wird aus dem Vergleich von Endvermögen zum Anfangsvermögen abgeleitet. Im Gegensatz zur „klassischen“ Unternehmensbewertung bestehen daher **zwei bewertungsrelevante Stichtage**. Eine weitere Besonderheit des IDW S 13 ist die Thematisierung von Ertragsteuereffekten in Form von latenten Steuern. Nach der Rechtsprechung des BGH ist zur Ermittlung des Ausgleichsanspruchs in Fällen des Zugewinnausgleichs eine fiktive Veräußerung des Unternehmens an einen Dritten zum jeweiligen Stichtag zu unterstellen.

IX. Schlussbemerkungen

Die jüngere Entwicklung in der Unternehmensbewertung hat gezeigt, dass Bewertungssachverhalte in der Praxis deutlich an Bedeutung gewonnen haben. Zugleich wächst der Anspruch an die Bewerter, einer zunehmenden Komplexität im Bewertungskalkül sachgerecht zu begegnen. Regelmäßig ergehen neue Urteile zur Unternehmensbe-

wertung, neue Standards werden definiert respektive konkretisiert und auch die Praxis der Unternehmensbewertung entwickelt sich weiter. Historisch niedrige Zinsen sowie steigende Unsicherheiten auf den globalen (Finanz-)Märkten seit der Finanzmarktkrise sind nur zwei aktuelle Beispiele, die zum Ausdruck bringen, dass die Unternehmensbewertungspraxis stets mit neuen Problemen konfrontiert wird.

Unternehmensbewertungen zeichnen sich dadurch aus, dass jedes Bewertungsobjekt eine individuelle Beurteilung erfordert. Besonderheiten bestehen in diesem Zusammenhang nicht nur bezüglich des jeweiligen Geschäftsmodells oder der Branche, dem Marktumfeld etc., sondern auch hinsichtlich des konkreten Bewertungsanlasses.

Der vorliegende Beitrag stellt den Status Quo der Unternehmensbewertung dar und stellt diesen ins Licht aktueller Entwicklungen beim Standardsetter IDW sowie der Rechtsprechung.

Die praxisorientierte Aufbereitung der in diesem Beitrag aufgegriffenen Bewertungsthemen sowie anwendungsorientierten Praxishinweise verdeutlichen die Hintergründe und das Vorgehen bei der Unternehmensbewertung.

AUTOREN



WP/StB Prof. Dr. Christian Zwirner

ist Geschäftsführer der Dr. Kleeberg & Partner GmbH WPG StBG, München, und Honorarprofessor an der Universität Ulm. Er beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit Grundsatzfragen der nationalen und internationalen (Konzern-)Rechnungslegung sowie mit Unternehmensbewertungen. Zwirner vertritt Kleeberg in verschiedenen Gremien. Hierdurch pflegt die Kanzlei den Transfer zwischen Wissenschaft und Praxis.

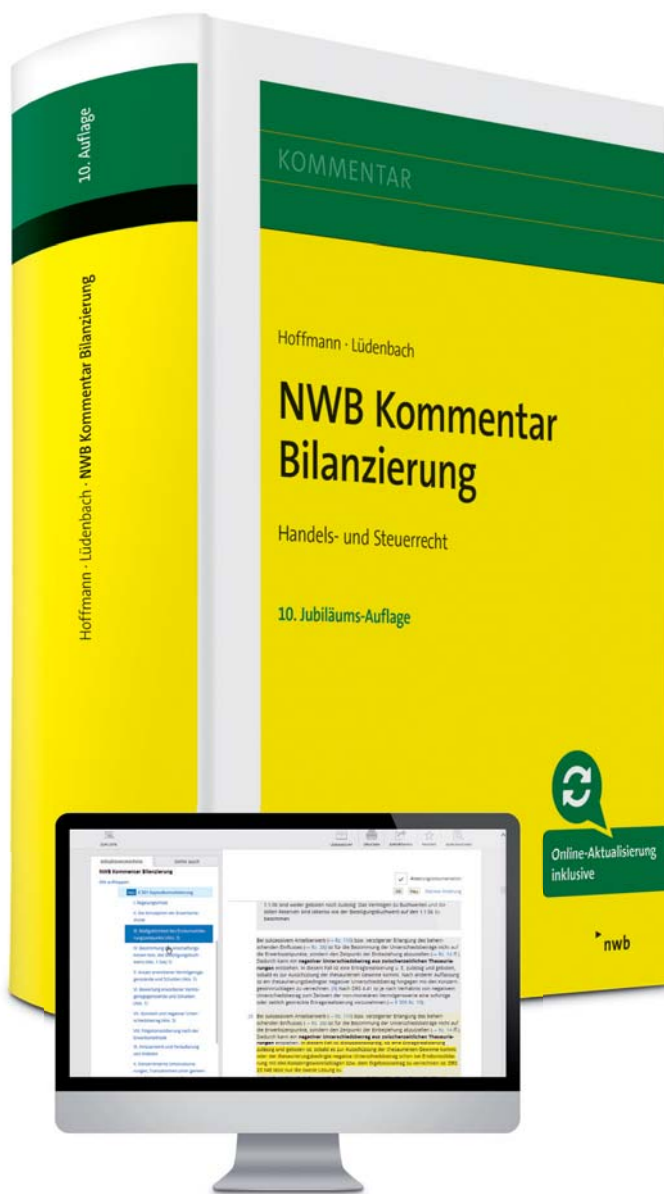


Gregor Zimny, M. Sc.

arbeitet bei der Dr. Kleeberg & Partner GmbH WPG StBG, München im Bereich Advisory. Er beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit Fragen der Unternehmensbewertung. Weitere Informationen unter www.unternehmensbewertung.de.

Eine glatte 10!

Viel gerühmt und höchst aktuell:
Der NWB Kommentar Bilanzierung. Bald in 10. Auflage!



- ✓ inkl. Online-Aktualisierung
- ✓ inkl. E-Mail-Newsletter

Alles begann mit dem BilMoG: Ein neuer Bilanz-Kommentar musste her, der das umfangreich geänderte HGB ganz **neu und aus einem Guss** kommentierte. Der „Hoffmann/Lüdenbach“ betrat die Szene und wurde schnell zu einem **„neuen Fixstern am Fachbuchhimmel“**, wie Michael Wendt, Vorsitzender Richter am BFH, es voller Anerkennung ausdrückte.

In Kürze, unzählige Reformen, Urteile und Gesetzesänderungen (wie z. B. BilRUG und CSR-RUG) später, geht die Erfolgsgeschichte des Kommentars in die 10. Runde! Und auch die Jubiläumsausgabe wird Sie durch den erfrischenden, meinungsfreudigen Stil der Autoren und den **hohen Praxisnutzen** überzeugen. Viele Beispiele, Buchungssätze mit direkt einsetzbaren Lösungen, laufende Querverweise und die überragende Aktualität des Werkes werden wieder dazu beitragen, dass dieser Kommentar bei Praktikern **„immer griffbereit auf dem Schreibtisch“** (Dr. Egmont Kulosa, Richter am BFH) oder auf dem Bildschirm ist.

Aktualität garantiert!

Mit dem Kommentar erhalten Sie einen Zugang zur **Online-Version, die alle drei Monate aktualisiert wird**. Diese steht Ihnen bis zum Erscheinen der nächsten Auflage des Kommentars zur Verfügung und hält Sie zuverlässig auf dem neuesten Stand!

NWB Kommentar Bilanzierung

Hoffmann · Lüdenbach

10. vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage.

2019. Ca. 2.900 Seiten. Gebunden.

ISBN 978-3-482-59370-3

📄 Online-Version + 🔄 Onlineaktualisierung inklusive

Subskriptionspreis bis zum 12.1.2019: nur 179,- €

Danach 199,- €

„[...] Der Kommentar hilft bei solchen neuen BilRUG-Fragen genauso gut weiter wie bei der Lösung altbekannter Probleme der Bilanzerstellung. Er ist daher den HGB-Anwendern auch in der neuen Auflage zu empfehlen.“

Dr. Andreas Haaker schreibt in WP Praxis 3/2016

Bestellen Sie jetzt unter www.nwb.de/go/shop

Bestellungen über unseren Online-Shop: Lieferung auf Rechnung, Bücher versandkostenfrei.

NWB versendet Bücher, Zeitschriften und Briefe CO₂-neutral. Mehr über unseren Beitrag zum Umweltschutz unter www.nwb.de/go/nachhaltigkeit

Individuell!



Foto: iStock.com/pong6400

Individualität zeichnet jedes Unternehmen und seinen Wert aus!

Bei der Bewertung ist es entscheidend, die individuellen Chancen und Risiken sowie Werttreiber des Unternehmens angemessen zu würdigen.

Bewertungsfragen gehören zu den schwierigsten betriebswirtschaftlichen Themenkomplexen, mit denen Unternehmen und Privatpersonen in der täglichen Praxis und auch darüber hinaus konfrontiert sind. Die Bewertungsanlässe sind dabei so zahlreich und vielschichtig wie bereits das Unternehmen selbst. Um zu einem angemessenen Unternehmenswert zu gelangen, muss der Berater daher die individuellen Besonderheiten des Bewertungsobjekts identifizieren. Nur so kann ein angemessener Unternehmenswert ermittelt werden, der individuelles Potenzial zum Ausdruck bringt.

Kleeberg als kompetenter Ansprechpartner rund um das Thema Unternehmensbewertung unterstützt Sie dabei, die individuellen Stärken Ihres Unternehmens zu identifizieren, bestehende Bewertungsrisiken rechtzeitig zu erkennen und die mit der Bewertung verfolgten Ziele bestmöglich zu erreichen.

Dr. Kleeberg & Partner GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

München | Hamburg
Member Crowe Global
www.kleeberg.de