

Niederstwerttest für Beteiligungen im Jahresabschluss nach HGB

Exemplarische Anwendung von IDW-S 1-Methoden auf Anteile an verbundenen Unternehmen

I. Einleitung

Beteiligungen sind „Anteile an anderen Unternehmen, die bestimmt sind, dem eigenen Geschäftsbetrieb durch Herstellung einer dauernden Verbindung zu jenen Unternehmen zu dienen“ (§ 271 Abs. 1 Satz 1 HGB). Ein Beteiligungsverhältnis wird widerlegbar vermutet, wenn die „Anteile an einer Kapitalgesellschaft [...] insgesamt den fünften Teil des Nennkapitals dieser Gesellschaft überschreiten“ (§ 271 Abs. 1 Satz 3 HGB). Sind darüber hinaus die Voraussetzungen von § 290 Abs. 1 und Abs. 2 Nr. 1 bis 3 HGB erfüllt, handelt es sich bei dem Beteiligungsunternehmen um ein Tochterunternehmen, das von dem die Anteile haltenden Mutterunternehmen beherrscht wird¹. In diesen Fällen gelten Mutter- und Tochterunternehmen als verbundene Unternehmen (§ 271 Abs. 2 HGB). „Anteile an verbundenen Unternehmen“ sind gem. § 266 Abs. 2 Nr. A.III.1. HGB in der einzelgesellschaftlichen Bilanz des Mutterunternehmens als Unterposten des Finanzanlagevermögens gesondert ausweispflichtig². Werden hingegen Anteile mit Beteiligungsabsicht gehalten, ohne dass ein Mutter-Tochter-Verhältnis vorliegt, ist ein Sonderausweis im Posten „Beteiligungen“ geboten (§ 266 Abs. 2 Nr. A.III.3. HGB).

Die vorliegende Fallstudie beschäftigt sich aus Vereinfachungsgründen mit der Folgebewertung von Anteilen an 100%igen Tochterunternehmen grundsätzlich unter Rückgriff auf IDW RS HFA 10 i.V.m. IDW S 1. Besonderes Augenmerk gilt dabei den dort gewährten Verfahrenswahlrechten. Daher gilt es nachfolgend die rechtlichen Grundlagen sowie die Vorgaben und Verfahrensalternativen zu skizzieren (unter II.), bevor an einem Fallbeispiel die Anwendung von Verfahren der Bewertung ganzer Unternehmen illustriert wird (unter III.). Der Beitrag endet mit einer kritischen Würdigung und einem Buchungssatz (unter IV.).

II. Grundzüge der Bewertung von Beteiligungen im HGB-Abschluss

1. Rechtsgrundlagen

Anteile an verbundenen Unternehmen sind im Zugangszeitpunkt mit ihren Anschaffungskosten gem. § 255 Abs. 1 HGB zu bewerten (§ 253 Abs. 1 Satz 1 HGB). Da ihre Nutzung nicht zeitlich begrenzt ist, entfällt die mit der zeitlichen Abnutzbarkeit verbundene Pflicht, die Anschaffungskosten um planmäßige Abschreibungen zu mindern (§ 253 Abs. 3 Satz 1 HGB). Stattdessen sind außerplanmäßige Abschreibungen vorzunehmen, wenn die Wertminderung (beizulegender Wert < Anschaffungskosten) voraussichtlich dauerhaft ist (§ 253 Abs. 3 Satz 3 HGB; sog. gemildertes Niederstwertprinzip). Anders als im sonstigen Anlagevermögen dürfen im Finanzanlage-

vermögen (somit auch bei Anteilen an verbundenen Unternehmen) außerplanmäßige Abschreibungen auf einen niedrigeren beizulegenden Wert vorgenommen werden, wenn die Wertminderung voraussichtlich nur vorübergehender Natur ist (§ 253 Abs. 3 Satz 4 HGB). Fällt der Grund für eine außerplanmäßige Abschreibung weg, besteht ein Zuschreibungsgebot (§ 253 Abs. 5 HGB).

Die Zugangs- und Folgebewertung der hier fokussierten Anteile an einem 100%igen Tochterunternehmen wird grundsätzlich in der IDW-Stellungnahme zur Rechnungslegung „Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke des handelsrechtlichen Jahresabschlusses“ (IDW RS HFA 10 i.d.F. vom 29.11.2012) angesprochen:

- Im Zugangszeitpunkt ist zu erwarten, dass die tatsächlichen Anschaffungskosten nicht höher sind als der subjektive Unternehmenswert gem. IDW S 1³ als Preisobergrenze der Anschaffungskosten⁴.
- Im Rahmen der Folgebewertung sind die Anschaffungskosten mit dem beizulegenden Wert am Abschlussstichtag zu vergleichen, der „[...] i.d.R. aus dem Ertragswert abzuleiten“ ist⁵. Dabei verweist IDW RS HFA 10 explizit auf IDW S 1. Demnach kann der als Ertragswert bezeichnete Zukunftserfolgswert entweder nach dem deutschen Ertragswertverfahren oder nach den angelsächsischen Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) ermittelt werden, weil „beide Verfahren auf der gleichen konzeptionellen Grundlage (Kapitalwertkalkül) beruhen und bei gleichen Bewertungsannahmen zu gleichen Unternehmenswerten führen“⁶.

Vor diesem Hintergrund gilt es nun insbesondere die Wahlrechte zu betrachten, die IDW S 1 explizit einräumt, bevor die Gewährleistung der gleichen Bewertungsannahmen an einem Fallbeispiel illustriert wird.

2. Überblick über IDW S 1

IDW S 1 beinhaltet die in Tab. 1 gezeigten Grundsätze⁷. Der Gutachter muss seine Funktion klären. Als neutraler Gutachter hat er einen objektivierten („von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängigen“⁸) Wert des Unternehmens zu ermitteln,

1 Ein Mutter-Tochter-Verhältnis kann darüber hinaus auch ohne Anteilsbesitz vorliegen; vgl. § 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB.

2 Zu einem Ausweis von „Anteilen an verbundenen Unternehmen“ kann es auch im Konzernabschluss des Mutterunternehmens bei Inanspruchnahme eines Konsolidierungswahlrechts gem. § 296 HGB kommen.

3 Die in IDW RS HFA 10 weiterhin vorgenommene Differenzierung, ob sich der Kaufpreis nach dem subjektiven Unternehmenswert der erwerbenden Gesellschaft oder deren Obergesellschaft bemisst, kann für den hier betrachteten Fall eines einstufigen Konzerns bestehend aus einem Mutter- und einem 100%igen Tochterunternehmen außer Betracht bleiben; vgl. IDW RS HFA 10, Rn. 5 ff.

4 IDW RS HFA 10, Rn. 5.

5 IDW RS HFA 10, Rn. 3.

6 IDW RS HFA 10, Rn. 3.

7 Die Ausführungen in diesem Abschnitt sind nahezu wörtlich entnommen aus: Lorson u.a., in: Seicht (Hrsg.), Jahrbuch für Rechnungswesen und Controlling 2014, 2014, S. 479-496, hier S. 480-482.

8 IDW S 1, Rn. 12.

AUTOREN

Prof. Dr. Peter Lorson ist Inhaber der Professur für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre: Unternehmensrechnung und Controlling an der Universität Rostock; Direktor des dortigen An-Instituts für Bankrecht und Bankwirtschaft e.V. sowie Mitglied im wissenschaftlichen Beirat der Dornbach Valuation GmbH, München.

StB Dipl.-Kfm. Armin Pfirmann ist geschäftsführender Gesellschafter, Leiter der Steuerabteilung bei der Dornbach GmbH und Leiter der Dornbach-Niederlassung Saarbrücken sowie Lehrbeauftragter für Betriebswirtschaftliche Steuerlehre und Wirtschaftsprüfung an der Universität des Saarlandes, Saarbrücken.

Dr. Thomas Tesche, CVA, ist Mitarbeiter im Kompetenzteam Valuation sowie nationale und internationale Bilanzierung bei der Dornbach GmbH, Niederlassung Saarbrücken.

Keywords

Beteiligungsbewertung

HGB-Abschluss

Niederwerttest

Unternehmensbewertung

verbundene Unternehmen

als Berater oder Schiedsgutachter hingegen einen subjektiven Entscheidungswert („unter Berücksichtigung der vorhandenen individuellen Möglichkeiten und Planungen“⁹). Grundsätzlich ist im Wege einer Gesamtbewertung ein Zukunftserfolgswert zu bestimmen. Dieser zerfällt regelmäßig in einen Fortführungswert der betriebsnotwendigen Vermögensteile und einen Nicht-Fortführungswert der nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile, die „frei veräußert werden (können), ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium)“¹⁰. Von besonderer Relevanz für die Wertermittlung ist der Informationsstand des Bewerter, sodass neben der Funktion auch der Bewertungsstichtag zu fixieren ist¹¹.

to-Equity-(FtE-)Verfahren – einer Variante des DCF-Verfahrens – wird der Unternehmenswert direkt durch Diskontierung der Nettozuflüsse mit dem risikoadäquaten Eigenkapitalzinssatz errechnet¹⁶. Die alternativ anwendbaren DCF-Verfahren ermitteln den Unternehmenswert indirekt¹⁷. Berechnet wird zunächst der Gesamtunternehmenswert durch Diskontierung von Brutto-Cashflows, die Eigen- und Fremdkapitalgeber beanspruchen können, mit einem risikoadäquaten Gesamtkapitalkostensatz. Zum Unternehmenswert gelangt der Bewerter danach durch Subtraktion des Marktwerts des Fremdkapitals¹⁸.

Es gibt aber auch Unternehmensbewertungsverfahren, die risikolose Zinssätze verwenden. Wird der Gesamtunternehmenswert etwa nach dem Adjusted-Present-Value-Verfahren (APV-Verfahren) errechnet, kommt neben risikoangepassten Eigenkapitalkosten auch ein risikoloser Zins zur Anwendung. Mit einem risikolosen Zinssatz wird nur der Vorteil aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit des Fremdkapitals (Fremdkapitalzins) diskontiert¹⁹. Ganz ohne risikoangepasste Zinssätze kommt das Sicherheitsäquivalenzverfahren aus, dem – obwohl in IDW S 1 nicht genannt – im WP-Handbuch wegen seiner großen Bedeutung im deutschsprachigen wissenschaftlichen Schrifttum – eine Äquivalenz zum o.g. Ertragswertverfahren bescheinigt wird²⁰. Daher wird dieses Verfahren hier als implizite Verfahrensalternative angesehen, die mit IDW S 1 kompatibel ist und insoweit unter die IDW-S 1-Verfahren im weiteren Sinne gezählt wird. Für das Sicherheitsäquivalenzverfahren ist charakteristisch, dass zunächst die unsicheren Ertragsüberschüsse des Ertragswertverfahrens in äquivalente sichere Überschüsse transformiert werden, um sie hernach mit einem sicheren (risikolosen) Zinssatz (Basiszins) zu diskontieren.

Unter Berücksichtigung der IDW-S 1-Verfahren im weiteren Sinne können Wirtschaftsprüfer den (objektivierten oder subjektiven) Unternehmenswert alternativ z.B. wie folgt ermitteln:

- nach dem Ertragswertverfahren in der Variante des Sicherheitsäquivalenzverfahrens, d.h. durch Diskontierung von Sicherheitsäquivalenten mit dem Basiszins,

Grundsätze	Inhalt
Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks	Festlegung der Funktion des Bewerter
Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit	Unterscheidung zwischen betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen
Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens	Grundsätzlich Fortführungsprämisse <ul style="list-style-type: none"> • Zahlungsstromorientierung (Zuflussprinzip)
Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	Nicht-Fortführungsprämisse (Tendenz) <ul style="list-style-type: none"> • Berücksichtigung ertragsteuerlicher Einflüsse
Stichtagsprinzip	Zeitpunktbezogene Bewertung
Unbeachtlichkeit des Vorsichtsprinzips	<ul style="list-style-type: none"> • Kein bilanzielles Vorsichtsprinzip • Berücksichtigung des Risikos im Zahlungsstrom oder im Kapitalisierungszinssatz
Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze	Grundsatz der Klarheit der Berichterstattung

Tab. 1: Grundsätze der Unternehmensbewertung nach IDW S 1¹²

IDW S 1 räumt zur Ermittlung objektivierter und subjektiver Unternehmenswerte Verfahrensalternativen ein, die zu identischen Unternehmenswerten führen (müssten)¹³. So kann der Bewerter zwischen dem Ertragswert¹⁴ und den DCF-Verfahren¹⁵ in unterschiedlichen Varianten wählen (vgl. Tab. 2 auf S. 326). Beim Ertragswertverfahren bzw. Flow-

9 IDW S 1, Rn. 12.
 10 IDW S 1, Rn. 59.
 11 Vgl. Ruthardt/Hachmeister, WPg 2012 S. 457-459.
 12 In enger Anlehnung an: Lorson u.a., a.a.O. (Fn. 7), S. 481.
 13 Vgl. Tab. 2.
 14 Vgl. IDW (Hrsg.), WP Handbuch 2014 Band II, 14. Aufl. 2014, Abschnitt A Rn. 171 ff.
 15 Vgl. IDW, a.a.O. (Fn. 14), Abschnitt A Rn. 175 ff.

16 Vgl. IDW, a.a.O. (Fn. 14), Abschnitt A Rn. 173.
 17 Vgl. IDW, a.a.O. (Fn. 14), Abschnitt A Rn. 161 ff.
 18 Dabei kann es sich um einen objektivierten Wert des Unternehmens „wie es steht und liegt“ oder um einen subjektiven Wert des Unternehmens unter Berücksichtigung bestimmter Synergien und dergleichen des Erwerbers (oder eines übergeordneten Mutternehmens) handeln.
 19 Vgl. Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung, 4. Aufl. 2012, S. 125; Perridon/Steiner/Rathgeber, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 16. Aufl. 2012, S. 228.
 20 Vgl. IDW, a.a.O. (Fn. 14), Abschnitt A Rn. 321 ff.

Niederwerttest für Beteiligungen im Jahresabschluss nach HGB

- nach der in IDW S 1 benannten und in der Bewertungspraxis weit verbreiteten Variante des Ertragswertverfahrens, d.h. durch Diskontierung von Ertragsüberschüssen mit dem um einen – aus einer seitens des Fachausschusses Unternehmensbewertung (FAUB) des IDW vorgegebenen Bandbreite – gegriffenen Zuschlag erhöhten Basiszins i.V.m. einem individuellen Betafaktor (unter Rückgriff auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM)),
- nach dem (in IDW S 1 angeführten) Weighted Average Cost of Capital-(WACC-)Verfahren durch Kürzung des mit einem Gesamtkapitalkostensatz bestimmten Barwerts von Brutto-Cashflows um den Marktwert des Fremdkapitals, wobei c.p. die eigenkapitalbezogene Komponente durch Erhöhung des Basiszinses nicht unter Rückgriff auf die FAUB-Empfehlung, sondern gemäß eigenständiger Berechnungen erfolgt.

Unzulässig ist es hingegen, statt einer originären Unternehmensbewertung jene vereinfachten Verfahren zu verwenden, die IDW S 1 unter Hilfs- und Kontrollwerten aufführt. „Diese können nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung treten“²¹.

Bewertungsschritt	Alternativen
Verfahren zur Transformation der Ertragsüberschüsse (Cashflows) des Unternehmens in Netto-Zuflüsse des Investors	<ul style="list-style-type: none"> • Direkt: Ertragswert-, Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren (hier: Flow to Equity (FTE)-Verfahren) • Indirekt: DCF-Verfahren (hier: WACC-, Total Cashflow- (TCF-; auch WACC-TCF) oder Adjusted Present Value (APV)-Verfahren)
Berücksichtigung des Risikos	<ul style="list-style-type: none"> • Zinszuschlagsmethode (Risikozuschlagsmethode) • Implizit: Sicherheitsäquivalenzmethode (Ergebnisabschlagsmethode)
Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes (Eigenkapitalkosten)	<ul style="list-style-type: none"> • Basiszins • Risikoprämie: gegriffen gem. FAUB-Empfehlung oder originär ermittelt – jeweils i.V.m. CAPM bzw. Tax-CAPM
Ermittlung des Barwerts	<ul style="list-style-type: none"> • Objektivierter Unternehmenswert • Subjektiver Unternehmenswert
Hilfs- und Kontrollwerte zur Plausibilisierung	<ul style="list-style-type: none"> • Liquidationswert (Wertuntergrenze) • Substanzwert • Börsenpreis (Wertuntergrenze bei aktienrechtlichen Verfahren) • Vereinfachte Preisfindungen (z.B. ergebnis-, umsatz- oder produktmengenorientierte Multiplikatoren)

Tab. 2: Verfahrensalternativen bei der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 im weiteren Sinne²²

Im Folgenden gilt es nun, die Anwendung der Verfahrensalternativen zur Ermittlung des niedrigeren beizulegenden Werts zu illustrieren.

III. Fallbeispiel

1. Ausgangssituation und Aufgabenstellung

Im Rahmen der neuen strategischen Ausrichtung der Kinouniversum AG, Düsseldorf, soll der Kundenkreis, der eher an Filmklassikern als an Blockbustern interessiert ist, stärker angesprochen werden. Zu diesem Zweck wurden im August 2013 100% der Anteile der börsennotierten Zweitausendzwoölf AG, Köln, erworben.

Nunmehr wird der Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2013 erstellt. Hierfür soll der beizulegende Wert der Anteile an der Zweitausendzwoölf AG zum 31.12.2013 aus Sicht der Kinouniversum AG ermittelt werden. Dass die oben benannten Verfahrenswahlrechte konsistent angewandt barwertäquivalente Alternativen darstellen, soll nun ebenso illustriert werden, wie eine Quelle der Inkonsistenz zwischen unterschiedlichen Bewertern, wenn diese im Rahmen der kapitalmarktorientierten Ableitung des Diskontierungszinssatzes jeweils unter Rückgriff auf das CAPM

- die Rendite des Marktportfolios anhand eines verbreiteten Modells selbst berechnen (Variante I) oder
- die Marktrisikoprämie unter Rückgriff auf die FAUB-Empfehlung aus diesem Renditeintervall greifen (Variante II).

Variante I ist in Deutschland bei auf Unternehmensbewertungen spezialisierten (internationalen) Unternehmen weit verbreitet, die ihr Kerngeschäft nicht im Bereich Wirtschaftsprüfung haben. Sie wird anhand der nachfolgend mit a) bis e) bezeichneten Verfahren dargestellt, während Variante II exemplarisch unter f) betrachtet wird. Im Einzelnen handelt es sich um folgende Methoden²³:

- FTE-Verfahren (ohne Rückgriff auf die FAUB-Empfehlung),
- Ertragswertverfahren unter Rückgriff auf Sicherheitsäquivalente (als Exkurs zu dieser als implizit IDW-S 1-konform anzusehenden Verfahrensalternative) (ohne Rückgriff auf die FAUB-Empfehlung),
- WACC-Verfahren (ohne Rückgriff auf die FAUB-Empfehlung),
- TCF-Verfahren (ohne Rückgriff auf die FAUB-Empfehlung),
- APV-Verfahren (ohne Rückgriff auf die FAUB-Empfehlung),
- Ertragswertverfahren mit Marktrisikoprämie gem. FAUB-Empfehlung.

Die nachfolgenden Berechnungen gründen auf folgenden Annahmen:

- Der Kaufpreis für 100% der Anteile betrug 8.500 GE. Aktivierungspflichtige Nebenkosten sollen nicht angefallen sein. Mithin entspricht der Kaufpreis den Anschaffungskosten im Zugangszeitpunkt.
- Der (barwertäquivalente) Basiszins, d.h. der Zinssatz für die Anlage in risikofreie Investitionsanlagen, betrage 3,5% p.a.
- Der Marktwert des Fremdkapitals der Zweitausendzwoölf AG beträgt 2.000 GE und wurde zu einem üblichen Zinssatz i.H.v. 5,45% p.a. aufgenommen.
- Die Zweitausendzwoölf AG besitzt kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen.
- Aufgrund der Analyse der letzten sieben Geschäftsjahre (Vergangenheitsanalyse) und einer Plausibilisierung der Planung wird davon ausgegangen, dass die freien Cashflows vor Steuern und Zinsen (= Einzahlungsüberschüsse) zukünftig gleichbleibend 450 GE betragen werden (sog. Rentenfall).
- Der Unternehmensteuersatz beträgt 25%, hierin sollen auch die Effekte aus der Vollausschüttungshypothese bei der Beteiligungs-

21 IDW S 1, Rn. 144. Sie können aber Anlass geben, „auch die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu überprüfen und - soweit dabei gewonnene bessere Erkenntnisse (z.B. in Bezug auf die Ertrags-erwartungen) dies erfordern - zu korrigieren“; IDW S 1, Rn. 167.

22 In enger Anlehnung an: Lorson u.a., a.a.O. (Fn. 7), S. 482.

23 Im Folgenden wird auf Einzelnachweise bei den Berechnungsschritten verzichtet. Die Vorgehensweise folgt dem gängigen Schrifttum, hierzu zählen z.B. Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung, 4. Aufl. 2013; Bieg/Kußmaul, Investition, 2. Aufl. 2012; Hachmeister, Der Discounted Cash-Flow als Maß der Unternehmenswertsteigerung, 4. Aufl. 2000; Henselmann/Kniest, Unternehmensbewertung, 4. Aufl. 2010; Hommel/Dehmel, Unternehmensbewertung case by case, 4. Aufl. 2009; IDW, a.a.O. (Fn. 14), Kapitel A; Zwirner/Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung, 2013; Volpert, Kapitalwert und Ertragsteuern, 1989.

bewertung aus Sicht der Kinouniversum AG abgegolten sein²⁴.

- Die Geschäftsführung der Kinouniversum AG ist risikoavers. Der notwendige Abschlag auf unsichere zukünftige Cashflows beträgt 31,97%.
- Der zur Anwendung des CAPM notwendige Beta-Wert soll aus historischen Aktienrenditen ermittelt werden. Hierzu wurden für die letzten zwölf Jahre die Renditen der Zweitausendzwoölf AG und des Marktportfolios ermittelt (vgl. Tab. 3)²⁵.

Jahr	Rendite des Marktportfolios in %	Historische Aktienrendite in %
2002	4	5
2003	7	6
2004	5	2
2005	4	1
2006	3	5
2007	2	5
2008	4	7
2009	6	9
2010	5	7
2011	5	11
2012	6	12
2013	5	13

Tab. 3: Renditen von Marktportfolio und Zweitausendzwoölf AG in den Jahren 2002 bis 2013

Die beispielhafte Anwendung der unter a) bis e) bezeichneten Verfahren zur Ermittlung des beizulegenden Werts erfolgt zunächst in allgemeiner Form. Die dabei verwendeten Symbole sind aus Tab. 4 ersichtlich.

2. Berechnung des beizulegenden Werts zum 31.12.2013

a) Flow-to-Equity-Verfahren (ohne Marktrisikoprämie gem. FAUB)

Charakteristisch für eine Unternehmensbewertung nach der FtE-Methode ist, dass den Eigentümern zufließende Einzahlungsüberschüsse mit einem Eigenkapitalzins diskontiert werden. Bewertungsrelevant sind also einerseits die operativen Überschüsse nach Zins- und Steuerzahlungen sowie nach Tilgungen und Fremdkapitalaufnahmen und andererseits der Eigenkapitalzins eines verschuldeten Unternehmens. Dieser Zinssatz reflektiert sowohl das (systematische) operative als auch das Finanzierungsrisiko, welches sich aus der Kapitalstruktur ergibt. In allgemeiner Form lautet die FtE-Formel zur Bestimmung des Unternehmenswerts (UW) aus Sicht der Eigentümer (UW = EK (Marktwert des Eigenkapitals)) im gegebenen Rentenfall:

$$UW = \frac{[FCF - (FK \times r_{FK})] \times (1 - s)}{r_{EK(v)} \times (1 - s)}$$

$$= \frac{FCF - (FK \times r_{FK}) + s \times FK \times r_{FK}}{r_{EK(v)}} = \frac{FCF_{FIE}}{r_{EK(v)}}$$

24 Hierbei handelt es sich um die Fiktion nicht abzugsfähiger Betriebsausgaben bei der Vereinnahmung der Dividenden i.H.v. 5% (vgl. § 8b Abs. 5 KStG).

25 Die nachfolgende Berechnung des Beta-Faktors anhand eines Beobachtungszeitpunkts pro Jahr dient der Illustration der Rechentechnik. Tatsächlich werden in der Praxis Fünf-Jahres-Beta-Faktoren bei monatlichen Renditen, Zwei-Jahres-Beta-Faktoren bei wöchentlichen Renditen, Ein-Jahres-Beta-Faktoren über einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren bei wöchentlichen oder täglichen Renditen verwendet; vgl. IDW, a.a.O. (Fn. 14), Abschn. A Rn. 365.

Symbol	Inhalt	Symbol	Inhalt
β	Beta	r_m	Rendite des Marktportfolios
EK	Marktwert des Eigenkapitals (= UW)	RP	Risikoprämie
FCF	Free Cashflow	s	Steuersatz
FK	Marktwert des Fremdkapitals	$S\ddot{A}E$	Sicherheitsäquivalenter Ertrag
GK	Marktwert des Gesamtkapitals	t	Zeitpunkt
i_{rf}	Zinssatz für eine risikofreie Anlage	TS	Tax-Shield
$r_{EK(u)}$	Eigenkapitalrendite eines unverschuldeten Unternehmens	UW	Unternehmenswert (= EK)
$r_{EK(v)}$	Eigenkapitalrendite eines verschuldeten Unternehmens	UW_{ges}	Marktwert des Gesamtkapitals
$\mu(E)$	Erwartungswert	x	Rendite des Marktportfolios
r_{FK}	Fremdkapitalrendite	y	historische Aktienrendite

Tab. 4: Verwendete Symbole

Der Zinssatz soll annahmegemäß unter Rückgriff auf das CAPM abgeleitet werden. Beim CAPM entspricht die erwartete Rendite r dem Diskontierungszins. Dieser setzt sich zusammen aus dem risikofreien Zins (Basiszins) i_{rf} und der Risikoprämie $r_m - i_{rf}$ für Anlagen, die dem Risiko des Marktportfolios entsprechen. Zu berücksichtigen ist des Weiteren der Risikograd des Unternehmens (β), der hier aus historischen Aktienrenditen abzuleiten ist. Die Berechnungsformel für den Diskontierungszins (hier Eigenkapitalkosten eines verschuldeten Unternehmens) lautet somit:

$$r_{EK(v)} = i_{rf} + (r_m - i_{rf}) \times \beta_v$$

Um diese Formel anwenden zu können, muss zuvor β_v (Beta des verschuldeten Unternehmens) berechnet werden, wobei nun eine Regression über die historischen Renditen des Marktportfolios und die historischen Aktienrenditen der Zweitausendzwoölf AG vorzunehmen ist. Die zugehörige Formel lautet:

$$\beta_v = \frac{n \times \sum_{t=1}^n x_t \times y_t - \sum_{t=1}^n x_t \times \sum_{t=1}^n y_t}{n \times \sum_{t=1}^n x_t^2 - (\sum_{t=1}^n x_t)^2}$$

Die Inputgrößen zur Ermittlung von β_v werden in Tab. 5 auf S. 328 unter Rückgriff auf Tab. 3 abgeleitet.

Hieraus ergibt sich 1,0968 für β_v :

$$\beta_v = \frac{12 \times 410 - 56 \times 83}{12 \times 282 - 3.136} = \frac{272}{248} = 1,0968$$

Um $r_{EK(v)}$ berechnen zu können, bedarf es noch der Rendite des Marktportfolios. Hierzu wird in jüngerer Zeit die Nutzung des arithmetischen Mittels i.V.m. einem Abschlag (statt des früher präferierten geometrischen Mittels) empfohlen²⁶. Dabei ist die Fristenkongruenz zu wahren. Unter der Annahme, dass ein langfristiges Investment (ohne erkennbare Veräußerungsabsicht) angestrebt wird, wäre der Rückgriff auf einen unendlichen Zeitraum geboten. Tatsächlich müssen kürzere Zeiträume von 30 oder 50 Jahren herangezogen werden. Nachfolgend wird angenommen, dass die langfristig ermittelte Rendite des Marktportfolios 5% beträgt, woraus für $r_{EK(v)}$ ein Wert von 5,1452% resultiert:

$$r_{EK(v)} = 0,035 + (0,05 - 0,035) \times 1,0968 = 5,1452\%$$

26 Vgl. IDW, a.a.O. (Fn. 14), Abschn. A Rn. 360.

Jahr	Rendite des Marktportfolios in %	Historische Aktienrendite in %	
n	x	y	x * y
2002	4	5	20
2003	7	6	42
2004	5	2	10
2005	4	1	4
2006	3	5	15
2007	2	5	10
2008	4	7	28
2009	6	9	54
2010	5	7	35
2011	5	11	55
2012	6	12	72
2013	5	13	65
Σ	56	83	410
$\Sigma(\)^2$	282	729	
$(\Sigma)^2$	3.136	6.889	

Tab. 5: Ableitung von β aus Aktien- und Marktrenditen

Damit sind alle Inputfaktoren für die Berechnung des beizulegenden Werts bekannt.

$$\begin{aligned}
 UW &= \frac{450 \text{ GE} - (2.000 \text{ GE} \times 0,0545) + (0,25 \times 0,0545 \times 2.000 \text{ GE})}{0,051452} \\
 &= \frac{368,25}{0,051452} = 7.157,16 \text{ GE}
 \end{aligned}$$

Da UW den Buchwert unterschreitet, ist eine Niederwertabschreibung geboten.

b) Sicherheitsäquivalenzverfahren (ohne Marktrisikoprämie gem. FAUB)

Das Sicherheitsäquivalenzverfahren wurde vorstehend als eine implizit zulässige Verfahrensalternative bei Anwendung von IDW S 1 identifiziert. Es handelt sich um ein Verfahren, bei dem das aus der Unsicherheit resultierende Risiko nicht im Zinssatz durch einen Zuschlag (wie beim Ertragswertverfahren, welches dem FtE-Verfahren entspricht), sondern im Zahlungsstrom durch einen Abschlag auf die Einnahmenüberschüsse Berücksichtigung findet. Den Ausgangspunkt bilden die beim Ertragswertverfahren gem. IDW S 1 für die Zukunft geplanten Einnahmeüberschüsse, die den Unternehmenseignern zufließen werden.

Das Sicherheitsäquivalent entspricht einem sicheren Einnahmeüberschuss, der aus Sicht des Investors der prognostizierten Ertragsverteilung gleichwertig ist. Er ist entweder vom Investor direkt zu erheben, muss hier aber rechnerisch in Übereinstimmung mit dem vorstehenden Ergebnis bestimmt werden, um eine konsistente Anwendung der Verfahrensalternativen sicherzustellen. Der sicherheitsäquivalente Ertrag ($S\ddot{A}E$) lässt sich dabei aus dem Erwartungswert ($\mu(E)$) und unter Berücksichtigung des Risikos (r) ableiten. Dabei entspricht der sichere Ertrag einem Ertrag, der sich ergeben würde, wenn der Investitionsbetrag in eine risikolose (i_{rf}) Anlage angelegt werden würde. Ein Sicherheitsäquivalent, welches über (un-

ter) dem Erwartungswert liegt, ergibt sich bei einem Investor, der risikofreudig (risikoscheu) ist:

$$\begin{aligned}
 S\ddot{A}E &= \mu(E) + r \rightarrow \text{risikofreudig} \\
 S\ddot{A}E &= \mu(E) - r \rightarrow \text{risikoavers} \\
 S\ddot{A}E &= \mu(E) \rightarrow \text{risikoneutral}
 \end{aligned}$$

Um den Unternehmenswert folglich nach der Ertragswertmethode unter Verwendung von Sicherheitsäquivalenten zu berechnen, gilt im Rentenfall folgende Formel:

$$UW = \frac{S\ddot{A}E}{i_{rf}}$$

Der Investor gilt im vorliegenden Fall als risikoavers und möchte daher für die Ermittlung des Unternehmenswerts sein empfundenes Risiko als einen Ergebnisabschlag (Risikoabschlag) i.H.v. 31,97% berücksichtigen. Damit ergibt sich ein Unternehmenswert i.H.v. rund 7.157,16 GE:

$$UW = \frac{S\ddot{A}E}{i_{rf}} = \frac{[450 \text{ GE} - (0,0545 \times 2000 \text{ GE}) + 27,25 \text{ GE}] \times (1 - 0,3197)}{0,035}$$

Bei jedem anderen Risikoabschlag wäre der Unternehmenswert gem. Sicherheitsäquivalenzmethode von dem vorstehend berechneten Unternehmenswert abgewichen. Um die Konsistenz zu gewährleisten, wurde der vorgegebene Ergebnisabschlag (als absoluter Betrag) rechnerisch unter Rückgriff auf die Ergebnisse unter a) wie folgt bestimmt:

$$\frac{FCF_{FtE}}{r_{EK(v)}} = \frac{S\ddot{A}E}{i_{rf}} = \frac{FCF_{FtE} - r}{i_{rf}}$$

bzw.

$$\frac{368,25}{0,051452} = \frac{368,25 - r}{0,035}$$

Gerundet ergeben sich im Einzelnen: $S\ddot{A}E = 250,52 \text{ GE}$, $r = 117,73$ bzw. in Prozent $(117,73/368,25) = 31,97\%$.

Da der beizulegende Wert dem gem. FtE-Verfahren entspricht, führt auch das Sicherheitsäquivalenzverfahren zu einer Niederwertabschreibung.

c) WACC-Verfahren (ohne Marktrisikoprämie gem. FAUB)

Der WACC-Ansatz zeichnet sich dadurch aus, dass zunächst Cashflows ermittelt werden, die zur Befriedigung aller Kapitalgeber, d.h. sowohl der Fremd- als auch der Eigenkapitalgeber, zur Verfügung stehen. Im Unterschied zum FtE-Ansatz wird zudem die steuerliche Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen (sog. Tax-Shield) nicht explizit und periodengenau im Cashflow abgebildet, sondern im Rahmen der Kapitalkostenermittlung pauschal modelliert.

Darüber hinaus handelt es sich beim WACC-Ansatz deshalb um ein Verfahren der indirekten Ermittlung des Unternehmenswerts, weil durch die Diskontierung der allen Investoren zustehenden Cashflows mit dem gewogenen Gesamtkapitalkostensatz der Marktwert des Gesamtkapitals errechnet wird. Da dieser definitionsgemäß die

Summe aus dem Marktwert des Eigenkapitals (EK) und dem Marktwert des Fremdkapitals (FK) darstellt, ist EK als Gesamtunternehmenswert minus FK (im Beispiel mit 2.000 GE vorgegeben²⁷) zu berechnen.

Bei Anwendung des WACC-Verfahrens tritt nun ein Zirkularitätsproblem auf. Um EK berechnen zu können, wird dieser Wert bereits als Gewicht im Rahmen der WACC-Ermittlung benötigt. Eine Lösung für dieses Problem besteht darin, sich der gesuchten Größe auf iterativem Weg zu nähern²⁸ (vgl. Tab. 6).

Insgesamt sind also im Rentenfall folgende Rechenschritte durchzuführen:

Ermittlung des Unternehmenswerts als $UW_{ges} - FK$, wobei

$$UW_{ges} = \frac{FCF}{WACC}$$

und

$$WACC = r_{EK(v)} \times \frac{EK}{GK} + r_{FK} \times (1 - s) \times \frac{FK}{GK}$$

Die Zusammenführung der vorstehenden Formeln ergibt:

$$UW = EK$$

$$= UW_{ges} \frac{FCF}{r_{EK(v)} \times \frac{EK}{GK} + r_{FK} \times (1 - s) \times \frac{FK}{GK}} - FK$$

Unter Verwendung der für das FtE-Verfahren berechneten Eigenkapitalkosten eines verschuldeten Unternehmens ($r_{EK(v)}$) i.H.v. 5,1452%, hat das Iterationsverfahren folgendes Aussehen, wenn der Unternehmenswert in der Ausgangssituation alternativ i.H.v. 4.000 GE und 8.000 GE angenommen wird.

Angenommener EK	β	$r_{EK(v)}$	WACC	Ermittelter EK	Ermittelter UW_{ges}
4.000,00	1,09680	0,051452	0,0479263	7.389,41	9.389,41
5.000,00	1,09680	0,051452	0,0484300	7.291,76	9.291,76
5.700,00	1,09680	0,051452	0,0487047	7.239,35	9.239,35
5.966,74	1,09680	0,051452	0,0487967	7.221,93	9.221,93
6.000,00	1,09680	0,051452	0,0488078	7.219,85	9.219,85
6.500,00	1,09680	0,051452	0,0489633	7.190,56	9.190,56
7.000,00	1,09680	0,051452	0,0491016	7.164,68	9.164,68
7.100,00	1,09680	0,051452	0,0491274	7.159,86	9.159,86
7.150,00	1,09680	0,051452	0,0491401	7.157,49	9.157,49
7.157,16	1,09680	0,051452	0,0491419	7.157,16	9.157,16
7.200,00	1,09680	0,051452	0,0491527	7.155,15	9.155,15
8.000,00	1,09680	0,051452	0,0493366	7.121,02	9.121,02

Tab. 6: Iterative Ermittlung des Unternehmenswerts im WACC-Verfahren

27 Laut Literatur stimmt der Marktwert des Fremdkapitals mit dem Buchwert des Fremdkapitals überein, wenn die vereinbarten oder zukünftig zu erwartenden Kreditkonditionen mit den gegenwärtigen Fremdkapitalkonditionen am Markt übereinstimmen.

28 Dabei wird wiederum zunächst ein Marktwert des Eigenkapitals angenommen und dann zur Berechnung eines vorläufigen Diskontierungssatzes verwendet. Danach folgt eine Diskontierung der bewertungsrelevanten Cashflows mithilfe des vorläufigen WACCs, so dass der Marktwert des Eigenkapitals bestimmt werden kann. Dies kann per Hand, aber auch mithilfe von Excel gelöst werden. Entsprechen sich der angenommene und der ermittelte Marktwert des Eigenkapitals, ist der WACC gefunden. Anderenfalls muss ein höherer oder niedrigerer Marktwert angenommen und die Rechnung wiederholt werden.

Unter diesen Voraussetzungen erhält man einen WACC i.H.v. 4,79% bzw. 4,93% und Unternehmenswerte von 7.389,41 GE bzw. 7.121,02 GE. In der Folge gelangt man sukzessive zu einem angenommenen WACC-EK-Gewicht von 7.157,16 GE und einem resultierenden WACC i.H.v. 4,91419%, bei dem das angenommene WACC-Gewicht und das Rechenergebnis für den Unternehmenswert nach dem WACC-Verfahren übereinstimmen (= 7.157,16 GE).

Mithin lautet die Rechnung:

$$EK = UW_{ges} - FK = \frac{FCF}{WACC} - FK$$

$$= \frac{450 \text{ GE}}{0,0491419} - 2.000 \text{ GE} = 7.157,16 \text{ GE}$$

Im Ergebnis besteht eine Pflicht zur außerplanmäßigen Abschreibung.

d) Total Cashflow-Ansatz (ohne Marktrisikoprämie gem. FAUB)

Der TCF-Ansatzes wird im WP-Handbuch als eine Variante des WACC-Verfahrens angesehen und als WACC-TCF-Verfahren bezeichnet²⁹. Diese Methode kombiniert Merkmale des FtE- und des WACC-Verfahrens. Zu diskontieren ist – wie im WACC-Verfahren – ein gesamt kapitalbezogener (allen Investoren) zustehender Cashflow, wobei anders als im WACC-Verfahren die steuerliche Begünstigung des Fremdkapitals (Tax-Shild; TS) nicht in den gewogenen Gesamtkapitalkosten³⁰, sondern im Zahlungsstrom berücksichtigt wird (wie beim FtE-Verfahren). Die Berechnungsformel stellt sich im Rentenfall wie folgt dar:

$$EK = UW = UW_{ges} - FK$$

$$= \frac{FCF + TS}{r_{EK(v)} \times \frac{EK}{GK} + r_{FK} \times \frac{FK}{GK}} - FK$$

Folglich tritt auch hier ein Iterationsproblem auf. Anstatt iterativ vorzugehen, können die bereits aus dem FtE- oder WACC-Verfahren bekannten Werte in die Formel eingesetzt werden.

$$UW = \frac{450 + 0,25 \times 0,0545 \times 2.000 \text{ GE}}{0,051452 \times \frac{7.157,16 \text{ GE}}{9.157,16 \text{ GE}} + 0,0545 \times \frac{2.000,00 \text{ GE}}{9.157,16 \text{ GE}}} - 2.000 \text{ GE}$$

$$= \frac{477,25}{0,0521} - 2.000 \text{ GE} = 7.157,16 \text{ GE}$$

Auch im TCF-Verfahren beträgt der niedrigere beizulegende Wert 7.157,16 GE, sodass eine außerplanmäßige Abschreibung vorzunehmen ist.

e) Adjusted-Present-Value-Ansatz (ohne Marktrisikoprämie gem. FAUB)

Der APV-Ansatz dient ebenfalls der indirekten Ermittlung des Unternehmenswerts über den Unternehmensgesamtwert. Indes wird hierbei der Steuervorteil des Fremdkapitals weder in die zu diskontierenden Cashflows integriert (wie beim FtE-Verfahren) noch im Rahmen der Gesamtkapitalkostenermittlung modelliert (so beim WACC-Verfahren), sondern separat als Barwert berechnet. Dahinter verbirgt sich die Idee, dass der Gesamtunternehmenswert einerseits als Summe aus „Marktwert des Eigenkapitals“ und „Marktwert

29 Vgl. IDW, a.a.O. (Fn. 14), Abschn. A Rn.148 ff.

30 Vgl. IDW, a.a.O. (Fn. 14), Abschn. A Rn. 302.

des Fremdkapitals“ berechnet und andererseits in die Summanden „Marktwert eines unverschuldeten Unternehmens“ und „Marktwert des Steuervorteils der Fremdfinanzierung“ (Tax-Shield; TS) zerlegt werden kann ($UW_{ges} = EK + FK = UW^u + TS$), die somit zunächst separat zu berechnen sind.

Der Wert eines unverschuldeten Unternehmens (UW^u) wird durch Diskontierung von freien Cashflows eines rein eigenkapitalfinanzierten Unternehmens mit den risikoadäquaten Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens ($r_{EK(u)}$) im Rentenfall wie folgt bestimmt:

$$UW^u = \frac{FCF}{r_{EK(u)}}$$

Die Eigenkapitalrendite eines unverschuldeten Unternehmens wird indirekt unter Rückgriff auf das CAPM für den Verschuldungsfall (s.o. die Ausführungen zum FtE-Verfahren) bestimmt. Ein bekanntes Beta eines verschuldeten Unternehmens (β_v) wird sodann mittels eines Kapitalstrukturmodells „unlevered“ (entschuldet), d.h. in ein gleichwertiges Beta eines unverschuldeten Unternehmens umgerechnet. Der Zusammenhang stellt sich wie folgt dar:

$$\beta_u = \frac{\beta_v}{\left(1 + \frac{FK - TS}{EK}\right)}$$

Hierfür müssen neben β_v , der Marktwert des Fremdkapitals und der Barwert des Steuervorteils aus der Fremdfinanzierung (Tax-Shield; TS) und auch der zu berechnende Marktwert des Eigenkapitals bekannt sein. Mithin ist auch beim APV-Verfahren iterativ vorzugehen, um β_u zu errechnen.

Alternativ kann die Eigenkapitalrendite eines unverschuldeten Unternehmens bei einem bekannten WACC ausgehend von folgender Beziehung zwischen den Eigenkapitalkosten des verschuldeten und unverschuldeten Unternehmens bestimmt werden:

$$r_{EK(u)} = \frac{WACC}{1 - s \times \frac{FK}{GK}}$$

Ungeachtet des konkreten Vorgehens wird deutlich, dass beim APV-Ansatz etwa auf ein anderes DCF-Verfahren, wie das WACC-Verfahren, zurückzugreifen ist. Unter Verwendung der hierfür abgeleiteten Werte ergeben sich die gesuchten Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens als:

$$r_{EK(u)} = \frac{0,0491419}{1 - 0,25 \times \frac{2.000 \text{ GE}}{9.157,16 \text{ GE}}}$$

$$= 0,051980123 \approx 5,20 \%$$

Eingesetzt in die Formel zur Ermittlung des Werts für das unverschuldete Unternehmen errechnet sich:

$$UW^u = \frac{450 \text{ GE}}{0,051980} = 8.657,16 \text{ GE}$$

Nun ist der Barwert des Tax-Shields zu bestimmen. Hierzu ist beim APV-Verfahren anzunehmen, dass der Steuervorteil einem sicheren Zahlungsstrom entspricht und mit dem Fremdkapitalzins zu diskontieren ist:

$$TS = \frac{0,25 \times 0,0545 \times 2.000 \text{ GE}}{0,0545} = 500 \text{ GE}$$

Durch Addition des ermittelten Unternehmenswerts und des Barwerts des Tax-Shields ergibt sich der Unternehmensgesamtwert, der sich in den Marktwert des Fremdkapitals und den Marktwert des Eigenkapitals aufspalten lässt. Der Gesamtunternehmenswert beträgt 9.157,16 GE, der gegebene Marktwert des Fremdkapitals 2.000 GE und der Marktwert des Eigenkapitals 7.157,16 GE. Somit besteht eine Pflicht zur außerplanmäßigen Abschreibung.

Unter diesen engen Voraussetzungen stimmen die beizulegenden Werte nach den Verfahrensalternativen a) bis e) überein.

f) Ertragswertverfahren (mit Marktrisikoprämie gem. FAUB)

Der FAUB hat angesichts der aktuellen ausgeprägten Niedrigzinssituation die Empfehlung ausgesprochen, auf eine kapitalmarktorientierte Ableitung der Renditedifferenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und der Rendite eines Unternehmens zu verzichten. Stattdessen soll – bis auf weiteres – ein pauschaler Risikozuschlag auf den Basiszins i.H.v. 5,5 bis 7,0% vor persönlichen Steuern (dieser gilt mithin auf Unternehmensebene) bzw. 5,0 bis 6,0% nach persönlichen Steuern (dieser gilt mithin auf Investoren- bzw. Aktionärs-ebene) Verwendung finden³¹.

Diese Empfehlung – ihre Anwendung wurde oben als Variante II bezeichnet – bewirkt jedoch deshalb eine Inkonsistenz gegenüber Variante I, weil das Greifen aus dem vom FAUB empfohlenen Intervall die Höhe des Risikozuschlags verändern kann. Unter Rückgriff auf die vorstehend abgeleiteten Beta-Werte in Variante I ergeben sich andere Zinssätze (hier: Eigenkapitalkosten und Gesamtkapitalkosten) und in der Folge ein anderer beizulegender Wert als in den vorstehend veranschaulichten alternativen Ausprägungen a) bis e) der Variante I.

Statt $3,5 + (5,0 - 3,5) \times \beta_u$ ist ein risikoadäquater Eigenkapitalzins in der Spanne zwischen $3,5 + 5,5 \times \beta_u$ und $3,5 + 7,0 \times \beta_u$ zu verwenden. Bei gegebenem β_u von 1,0968 ergibt sich statt 5,1452% ein zulässiges Intervall an Abzinsungssätzen von 9,5324% bis 11,1776%. Dies entspricht bei den gegebenen FCF_{FtE} von 368,25 GE einem niedrigeren beizulegenden Wert der Beteiligung an der Zweitausendzwei AG zwischen 3.863,14 GE und 3.294,54 GE. Die außerplanmäßige Abschreibung fällt in diesem Fall höher als in der Variante I aus.

Werden die vorstehend nach der Variante I gerechneten Verfahren konsistent gem. Variante II ausgestaltet, wird der Bewerter bei dem FtE-, Äquivalenzziffern-, WACC-, TCF- und APV-Verfahren das identische Intervall (von 3.863,14 bis 3.294,54 GE) an niedrigeren beizulegenden Werten errechnen, wobei in der Praxis der Unterschied zu der Variante I regelmäßig weniger groß ausfallen wird.

31 Vgl. IDW FAUB, Hinweise zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes, FN-IDW 2012 S. 568–569.

IV. Zusammenfassende Würdigung

Eine Würdigung des Beispielfalls muss die Konsistenz der beiden Unternehmensbewertungstraditionen, die IDW S 1 zu vereinigen sucht, sowie die starken Vereinfachungen des Fallbeispiels einschließen.

(1) Die zur Ableitung des Risikozuschlags gewählte Vorgehensweise (gegriffen im Rahmen der FAUB-Vorgabe versus eigenständig berechnet) eröffnet die Möglichkeit zur Bilanzpolitik, indem entweder für Variante I oder Variante II optiert wird, wobei ein Abschlussprüfer auf die Befolgung der FAUB-Empfehlung drängen wird. Indes besteht auch die FAUB-Empfehlung (Variante II) in der Vorgabe eines Intervalls und beinhaltet so selbst bei der Festlegung auf das Greifen die Möglichkeit zur Bilanzpolitik.

(2) Die Unternehmensbewertungslehre in Deutschland ist traditionell subjektiv und orientiert am individuellen Nutzen des Unternehmers. Dabei muss nach dem individuellen Investitionsprogramm des Bewertungsadressaten sowie nach dessen individueller Risikoeinstellung gefragt werden, um einen Diskontierungszins abzuleiten. Wer den Bewertungsadressaten nach seinem Sicherheitsäquivalent für einen unsicheren Zahlungsstrom befragt, wird regelmäßig einen impliziten Diskontierungssatz erhalten, der sich von einem kapitalmarktorientierten Wert – sei es nach Variante I oder II – unterscheidet. Insoweit sind die traditionelle deutsche Unternehmensbewertungslehre und die angelsächsisch geprägte kapitalmarktorientierte Bewertungslehre (hier Variante I und II) nur bedingt miteinander vereinbar³².

(3) Soweit ersichtlich, sind in der deutschen Unternehmensbewertungspraxis inzwischen die kapitalmarktorientierten Bewertungsverfahren vorherrschend, wobei dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer zugehörige Bewerter in aller Regel der Variante II folgen. In diesen Fällen kann ein Unterschied zwischen dem Ertragswertverfahren und dem Sicherheitsäquivalenzverfahren nicht auftreten, weil dann – wie oben – ein rechnerischer Zusammenhang zwischen dem Risikozuschlag auf den Zins und Ergebnisabschlag auf den Ertrag hergestellt wird.

(4) Alle vorstehend präsentierten Varianten und Verfahren fußen auf der Kapitalmarkttheorie. Daher wird ihnen eine größere Objektivität als den traditionellen deutschen Verfahren zugeschrieben. Indes muss in Zweifel gezogen werden, ob ihre Anwendung in der Praxis zu rechtfertigen ist, weil die Anwendungsvoraussetzungen nicht gegeben sind:

- a) Annahmegemäß muss der Kapitalmarkt vollkommen und vollständig sein. Unterschiedliche Zinssätze für Geldanlagen und Kreditaufnahmen sind hiermit nicht vereinbar.
- b) Das CAPM ist ein Ein-Perioden-Modell. Demnach müsste die Renditedifferenz zwischen dem (unbekannten, nur unvollständig approximierbaren) Marktportfolio und der Aktienrendite in jeder betrachteten Periode neu berechnet werden.
- c) Im Mehrperiodenfall (periodenspezifische Cashflows im Detailplanungszeitraum) müssten periodenspezifische Diskontierungssätze berechnet werden, weil es nicht selbstver-

ständig ist, dass die Gewichte der Gesamtkapitalkosten (Marktwert des Eigenkapitals und Marktwert des Fremdkapitals) in allen Perioden gleich hoch sind. Diese Vereinfachung beizubehalten, bedarf eines Eingriffs des Bewerter im Sinne einer kapitalstruktureutralen Thesaurierungs- bzw. Dividenden- oder Finanzierungspolitik.

- d) Das APV-Verfahren ist besonders geeignet, um die Kritik an den kapitalmarktgestützten Verfahren zu illustrieren. Im Beispiel werden die Ergebnisse des WACC- (oder FtE-) Verfahrens genutzt, um die Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens zu berechnen. Das zum Entschulden („unlevern“) genutzte Kapitalstrukturmodell gilt nur in der Kapitalmarkttheorie. Ohne den Rückgriff auf das WACC-Verfahren wird das APV-Verfahren zu einem abweichenden Unternehmenswert führen.
- e) Soweit ersichtlich gelangen in Wertgutachten weit überwiegend entweder das Ertragswert- bzw. FtE-Verfahren oder das WACC-Verfahren zur Anwendung, wobei die Bewerter häufig beide Verfahren parallel nutzen.

(5) Im Fallbeispiel musste kein Mehrperiodenmodell gerechnet werden. Aufgrund des gleichbleibenden Cashflows war vielmehr ein Rentenmodell (Modell der ewigen nachschüssigen Rente) anzuwenden. Bei Anwendung der Mehrperiodenmodelle ist die Gewährleistung einer konsistenten, zu dem übereinstimmenden beizulegenden Wert führenden Anwendung der Verfahren teilweise schwieriger sicherzustellen (insbesondere beim APV-Verfahren).

(6) Die zu berücksichtigenden Ertragsteuern wurden pauschal mit 25% angesetzt, ohne Differenzierung in die Komponenten Körperschaftsteuer, Solidaritätszuschlag und Gewerbeertragsteuer und ohne explizite Prüfung der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen im Kontext der Zinsschrankenregelung³³.

(7) Schließlich handelt es sich im Fallbeispiel um einen einstufigen Konzern. In einem zweistufigen Konzern, in dem die Zweitausendzweölf AG aus Sicht der Kinouniversum AG ein Enkelunternehmen (also als Tochterunternehmen eines Tochterunternehmens (TU AG)) anzusehen ist, müsste grundsätzlich zwischen einem beizulegenden Wert für die Anteile an der Zweitausendzweölf AG aus Sicht der Kinouniversum AG und aus Sicht der TU AG differenziert werden³⁴.

Abschließend ist die durch die Fallstudie aufgeworfene Bilanzierungsfrage buchhalterisch zu beantworten. Alle vorstehend berechneten Unternehmenswerte sind Ausdruck eines dauerhaft niedrigeren beizulegenden Werts. Mithin ist eine außerplanmäßige Abschreibung im Finanzanlagevermögen (Anteile an verbundenen Unternehmen) zu erfassen:

Per Abschreibungen auf Finanzanlagen

an Anteile an verbundenen Unternehmen.

³³ Vgl. §§ 8a KStG i.V.m. 4h EStG.

³⁴ Diese Differenzierung wird in IDW RS HFA 10.6, Rn. 6 beschrieben und hat ihre Ursache in Synergieeffekten, von denen die Kinouniversum AG und die TU AG in unterschiedlichem Umfang profitieren können.

³² Vgl. Hering, Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung, 1999.