

BEWERTUNGS PRAKTIKER

Bewertungsservice von DER BETRIEB und der IACVA-Germany



Fachbeirat

WWW.DER-BETRIEB.DE

CVA Dr. Christian Aders, CEFA · WP StB CVA Prof. Andreas Creutzmann · CVA Prof. Dr. Klaus Henselmann · CVA Dipl.-Kfm. Wolfgang Kniest · CVA Prof. Dr. Bernhard Schwetzler

Die Themen im 1. Quartal 2010

EDITORIAL

1

BEITRÄGE

WP StB Prof. Andreas Creutzmann Unternehmensbewertung im Rahmen der Erbschaft- und Schenkungsteuer

– Ländererlass vom 25. 6. 2009: Auswirkungen in der Praxis –

Die Finanzverwaltung konkretisiert im gleichlautenden Ländererlass vom 25. 6. 2009 die Unternehmensbewertung im Rahmen des zum 1. 1. 2009 reformierten ErbSt- und Bewertungsrechts. Nicht notierte Anteile an Kapitalgesellschaften sollen grds. genauso wie Personengesellschaften und Einzelunternehmen unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten der Unternehmen mit Hilfe anerkannter, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr üblicher Methoden bewertet werden. Der Erlass spiegelt u. a. die Meinung der Finanzverwaltung bei Anwendung des Substanzwertes, des vereinfachten Ertragswertverfahrens, branchenüblicher Verfahren sowie des Paketzuschlags wider. Der Beitrag setzt sich mit grundsätzlichen Fragen sowie einzelnen ausgewählten Aspekten des Schreibens auseinander.

2

WP StB Dr. Jörn Schulte
Felix Luksch

Praktische Bewertung von Transferpaketen im Rahmen von Funktionsverlagerungen

Die Verlagerung betrieblicher Aufgaben und Tätigkeiten innerhalb von Konzernen stellt bereits seit längerer Zeit einen häufigen Anlass für die steuerlich motivierte Bewertung von Unternehmen bzw. von Unternehmensteilen dar. Vor dem Hintergrund des § 3 Abs. 1 AStG ist regelmäßig eine Bewertung der übertragenen Aufgaben (Funktion) als Ganzes erforderlich. Der Beitrag zeigt die Implikationen der relevanten Normen auf die Bestimmung wesentlicher Bewertungsparameter auf und gibt konkrete Handlungsempfehlungen für die praktische Umsetzung.

8

WP StB Thomas Walther

Liquidationswert und persönliche Steuern

In den vergangenen Jahren hat sich eine intensive Diskussion zu der Frage entwickelt, ob persönliche Steuern bei der Ermittlung des Unternehmenswertes zu berücksichtigen sind. Dabei wird die Thematik ausschließlich im Zusammenhang mit der Kapitalisierung zukünftiger Erträge behandelt. Der mit dem IDW S 1 2000 vollzogene Paradigmenwechsel zur Berücksichtigung persönlicher Steuern hat jedoch bei der Ermittlung von Liquidationswerten eine weitaus größere Bedeutung. Während beim Ertragswertkalkül persönliche Steuern im Zähler und im Nenner zu berücksichtigen sind und sich damit zumindest teilweise ausgleichen („100 / 10% = 65 / 6,5%“), ergibt sich bei der Liquidationswertermittlung eine definitive Wertänderung.

14

WP StB Prof. Dr. Ulrich Moser

Anwendungsfragen der Multi-Period Excess Earnings Method – Teil 5: Berücksichtigung der Abschmelzung des Kundenstamms während dessen Nutzungsdauer

Die im BEWERTUNGSPRAKTIKER veröffentlichten Beiträge des Verfassers zu Anwendungsfragen der Multi-Period Excess Earnings-Methode (MPEEM) bauen auf einem einheitlichen Fallbeispiel aus der Praxis der Kaufpreisallokation auf. Diesem Beispiel lag bisher die Annahme zugrunde, dass während der Nutzungsdauer des übernommenen Kundenstamms weder mit einem wesentlichen Verlust bestehender Kunden zu rechnen, noch eine bedeutsame Gewinnung neuer Kunden zu erwarten ist. Im vorliegenden fünften Teil wird diese Annahme aufgegeben und das zukünftige Abschmelzen des übernommenen Kundenstamms über dessen Nutzungsdauer in die Bewertung einbezogen. Die Ausführungen zeigen, dass die in den vorhergehenden Teilen abgeleiteten Ergebnisse auch in diesem Fall uneingeschränkte Gültigkeit besitzen. Darüber hinaus wird deutlich, dass die Anwendung der Grundform der Residual Value-Methode nicht aufwendiger und komplexer als die der MPEEM ist.

20

RECHTSPRECHUNG

30

MULTIPLES

33

BETA-FAKTOREN

34

AUS DER IACVA-GERMANY

36

PERSÖNLICH

40

BewertungsPraktiker wird Beilage von DER BETRIEB

Mit der ersten Ausgabe des BewertungsPraktiker im Jahr 2010 begrüßen wir recht herzlich die Leser der Zeitschrift DER BETRIEB. Der BewertungsPraktiker erscheint bereits im sechsten Jahr und war bislang eine Beilage der Zeitschrift FINANZ BETRIEB. Für die erfolgreiche Zusammenarbeit mit dem FINANZ BETRIEB wollen wir uns bei dieser Gelegenheit recht herzlich bedanken. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Bedeutung der Unternehmensbewertung auch im Steuerrecht wollen wir jetzt einer breiteren Leserschaft praxisorientierte Beiträge zur Unternehmensbewertung und der Bewertung von immateriellen Vermögenswerten anbieten. Die Zeitschrift erscheint viermal jährlich als Beilage des DER BETRIEB und kann im geschützten Bereich auf den Seiten des DER BETRIEB und der IACVA-Germany herunter geladen werden.

Die IACVA-Germany (International Association of Consultants, Valuators and Analysts-Germany e.V.; www.iacva.de) ist der erste und einzige Berufsverband für Unternehmensbewerter (Bewertungsprofessionals) in Deutschland. Die IACVA-Germany geht zurück auf die National Association of Certified Valuation Analysts. Die NACVA (www.nacva.com) ist in den USA Marktführer bei der Ausbildung von Bewertungsprofessionals und hat dort mehr als 6.500 Mitglieder. Weltweit hat die IACVA mehr als 8.000 Mitglieder (www.iacva.org). Mit dem Examen zum Certified Valuation Analyst (CVA) bieten wir einen eigenständigen Qualifikationsnachweis für Bewertungsprofessionals an. Durch das Bestehen des Examens zum CVA dokumentiert ein Bewertungsprofessional seine praktischen und theoretischen Kenntnisse auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung.

Am **7. und 8. Oktober** 2010 findet in **München** unserer **4. Jahreskonferenz** statt. Wir freuen uns, dass wir Ihnen in diesem Jahr ein besonderes Highlight auf unserer Konferenz präsentieren dürfen. Wir haben die Zusage, dass **Professor Aswath Damodaran** einen Vortrag halten wird. Professor Damodaran gehört weltweit zu den bekanntesten und profiliertesten Wissenschaftlern auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung. Nutzen Sie diese einmalige Gelegenheit ihn Live zu erleben. Seine Auftritte in Deutschland und Europa waren in der Vergangenheit sehr selten. Sichern Sie sich frühzeitig die Teilnahme an unserer Jahreskonferenz, da wir nur eine begrenzte Anzahl an Plätzen haben.

Wir wünschen Ihnen viel Spaß beim Lesen unserer Zeitschrift und freuen uns auf Ihr Feedback.

Prof. Andreas Creutzmann (Vorstandsvorsitzender IACVA-Germany e.V.) und
Wolfgang Kniest (Geschäftsführer IACVA-Germany GmbH)

FACHBEIRAT:

CVA Dr. Christian Aders, CEFA, Managing Director und Office Leader bei Duff & Phelps, München, Lehrbeauftragter an der LMU München;
WP StB CVA Prof. Andreas Creutzmann, Vorstandsvorsitzender der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt, Geschäftsführender Gesellschafter der Creutzmann & Co. GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Landau; Professor für Unternehmensbewertung an der SRH Hochschule Calw;

CVA Prof. Dr. Klaus Henselmann, Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen, Friedrich-Alexander Universität Erlangen-Nürnberg, Vorstand der IACVA-Germany e.V., *CVA Dipl.-Kfm. Wolfgang Kniest*, Geschäftsführer IACVA-Germany GmbH, freier Corporate Valuation Berater;

CVA Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, Lehrstuhl für Finanzmanagement und Banken, Handelshochschule Leipzig, Vorstand für Zulassung und Examen sowie Vorsitzender der Zulassungskommission der IACVA-Germany e.V.

Dieses Produkt erscheint in Kooperation mit



und der



DUFF & PHELPS

Hauptsponsoren

www.duffandphelps.com



www.ivc-wpg.com



Sponsor

www.american-appraisal.de

Unternehmensbewertung im Rahmen der Erbschaft- und Schenkungsteuer

– Ländererlass vom 25. 6. 2009:
Auswirkungen in der Praxis –



Von WP StB CVA Prof. Andreas Creutzmann, Vorstandsvorsitzender der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt, und der IACVA-Germany e. V. sowie geschäftsführender Gesellschafter der Creutzmann & Co. GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Landau. Professor für Unternehmensbewertung an der SRH Hochschule Calw. www.creutzmann.eu

I. Einleitung

► Seit dem 1. 1. 2009 gelten bei der Unternehmensbewertung für Zwecke der ErbSt und SchenkSt neue Regelungen. Die Finanzverwaltung hat am 25. 6. 2009 einen gleich lautenden Ländererlass zur Umsetzung des Gesetzes zur ReForm des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts veröffentlicht (BStBl. I 2009 S. 698). Insbesondere bei der Bewertung nicht börsennotierter Anteile an KapGes., aber auch bei der Bewertung von Einzelunternehmen und PersGes. stehen die Berater vor der Herausforderung, aus einer Vielzahl von Bewertungsmethoden diejenigen anzuwenden, die die Finanzverwaltung dann akzeptiert. Inwieweit der Erlass Klarheit über die sachgerechte Anwendung einer Bewertungsmethode bei nicht börsennotierten Unternehmen gibt, zeigt der folgende Beitrag. Es werden wichtige Aspekte des BMF-Schreibens erläutert.

II. Bewertungshierarchie im Steuerrecht

Der gemeine Wert nicht notierter Anteile an einer KapGes. ist in erster Linie aus Verkäufen unter fremden Dritten abzuleiten. Dabei sind jedoch nur Verkäufe zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag weniger als ein Jahr zurückliegen. Der gemeine Wert solcher Anteile kann nach Auffassung der Finanzverwaltung auch aus einem einzigen Verkauf abgeleitet werden, wenn Gegenstand des Verkaufs nicht nur ein Zwerganteil ist oder der zu bewertende Anteil ebenfalls ein Zwerganteil ist. Eine Kapitalerhöhung zur Aufnahme eines neuen Gesellschafters kann ebenfalls als Verkauf i. S. d. § 11 Abs. 2 BewG zur Ableitung des gemeinen Wertes herangezogen werden.

Sofern der gemeine Wert nicht aus Verkäufen abgeleitet werden kann, ist er unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten der KapGes. oder einer anderen anerkannten, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuer-

liche Zwecke üblichen Methode zu ermitteln. Nach den Vorstellungen der Finanzverwaltung kann der Stpfl. den gemeinen Wert auch durch Vorlage eines methodisch nicht zu beanstandenden Gutachtens klären, das auf den für die Verwendung in einem solchen Verfahren üblichen Daten der betreffenden KapGes. aufbaut. Anhaltspunkte dafür, dass ein Erwerber neben dem Ertragswert oder einem zahlungsstromorientierten Verfahren bei der Bemessung des Kaufpreises eine andere übliche Methode zugrunde legen würde, können sich insbesondere auch aus branchenspezifischen Verlautbarungen ergeben.

Darüber hinaus kann der Stpfl. auch den gemeinen Wert im Rahmen des vereinfachten Ertragswertverfahrens ermitteln. Grds. ist der Substanzwert als Mindestwert durch den Gesetzgeber vorgegeben. Der Substanzwert ist als Mindestwert jedoch nur dann anzusetzen, wenn der gemeine Wert nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren oder mit einem Gutachterwert (Ertragswertverfahren oder andere im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke übliche Methode) ermittelt wird. Wird der gemeine Wert aus tatsächlichen Verkäufen unter fremden Dritten im gewöhnlichen Geschäftsverkehr abgeleitet, ist der Ansatz des Substanzwerts als Mindestwert ausgeschlossen. Die Abb. 1 auf S. 3 zeigt die Bewertungshierarchie der einzelnen Methoden vor dem Hintergrund der erläuternden Informationen der Finanzverwaltung.

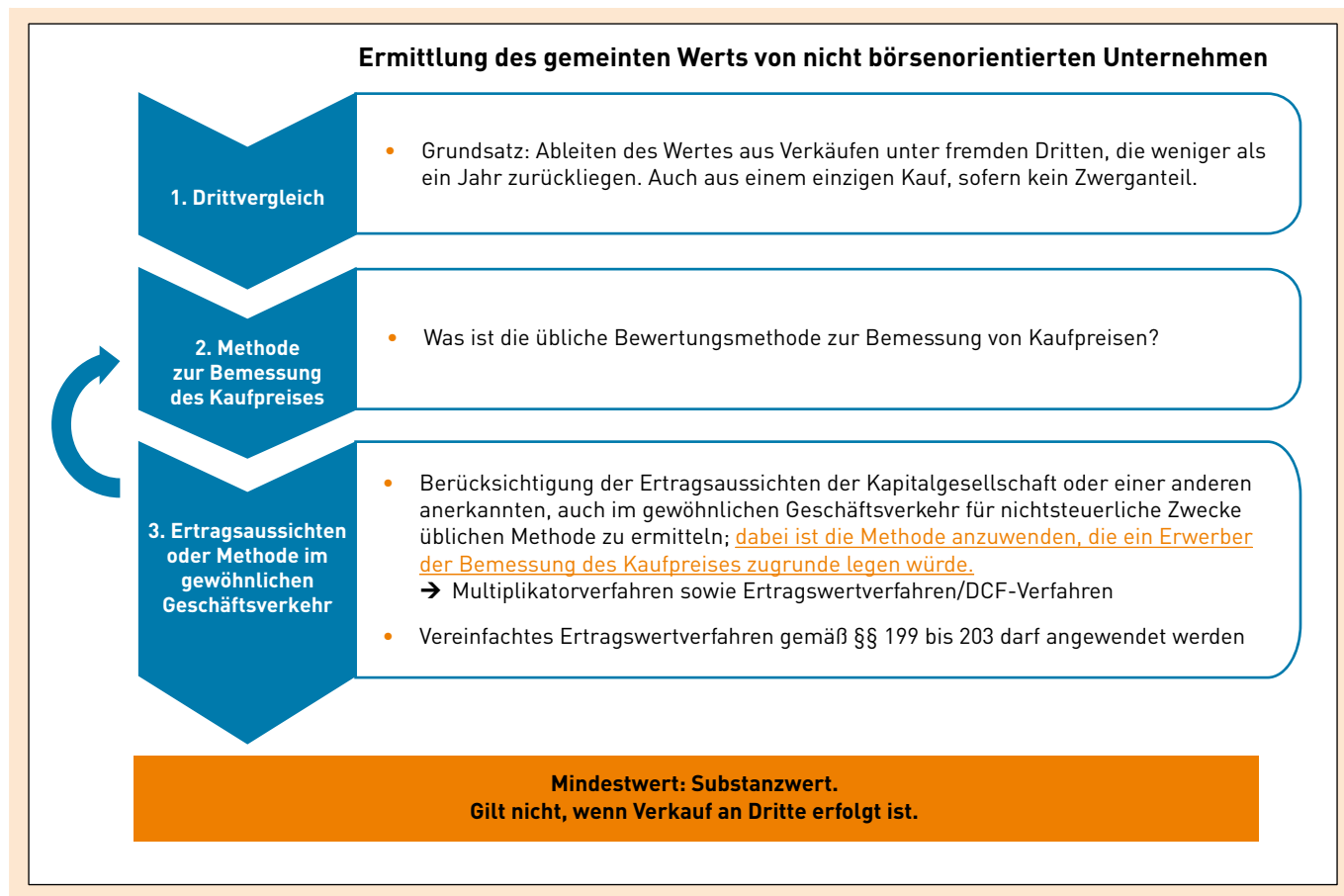
III. Einzelfragen aus dem BMF-Schreiben

1. Substanzwert

a) Ansatz und Bewertung

Bislang war unklar, ob bei der Ermittlung eines Substanzwerts auch solche Wirtschaftsgüter anzusetzen sind, wenn für sie ein steuerliches Aktivierungs- oder Passivierungsverbot besteht.

Abbildung 1: Bewertungshierarchie im Steuerrecht



Dies ist nach Auffassung der Finanzverwaltung geboten. Zum Betriebsvermögen gehören auch selbst geschaffene oder entgeltlich erworbene immaterielle Wirtschaftsgüter (zum Beispiel: Patente, Lizenzen, Warenzeichen, Markenrechte, Konzessionen, etc.). Der Geschäfts- oder Firmenwert oder der Praxiswert ist bei der Ermittlung des Substanzwerts nicht anzusetzen, unabhängig davon, ob er selbst geschaffen oder entgeltlich erworben wurde.

Wirtschaftsgüter des beweglichen abnutzbaren Anlagevermögens können aus Vereinfachungsgründen mit 30% der Anschaffungs- oder Herstellungskosten angesetzt werden, wenn dies nicht zu unzutreffenden Ergebnissen führt. Wirtschaftsgüter des Umlaufvermögens sind mit ihren Wiederbeschaffungs- oder Wiederherstellungskosten zum Bewertungsstichtag anzusetzen.

Rücklagen und Posten mit Rücklagencharakter sind im Allgemeinen nicht abzugsfähig, weil sie Eigenkapitalcharakter haben. Eine handelsrechtlich gebotene Rückstellung (z. B. Drohverlustrückstellung), die steuerlich nicht

passiviert werden darf, ist bei der Ermittlung des Substanzwerts gleichwohl anzusetzen.

b) Vereinfachungen

Grds. ist die Ermittlung des Substanzwerts zum Bewertungsstichtag durchzuführen. Aus Vereinfachungsgründen kann jedoch der Substanzwert aus der auf den Schluss des letzten vor dem Bewertungsstichtag endenden Wirtschaftsjahrs erstellten Vermögensaufstellung abgeleitet werden, sofern dies im Einzelfall nicht zu unangemessenen Ergebnissen führt und deshalb eine besondere Ermittlung des Substanzwerts auf den Bewertungsstichtag vorzunehmen ist. Die Tabelle 1 auf S. 4 zeigt die Vorgehensweise bei KapGes., die sinngemäß auch für Einzelunternehmen und PersGes. gilt.

c) Probleme

Das sicherlich größte Problem bei der Ermittlung des Substanzwerts ist die Bewertung der bislang mangels eines entgeltlichen Erwerbs

Tabelle 1: Vereinfachte Ermittlung des Substanzwertes

		Ausgangswert: Vermögensaufstellung ausgehend von der letzten Schlussbilanz vor dem Bewertungsstichtag
1.	+/-	Hinzurechnung des Gewinns bzw. Verminderung um den Verlust des lfd. Geschäftsjahres: Ausgangspunkt Steuerbilanzgewinn sowie ggf. Korrekturen bei den Abschreibungen
2.	+/-	Berücksichtigung von Käufen und Verkäufen des Anlagevermögens, sofern sie sich nicht bereits unter 1. ausgewirkt haben
3.	-	Vermögensabfluss durch Gewinnausschüttungen
4.	+/-	Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen
5.	+	Verdeckte Einlagen
	=	Substanzwert (vereinfachter)

nicht aktivierten immateriellen Vermögenswerte wie beispielsweise Marken, Technologien, Kundenbeziehungen etc. Sowohl der Gesetzgeber als auch die Finanzverwaltung verkennen, dass die Bewertung von immateriellen Vermögenswerten hochkomplex ist und es nur wenige Sachverständige gibt, die über eine entsprechende Qualifikation zur Bewertung dieser Vermögenswerte verfügen. Im Übrigen unterscheidet sich eine Bewertung auf Basis des Ertragswertverfahrens und eines Substanzwerts unter Berücksichtigung der Bewertung sämtlicher immaterieller Vermögenswerte in der Regel nur noch durch den Wertansatz eines Goodwills. Inwieweit die Finanzverwaltung in der Lage sein wird, diese hochkomplexen Bewertungen selbst durchzuführen beziehungsweise nachzuvollziehen, wird sich in der Zukunft zeigen. In jedem Fall werden sich zukünftig die FG mit diversen Bewertungsproblemen im Zusammenhang mit der Ermittlung eines Substanzwerts beschäftigen. Damit wird es zu einer Renaissance des Substanzwerts in Deutschland kommen. Denn in den vergangenen Jahrzehnten hat der Substanzwert praktisch im Rahmen der Unternehmensbewertung kaum noch eine Bedeutung gehabt.

2. Vereinfachtes Ertragswertverfahren

Die Finanzverwaltung stellt klar, dass sowohl bei KapGes. als auch bei Einzelunternehmen und PersGes. grds. eine Unternehmensbewertung nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren erfolgen kann. Das vereinfachte Ertragswertverfahren darf nicht angewendet werden, wenn branchentypisch ertragswert-

orientierte Verfahren ausgeschlossen sind. Sind hingegen branchentypisch auch ertragswertorientierte Verfahren anzuwenden, ist eine Bewertung nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren möglich, sofern die Prüfung nicht zu einem offensichtlich unzutreffenden Ergebnis führt. Ein zentrales Stigma einer jeden Unternehmensbewertung ist die Methodenvielfalt. Insofern ist nicht nachvollziehbar, in welcher Branche eine ertragswertorientierte Bewertung ausgeschlossen sein sollte. Ein konkretes Beispiel kann dem Erlass nicht entnommen werden.

Auch bei der Bewertung ausländischer Unternehmen gelten die Regeln des vereinfachten Ertragswertverfahrens entsprechend. Im Erlass wird festgestellt, dass die im vereinfachten Ertragswertverfahren vorgesehenen Typisierungen dazu führen können, dass der in diesem Verfahren ermittelte Wert höher oder niedriger ist als der gemeine Wert. Das FA hat dann jedoch den im vereinfachten Ertragswertverfahren ermittelten Wert zugrunde zu legen, wenn das Ergebnis nicht offensichtlich unzutreffend ist. Nach Auffassung der Finanzverwaltung können beispielsweise in den nachstehenden Fällen Anhaltspunkte für eine unzutreffende Wertermittlung zu finden sein:

1. Beim Vorliegen zeitnaher Verkäufe, wenn diese nach dem Bewertungsstichtag liegen.
2. Beim Vorliegen von Verkäufen, die mehr als ein Jahr vor dem Bewertungsstichtag liegen.
3. Bei Erbauseinandersetzungen, bei denen die Verteilung der Erbmasse Rückschlüsse auf den gemeinen Wert zulässt.

In folgenden Fällen geht die Finanzverwaltung davon aus, dass das vereinfachte Ertragswertverfahren regelmäßig zu unzutreffenden Ergebnissen führen wird:

- bei komplexen Strukturen von verbundenen Unternehmen;
- bei neu gegründeten Unternehmen, bei denen der künftige Ertrag noch nicht aus der Vergangenheit abgeleitet werden kann, insbesondere bei Gründungen innerhalb eines Jahres vor dem Bewertungsstichtag;
- beim Branchenwechsel eines Unternehmens, bei dem deshalb der künftige Jahresertrag noch nicht aus den Vergangenheitserträgen abgeleitet werden kann.

In all diesen Fällen bestehen prinzipiell keine Bedenken, wenn der Substanzwert als Mindestwert angesetzt wird, sofern dies nicht zu unzutreffenden Ergebnissen führt.

Derjenige, der von dem im vereinfachten Ertragswertverfahren ermittelten Wert abweichen will, trägt die Feststellungslast für die Ermittlung eines abweichenden Wertes. Dies erfordert insbesondere von den Betriebsprüfern in den Finanzämtern in Zukunft eine hohe betriebswirtschaftliche Kenntnis. Aber auch die StB müssen über fundierte Kenntnisse auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung verfügen, sofern sie ihre Mandanten qualifiziert beraten wollen.

3. Paketzuschlag

Nach § 11 Abs. 3 BewG ist der gemeine Wert einer Anzahl von Anteilen an einer KapGes., die einer Person gehören, infolge besonderer Umstände (z. B., weil die Höhe der Beteiligung die Beherrschung der KapGes. ermöglicht) höher als der Wert, der sich aufgrund der Kurswerte (§ 11 Abs. 1 BewG) oder der gemeinen Werte (§ 11 Abs. 2 BewG) für die einzelnen Anteile insgesamt ergibt. In diesem Fall ist der gemeine Wert der ganzen Beteiligung maßgebend. Nach Auffassung der Finanzverwaltung ist immer dann ein Paketzuschlag vorzunehmen, wenn der gemeine Wert der zu bewertenden Anteile höher ist als der Wert, der den Beteiligungscharakter der zu bewertenden Anteile nicht berücksichtigt. Lediglich bei der Bewertung mit dem Substanzwert ist kein Paketzuschlag vorzunehmen. Auch beim vereinfachten Ertragswertverfahren ist in der Regel kein Paketzuschlag vorzunehmen.

Ein Paketzuschlag ist jedoch dann vorzunehmen, wenn ein Gesellschafter mehr als 25% der Anteile an einer KapGes. auf einen oder mehrere Erwerber überträgt. Dies ist selbst dann der Fall, wenn Anteile von mehr als 25% von einem Erblasser auf mehrere Erben übergehen, ungeachtet dessen, dass die anschließende quotale Aufteilung unter den Erben dazu führt, dass jeder der Erben nur eine Beteiligung von weniger als 25% erhält.

Als Paketzuschlag kann, je nach Umfang der zu bewertenden Beteiligung, im Allgemeinen ein Zuschlag bis zu 25% in Betracht kommen. Höhere Zuschläge sind nach Auffassung der Finanzverwaltung im Einzelfall möglich. Es bleibt abzuwarten, ob die Finanzverwaltung ggf. im Rahmen einer Betriebsprüfung angesetzte Paketzuschläge für nicht börsennotierte Gesellschaften plausibel begründen kann. Insofern ist auch hier Streit mit der Finanzverwaltung vorprogrammiert, wenn ohne Nachweise auf Basis tatsächlich in der Vergangenheit durchgeführter Transaktionen, Paketzuschläge angenommen werden.

4. Branchenspezifische Bewertungsmethoden

Eine besondere Bedeutung bei der Ermittlung des gemeinen Werts eines Unternehmens haben branchenspezifische Bewertungsmethoden. Denn es soll nach Auffassung des Gesetzgebers der gemeine Wert unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten der KapGes. oder einer anderen anerkannten, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nicht-steuerliche Zwecke üblichen Methode ermittelt werden. Das bayerische Staatsministerium der Finanzen hat vor diesem Hintergrund eine Zusammenstellung über branchenspezifische Bewertungsmethoden vorgenommen (vgl. http://www.offenbach.ihk.de/recht-fairplay/pdf_sonstiges/ueberblick_bewertungsmethoden_Dez09_bayern.pdf, Abruf vom 11.3.2010). Henselmann/Barth haben hierzu in ihrem Beitrag „Übliche Bewertungsmethoden - Eine empirische Erhebung für Deutschland“ eine wichtige Vorarbeit geleistet (vgl. BewP 2/2009 S. 9). Eine bedeutende Erkenntnis dieser Untersuchung besteht darin, dass je Bewertungsfall nicht nur eine Methode, sondern rechnerisch durchschnittlich 2,6 Methoden zugrunde gelegt werden. Nach Auffassung des bayerischen Staatsministeriums der Finanzen ist die Multiplikatormethode kein geeignetes

Bewertungsverfahren i. S. d. Gesetzes, wenn üblicherweise die Kaufpreisentscheidung nicht vom Ergebnis der Multiplikatormethode abhängig gemacht würde. Diese Einsicht gewinnt das Finanzministerium dadurch, dass einer Kaufentscheidung üblicherweise eine Due Diligence Untersuchung vorausgeht und hieran anschließend die Anwendung eines Diskontierungsverfahrens genutzt wird. Des Weiteren stellt das bayerische Staatsministerium der Finanzen fest, dass auch dort wo branchenübliche Verfahren festgestellt wurden, diese in der Regel keinen Ausschließlichkeitsanspruch erheben. Es wird eingeräumt, dass in besonderen Fällen auch andere Methoden zu besseren Ergebnissen führen können. Daher kann auch die Gesetzesregelung nicht dahingehend verstanden werden, dass ausnahmslos ein branchenübliches Verfahren zur Anwendung kommt, wenn ein Unternehmen dieser Branche angehört. Es bleibt abzuwarten, wie in den Finanzverwaltungen die Gedanken des Erlasses in der Praxis umgesetzt werden. Für die Berater bedeutet dies in jedem Fall im Rahmen der Veranlagungen mit mehreren Methoden Werte zu ermitteln. Der Grundsatz der Methodenpluralität wurde insofern vollumfänglich von dem Gesetzgeber übernommen.

Zusammenfassung

Der Erlass der Finanzverwaltung konkretisiert einzelne Aspekte im Zusammenhang mit der Bewertung von nicht börsennotierten Unternehmen. Es bleiben nach wie vor viele Fragen offen. Bemerkenswert sind jedoch die Ausführungen

des bayerischen Staatsministeriums der Finanzen im Hinblick auf die Anforderungen an die Wertermittlungen. Das Ministerium stellt im Verlauf seiner Ausführungen fest, dass bei Wertermittlungen, denen kein tatsächlicher Verkaufsvorgang vorliegt, eine faktenrichtige, folgerichtig aufgebaute und für einen hinreichend mit der Materie vertrauten Dritten verständliche gutachterliche Darstellung unverzichtbar ist. Diese ist regelmäßig schriftlich zu erstatten. Des Weiteren weist es zutreffend daraufhin, dass für den Zugang zur Ausübung des Bewertungsberufes keine gesetzlichen Beschränkungen bestehen. Die Empfehlungen der AO für die Auswahl des Gutachters gelten nicht für Gutachten, die von Stpfl. in Auftrag gegeben werden. In der Praxis werden Unternehmensbewertungen vor allem von WP, StB, Unternehmensberatungen und Banken sowie von (öffentlich bestellten und vereidigten) Sachverständigen für Unternehmensbewertung vorgenommen. Die Gewähr sowohl einer ordnungsgemäßen Erfassung der Fakten als auch der methodisch richtigen Umsetzung der Bewertungsverfahren ist bei professionellen Wertermittlern nach Auffassung des Ministeriums gegeben, die genügend praktische Erfahrungen im Bewertungsbereich und die fachliche theoretische Qualifikation haben und diese auch durch entsprechende Diplome und Zertifikate nachweisen können. Wertgutachten von solchen Personen werden in der Regel weniger kritisch durchleuchtet als Gutachten von Personen, die keine Nachweise für die erforderlichen Fertigkeiten vorlegen können, stellt das Ministerium fest.

Literaturhinweise:

Creutzmann, Andreas: Unternehmensbewertung im Steuerrecht - Neuregelungen des Bewertungsgesetzes ab 1. 1. 2009 in: DB 2008 S. 2784-2791.

Creutzmann, Andreas: Wesentliche Mängel in der Unternehmensbewertung bei der Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts, Gastkommentar in: DB, Heft 16 vom 18.4.2008.

Creutzmann, Andreas: Unternehmensbewertung und Erbschaftsteuer in: Die Steuerberatung, April 2008, S. 148-158.

Mannek, Wilfried: Diskussionsentwurf für eine Anteils- und Betriebsvermögensbewertungsverordnung – AntBVBewV, in: DB 2008 S. 423-430.

Piltz, Detlev J.: Erbschaftsteuer-Bewertungserlass: Allgemeines und Teil A (Anteile an Kapitalgesellschaften) in: DStR 2009 S. 1829-1834.

VALUATION MEETS TAX: FOKUSSEMINAR UNTERNEHMENSBEWERTUNG

14. Juni 2010 sowie 24. September 2010



Referent: Dipl.-Kfm. Wolfgang Kniest, Certified Valuation Analyst, ist Geschäftsführer der IACVA-Germany GmbH und freier Corporate Valuation Consultant. Herr Kniest verfügt über langjährige Erfahrungen im Bereich der Unternehmensanalyse und -bewertungen. Er ist Co-Autor des bekannten Lehrbuches „Unternehmensbewertung: Praxisfälle mit Lösungen“.

Ihr Nutzen

Die Bewertung von Unternehmen sowie Anteilen an Unternehmen für steuerliche Zwecke setzt fundierte Kenntnisse über Bewertungsmethoden und deren sachgerechte Anwendung voraus. Mit diesem Grundlagenseminar können Sie Ihr Wissen über die praktische Anwendung der Bewertungsmethoden auffrischen und vertiefen. Vom Bewertungsauftrag über die integrierte Planung und die sachgerechte Ableitung von Kapitalkosten bis zum Bewertungsgutachten lernen Sie die wichtigen Einflussgrößen auf den Unternehmenswert kennen und zu verteidigen. Die neuen erbschaftsteuerlichen Bewertungsregelungen zwingen jeden Bewerter, neben dem vereinfachten Ertragswertverfahren auch den Substanzwert als Mindestwert sowie die Bewertung von einzelnen immateriellen Werten kritisch zu beurteilen. Dieses Seminar ist auch eine optimale **Vorbereitung** auf die Trainingswoche zum **Certified Valuation Analyst (CVA)**.

ANMELDUNG FOKUSSEMINAR: UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Für das Fokusseminar: Unternehmensbewertung in Frankfurt melden wir folgende(n) Teilnehmer an:

<input type="checkbox"/> 14. Juni 2010	<input type="checkbox"/> 24. September 2010
Name / Vorname (Teilnehmer 1)	
Name / Vorname (Teilnehmer 2)	
Firma	
Postfach/Straße/Haus-Nr.	
PLZ/Ort	Telefon/Telefax
E-Mail	
Ort/Datum/Unterschrift	

Termine: 14. Juni 2010 sowie 24. September 2010
Jeweils 9:00 Uhr bis 17:30 Uhr

Veranstaltungsort: Mercure Hotel Frankfurt Eschborn Ost, Helfmann-Park 6, 65760 Frankfurt a.M./Eschborn, Tel.: +49 (0)6196/90 10, Fax: +49 (0)6196/901-900

Teilnahmegebühr: € 249 (zzgl. MwSt.) pro Person.

Enthalten sind Veranstaltungsunterlagen, Kaffeepausen, Mittagessen und Erfrischungsgetränke.

Schriftliche Anmeldungen an IACVA-Germany GmbH, Schweinfurter Weg 58a, 60599 Frankfurt am Main, Telefon: +49 (0)69/70 798 735, Fax: +49 (0)69/70 798 734, E-Mail: info@iacva.de.

Zimmerbuchungen nehmen Sie bitte als Selbstzahler unter dem Stichwort „IACVA“ vor (Preis € 111 pro Zimmer/Tag inkl. Frühstücksbuffet). Diese Sonderkonditionen sind i.d.R. bis 4 Wochen vor Veranstaltungsbeginn gültig.

Rücktritt: Bei Rücktritt bis 4 Wochen vor Veranstaltungsbeginn fallen € 50 Bearbeitungsgebühr an. Bei Rücktritt bis 2 Wochen vor Veranstaltungsbeginn fallen € 90 Bearbeitungsgebühr an. Nach Ablauf dieser Frist wird der volle Betrag (ohne MwSt.) fällig. Ersatzteilnehmer sind willkommen. Wird die Veranstaltung storniert, werden bereits gezahlte Teilnahmegebühren rückerstattet. Weitere Ansprüche bestehen nicht. Nach Eingang Ihrer Anmeldung erhalten Sie umgehend eine Teilnahmebestätigung. Die Rechnung ist bitte bis 2 Wochen vor Veranstaltungsbeginn zu begleichen.

Praktische Bewertung von Transferpaketen im Rahmen von Funktionsverlagerungen



WP StB Prof. Dr. Jörn Schulte und Dipl.-Ök. Felix Luksch, beide IVC Independent Valuation & Consulting Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Essen und Düsseldorf.

I. Grundlagen

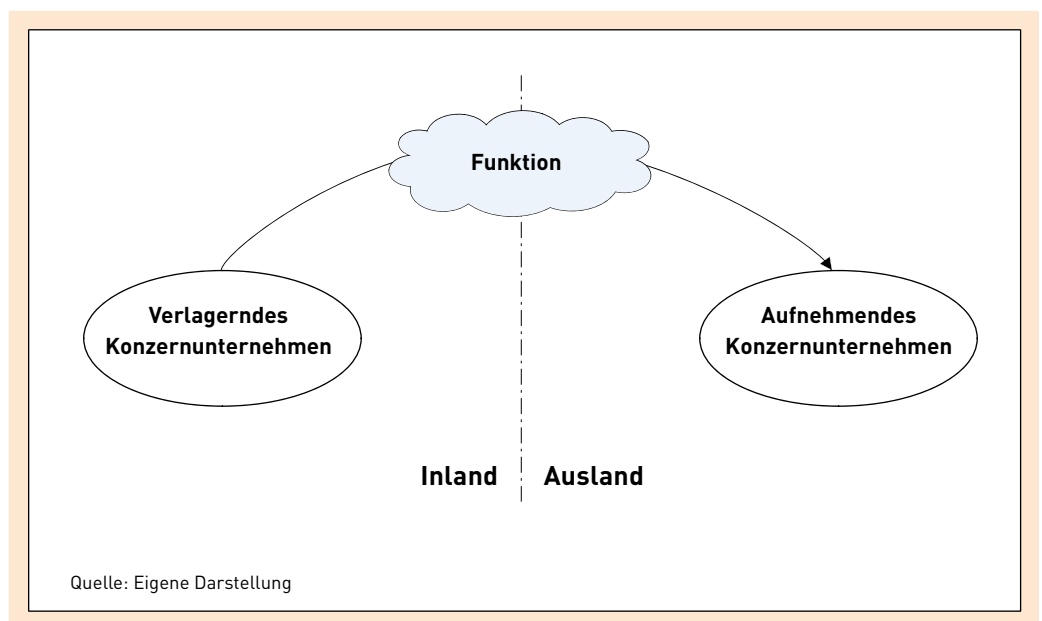
► Die Verlagerung betrieblicher Aufgaben und Tätigkeiten innerhalb von Konzernen stellt bereits seit längerer Zeit einen häufigen Anlass für die steuerlich motivierte Bewertung von Unternehmen bzw. von Unternehmensteilen dar. Hintergrund derartiger Umgestaltungsmaßnahmen sind in der Regel Optimierungsüberlegungen, die z. B. auf die Realisierung von Standortvorteilen wie günstigeren Steuer- und Lohnkonditionen im Ausland, aber auch auf die Nutzung von Vertriebsstrukturen, speziellem Know-how etc. vor Ort abzielen können. Das Bewertungsobjekt – die Summe der verlagerten betrieblichen Aufgaben – wird dabei unter organisatorischen bzw. wirtschaftlichen Gesichtspunkten definiert und stimmt nicht zwingend mit rechtlichen Abgrenzungen überein. Bewertet wird vielmehr die Funktion als Ganzes. Dabei umfasst die Funktion die übertragenen oder zur Nutzung überlassenen Vorteile einschließlich der damit zusammenhängenden Chancen und Risiken.

Unter dem Gesichtspunkt der Besteuerung der Funktionsverlagerung können zwei Grundfälle unterschieden werden:

- Ein inländisches Konzernunternehmen verlagert eine Funktion auf ein anderes inländisches Konzernunternehmen.
- Ein inländisches Konzernunternehmen verlagert eine Funktion (ein Transferpaket) auf ein ausländisches Konzernunternehmen (§ 3 Abs. 3 Satz 9 AStG).

Während der Vorgang im ersten Fall den allgemeinen Besteuerungsgrundsätzen des KStG unterliegt, sind bei einer Verlagerung der Funktion (des Transferpakets) ins Ausland die speziellen Vorschriften des § 1 Abs. 3 AStG i.V.m. der Funktionsverlagerungsverordnung (FVerlV)¹ anzuwenden. Der Gesetzgeber verfolgt mit diesen Normen grds. die Zielsetzung, im Inland geschaffene (auch immaterielle) Vermögenswerte auch im Inland zu besteuern und eine Minderung der Steuereinnahmen durch Abwanderung der Besteuerungspotenziale ins Ausland zu vermeiden. Eine solche Minderung würde eintreten, wenn zwischen den Konzernunternehmen ein Verrechnungspreis für die übertragene Funktion vereinbart würde, der unterhalb eines Wertes läge, den ein Außenstehender dafür zahlen würde.

Abbildung 1: Funktionsverlagerung



Im Einzelnen ist für die Zwecke der Besteuerung der Wert der Funktion (des Transferpakets) zu bestimmen. Nach § 1 Abs. 3 Satz 1 AStG ist dieser Wert grds. aus der Sicht zweier unabhängiger Dritter zu ermitteln, d. h. als Preis, der zwischen diesen Parteien vereinbart worden wäre (Fremdvergleichsgrundsatz). Vorrangig sollen dabei vergleichbare Fremdvergleichswerte für einzelne Wirtschaftsgüter und sonstige Vorteile der überlassenen Funktion anhand der Preisvergleichsmethode, der Wiederverkaufspreismethode oder der Kostenaufschlagsmethode² bestimmt werden, die ggf. mittels Zu- oder Abschlägen im Einzelfall adjustiert werden (§ 1 Abs. 3 Satz 1 AStG). Praktisch stellt dieser vom Gesetzgeber unterstellte Standardfall jedoch aufgrund der hochgradigen Individualität der konkret zu bewertenden Funktion nicht den Regelfall dar. Stattdessen ist der Wert der Funktion als Ganzes häufig anhand des hypothetischen Fremdvergleichs auf Grundlage eines kapitalwertorientierten Barwertkalküls zu bestimmen (§ 1 Abs. 3 Satz 9 AStG).

Einzelheiten zur Ausgestaltung des kapitalwertorientierten Bewertungskalküls sind in der FVerLV geregelt. Seit Mitte 2009 existiert darüber hinaus ein Entwurf der Verwaltungsgrundsätze in Fällen der Funktionsverlagerung (im Folgenden VerGr FVerl),³ der praktische Erläuterungen und Einzelfallbetrachtungen enthält und damit wichtige Auslegungsfragen des Gesetzeswortlauts in der Praxis behandelt. Aktuelle Bestrebungen der Regierungsparteien beinhalten eine er-

neute Anpassung der relevanten Passagen des AStG.

In diesem Beitrag steht die praktische Umsetzung der Bewertung von Funktionen (Transferpaketen) im Vordergrund.⁴

II. Bewertung des Transferpakets

1. Bewertungsobjekt

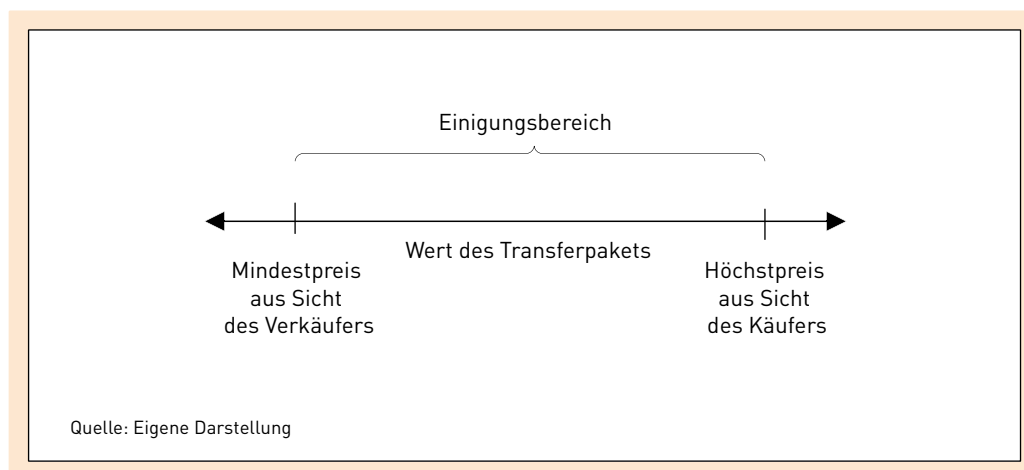
Die Summe der gleichartigen betrieblichen Aufgaben, die von bestimmten Stellen oder Abteilungen eines Unternehmens ausgeführt wird, stellt die Funktion dar (§ 1 Abs. 1 Satz 1 FVerLV). Die Gesamtheit der mit der Funktion verbundenen Wirtschaftsgüter, Vorteilen aus Dienstleistungen, sonstigen Vorteilen (z. B. Goodwill) und den damit zusammenhängenden Chancen und Risiken bilden das Transferpaket (§ 1 Abs. 3 FVerLV). Bewertungsobjekt ist das bei einer grenzüberschreitenden Funktionsverlagerung auf das aufnehmende Unternehmen übertragene Transferpaket.

2. Bewertungsmethoden und -verfahren

Die Bewertung des Transferpakets hat (zunächst) stets von zwei Standpunkten aus zu erfolgen (§ 1 Abs. 3 AStG):

- aus der Perspektive des verlagernden Unternehmens (Mindestpreis) und
- aus der Perspektive des aufnehmenden Unternehmens (Höchstpreis).

Abbildung 2: Wert des Transferpakets



Die zu ermittelnden Werte sollen dabei die individuellen Gewinnerwartungen und Gegebenheiten der jeweiligen Partei berücksichtigen. Ermittelt werden demzufolge subjektive Grenzpreise für das zu übertragende Transferpaket. De Facto wird damit durch den hypothetischen Fremdvergleich ein Verhandlungsprozess simuliert. Abweichend zur sonst üblichen Informationsasymmetrie unter fremden Dritten ist jedoch annahmegemäß eine beidseitige Kenntnis der wesentlichen Umstände der Geschäftsbeziehung zu unterstellen (§ 1 Abs. 1 Satz 2 AStG).

Die vorstehend genannten Grenzpreise können direkt oder indirekt ermittelt werden:

- Eine direkte Ermittlung ist möglich, wenn dem Transferpaket eindeutig zukünftige Gewinne aus der jeweiligen Sicht zugeordnet werden können. Dann sind zwei Werte aus den unterschiedlichen Bewertungsperspektiven zu bestimmen.
- Besteht diese Möglichkeit nicht, kann der Wert des Transferpakets auch indirekt ermittelt werden: durch die Differenz zwischen dem Gesamtwert vor und nach Funktionsverlagerung – und zwar jeweils für das verlagernde und für das aufnehmende Unternehmen. In diesem Fall wären somit insgesamt vier Bewertungen notwendig, um den maßgeblichen Wert für das Transferpaket zu ermitteln.

Die Spanne zwischen individuellem Mindest- und Höchstpreis wird als Einigungsbereich bezeichnet (§ 1 Abs. 3 Satz 6 AStG). Der Wert des Transferpakets ergibt sich schließlich aus dem wahrscheinlichsten Wert des Einigungsbereichs, der – soweit es nicht anders glaubhaft gemacht wird – durch den Mittelwert zu bestimmen ist (§ 1 Abs. 3 Satz 7 AStG).

Grds. ist für den hypothetischen Fremdvergleich ein kapitalwertorientiertes Verfahren anzuwenden (Abschnitt 2.3.2.2 VerGr FVerl). Ist das verlagernde Unternehmen aus wirtschaftlichen, rechtlichen oder tatsächlichen Gründen nicht länger in der Lage, die Funktion selbst auszuüben, ist der Liquidationswert als Mindestwert des Transferpakets zu bestimmen (§ 7 Abs. 2 FVerlV).

3. Prognose und Ableitung der finanziellen Überschüsse

Das Kernproblem der Unternehmensbewertung ist die Prognose der künftigen

Überschüsse.⁵ Den Ausgangspunkt für die Ermittlung der finanziellen Überschüsse zur Bewertung des Transferpakets bildet grds. die Planung, die dem Bewertungsanlass – also der Funktionsverlagerung selbst – zugrunde lag (§ 3 Abs. 2 Satz 2 FVerl).⁶ Damit kommt der Plausibilisierung der verwendeten Planungen entscheidende Bedeutung zu.⁷

Ausdrücklich sind subjektive Handlungsmöglichkeiten wie z. B. Standortvorteile, Synergien und Transaktionskosten unter Berücksichtigung der tatsächlichen individuellen Gegebenheiten der Bewertungsobjekte in der jeweiligen Planung zu berücksichtigen (§ 3 Abs. 2 Satz 1 FVerl)⁸ – insoweit ergeben sich möglicherweise Unterschiede zu dem in IDW S 1 i.d.F. 2008 beschriebenen objektivierte Unternehmenswert.

Bei Anwendung der indirekten Methode ergibt sich daraus sowohl beim verlagernden als auch beim aufnehmenden Unternehmen ein Vorher-Nachher-Vergleich: Den Planungen sind jeweils eine unveränderte Fortführung des Geschäfts (mit sämtlichen relevanten Synergien der Funktion beim verlagernden Unternehmen) und ein Alternativ-Szenario nach Übertragung, unter Vernachlässigung der weggefallenen Synergien beim verlagernden und Berücksichtigung der hinzugekommenen Synergien beim aufnehmenden Unternehmen zu unterstellen. Somit müssen auch durch die Transaktion bedingte Effekte auf nicht übertragene Unternehmensteile berücksichtigt werden. Insbesondere bei Anwendung der direkten Methode zur Bewertung des Transferpakets ist sicherzustellen, dass dem Transferpaket nicht zusätzlich Synergien und Vorteile zugeschrieben werden, die auch unabhängig vom Transferpaket realisiert werden können.

Die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse basieren auf den jeweiligen erwarteten zukünftigen Gewinnpotenzialen der mit dem Transferpaket verknüpften Funktion (§ 1 Abs. 3 Satz 6 AStG). Sie entsprechen dann je nach Standpunkt den wegfallenden bzw. neu hinzugekommenen erwarteten Reingewinnen nach Unternehmenssteuern, auf die ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter nicht unentgeltlich verzichten würde (§ 1 Abs. 4 FVerlV).⁹ Diese Reingewinne sind für die Zwecke der Bewertung der Funktion mittels Ertragswert- bzw. DCF-

Verfahren in die entsprechenden finanziellen Überschüsse bzw. Cashflow-Größen zu überführen. Diese Vorgehensweise entspricht dem Zuflussprinzip, da nur die Nettoeinnahmen, die dem verlagernden bzw. aufnehmenden Unternehmen aus dem Transferpaket zufließen, wertrelevant werden.¹⁰ Das Abweichen von der im Gesetzeswortlaut vorgeschriebenen Orientierung an den Reingewinnen (i.S.v. Jahresüberschüssen) zugunsten einer Cashflow-Betrachtung kann nach st. BFH-Rspr. nicht angefochten werden, da auf allgemeine Auslegungsgrundsätze zurückgegriffen wird.¹¹

4. Kapitalisierungszeitraum (Lebensdauer der Funktion)

Grds. ist für die Funktion eine unbegrenzte Lebensdauer zu unterstellen (§ 6 FVerlV). Im Einzelfall können jedoch konkrete Umstände eine begrenzte Lebensdauer rechtfertigen (Abschnitt 2.6 VerGr FVerlV):

- Mangelnde selbstständige Lebensfähigkeit der zu verlagernden Funktion deutet auf eine begrenzte Lebensdauer hin. Der Umfang und das Wesen der Funktion sind in diesem Fall nicht auf permanente Erneuerung ausgelegt, wodurch die im Transferpaket übertragenen Güter und Vorteile aufgrund technischer Neuerungen, Produktlebenszyklen oder Nachfrageänderungen nicht unbegrenzt wertbeständig sind.
- Wird die Funktion nur für einen bestimmten Zeitraum überlassen oder beruht sie z. B. auf der Nutzung eines Patents mit begrenzter Laufzeit sprechen die Umstände der Funktionsausübung für eine begrenzte Laufzeit.
- Ein begrenzter Kapitalisierungszeitraum ist außerdem insbesondere dann anzunehmen, wenn die ursprünglich im Transferpaket übertragenen Chancen und Risiken (derivativer Wert) im Zeitablauf ihren Wert verlieren und stattdessen durch eigene Initiativen des aufnehmenden Unternehmens (originärer Wert) ersetzt werden.

Im Hinblick auf die Höhe des Wertes des Transferpakets wird diesem Punkt häufig eine zentrale und im Vergleich zu „normalen“ Unternehmensbewertungen eine deutlich höhere Bedeutung zukommen.

5. Kapitalisierungszinssatz

Die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes bzw. der Kapitalkosten (z. B. WACC) für Gesamtbewertungen setzt die Kenntnis der spezifischen Eigen- und Fremdkapitalkosten sowie der Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts voraus. Die Eigenkapitalkosten setzen sich dabei aus einer risikolosen Komponente und einem Risikozuschlag zusammen (§ 5 Abs. 1 Satz 1 FVerlV):

Der risikolose Zinssatz ist jeweils für das verlagernde und das aufnehmende Unternehmen länderspezifisch i.S. des Basiszinssatzes nach den Grundsätzen des IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 116 abzuleiten (Abschn. 2.5 VerGr FVerlV). Dabei ist unter dem Kriterium der Laufzeitäquivalenz der angesetzte Kapitalisierungszeitraum zu beachten.¹² Praktisch empfiehlt sich für das (inländische) verlagernde Unternehmen die Ableitung des Basiszinssatzes unter Verwendung deutscher Staatsanleihen nach der Svensson-Methode. Für das aufnehmende Unternehmen ist analog unter Zugrundelegung öffentlicher Anleihen des jeweiligen Sitzlandes zu verfahren.¹³

Die Risikozuschläge sollen sich – bei hinreichender Verfügbarkeit – an marktüblichen Renditen für vergleichbare Funktionen orientieren. Ist auf diese Weise kein adäquater Risikozuschlag abzuleiten, soll dieser aus der Gesamtrisikobeurteilung der jeweiligen Unternehmen (inklusive aller übrigen Geschäftstätigkeiten außer der Funktion) hergeleitet werden (Abschn. 2.5 VerGr FVerlV). In der Praxis erscheint eine Ableitung des Risikozuschlags mithilfe des Capital Asset Pricing Model (CAPM) sachgerecht.¹⁴ Der Risikozuschlag ergibt sich demzufolge durch die Multiplikation einer Markttrisikoprämie mit dem spezifischen Betafaktor, der den systematischen Teil des unternehmensindividuellen Risikos misst. Die Markttrisikoprämie ist dabei länderspezifisch zu bestimmen, weshalb für das verlagernde und das aufnehmende Unternehmen unter Umständen verschiedene Markttrisikoprämien maßgeblich sein können.¹⁵ Der Betafaktor kann aus Kapitalmarktdaten des verlagernden bzw. des aufnehmenden Unternehmens abgeleitet werden, falls diese verfügbar und vergleichbar zum Risikoprofil der Funktion sind. Anderenfalls erscheint bei verbundenen Unternehmen auch die Anwendung des Betafaktors einer börsennotierten Konzernmuttergesellschaft

insoweit sinnvoll, als keine spezifischen Gegebenheiten der Funktion im Einzelfall einen anderen Betafaktor (bzw. eine Adjustierung) erfordern.¹⁶ Alternativ bietet sich eine Ableitung anhand einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peergroup) an, die bei Anwendung der direkten Methode insbesondere hinsichtlich der Vergleichbarkeit in Bezug auf die operative Geschäftstätigkeit und das Risikoprofil der betrachteten Funktion zusammengestellt werden sollte. Es ist dann zu prüfen, ob der ermittelte Betafaktor das systematische Risiko der Funktion adäquat repräsentiert oder ggf. angepasst werden muss.¹⁷

Bei Anwendung der indirekten Methode kann der Risikozuschlag in der jeweiligen Betrachtung vor und nach Funktionsverlagerung variieren: Der Ab- bzw. Zugang der Funktion kann wesentlichen Einfluss auf das Risikoprofil des betrachteten Unternehmens haben. Für die jeweilige Betrachtung ist in diesem Fall auch der Betafaktor entsprechend anzupassen, woraus unterschiedliche Risikozuschläge und schließlich auch Kapitalisierungszinssätze in der Vorher-Nachher-Betrachtung resultieren. Alternativ zu einer separaten Ermittlung nach der dargestellten Vorgehensweise anhand einer ggf. angepassten Peergroup, wird vorgeschlagen, den Betafaktor vor der Verlagerung durch Multiplikation mit dem Verhältnis der Standardabweichungen der Wachstumsraten der Reingewinne vor und nach Verlagerung zu multiplizieren.¹⁸ Während sich dieses Vorgehen insbesondere bei mangelnder Verfügbarkeit passender Peergroup-Unternehmen anbietet, hat die Ableitung anhand einer angepassten Peergroup den Vorteil, den Risikoverbund der einzelnen Funktionen des Gesamtunternehmens zu berücksichtigen.¹⁹

Zur Bestimmung der Fremdkapitalkosten und der Kapitalstruktur enthalten die Vorschriften zur Funktionsbewertung keine speziellen Aussagen. Ein Rückgriff auf die relevanten Grundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 erscheint daher sachgerecht:

Als Fremdkapitalzins kommt damit nach IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 134 grds. ein durchschnittlicher Zins für Fremdkapital des Bewertungsobjekts oder die Ableitung anhand der Peergroup in Betracht.

Für die Berücksichtigung der Kapitalstruktur sollten u. E. die Regelungen des

IDW S 1 i.d.F. 2008 ebenso Anwendung finden. Wird die Funktion direkt bewertet, sollte prinzipiell deren eigene Kapitalstruktur maßgeblich sein, sofern die Funktion eine selbstständig lebensfähige Einheit darstellt. Ergibt sich jedoch beim aufnehmenden Unternehmen eine abweichende Kapitalstruktur nach Integration der Funktion bzw. beim verlagernden Unternehmen eine abweichende angesetzte Kapitalstruktur, erscheint es sachgerecht eine Anpassung an die tatsächliche bzw. die vom verlagernden Unternehmen angesetzte Kapitalstruktur vorzunehmen.²⁰ Bei der indirekten Methode ist die jeweilige Kapitalstruktur des verlagernden bzw. aufnehmenden Unternehmens zu verwenden. Dabei ist die Veränderung der individuellen Kapitalstruktur durch die Funktionsverlagerung selbst methodisch im Vorher-Nachher-Vergleich zu berücksichtigen.

III. Zusammenfassung

Bei der Bewertung von Transferpaketen ergeben sich zahlreiche Besonderheiten, u. a. im Hinblick auf die Lebensdauer des Bewertungsobjektes (und den sich daraus ergebenden Konsequenzen für die Kapitalkosten) sowie die Vorgabe, Grenzpreise zu ermitteln und auf dieser Basis einen Einigungsbereich zu bestimmen und den Wert des Transferpakets abzuleiten.

Aktuelle Initiativen der Fraktionen CDU/CSU und FDP streben eine Änderung der Funktionsverlagerungsbesteuerung im AStG an. Für die hier betrachtete Fragestellung ist insbesondere der Vorschlag hervorzuheben, dass in Fällen, in denen zumindest ein wesentliches immaterielles Wirtschaftsgut Gegenstand der Funktionsverlagerung ist (und dieses genau bezeichnet bzw. bewertet werden kann), auf eine Bewertung der Funktion als Ganzes verzichtet werden kann. Stattdessen wäre dann auf die Summe der Einzelverrechnungspreise abzustellen, die nach den Standardmethoden zu bewerten wären.²¹ Zu beachten ist jedoch, dass der Gesetzesentwurf – bisher – eine Substitution des Werts der Funktion als Ganzes nur zulässt, falls die Summe der Einzelverrechnungspreise gemessen am Barwert der Funktion als Ganzes, dem Fremdvergleichsgrundsatz entspricht. In der Praxis wäre danach in jedem Fall zumindest zu Plausibilisierungszwecken der Wert der Funktion als Ganzes zu bestimmen.²²

- ¹ Verordnung zur Anwendung des Fremdvergleichsgrundsatzes nach § 1 Abs. 1 des Außensteuergesetzes in Fällen grenzüberschreitender Funktionsverlagerungen (Funktionsverlagerungsverordnung – FVerlV), BGBl. I 2008 S. 1680, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_32866/DE/BMF_Startseite/Aktuelles/Aktuelle_Gesetze/Gesetze_Verordnungen/023_Funktionsverlagerungsverordnung__Anl,templated=raw,property=publicationFile.pdf (geprüft am 09.03.2010).
- ² Vgl. zu den hier nicht weiter betrachteten Standardmethoden Boos/Rehkugler/Tucha, DB 2000 S. 2389.
- ³ Entwurf der Grundsätze der Verwaltung für die Prüfung der Einkunftsabgrenzung zwischen nahe stehenden Personen in Fällen von grenzüberschreitenden Funktionsverlagerungen (Verwaltungsgrundsätze – Funktionsverlagerung), verfügbar unter: http://www.der-betrieb.de/pdf/BMF_Entwurf_Verw_grundsätze_Funktionsverlagerung.pdf (geprüft am 09.03.2010).
- ⁴ Vgl. darüber hinaus zur Abschreibung von Funktionen, der Wertfindung im Einheitsbereich und der Versteuerung des Standortvorteils Crüger/Riedl, BB 2010 S. 9; zur Frage einer möglichen Doppelbesteuerung Ditz/Haas/Welling, S:R 2008 S. 105 ff.; zur Vereinbarkeit der Vorschriften mit dem Verfassungsrecht Bödefeld/Kunitzschik, in: Blumenberg/Benz (Hrsg.), Die Unternehmensteuerreform 2008, Köln 2007, S. 288.
- ⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 68, WPg Supplement 3/2008 S. 68 ff.
- ⁶ Diese kann demnach grundsätzlich nach handelsrechtlichen, steuerrechtlichen sowie anderen Vorschriften wie IFRS oder US-GAAP aufgestellt sein (Abschnitt 2.1.4.1 VerGr FVerl).
- ⁷ Vgl. auch IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 81, WPg Supplement 3/2008 S. 68 ff.
- ⁸ Für das verlagernde Unternehmen sind bspw. etwaige Schließungskosten als Transaktionskosten zu berücksichtigen, vgl. § 7 Abs. 1 Satz 1 FVerl. Für das aufnehmende Unternehmen sind hingegen Finanzierungskosten des Kaufs in die Berechnung des Grenzpreises aufzunehmen, vgl. Oestreicher/Hundeshagen, DB 2008 S. 1699.
- ⁹ Eine Berücksichtigung von persönlichen Steuern kann aufgrund der eingenommenen Unternehmensperspektive zumindest dann unterbleiben, solange es sich bei den beteiligten Parteien um KapGes. handelt. Zu einer Berücksichtigung persönlicher Steuern bei PersGes. vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 47, WPg Supplement 3/2008 S. 68 ff.
- ¹⁰ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 25, WPg Supplement 3/2008 S. 68 ff.
- ¹¹ Vgl. auch Looks/Scholz, BB 2007 S. 2544
- ¹² Vgl. Kap. II.4; darüberhinaus sind für die gesamte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes die Äquivalenzgrundsätze (z. B. in Bezug auf die Besteuerung) entsprechend IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114, WPg Supplement 3/2008 (S. 68 ff.) zu beachten.
- ¹³ Vgl. Dörschel/Franken/Schulte (2009), Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, Düsseldorf, S. 295; Alternativ kann der ausländische risikolose Zinssatz auch durch adäquate Zuschläge auf den inländischen Basiszins an das entsprechende Länderrisiko angepasst werden (Abschnitt VerGr FVerl 2.5).
- ¹⁴ Vgl. hierzu IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 118, WPg Supplement 3/2008 S. 68 ff.. Eine Schätzung des Risikozuschlags nach den VerGr FVerl (Abschn. 3.2.2.4) i.H.v. 50% des risikolosen Zinssatzes erscheint als pauschale Alternative nicht sachgerecht.
- ¹⁵ Vgl. Dörschel/Franken/Schulte (2009), a.a.O. (Fn. 13), S. 296.
- ¹⁶ Vgl. Dörschel/Franken/Schulte (2009), a.a.O. (Fn. 13), S. 296.
- ¹⁷ Vgl. IDW S 5, WPg Supplement 4/2007, S. 34 ff., Tz. 43.
- ¹⁸ Vgl. Oestreicher/Hundeshagen, DB 2008 S. 1669.
- ¹⁹ Vgl. Dörschel/Franken/Schulte (2009), a.a.O. (Fn. 13), S. 297.
- ²⁰ Vgl. Dörschel/Franken/Schulte (2009), a.a.O. (Fn. 13), S. 297 f.
- ²¹ In Ergänzung zu der in diesem Beitrag dargestellten Bewertung der Funktion als Ganzes, gewinnen bei der Bewertung einzelner immaterieller Wirtschaftsgüter die Grundsätze des IDW S 5 an Relevanz.
- ²² Vgl. IDW (2010), Schreiben vom 08.02.2010 an den Vorsitzenden des Finanzausschusses, Herrn Dr. Wissing, S. 2, verfügbar unter: <http://www.idw.de/idw/download/Funktionsverlagerungsbesteuerung.pdf?id=595212&property=Datei> (geprüft am 09.03.2010).

Das Erfolgsportfolio für Finanzprofis



Das CORPORATE FINANCE-Paket bietet Wissen mit System:

Grundlage sind die beiden Fachzeitschriften CORPORATE FINANCE biz und CORPORATE FINANCE law. Der PDF-Newsletter CORPORATE FINANCE weekly liefert aktuelle Informationen aus der Corporate Finance Community. Der Online-Service

CORPORATE FINANCE fachportal bündelt die Fachkompetenz führender Medien für tief gehende Recherchen. Der Besuch des Branchentreff CORPORATE FINANCE summit ist im Abopreis inbegriffen und bietet den fachlichen und persönlichen Austausch aller Teilnehmer.

Jetzt 4 Ausgaben gratis testen!

☎ 08 00/000 16 37 ✉ kundenservice@fachverlag.de 🛒 www.fachverlag-shop.de

Liquidationswert und persönliche Steuern



Thomas Walther,
Wirtschaftsprüfer,
Steuerberater, CVA
in Minden / Westfalen
spezialisiert auf
Unternehmensbewertung
und bewertungsnahe
Dienstleistungen, dane-
ben Lehrbeauftragter für
Unternehmensbewertung
an der Fachhochschule
Bielefeld.

I. Einleitung

► Nach den allgemein anerkannten Regeln zur Bewertung von Unternehmen bildet der Liquidationswert die Wertuntergrenze für die Ermittlung des Unternehmenswertes¹. Daneben wird aber auch bei Fortführung des Unternehmens das gesondert zu bewertende nicht betriebsnotwendige Vermögen mit dem Liquidationswert bewertet².

Zu den Fragen, die sich im Zusammenhang mit der Ermittlung des Liquidationswertes stellen, ist in der aktuellen Literatur vergleichsweise wenig zu finden. Dies überrascht vor dem Hintergrund der enormen Bedeutung, die der Liquidationswert gerade in Zeiten der wirtschaftlichen Krise erlangen kann.

Im Folgenden wird der Frage nachgegangen, inwiefern persönliche Steuern der Anteilseigner im Rahmen der Liquidationswertermittlung zu berücksichtigen sind. Wesentliche Bedeutung kann diese Frage insbesondere bei einem hohen nicht betriebsnotwendigen Vermögen und einem geringen Ertragswert bekommen. Von Interesse ist die Thematik ergänzend auch

vor dem Hintergrund des mit dem IDW S 1 2000³ vorgenommenen Paradigmenwechsels zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern bei der Ertragswertermittlung gem. den Stellungnahmen des IDW.

Die Problematik wird anhand eines praktischen Falles dargestellt.

II. Darstellung eines praktischen Bewertungsfalles

Das Unternehmen A-AG ist als Holding tätig und verwaltet Beteiligungen an insgesamt vier operativen Teilkonzernen. Gesellschafter sind mit 96% die inländische Aktiengesellschaft B-AG und mit 4% freie Aktionäre.

Im Rahmen eines Squeeze out ist eine Bewertung der A-AG gem. IDW S 1 2008 durchzuführen. Bewertungsstichtag ist der 31. 12. 2009.

Das Bilanzbild der A-AG zum Bewertungsstichtag stellt sich vereinfacht wie in Tabelle 1 dar.

Hieraus lasse sich folgender Liquidationswert vor Auskehrung des Restguthabens an die An-

Tabelle 1: Bilanzbild der A-AG zum Bewertungsstichtag

Aktiva	Mio. EUR	Passiva	Mio. EUR
Beteiligungen	130	Stammkapital	40
übrige Aktiva	20	Kapitalrücklage	70
Bankguthaben	350	Gewinnrücklagen	310
		übrige Passiva	80
Summe Aktiva	500	Summe Passiva	500

Tabelle 2: Liquidationswert vor Auskehrung des Restguthabens an die Anteilseigner

	Buchwert	Liquidationswert
Vermögen	Mio. EUR	Mio. EUR
Beteiligungen	130	300
übrige Aktiva	20	20
Bankguthaben	350	350
Summe Vermögen	500	670
Schulden		
Steuerrückstellungen	0	51
übrige Passiva	80	80
Summe Schulden	80	131
Saldo	420	539

teilseigner ableiten (vereinfachend wird von weiteren Liquidationskosten wie z. B. Sozialplankosten abstrahiert), vgl. Tabelle 2 (S. 14).

Der Ertragswert nach IDW S1 (inklusive des Wertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens) betrage 450.000.000 €, der Wert auf Basis des durchschnittlichen Börsenkurses betrage 400.000.000 €.

Vor diesem Hintergrund ist der Unternehmenswert zu ermitteln. Dabei ergibt sich folgende Fragestellung:

Der Liquidationswert vor persönlichen Steuern der Anteilseigner beträgt 539.000.000 €. Ist bei der Ermittlung des Liquidationswertes als Wertuntergrenze die persönliche Steuer der Anteilseigner zu berücksichtigen? Wenn ja, in welcher Form und Höhe?

III. Lösungsvorschlag zur Ermittlung des Liquidationswertes

1. Grundlagen

Nach IDW S 1 2000 Tz. 66 waren bei der Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen

Vermögens die „steuerlichen Folgen auf Unternehmens- und Eigentümerenebene zu berücksichtigen.“

Gem IDW S 1 2005⁴ Tz. 69 bzw. IDW S 1 2008 Tz. 61 sind bei der Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens „die steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene zu berücksichtigen. Inwieweit Steuern auf der Eigentümerenebene zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab.“

Das IDW hat damit seine Ansicht der Berücksichtigung persönlicher Steuern bei der Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens angepasst.

Zur Berücksichtigung persönlicher Steuern bei der Ermittlung des Liquidationswertes des ganzen Unternehmens finden sich im Standard IDW S 1 2008 keine gesonderten Hinweise. Nach dem WP Handbuch Bd. II 2008 sind bei der Liquidationswertermittlung „neben den vom Unternehmen zu leistenden Ertragsteuern auf Liquidationsgewinne (...) auch persönliche Steuern der Anteilseigner in Betracht zu ziehen“⁵.



True values are hard to measure

Our Intangible Asset Valuation Services

2. Persönliche Steuern im Ertragswertkalkül

Die Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern in der Unternehmensbewertung wird in den letzten Jahren teilweise kontrovers diskutiert⁶. Nach der HFA Stellungnahme 2/1983 waren persönliche Steuern im Rahmen der Unternehmensbewertung grds. nicht zu berücksichtigen. Nach weitgehend einhelliger Kritik aus der Wissenschaft an dieser Praxis wurde im S 1 2000 die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern im Rahmen der Unternehmensbewertung geregelt⁷. Im Folgenden wurden die in der Praxis angewandten Bewertungsmodelle erweitert, um die persönlichen Steuern der Anteilseigner mit einem einheitlichen typisierten Ertragsteuersatz von 35% bzw. 17,5% für Dividendenausschüttungen im Halbeinkünfteverfahren zu berücksichtigen⁸.

Bei der Ertragswertermittlung führten Gewinnausschüttungen im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens jedoch zu suboptimalen Ergebnissen für die Anteilseigner, da es zu einer Doppelbesteuerung kommt. Die Anlage der erwirtschafteten Beträge im Unternehmen und die daraus resultierende Wertsteigerung stellte insofern die bessere Alternative zur Vollausschüttung dar. Im S 1 2005 wurde daher die Vollausschüttungsprämisse aufgegeben. Stattdessen ist eine unternehmensindividuelle Thesaurierungsquote im Rahmen der Bewertung zu berücksichtigen. Argumentiert wird, dass die kapitalwertneutrale Wiederanlage der thesaurierten Mittel im Unternehmen gegenüber der Ausschüttung zur Entlastung dieser Beträge von der persönlichen Est führt⁹. Die Bewertungsmodelle sind dabei wesentlich komplexer geworden, die einfache und transparente Kommunizierbarkeit der ermittelten Unternehmenswerte an die Adressaten hat sich erschwert. So werden persönliche Ertragsteuern im internationalen Bereich in der Regel nicht berücksichtigt¹⁰, insbesondere bei grenzüberschreitenden Bewertungen ist die Kommunizierbarkeit der nach IDW S 1 ermittelten Unternehmenswerte daher stark eingeschränkt.

Mit Einführung der Abgeltungsteuer wurde der IDW S 1 an die Neuregelungen angepasst. Nunmehr sind zur Komplexitätsreduktion anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Situation der Anteilseigner zugelas-

sen¹¹. Bei objektivierten Wertermittlungen im Rahmen unternehmerischer Initiativen ist eine mittelbare Typisierung der persönlichen steuerlichen Verhältnisse sachgerecht. Die Typisierung erfolgt dabei unmittelbar mit den am Kapitalmarkt beobachtbaren, nicht um persönliche Ertragsteuern bereinigten Alternativrenditen. Sofern jedoch eine Bewertung nach persönlichen Steuern vorgenommen wird (unmittelbare Typisierung), sind die Bewertungsmodelle nochmals erweitert worden. So sind Annahmen über eine typisierte Haltedauer von Wertpapieren aufgrund der ab 2009 geltenden Besteuerung des Veräußerungsgewinns und Modellbetrachtungen zur Entwicklung der realisierbaren Marktrisikoprämien in die Bewertungsmodelle integriert worden¹².

Im Ergebnis wird bei der Ertragswertermittlung die persönliche Steuer der Anteilseigner durch eine teilweise Thesaurierung der Erträge nicht vollständig berücksichtigt. In den Bewertungsmodellen wird der „Wertbeitrag aus Thesaurierung“ bei Bewertungsstichtagen bis 01.01.2009 ohne Abzug persönlicher Ertragsteuern und bei Bewertungsstichtagen ab 01.01.2009 mit Abzug einer typisierten effektiven Veräußerungsgewinnsteuer von lediglich 12,5% zzgl. SolZ berücksichtigt.

3. Übertragbarkeit auf das Liquidationswertkalkül?

Im Folgenden wird der Frage nachgegangen, ob diese Argumentation auf die Berücksichtigung persönlicher Steuern bei der Liquidationswertermittlung übertragbar ist. Der Liquidationswert als Wertuntergrenze stellt in vielen Fällen ein theoretisches Konstrukt (fiktive Annahme) im Rahmen der Unternehmensbewertung dar, eine tatsächliche Liquidation findet in den meisten Fällen nicht statt. Die persönliche Steuer der Anteilseigner wird daher auch als latente Ertragsteuer bezeichnet. Für zwangsweise ausscheidende Gesellschafter im Rahmen von Squeeze-out Verfahren resultiert hieraus regelmäßig das Problem, dass diese persönlichen Steuern im Fall der Fortführung der Gesellschafterstellung bei ihnen nicht anfallen und insofern eine durch das zwangsweise Ausscheiden verursachte Zusatzbelastung darstellen. Die Minderheitsgesellschafter können argumentieren, dass Sie das zwangsweise Ausscheiden nicht verursacht haben und insofern die hierdurch

Tabelle 3: Bilanzbild vor Auskehrung des Restguthabens

Aktiva	Mio. EUR	Passiva	Mio. EUR
		Eigenkapital	
Kasse, Bank	539	steuerfrei auskehrbar:	
		Nennkapital	40
		sonstige Einlagen	70
		steuerpflichtig auskehrbar:	
		Gewinnrücklagen	429
Summe Aktiva	539	Summe Passiva	539

ausgelösten persönlichen Steuern durch den Mehrheitsgesellschafter zu tragen sind. Vorliegend hätte also die B-AG als Mehrheitsgesellschafter die zwangsweise anfallenden persönlichen Steuern der Minderheitsgesellschafter zu erstatten. Gegenargument hierfür ist, dass der Mehrheitsgesellschafter ökonomisch betrachtet hierzu keine zusätzlichen Mittel aus der Transaktion bekommt, mithin das zusätzliche Geld nicht „im Topf“ des Mehrheitsgesellschafters ist¹³. Die bei Pers-Ges. bestehende Möglichkeit der steuerlichen Abschreibung des erworbenen Geschäfts- oder Firmenwertes besteht bei KapGes. nicht, so dass auch nicht ein Teil der zusätzlichen Mittel aus zukünftig ersparten Steuern „in den Topf kommt“.

Weiteres Argument der Minderheitsgesellschaft gegen den Abzug persönlicher Steuern könnte sein, dass der Mehrheitsgesellschaft B-AG die persönliche Steuerbelastung nach dem Squeeze-out tatsächlich nicht zu tragen hat, da er die übertragenen Vermögenswerte im Konzern weiter verwenden werde und nicht an die Anteilseigner als natürliche Personen ausschütten wird. Die Berücksichtigung persönlicher Steuern bei dem Abfindungsbetrag für die Minderheiten führe mithin zu einem ungerechtfertigten Vermögensvorteil der B-AG. Nach der Auffassung des Verfassers ist die persönliche Ertragsteuer jedoch grds. in Abzug zu bringen.¹⁴ Das Konzept der Liquidationswertermittlung sieht eine tatsächliche Liquidation der Gesellschaft und Auskehrung der verbleibenden Erlöse an die Anteilseigner vor. Eine Argumentation, die aus der Liquidation resultierenden Erlöse seien aufgrund der steuerlichen Diskriminierung der Ausschüttungen durch die Abgeltungsteuer suboptimal, die Beträge könnten daher alternativ kapitalwertneutral wieder angelegt werden, lässt sich nach Meinung des Verfassers

mit dem Liquidationskonzept nicht vereinbaren. Bei fiktiv angenommener Wiederanlage der Beträge im Unternehmen (bspw. in Form des Erwerbs eines DAX-Portfolios) wird das Konzept der Liquidation aufgegeben, es wird vielmehr eine Änderung des Geschäftszwecks bei Fortführung der unternehmerischen Tätigkeit angenommen.

4. Rechtsprechungsüberblick

Die Rspr. hat die Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ermittlung des Liquidationswertes/nicht betriebsnotwendigen Vermögens in neuerer Zeit als zulässig erachtet. So hat das OLG Düsseldorf mit Urteil vom 07.05.2008 die Berücksichtigung persönlicher Steuern bei der Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens mit Hinweis auf IDW S 1 2000 Tz. 66 für zulässig erachtet.¹⁵ Auch das OLG München hat die Berücksichtigung einer latenten Steuerlast bei der Liquidationswertermittlung bejaht. Nach Ansicht des OLG München ist *„die lange streitige Frage, ob bei der Ermittlung des Liquidationswerts eine latente Steuerlast zu berücksichtigen ist, (...) inzwischen in der obergerichtlichen Rechtsprechung und in der Literatur nahezu einhellig bejaht“*.¹⁶ Auch bereits in älteren Urteilen wird die Berücksichtigung einer latenten Ertragsteuerlast weitgehend anerkannt.¹⁷

5. Praktische Umsetzung

Für die praktische Umsetzung im vorliegenden Beispielfall ist die steuerliche Situation der Anteilseigner zu berücksichtigen. Zunächst ist zu unterscheiden, ob die Anteilseigner ihre Anteile im steuerlichen Betriebsvermögen oder Privatvermögen halten. Für die Bewertung nach dem IDW S 1 2008 ermittelt sich der Unternehmenswert durch *„den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozu-*

flüsse an die Anteilseigner“.¹⁸ Da letztlich hinter jeder unternehmerischen Beteiligung am Ende eine natürliche Person steht, ist für Bewertungszwecke von steuerlichen Anteilen im Privatvermögen auszugehen. Bei der Vermögensverteilung am Ende der Liquidation ist dabei gem. § 20 Abs. 1 Nr. 2 EStG zu unterscheiden: Die Rückzahlung von Nennkapital oder die Auskehrung des Einlagekontos ist steuerfrei,¹⁹ Rückzahlungen von darüber hinaus vorhandenen steuerlichen Gewinnrücklagen sind als Einkünfte aus Kapitalvermögen mit der Abgeltungsteuer von 25% zzgl. SolZ (effektiv 26,375%) zu versteuern. Es ist daher der Bestand an steuerlichen Gewinnrücklagen nach Abschluss der Liquidation zu ermitteln. Hierfür sind die letzten Steuerbescheide heranzuziehen sowie steuerliche Planrechnungen zu erstellen.

Auf Basis der oben dargestellten Bilanz und der individuellen steuerlichen Situation des Bewertungsobjektes ergibt sich nach Abschluss der Liquidation in dem praktischen Fall folgendes Bilanzbild vor Auskehrung des Restguthabens (vgl. Tabelle 3 auf S. 17).

Von dem Liquidationserlös vor persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 539.000.000 € sind damit 110.000.000 € als steuerfreie Rückzahlung von Nennkapital oder Einlagen der Gesellschafter zu behandeln. Dementsprechend ergeben sich bei den Anteilseignern der Abgeltungsteuer unterliegende Erträge aus der Liquidation i. H. von 429.000.000 €. Es resultiert damit eine persönliche Steuer der Anteilseigner von 26,375% = 113.100.000 €.

Für die Liquidationswertermittlung wurde ein Zeitraum bis zu den endgültig fällig werdenden persönlichen Steuerzahlungen der Anteilseigner von 2 Jahren ausgehend vom Bewertungsstichtag angenommen. Die Effekte aus der Aufzinsung der im Rahmen der Liquidation realisierbaren Veräußerungserlöse und der Abzinsung der so erzielten Erlöse auf den Bewertungsstichtag gleichen sich aus. Die persönliche Steuer der Anteilseigner fällt jedoch erst nach Ende des Liquidationszeitraums mit Erhalt des persönlichen Steuerbescheids des Anteilseigners in nomineller Höhe an. Die persönliche Steuer der Anteilseigner ist insofern auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Für die Ermittlung des hierbei zu verwendenden Zinssatzes ist zu berücksichtigen, dass die Risiken der zukünftigen Erträge im

Rahmen der Liquidation geringer zu bewerten sind als zukünftige Überschüsse aus der operativen Geschäftstätigkeit und dass die persönlichen Steuerzahlungen der Anteilseigner insofern grundsätzlich keinen Risiken unterliegen. Der Betrag von 113.100.000 € ist mit dem Basiszinssatz vor persönlichen Steuern i. H. von 4,25% für 2 Jahre auf den Betrag von 104.100.000 € abzuzinsen.

Der Liquidationswert der B-AG nach persönlichen Steuern der Anteilseigner beläuft sich damit auf 434.900.00 € (539.000.000 € – 104.100.000 €). Er liegt damit unterhalb des o.g. Ertragswerts von 450.000.000 € und kommt als Wertuntergrenze im Rahmen der Bewertung nicht zum Tragen.

IV. Zusammenfassung

Die Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Liquidationswertermittlung kann von großer Bedeutung sein. Vorstehend wurde ein praktischer Fall dargestellt, der zu folgenden Ergebnissen führt:

1. Liquidationswert vor persönlichen Steuern: 539.000.000 €
2. Liquidationswert nach persönlichen Steuern: 434.900.000 €
3. Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren: 450.000.000 €

Nach der hier vertretenen Auffassung sind bei der Liquidationswertermittlung die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner abzuziehen. Dabei ist zwingend auf die individuellen steuerlichen Verhältnisse des Bewertungsobjektes abzustellen. Eine dem Ertragswertkalkül angelehnte Argumentation, die persönlichen Steuern ließen sich durch Thesaurierung zumindest teilweise vermeiden, ist mit dem Liquidationswertkonzept für das gesamte Unternehmen nicht vereinbar.

Bei der Ermittlung des Liquidationswertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens können jedoch durchaus abweichende Prinzipien zur Anwendung kommen. Da das Unternehmen bei diesem Wertermittlungskonzept fortgeführt wird, kann die ggfs. entstehende persönliche Steuerbelastung m. E. durch die zumindest teilweise mögliche Thesaurierung der Mittel optimiert werden. Aber auch dabei sind die individuellen (steuerlichen) Verhältnisse des Bewertungsobjektes grundsätzlich zu berücksichtigen.

- ¹ Vgl. IDWS 1 2008, WPg Supplement 3/2008 S. 68 ff, Tz. 140; Ausnahmen gelten für (Verlust-)Unternehmen, bei denen ein tatsächlicher oder rechtlicher Zwang zur Unternehmensfortführung besteht (bspw. öffentlicher Nahverkehr). Hier scheidet der Liquidationswert als Wertuntergrenze aus, vgl. OLG Düsseldorf, Urteil vom 28.01.2009 - I-26 W 7/07, BB 2009 S. 1519.
- ² Vgl. IDW (Hrsg.), WP-Handbuch Bd. 1, 2008, Tz. 382.
- ³ IDW S 1 2000, WPg. 2000 S. 825.
- ⁴ IDW S 1 2005, WPg 2005 S. 1322 ff.
- ⁵ Vgl. IDW, a.a.O. (Fn. 2), Tz. A 388.
- ⁶ Vgl. für einen Überblick auch Kunowski/Popp, in: Peemöller (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2009 S. 941 ff. hier S. 943 - 946.
- ⁷ Vgl. IDW S 1 2000, a.a.O. (Fn. 3), Tz. 32.
- ⁸ Vgl. IDW S 1 2000, a.a.O. (Fn. 3), Tz. 51.
- ⁹ Vgl. Wagner et al, WPg 2006 S. 1011.
- ¹⁰ Vgl. auch Berger/Knoll, BewP 4/2009 S. 2 ff., hier Zitat S. 9: „Somit handelt es sich bei der Berücksichtigung von typisierenden persönlichen Ertragsteuern um einen „deutschsprachigen“ Einzelfall, der im internationalen Bewertungskalkül unüblich ist.“
- ¹¹ Vgl. IDW S 1 2008, a.a.O. (Fn. 1) Tz 29.
- ¹² Vgl. ausführlich: Wagner/Sauer/Willershausen, WPg 2008 S. 731 ff.
- ¹³ Vgl. Wagner, WPg 2008 S. 839.
- ¹⁴ So im Ergebnis auch Wolny, Der objektivierte Unterneh-

menwert, 2008 S. 185; Wameling, Die Berücksichtigung von Steuern im Rahmen der Unternehmensbewertung, 2004, S. 195 ff.; nach Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 2008, Tz. 1102 sind lediglich „die steuerlichen Folgen für das Unternehmen zu beachten“.

- ¹⁵ Vgl. OLG Düsseldorf, Urteil vom 07.05.2008 - I-26 W 16/06 AktE, BB 2009 S. 1520.
- ¹⁶ OLG München, Urteil vom 19.10.2006 - 31 Wx 92/ 05, vgl. auch OLG München, Urteil vom 17.07.2007 - 31 Wx 060/06 AG 2007 S. 287, mit dem Hinweis, dass die Berücksichtigung persönlicher Steuern insbesondere vor dem Hintergrund einer bereits durchgeführten oder fest geplanten Veräußerung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zum Bewertungsstichtag sachgerecht ist.
- ¹⁷ Vgl. bspw. OLG Hamm, Urteil vom 13.06.1997 - 12 UF 223/95, FamRz 1998 S. 285 mit Verweis auf BGH Rsp. Vgl. auch OLG Düsseldorf, Urteil vom 04.11.1988 - 6 UF 27/88, FamRz 1989 S. 1181 mit Verweis auf BGH-Urteil vom 07.05.1986 - IVb. ZR 42/85, FamRz 1986 S. 776, in dem der BGH klargestellt hat, dass es „nicht gerechtfertigt ist, bei der Bewertung eines Unternehmens die Liquidation des Betriebes zu Grunde zu legen, aber nicht die durch eine solche Auflösung ausgelöste Steuerbelastung zu berücksichtigen, deren Auswirkung auf die Bewertung nicht anders beurteilt werden kann als wenn Veräußerungskosten anfielen, die den Veräußerungserlös mindern würden.“
- ¹⁸ IDW S 1 2008, a.a.O. (Fn. 1), Tz. 4.
- ¹⁹ Auf die Problematik eines steuerlichen Sonderausweises aus der Umwandlung von Rücklagen in Nennkapital wird aus Vereinfachungsgründen nicht weiter eingegangen.

Finanzierung im Mittelstand

Erschließen Sie sich die komplexe Welt der Finanzierung

In Kooperation mit



SCHÄFFER
POESCHEL



1 Ausgabe kostenfrei lesen und dann entscheiden!

Schnell faxen an: **08 00/000 29 59**

Oder Kupon per Post an: Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH · Kundenservice · Postfach 92 54 · 97092 Würzburg

Ja, ich will **FIM – Finanzierung im Mittelstand** jetzt testen und bestelle 1 aktuelles Heft kostenfrei frei Haus. Sollte mich Ihr Angebot wider Erwarten nicht überzeugen, melde ich mich innerhalb von zwei Wochen nach Erhalt des Heftes schriftlich beim Verlag: Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH, Kundenservice, Kasernenstr. 67, 40213 Düsseldorf. Andernfalls beziehe ich **Finanzierung im Mittelstand** zum Jahresvorzugspreis von € 24,- inkl. MwSt., zzgl. € 4,- Versand.

Weitere Infos:

☎ **08 00/000 16 37**

✉ kundenservice@fachverlag.de

🛒 www.fachverlag-shop.de

Privat

Name, Vorname

Firma (nur bei Firmenanschrift angeben)

Beruf/Funktion/Abteilung

Straße, Nr.

PLZ, Ort

Ich bin damit einverstanden, dass mich die Handelsblatt-Gruppe zukünftig über interessante Produkte per E-Mail/telefonisch informiert.

Telefon (für evtl. Rückfragen)

E-Mail (für evtl. Rückfragen)

Datum/1. Unterschrift (zur Bestellung)

Unsere Widerrufsgarantie: Mir ist bekannt, dass ich diese Bestellung innerhalb der folgenden 2 Wochen ohne Begründung bei der Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH, Kasernenstraße 67, 40213 Düsseldorf schriftlich per Datenträger (Postkarte, Brief etc.) widerrufen kann (AG Düsseldorf - HRB 30329). Zur Fristwahrung genügt die rechtzeitige Absendung. Dies bestätige ich mit meiner 2. Unterschrift.

Datum/2. Unterschrift (zum Widerruf) PA-FMKN0003

Anwendungsfragen der Multi-Period Excess Earnings Method – Teil 5: Berücksichtigung der Abschmelzung des Kundenstamms während dessen Nutzungsdauer



Prof. Dr. Ulrich Moser, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, CVA, lehrt Rechnungswesen und Steuern an der Fachhochschule Erfurt. Den Schwerpunkt seiner Forschungstätigkeit bilden Bewertung von immateriellen Vermögenswerten, Unternehmenstransaktionen sowie Unternehmensbewertung. Daneben berät er namhafte Unternehmen im In- und Ausland bei Fragen der Unternehmens- und Intellectual Property-Bewertung.

Wichtiger Hinweis:

Die Rechen-Tabellen zu diesem Beitrag können Sie im Download-Center des DER BETRIEB <http://www.der-betrieb.de/content/download-center/herunterladen>.

I. Einleitung

► Die im BEWERTUNGSPRAKTIKER in der Reihe zu Anwendungsfragen der Multi-Period Excess Earnings-Methode (MPEEM) veröffentlichten Beiträge bedienen sich – zur Veranschaulichung der Ausführungen – eines einheitlichen Fallbeispiels aus der Praxis der Kaufpreisallokation. Diesem Beispiel wurde bisher die Annahme zugrunde gelegt, dass die Kunden eine sehr hohe Loyalität zum Unternehmen aufweisen. Insbesondere gingen die Ausführungen davon aus, dass während der Nutzungsdauer des übernommenen Kundenstamms weder mit einem wesentlichen Verlust bestehender Kunden zu rechnen, noch eine bedeutsame Gewinnung neuer Kunden zu erwarten ist. In vielen Fällen entspricht diese Annahme allerdings nicht den Gegebenheiten: Während der Nutzungsdauer des Kundenstamms werden einerseits im Rahmen der Unternehmensübernahme erworbene Kundenbeziehungen – vor allem durch Abwanderung von Kunden zu Wettbewerbern – beendet, andererseits jedoch auch neue Kunden akquiriert.

Der vorliegende Beitrag betrachtet den Fall, dass die oben genannte Annahme nicht erfüllt ist und von einem Abschmelzen des übernommenen Kundenstamms über dessen Nutzungsdauer auszugehen ist. Im Folgenden werden zunächst die Modifikationen des im ersten Teil der Beitragsreihe eingeführten Fallbeispiels, die für die Zwecke dieses Beitrags erforderlich sind, zusammengestellt (II.). Sodann wird die Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts des erworbenen Kundenstamms unter Einbeziehung der zukünftigen Abschmelzung erworbener Kunden sowohl nach der Grundform der Residual Value-Methode (III.) als auch nach der MPEEM (VI.) dargelegt. Abschließend wird die Plausibilität der abgeleiteten Ergebnisse erörtert (V.).

II. Ausgangsdaten

Das im ersten Teil der Beitragsreihe eingeführte Fallbeispiel¹ liegt auch den folgenden

Ausführungen zugrunde. Dieses wird lediglich dadurch modifiziert, dass angenommen wird, dass das Management der SP davon ausgeht, dass der übernommene Kundenstamm während seiner Nutzungsdauer durch Abwanderung von Kunden abschmilzt. Nach Auffassung des Managements ist hiermit jedoch keine Änderung der Umsatzplanung des Ausgangsbeispiels² verbunden, da die dort ausgewiesenen Umsatzerlöse sowohl mit im Rahmen der Unternehmensübernahme erworbenen als auch mit in den Folgejahren (ab 2009) akquirierten Kunden erzielt werden.

Auf der Grundlage eingehender Untersuchungen über das Kundenverhalten bei der SP in den letzten 15 Jahren geht das Management von einer Kundenabwanderungsrate von jährlich 20% – bezogen auf den mit erworbenen Kunden erzielten Vorjahresumsatz – aus. In 2015 erwartet das Management aufgrund des in diesem Jahr anstehenden Technologiewechsels eine Erhöhung der Abschmelzungsrate auf 50%. Ab 2016 werden die Umsätze mit im Rahmen der Unternehmensübernahme erworbenen Kunden schließlich vollständig entfallen. Damit beträgt die Nutzungsdauer des Kundenstamms – wie im Ausgangsfall – 8 Jahre. Auf die Ableitung der Abschmelzungsraten wird in einem späteren Beitrag gesondert eingegangen.

Die Vertriebsaufwendungen der SP beinhalten u.a. die mit der Akquisition neuer Kunden verbundenen Aufwendungen. Aufgrund der Erfahrungen in den letzten Jahren geht das Management der Gesellschaft davon aus, dass auf diese Aktivitäten jährlich ein Betrag von rund 5% der Umsatzerlöse entfällt.

III. Ableitung des beizulegenden Zeitwerts des Kundenstamms als Residual Value

1. Vorgehen

Die Ableitung des beizulegenden Zeitwerts eines Vermögenswerts, hier also des Kunden-

stamms der SP, mittels der Grundform des Residual Value-Ansatzes erfordert, wie bereits an anderer Stelle dargelegt,³ zunächst die Ermittlung des Teilbetrags des Enterprise Value, der durch diesen Vermögenswerts bestimmt ist (III.2). Von diesem sind die beizulegenden Zeitwerte der unterstützenden Vermögenswerte (III.3) insoweit abzuziehen, als diese zur Realisierung dieses Teilbetrags des Enterprise Value notwendig sind. Sodann ist dem so ermittelten Residualwert der abschreibungsbedingte Steuervorteil zuzuschlagen (III.4).

2. Ermittlung des durch den Kundenstamm bestimmten Teilbetrags des Enterprise Value der SP

Die Ermittlung des durch den zu bewertenden Kundenstamm bestimmten Teilbetrags des Enterprise Value der SP erfordert – neben der Ableitung der Kapitalkosten – die Abgrenzung der der Bewertung zugrunde zu legenden Free Cashflow. Hierzu ist von den Umsatzerlösen auszugehen, die mit dem zu bewertenden Kundenstamm verbundenen sind. Davon sind

Tabelle 5.1: Aufteilung des Enterprise Value auf Kundenstamm und neu akquirierte Kunden

Mio. €		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Enterprise Value Related to Customer Relationship									
Sales Growth			108,0%	104,0%	102,0%	102,0%	102,0%	102,0%	83,3%
Churn Rate			20%	20%	20%	20%	20%	20%	50%
Sales		360,0	311,0	258,8	211,2	172,3	140,6	114,7	47,8
EBITA		57,6	50,6	42,0	34,2	27,9	22,8	18,6	7,8
Adjustment R & D Expenses		15,1	13,1	10,9	8,9	7,2	5,9	4,8	2,0
Adjustment New Customer Acquisition		18,0	15,6	12,9	10,6	8,6	7,0	5,7	2,4
Amortization		-12,5	-12,5	-12,5	-12,5	-12,5	-12,5	-12,5	-12,5
EBIT adjusted		78,2	66,7	53,3	41,2	31,3	23,3	16,7	-0,3
Tax	30%	-23,5	-20,0	-16,0	-12,4	-9,4	-7,0	-5,0	0,1
NOPLAT adjusted		54,8	46,7	37,3	28,8	21,9	16,3	11,7	-0,2
Amortization		12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Changes WC		-15,0	13,8	14,1	11,4	9,3	7,6	6,2	27,5
CapEx less Depreciation		12,0	19,2	-9,3	23,8	25,6	-3,7	7,5	24,9
Free Cashflow		64,2	92,2	54,5	76,5	69,4	32,7	37,9	64,6
Present Value Factor	6,84%	0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	0,67	0,63	0,59
Present Value		60,1	80,7	44,7	58,7	49,8	22,0	23,9	38,1
Net Present Value		378,1							
Enterprise Value Related to Customer Acquired after Acquisition Date									
Sales		0,0	77,8	145,6	201,3	248,4	288,5	322,9	316,9
EBITA		0,0	12,6	23,6	32,6	40,3	46,8	52,4	51,4
Adjustment R & D Expenses		0,0	3,3	6,1	8,5	10,4	12,1	13,6	13,3
Adjustment New Customer Acquisition		-18,0	-15,6	-12,9	-10,6	-8,6	-7,0	-5,7	-2,4
Amortization		-10,3	-10,3	-10,3	-10,3	-10,3	-10,3	-10,3	-10,3
EBIT adjusted		-28,3	-9,9	6,5	20,3	31,8	41,6	49,9	52,0
Tax	30%	8,5	3,0	-2,0	-6,1	-9,5	-12,5	-15,0	-15,6
NOPLAT adjusted		-19,8	-6,9	4,6	14,2	22,3	29,1	35,0	36,4
Amortization		10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
Changes WC		0,0	-19,1	-15,9	-13,4	-11,3	-9,6	-8,3	77,5
CapEx less Depreciation		0,0	-17,2	-26,7	-7,8	10,4	-25,3	-3,5	70,1
Free Cashflow		-9,5	-32,9	-27,7	3,3	31,6	4,5	33,4	194,3
Present Value Factor	6,84%	0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	0,67	0,63	0,59
Present Value		-8,9	-28,8	-22,7	2,5	22,7	3,0	21,0	114,5
Net Present Value		103,2							

– unter Einbeziehung der Besteuerung – die diesen zuzurechnenden Aufwendungen (Cost of Sales und Selling General and Administrative Expenses) abzusetzen und sodann die erforderlichen Veränderungen des Working Capital sowie Investitionen bzw. Desinvestitionen zu berücksichtigen.

Den Ausgangsdaten des Fallbeispiels ist zu entnehmen, dass im Jahr 2008 noch keine Umsätze mit neu akquirierten Kunden getätigt werden, d.h. der gesamte Umsatz dieses Jahres entfällt auf die übernommenen Kunden. Damit ist der dem erworbenen Kundenstamm in 2009 zuzurechnende Umsatz durch Anwendung der Kundenabwanderungsrate von 20% auf den Umsatz des Jahres 2008 abzuleiten. Durch Anwendung dieser Abschmelzungsrate auf den so ermittelten Umsatz des Jahres 2009 errechnet sich der betreffende Umsatz für 2010. Dieser Vorgehensweise ist zur Bestimmung der Umsatzerlöse der Jahre 2011 bis einschließlich 2015 zu folgen, wobei im Jahr 2015 die erhöhte Abschmelzungsrate von 50% heranzuziehen ist. Bei der Ermittlung der Umsatzerlöse wurde darüber hinaus angenommen, dass das in den Jahren 2009 bis 2015 erwartete Umsatzwachstum nicht ausschließlich auf Neukunden entfällt, sondern auch anteilig mit den noch nicht abgewanderten erworbenen Kunden realisiert wird. Die Ableitung der Umsatzerlöse, die mit den im Rahmen der Unternehmensübernahme erworbenen Kunden in den Jahren 2008 bis 2015 voraussichtlich erzielt werden, ist in Tab. 5.1 zusammen gestellt.

Wie bereits ausgeführt geht die SP davon aus, dass die in der Planungsrechnung der Gesellschaft gezeigten Umsatzerlöse⁴ sowohl mit im Rahmen der Unternehmensübernahme erworbenen als auch in den Folgejahren (ab 2009) akquirierten Kunden erzielt werden. Dementsprechend entfallen die für 2008 bis 2010 geplanten Aufwendungen auf beide Kundengruppen. Bei der Zuordnung der Aufwendungen zu erworbenen und akquirierten Kunden ist allerdings zu beachten, dass diese Bestandteile enthalten können, die nur eine der beiden Kundengruppen betreffen. Dies gilt – laut Sachverhalt – für die Kosten der Neukundenakquisition, die lediglich auf die zweite Kundengruppe entfallen. Damit bietet es sich an, die Aufwendungen beiden Kundengruppen anteilig zuzurechnen, jedoch die Kosten der Neukundenakquisition allein den in den Folge-

jahren akquirierten Kunden zu belasten und folglich die dem Kundenstamm zugeordneten Aufwendungen entsprechend zu bereinigen.

Die anteilige Eliminierung der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen folgt den bereits im ersten Teil der Beitragsreihe dargelegten Überlegungen: Diese Aufwendungen entfallen in vollem Umfang auf die Nachfolge-technologie der Basistechnologie, die keinen unterstützenden Vermögenswert des zu bewertenden Kundenstamms darstellt. Der Berechnung der Abschreibungen auf Basis- und Verfahrenstechnologie (Amortization) liegen die dem Kundenstamm zuzurechnenden Teilbeträge der beizulegenden Zeitwerte dieser Vermögenswerte⁵ zugrunde. Für die Jahre der Nutzungsdauer des Kundenstamms, die jenseits des Planungshorizonts der Unternehmensplanung der SP liegen (2011 bis 2015), wird – dem Vorgehen im ersten Teil der Beitragsreihe folgend⁶ – die EBITA-Marge des Jahres 2010 fortgeschrieben.

Die SP hat bei der Planung des Working Capital im Ausgangsfall⁷ berücksichtigt, dass sich dieses weitgehend proportional zum Umsatz entwickelt. Da sich aus dem Sachverhalt keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass sich die Relation zwischen Umsatz und Working Capital bei erworbenen und neu akquirierten Kunden unterscheidet, kann das dem Kundenstamm zuzurechnende Working Capital durch Anwendung der der Planungsrechnung der SP zugrunde liegenden Working Capital-Umsatz-Relationen auf die mit dem Kundenstamm verbundenen Umsatzerlöse ermittelt werden. Die Ableitung des Working Capital ist Tab. 5.2 zu entnehmen, wo auch das auf die Neukunden entfallende Working Capital ausgewiesen wird. Tab. 5.2 sowie alle folgenden Tabellen des umfangreichen Fallbeispiels können Sie mit Ihrem DER BETRIEB Login im Internet abrufen: <http://www.der-betrieb.de>

Bei den Sachanlagen ist eine derart einfache Zurechnungsregel nicht ersichtlich. Aus diesem Grund werden Investitionen und Abschreibungen anteilig auf Kundenstamm und neu akquirierte Kunden aufgeteilt. Darüber hinaus wird angenommen, dass der vorhandene Bestand an Sachanlagen der Abschmelzung des Kundenstamms folgend den neu akquirierten Kunden zugeordnet wird. Die diesen Annahmen folgende Planung der dem Kun-

denstamm zugeordneten Sachanlagen ergibt sich aus Tab. 5.3; im unteren Teil der Tabelle wird die Planung der den Neukunden zugeordneten Sachanlagen dargestellt.

Tab. 5.1 auf S. 21 ist der unter Zugrundelegung dieser Annahmen abgegrenzte Free Cashflow zu entnehmen. Bei dessen Diskontierung mit den laufzeitäquivalenten gewichteten Kapitalkosten von 6,84%⁸ ergibt sich der durch den Kundenstamm bestimmte Teilbetrag des Enterprise Value der SP in Höhe von EUR 378,1 Mio. Die Tabelle enthält auch die Ableitung des durch neu akquirierte Kunden bestimmten Teilbetrags des Enterprise Value der SP für die Jahre 2008 bis 2015 mit EUR 103,2 Mio. Die Summe beider Werte führt zu dem durch den Kundenstamm bestimmten Enterprise Value des Ausgangsfalls (Tab. 1.9) von EUR 481,3 Mio.

3. Bewertung der unterstützenden Vermögenswerte

Der Wert des dem erworbenen Kundenstamm zuzurechnenden Working Capital lässt sich aus dessen unter III.2 erarbeiteten Planung (Tab. 5.2) mittels dem zugehörigen vermögenswertspezifischen Zinssatz (3%)⁹ ermitteln. Er beträgt erwartungsgemäß EUR 75 Mio. In gleicher Weise kann der Wert der Sachanlagen abgeleitet werden (Tab. 5.3): Auf der Grundlage des vermögenswertspezifischen Zinssatzes von 6,49%¹⁰ ergibt er sich in Höhe von EUR 100 Mio.

Zur Bewertung der Basistechnologie bietet sich – den Ausführungen von Teil 1 der Beitragsreihe folgend – die Anwendung der Relief-from-Royalty-Methode an. Danach ergibt sich deren Wert – unter Einbeziehung der steuerlichen Wirkungen – als Barwert der aufgrund der Eigentumsposition ersparten Lizenzzahlungen. Dementsprechend sind zur Ableitung des Teilbetrags des beizulegenden Zeitwerts der Basistechnologie, der auf den Kundenstamm entfällt, die ersparten Lizenzzahlungen auf Basis der kundenstammbezogenen Umsatzerlöse zu bestimmen. Aus Tab. 5.4 ergibt sich dieser Wert in Höhe von EUR 88,7 Mio. Dabei wurden der Lizenzsatz in Höhe von 8% sowie der vermögenswertspezifische Zinssatz von 8,34% aus Teil 1 der Beitragsreihe übernommen. Tab. 5.4 leitet auch den auf die neu akquirierten Kunden entfallenden Teilbetrag des beizulegenden Zeitwerts der

Basistechnologie mit EUR 72,8 Mio. ab. Die Summe beider Teilbeträge führt zum beizulegenden Zeitwert der Basistechnologie (EUR 161,5 Mio.).

Die Verfahrenstechnologie wurde im Ausgangsfall nach der Incremental Income Analysis bewertet, wobei die dieser Technologie zuzurechnenden zukünftigen Kosteneinsparungen bezogen auf den Umsatz erfasst wurden. Dementsprechend ergibt sich der auf den Kundenstamm entfallende Teilbetrag des beizulegenden Zeitwerts der Verfahrenstechnologie durch Ableitung des Incremental Income, also der zukünftigen Kostenvorteile, auf der Grundlage der kundenstammbezogenen Umsatzerlöse. Tab. 5.5 bestimmt diesen Wert bei einem vermögenswertspezifischen Zinssatz von 8,34% in Höhe von EUR 11,1 Mio. Der auf die neu akquirierten Kunden entfallende Teilbetrag des beizulegenden Zeitwerts der Verfahrenstechnologie beträgt EUR 9,3 Mio. (Tab. 5.5). Die Summe der beiden Teilbeträge führt wiederum zum beizulegenden Zeitwert der Verfahrenstechnologie (EUR 20,4 Mio.).

4. Bestimmung des beizulegenden Zeitwerts des Kundenstamms

Auf der Grundlage der unter III.2 und III.3 abgeleiteten kundenstammbezogenen Werte ergibt sich aus Tab. 5.6 für den Kundenstamm der SP ein beizulegender Zeitwert in Höhe von EUR 133,3 Mio. Auf die neu akquirierten Kunden entfällt – unter Beschränkung der Betrachtung auf die Jahre 2008 bis 2015 – ein Wert von EUR 27,3 Mio. Die Summe beider Werte führt zum beizulegenden Zeitwert des Ausgangsfalls (EUR 160,6 Mio.).¹¹ Der abschreibungsbedingte Steuervorteil wurde unter Zugrundelegung der laufzeitäquivalenten Kapitalkosten der SP sowie der Nutzungsdauer des Kundenstamms, also 8 Jahren, berechnet.

IV. Ableitung des beizulegenden Zeitwerts des Kundenstamms mittels der MPEEM

1. Überblick

Die Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts eines Bewertungsobjekts mittels der MPEEM erfordert – neben der Bestimmung des anzuwendenden vermögenswertspezifischen Zinssatzes – die Ableitung der diesem zuzurechnenden Excess Earnings. In Teil 2 der

Beitragsreihe wurden Free Cashflow, NOPLAT, EBIT bzw. EBITA sowie EBITDA als Ausgangsgrößen der Bestimmung der Excess Earnings betrachtet. Es wurde aufgezeigt, welche Komponenten der Einkommensbeiträge der unterstützenden Vermögenswerte jeweils als Contributory Asset Charges (CAC) anzusetzen sind. Teil 3 wendete sich der Ermittlung der CAC in Form von Leasing-Zahlungen zu. Da alle diskutierten Vorgehensweisen zum gleichen Ergebnis führten, werden im Folgenden lediglich NOPLAT und EBITDA als Ausgangsgrößen der Ableitung der Excess Earnings herangezogen, wobei die Leasing-Annahme nur beim EBITDA zur Anwendung kommt.

2. NOPLAT als Ausgangspunkt der Bestimmung der Excess Earnings

Beim NOPLAT als Ausgangspunkt der Bestimmung der Excess Earnings sind als CAC der Sachanlagen und des Working Capital lediglich die Verzinsungen nach Steuern des in diese Vermögenswerte investierten Kapitals (return on invested capital) anzusetzen. Die CAC der Basis- und der Verfahrenstechnologie beinhalten demgegenüber sowohl Verzinsung (return on) als auch Rückfluss (return of) des investierten Kapitals, die gleichfalls als Nachsteuergrößen zu verstehen sind. Die so bestimmten CAC können den Bewertungen der einzelnen Vermögenswerte entnommen werden (Tab. 5.2, 5.3, 5.4 und 5.5). Tab. 5.7 fasst die Ableitung der Excess Earnings zusammen. Im unteren Teil der Tabelle sind die den neu akquirierten Kunden in den Jahren 2008 bis 2015 zuzurechnenden Excess Earnings dargestellt.

Zur Ableitung des unter III.4 ermittelten beizulegenden Zeitwerts des Kundenstamms in

Höhe von EUR 133,3 Mio. sind dessen Excess Earnings gemäß Tab. 5.7 mit einem vermögenswertspezifischen Zinssatz in Höhe von 9,33%, der iterativ abzuleiten ist, zu diskontieren. Im unteren Teil der Tabelle wird der Wert, der auf die neu akquirierten Kunden bei Betrachtung der Jahre 2008 bis 2015 entfällt, in Höhe von EUR 27,3 Mio. auf der Grundlage eines vermögenswertspezifischen Zinssatzes von 7,9%, der wiederum iterativ zu bestimmen ist, ermittelt.¹²

3. EBITDA als Ausgangspunkt der Bestimmung der Excess Earnings

In Tab. 5.8 wird der beizulegende Zeitwert des Kundenstamms ausgehend vom EBITDA abgeleitet. Dementsprechend sind die CAC als Vorsteuergrößen anzusetzen. Außerdem ist in die Ermittlung der CAC der Sachanlagen der Rückfluss des in diese investierten Kapitals einzubeziehen. Im unteren Teil der Tabelle ist die Ableitung des Werts, der auf die neu akquirierten Kunden bei Betrachtung der Jahre 2008 bis 2015 entfällt, auf Basis des EBITDA zu entnehmen.

Tab. 5.9 fasst die Bestimmung dieser Werte unter Zugrundelegung der Leasing-Annahme zusammen:¹³ Die CAC der Sachanlagen in Form von Leasing-Zahlungen werden – gesondert für Kundenstamm und neu akquirierte Kunden – als Annuität des Barwerts von Verzinsung (vor Unternehmensteuern) und Rückfluss des jeweiligen Anteils am in die Sachanlagen investierten Kapitals abgeleitet, wobei den Berechnungen der vermögenswertspezifische Zinssatz des Kundenstamms (9,33%) bzw. der neu akquirierten Kunden (7,90%) sowie die

Tabelle 5.6: Ableitung des beizulegenden Zeitwerts des Kundenstamms

		Customer Relationship	Customer Acquired after Acquisition Date	Total
Value of Business Unit		378,1	103,2	481,3
Core Technology		-88,7	-72,8	-161,5
Process Technology		-11,1	-9,3	-20,4
Tangible Fixed Assets		-100,0	0,0	-100,0
Working Capital		-75,0	0,0	-75,0
Residual Value		103,2	21,2	124,4
TAB	1,29	30,0	6,2	36,2
Fair Value		133,3	27,3	160,6

Tabelle 5.11: Ableitung und Erklärung des Goodwill

	Value of Purchase 1	Purchase Price 2	Adjustments 3	Enterprise Value 4
Purchase Price		588,9		
Present Value of Cost Savings				
Process Tecology after 2015			-21,7	
PV of Amortization			28,9	
TAB CR indefinite lifetime			53,9	650,1
Business Unit - Enterprise Value				
Process Technology	-20,4			
Core Technology	-161,5			
Working Capital	-75,0			
Tangible Fixed Assets	-100,0			
Customer Relationship	-133,3	-490,1		-490,1
Goodwill		98,8	61,2	160,0

Nutzungsdauer des Kundenstamms (8 Jahre) zugrunde liegen. Eine einfache umsatzproportionale Aufteilung der in Teil 3 der Beitragsreihe unter V. abgeleiteten Leasing-Zahlung von EUR 46,0 Mio. auf Kundenstamm und neu akquirierte Kunden führt demgegenüber erwartungsgemäß zu abweichenden Werten (Tab. 5.10).

V. Beurteilung der Plausibilität der Kaufpreisallokation

1. Ausgangsüberlegung

Die Plausibilität einer Kaufpreisallokation wird in der Praxis zumeist auf der Grundlage einer einperiodischen oder statischen WACC-2-WARA-Analyse beurteilt, deren Ergebnisse allerdings zumeist – angesichts der dieser inne wohnenden Schwächen – nicht ohne weiteres

aussagefähig sind. Aus diesem Grund wird im Folgenden zusätzlich die Zusammensetzung des Goodwill der SP untersucht.

2. Einperiodische (statische) WACC-2-WARA-Analyse

Bei der WACC-2-WARA-Analyse¹⁴ wird beurteilt, ob die vermögenswertspezifischen Zinssätze, die in die Bewertung der angesetzten Vermögenswerte eingeflossen sind, sowie der dem Goodwill zuzuordnende Zinssatz in Relation zueinander deren jeweiligem Risikoprofil entsprechen. Dabei wird der dem Goodwill zugehörige Zinssatz so bestimmt, dass die Summe der mit ihren anteiligen Werten gewichteten Zinssätze der einzelnen Vermögenswerte sowie des Goodwill (Weighted Average Rate of Return oder kurz WAR) gleich den gewichteten Kapitalkosten (WACC) ist.

Tabelle 5.12: Einperiodische WACC-2-WARA-Analyse auf Basis der vermögenswertspezifischen Verzinsung des Kundenstamms

	Fair Value	Rate of Return	Weighted
Goodwill	98,77	10,15%	1,70%
Tangible Fixed Assets	100,00	6,49%	1,10%
Working Capital	75,00	3,00%	0,38%
Customer Relationship	133,27	9,33%	2,11%
Core Technology	161,50	8,34%	2,29%
Process Technology	20,38	8,34%	0,29%
Total	588,92		7,87%

Der aus der Übernahme der SP resultierende Goodwill ergibt sich unter Zugrundelegung des unter III. bzw. IV. abgeleiteten beizulegenden Zeitwerts des Kundenstamms sowie den beizulegenden Zeitwerte aller unterstützenden Vermögenswerte¹⁵ der Gesellschaft – aus Tab. 5.11, Spalten 1 und 2, in Höhe von EUR 98,8 Mio. Diesem ist – der WACC-2-WARA-Bedingung folgend – ein Zinssatz von 10,15% zuzuordnen (Tab. 5.12). Die damit gegebene Relation der vermögenswertspezifischen Zinssätze sowie desjenigen des Goodwill zueinander entspricht wohl den mit diesen verbundenen Risikoprofilen.

Allerdings ist die begrenzte Aussagefähigkeit der statischen WACC-2-WARA-Analyse zu beachten:¹⁶ Diese unterstellt, dass das am Bewertungsstichtag in die angesetzten Vermögenswerte sowie den Goodwill investierte Kapital über alle Perioden unverändert bleibt. Tab. 5.2, 5.3, 5.4 und 5.5 zeigen jedoch, dass diese Annahme bei der SP, nicht erfüllt ist.

3. Analyse der Komponenten des Goodwill

Der Goodwill setzt sich regelmäßig aus mehreren Komponenten zusammen:¹⁷

Tabelle 5.13: Ableitung des Werts des Kundenstamms bei unbestimmter Nutzungsdauer

	1	2
lifetime	definite	indefinite
Business Unit	378,1	596,2
Core Technology	-88,7	-142,1
Process Technology	-11,1	-20,4
Working Capital	-75,0	-75,0
Tangible Fixed Assets	-100,0	-100,0
Residual Value	103,2	258,7
TAB	30,0	53,9
Fair Value	133,3	312,7

Tabelle 5.14: Überleitung des kundenstammbestimmten Enterprise Value in den Enterprise Value der SP

	Diskontierungs-Zins	Mio. EUR
Kundenstammbestimmter Enterprise Value	6,84%	378,08
Anpassung laufzeitäquivalenter Zinssatz	7,87%	-13,57
Bereinigung der FuE-Eliminierung		
Barwert nach Steuern	7,87%	-37,16
Bereinigung der Eliminierung der Neukundenakquisitionskosten		
Barwert nach Steuern	6,84%	-65,12
Anpassung laufzeitäquivalenter Zinssatz	7,87%	20,89
EBITDA-Reduktion durch Kundenabschmelzung		
Barwert nach Steuern	6,84%	130,23
Anpassung laufzeitäquivalenter Zinssatz	7,87%	-6,82
Differenzen bei Abschreibung der Basis- und Verfahrenstechnologie		
Barwert des Steuereffekts	7,87%	-0,80
Barwert der Differenzen bei		
Investitionen abzgl. Abschreibungen	7,87%	-79,48
Veränderung Working Capital	7,87%	-72,64
Terminal Value		342,58
Enterprise Value der SP		596,20

1. Synergien,¹⁸
2. nicht bilanzierungsfähige immaterielle Vermögenswerte (z.B. Mitarbeiterstamm¹⁹),
3. der Going Concern-Komponente²⁰ sowie dem
4. aus den beizulegenden Zeitwerten der angesetzten immateriellen Vermögenswerte und deren Werten bei unterstellter unbestimmter Nutzungsdauer; diese Komponente bringt zukünftige immaterielle Vermögenswerte zum Ausdruck, die sich im Unternehmenswert niederschlagen, bei der Kaufpreisallokation jedoch nicht gesondert abgebildet werden.

Im Goodwill der SP haben sich laut Sachverhalt²¹ weder Synergien noch nicht bilanzierungsfähige immaterielle Vermögenswerte niedergeschlagen.²² Dementsprechend ist zu untersuchen, inwieweit dieser durch den Differenzbetrag aus den beizulegenden Zeitwerten der angesetzten immateriellen Vermögenswerte und deren Werten bei unterstellter unbestimmter Nutzungsdauer zu erklären ist.

Zur Bestimmung dieser Goodwill-Komponente sind, da die beizulegenden Zeitwerte der angesetzten immateriellen Vermögenswerte bereits unter III. bzw. IV. sowie in Teil 1 bzw. Teil 2 der Beitragsreihe ermittelt wurden, diese Vermögenswerte unter Zugrundelegung einer unbestimmten Nutzungsdauer zu bewerten: Für die Basistechnologie ergibt sich – dies wurde an anderer Stelle eingehend erläutert²³ – auf der Grundlage dieser Annahme ein Wert von EUR 142,1 Mio. Bei der Verfahrenstechnologie erübrigt sich eine Ermittlung von deren Wert unter Zugrundelegung dieser Annahme, da laut Sachverhalt für diese eine Nachfolge-technologie nicht vorgesehen ist. Der Wert des Kundenstamms bei unterstellter unbestimmter Nutzungsdauer kann damit als Residualwert abgeleitet werden. Entsprechend Tab. 5.13 beträgt dessen Wert EUR 312,7 Mio., wobei – angesichts der Erläuterungen an anderer Stelle²⁴ – auf eine Darstellung der Ermittlung des Enterprise Value der SP bei unbestimmter Nutzungsdauer (EUR 596,2 Mio.) verzichtet wird. Tab. 5.14 leitet den kundenstammbezogenen Enterprise Value (EUR 378,08 Mio. gem. Tab. 5.1) in den Enterprise Value bei unbestimmter Nutzungsdauer (EUR 596,2 Mio.) über.

Die Differenz zwischen den beizulegenden Zeitwerten der immateriellen Vermögenswerte der SP und deren Werten unter Zugrundelegung einer unbestimmten Nutzungsdauer ergibt sich aus Tab. 5.15 in Höhe von EUR 160,0 Mio. Diese übersteigt den in Tab. 5.11 abgeleiteten Goodwill von EUR 98,8 Mio. um EUR 61,2 Mio. Dieser Unterschiedsbetrag entfällt auf die Differenz aus dem der Kaufpreisermittlung zugrunde liegendem Enterprise Value (EUR 588,9 Mio.) und dem Enterprise Value, der der Ableitung des Werts des Kundenstamms bei unterstellter unbestimmter Nutzungsdauer zugrunde gelegt wurde (EUR 596,2 Mio.), in Höhe von EUR 7,3 Mio. sowie den abschreibungsbedingtem Steuervorteil des Kundenstamms bei unbestimmter Nutzungsdauer (EUR 53,9 Mio.; Tab. 5.13).

Der Unterschiedsbetrag zwischen den beiden Unternehmenswerten in Höhe von EUR 7,3 Mio. ist durch unterschiedliche Annahmen begründet, die in deren Bewertungen eingeflossen sind: Der der Kaufpreisermittlung zugrunde liegende Enterprise Value berücksichtigt im Unterschied zum Enterprise Value zwecks Bewertung des Kundenstamms bei unterstellter unbestimmter Nutzungsdauer nicht, dass die Nutzungsdauer der Verfahrenstechnologie im Jahr 2015 endet und damit ab 2016 von einer jährlichen Ergebnisverschlechterung von EUR 4,5 Mio. mit einer Barwertreduktion von EUR 21,65 Mio. auszugehen ist. Darüber hinaus wurden die steuerlichen Abschreibungen von Basistechnologie und Verfahrenstechnologie beim zuerst genannten Unternehmenswert mit einem Barwert von EUR 28,93 Mio. nicht angesetzt.²⁵

Aus dieser Betrachtung wird ersichtlich, dass der Differenzbetrag aus den beizulegenden Zeitwerten der angesetzten immateriellen Vermögenswerte und deren Werten bei unterstellter unbestimmter Nutzungsdauer den originären Goodwill der SP erklärt. Der derivative Goodwill ist zusätzlich dadurch bestimmt, dass in die Ermittlung des dem Kaufpreis zugrunde liegenden Enterprise Value Annahmen eingeflossen sind, die von denen abweichen, die der Bestimmung des Enterprise Value zwecks Ableitung des originären Goodwill zugrunde liegen. Damit ist der derivative Goodwill der SP erklärt. Der Zusammenhang zwischen dem derivativen und dem originären Goodwill der SP wird in Tab. 5.11, Spalten 2 bis 4, zusammengefasst.

VI. Zusammenfassung

Die bisherigen Beiträge des Verfassers zu Anwendungsfragen der Multi-Period Excess Earnings-Methode (MPEEM) bauen auf einem einheitlichen Fallbeispiel aus der Praxis der Kaufpreisallokation auf. Diesem Beispiel liegt die Annahme zugrunde, dass während der Nutzungsdauer des übernommenen Kundenstamms weder mit einem wesentlichen Verlust bestehender Kunden zu rechnen, noch eine bedeutsame Gewinnung neuer Kunden zu erwarten ist. Im vorliegenden fünften Teil der Reihe wird diese Annahme aufgegeben und das zukünftige Abschmelzen des übernommenen Kundenstamms über dessen Nutzungsdauer in die Bewertung einbezogen.

Entsprechend dem Vorgehen in Teil 1 und 2 der Beitragsreihe wurde der beizulegende Zeitwert des erworbenen Kundenstamms zunächst unter Zugrundelegung der Grundform der Residual Value-Methode ermittelt. Sodann wurde die MPEEM in die Betrachtung einbezogen, wobei als Ausgangsgröße der Ableitung der Excess Earnings lediglich das

NOPLAT und das EBITDA – bei letzterem auch unter Berücksichtigung der Leasing-Annahme – gewählt wurden. Abschließend wurde – nach Darstellung einer WACC-2-WARA-Analyse – der Goodwill durch Bestimmung von dessen Komponenten erklärt.

Die Ausführungen legen dar, dass die in den vorhergehenden Teilen der Beitragsreihe abgeleiteten Ergebnisse durch die Einbeziehung der Abschmelzung des erworbenen Kundenstamms grundsätzlich keine Änderung erfahren. Dies gilt für die Anwendung der Grundform der Residual Value-Methode, die Anwendung der MPEEM, die eingeschränkte Aussagefähigkeit der statischen WACC-2-WARA-Analyse sowie die den Goodwill prägenden Komponenten. Darüber hinaus wurde deutlich, dass die Anwendung der Grundform der Residual Value-Methode nicht aufwendiger und komplexer als die der MPEEM ist. Dies gilt insbesondere dann, wenn der in Teil 4 der Beitragsreihe dargelegten Anforderung von The Appraisal Foundation²⁶, nach der der Ableitung der CAC auf Sachanlagen eine detaillierte Planung zugrunde zu legen ist, gefolgt wird.

¹ BWP 3/2008 S. 10f.

² Die Umsatzplanung ist dargestellt in BWP 03/2008 S. 10, Tab. 1.1. Im Folgenden werden die Tabellen der bisherigen Teile der Beitragsreihe mit „Tab. 1.X“ usw., z.B. „Tab. 1.1“ für Tab. 1 des ersten Beitrags, bezeichnet.

³ Vgl. BWP 03/2008 S. 11ff.

⁴ Diese ist dargestellt in BWP 03/2008 S. 10 in Tab. 1.1.

⁵ Zu deren Bestimmung siehe unter 3.3.

⁶ BWP 3/2008 S. 18.

⁷ Die Planung des Working Capital ist dargestellt in BWP 03/2008 S. 14, Tab. 1.5.

⁸ BWP 3/2008 S. 18f.

⁹ Vgl. BWP 3/2008 S. 13f.

¹⁰ Vgl. BWP 3/2008 S. 14.

¹¹ Zu dessen Ableitung siehe BWP 03/2008 S. 17, Tab. 1.10.

¹² Die Berechnung der Zuschlagsfaktoren für den abschreibungsbedingten Steuervorteil folgt dem in Tab. 1.7 bzw. Tab. 2.8 dargestellten Vorgehen. Vgl. BWP 03/2008 S. 16 sowie BWP 04/2008 S. 15.

¹³ Einzelheiten des Vorgehens wurde bereits in Teil 3 der Beitragsreihe dargelegt. Vgl. BWP 03/2009 S. 9ff.

¹⁴ Ausführlich hierzu Moser, FB 2008 S. 801f.; ders., BWP 3/2008 S. 19; ders., BWP 4/2008 S. 16f.; siehe auch The Appraisal Foundation, Best Practices for Valuations in Financial Reporting: Intangible Asset Working Group, „The Identification of Contributory Assets and the Calculation of Economic Rents“, Exposure Draft, Washington, 4.2.

¹⁵ Zu deren Ableitung siehe BWP 03/2008 S. 11ff. sowie BWP 04/2008 S. 10ff.

¹⁶ Vgl. Moser, FB 2008 S. 801f.

¹⁷ Ausführlich zu dem im Folgenden dargelegten Ansatz Moser, FB 2008 S. 732ff.; ders., FB 2008 S. 788ff.; ders., BWP 1/2009 S. 24ff. Im Schrifttum werden demgegenüber nur die ersten drei der im Folgenden genannten Komponenten angesprochen, die eine Erklärung des Goodwill allerdings nicht erlauben; siehe statt vieler Esser, Goodwillbilanzierung nach SFAS 141/142, Frankfurt/Main 2005, S. 11ff., 150ff.; Schultze/Hirsch, Wertorientiertes Controlling. Goodwill-Bilanzierung in der Unternehmenssteuerung, München 2005, S. 105ff.; Weber/Wirth, in: Küting/Weber, Vom Financial Reporting zum Business Reporting, Stuttgart 2002, S. 43ff. [53ff.]; Mard/Hitchner/Hyden, Valuation for Financial Reporting, Hoboken, 2nd. Edition, 2007, S. 40ff.; Reilly/Schweighs, Valuing Intangible Assets, New York u.a. 1998, S. 380ff.; Smith/Parr, Intellectual Property: Valuation, Exploitation, and Infringement Damages, Hoboken 2005, S. 19ff., 181, 268f.

¹⁸ Siehe hierzu vor allem Alvarez/Biberacher, BB 2002 S. 346ff.

¹⁹ So ausdrücklich IFRS 3.B37 (rev.).

²⁰ Siehe zu dieser Komponente insbesondere Smith/Parr, a.a.O. (Fn 17), S. 19f.

²¹ BWP 3/2008 S. 10f.

²² Auf die Going Concern-Komponente wird in einem gesonderten Beitrag eingegangen.

²³ Siehe Moser, BWP 1/2009 S. 26, 31; ders., FB 2008 S. 796f.

²⁴ Vgl. Moser, BWP 1/2009 S. 27f., 32; ders., FB 2008 S. 798f.

²⁵ Siehe Moser, BWP 1/2009 S. 28f.; ders., FB 2008 S. 800f.

²⁶ The Appraisal Foundation, a.a.O. (Fn 14), 3.4.

PRAXISSEMINAR

VALUATION MEETS ACCOUNTING: BEWERTUNG IMMATERIELLER WERTE

10. und 11. Juni 2010 sowie 9. und 10. Dezember 2010



<ul style="list-style-type: none"> • Bewertungsanlässe • Kaufpreisverteilung (PPA) • Identifikation immaterieller Werte 	<ul style="list-style-type: none"> • Bewertungsmethoden und -annahmen (mit Beispielrechnung)
Themen Tag 1: GRUNDLAGEN UND BILANZIERUNG	
<ul style="list-style-type: none"> • Gesamt-plausibilisierung (insb. WACC to WARA) • Berichterstattung (Fair Value Opinion) • Wertminderungstest 	<ul style="list-style-type: none"> • Tax Amortisation Benefit • Ableitung spezifischer Kapitalkosten

<ul style="list-style-type: none"> • Planung der PPA • Identifikation • Beurteilung der Ansatzkriterien • Datenbeschaffung und Beurteilung 	<ul style="list-style-type: none"> • Bewertung der immateriellen Vermögenswerte der AS-GmbH
Themen Tag 2: FALLSTUDIE PPA DER AS-GMBH	
<ul style="list-style-type: none"> • Bewertung der Contributory Assets • Ermittlung der Contributory Asset Charges • Bewertung des Leading Asset • Ableitung und Plausibilisierung des Goodwill • Dokumentation 	<ul style="list-style-type: none"> • Bewertungsmethoden: Incremental Income Analysis, Royalty Analysis, Residual Value, Excess Earnings Approach

Referent: Dipl.-Kfm. Michael Graser, Certified Valuation Analyst, ist Director bei der VALNES Corporate Finance GmbH am Standort Frankfurt am Main. Er ist Experte in den Bereichen Bewertung von Unternehmen und immateriellen Vermögenswerten, Lizenzbewertung, Financial Due Dilligence sowie Kaufpreisallokation. Zu seinen Mandanten zählen Unternehmerfamilien, nationale und internationale Konzerne sowie Private Equity Fonds. Vor seiner Tätigkeit bei VALNES war Herr Graser bei einer Valuation Firm sowie einer Bank im Bereich Mergers & Acquisitions tätig.

Referent: Prof. Dr. Ulrich Moser, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Certified Valuation Analyst, ist Professor für Accounting und Finance an der Fachhochschule Erfurt. Den Schwerpunkt seiner Lehr- und Forschungstätigkeit bilden Bewertung und Management von Intellectual Property, Unternehmenstransaktionen sowie Unternehmensbewertung. Daneben berät er namhafte Unternehmen bei Fragen der Unternehmens- und Intellectual Property-Bewertung. Bis Juni 2006 war er Partner bei einer der „Big Four“ Accounting Firms im Bereich Unternehmensbewertung.

Aktuelles

Mehr als die Hälfte des Unternehmenswertes entfällt durchschnittlich auf immaterielle Vermögenswerte. Im Rahmen der Bilanzierung hat die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung erneut die Überprüfung von Kaufpreisallokation und Werthaltigkeit von Vermögenswerten auf die Liste der Prüfungsschwerpunkte für 2010 genommen. Eine Vielzahl von Fehlerfeststellungen bezog sich in der Vergangenheit auf PPA und Goodwill. Zunehmende Bedeutung kommt den immateriellen Werten bei steuerlichen Gestaltungen sowie im Insolvenzfall zu. Darüber hinaus erfordern

Substanzwertermittlungen für erbschaftsteuerliche Zwecke die Bewertung originärer immaterieller Werte. Die Identifikation und Bewertung von immateriellen Werten erfordert spezifische Kenntnisse und stellt neue Anforderungen an Unternehmen und Berater. Die Seminarreihe „Valuation meets Accounting“ will einen Beitrag zur notwendigen Verbindung von Bewertungs- und Bilanzierungs-Know How schaffen. Eignen Sie sich Expertise auf diesem herausfordernden Gebiet an.

ANMELDUNG PRAXISSEMINAR: VALUATION MEETS ACCOUNTING

Für das Praxisseminar: Bewertung von immateriellen Werten in Frankfurt melden wir folgende(n) Teilnehmer an:

<input type="checkbox"/> Tag 1 (10. Juni 2010)	<input type="checkbox"/> Tag 2 (11. Juni 2010)
<input type="checkbox"/> Tag 1 (9. Dezember 2010)	<input type="checkbox"/> Tag 2 (10. Dezember 2010)
Name / Vorname (Teilnehmer 1)	
Name / Vorname (Teilnehmer 2)	
Firma	
Postfach/Straße/Haus-Nr.	
PLZ/Ort	Telefon/Telefax
E-Mail	
Ort/Datum/Unterschrift	

Termine: 10. und 11. Juni 2010 sowie 9. und 10. Dezember 2010
Jeweils 9:00 Uhr bis 17:30 Uhr

Veranstaltungsort: Mercure Hotel Frankfurt Eschborn Ost, Helfmann-Park 6, 65760 Frankfurt a.M./Eschborn, Tel.: +49 (0)6196/9010, Fax: +49 (0)6196/901-900

Teilnahmegebühr: € 495 (zzgl. MwSt.) pro Person/Tag.
Für Mitglieder des IACVA-Germany e.V. € 395 (zzgl. MwSt.) pro Person/Tag.
Enthalten sind Veranstaltungsunterlagen, Kaffeepausen, Mittagessen und Erfrischungsgetränke.

Schriftliche Anmeldungen an IACVA-Germany GmbH, Schweinfurter Weg 58a, 60599 Frankfurt am Main, Telefon: +49 (0)69/70 798 735, Fax: +49 (0)69/70 798 734, E-Mail: info@iacva.de.

Zimmerbuchungen nehmen Sie bitte als Selbstzahler unter dem Stichwort „IACVA“ vor (Preis € 111 pro Zimmer/Tag inkl. Frühstücksbuffet). Diese Sonderkonditionen sind i.d.R. bis 4 Wochen vor Veranstaltungsbeginn gültig.

Rücktritt: Bei Rücktritt bis 4 Wochen vor Veranstaltungsbeginn fallen € 50 Bearbeitungsgebühr an. Bei Rücktritt bis 2 Wochen vor Veranstaltungsbeginn fallen € 120 Bearbeitungsgebühr an. Nach Ablauf dieser Frist wird der volle Betrag (ohne MwSt.) fällig. Ersatzteilnehmer sind willkommen. Wird die Veranstaltung storniert, werden bereits gezahlte Teilnahmegebühren rückerstattet. Weitere Ansprüche bestehen nicht. Nach Eingang Ihrer Anmeldung erhalten Sie umgehend eine Teilnahmebestätigung. Die Rechnung ist bitte bis 2 Wochen vor Veranstaltungsbeginn zu begleichen.



Ihre Anmeldung bitte per Fax an +49 (0)69 / 70 798 734

IACVA-Germany GmbH, Schweinfurter Weg 58a, 60599 Frankfurt am Main,
Telefon: +49 (0)69 / 70 798 735, E-Mail: info@iacva.de, www.iacva.de

Tage getrennt buchbar –
neu: PPA-Fallstudie

OLG Stuttgart: Richterliche „Laudatio“ an die gutachterliche Unternehmensbewertung sowie weitere Divergenzvorlage an den BGH zum maßgeblichen Referenzzeitraum für den Börsenkurs



Kerstin Schnabel, Rechtsanwältin und Partner, und **Anja Köritz LL.M., Rechtsanwältin**, sind im Kölner Büro der Kanzlei DLA Piper UK LLP im Bereich des Aktienrechts mit Ausrichtung auf das Kapitalmarktrecht tätig.



► Durch Beschluss vom 18.12.2009 – 20 W 2/08, BeckRS 2010, 00900 – hat das OLG Stuttgart die Beschwerdesache im Spruchverfahren anlässlich eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages sowie eines Delistings zur Frage des maßgeblichen Referenzzeitraums für die Ermittlung des Börsenkurses als Untergrenze der angemessenen Abfindung erneut dem BGH vorgelegt. Der Senat beabsichtigt, entsprechend der Beschlussvorlage des OLG Düsseldorf vom 09.09.2009 – I-26 W 13/06 (AktE) (vgl. Schnabel/Köritz, *Bewertungspraktiker 4/2009*) sowie im Anschluss an seine st. Rspr. auf einen Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe der Maßnahme abzustellen und insoweit von der Rspr. des BGH aus dem Jahr 2001 abzuweichen. Damit liegt dem BGH eine weitere Rechtssache zur Entscheidung über den maßgeblichen Referenzzeitraum vor. Über diesen Aspekt hinaus ist die Entscheidung des Senats insbesondere deshalb sehr instruktiv, weil sich der Senat zur Begründung der Entscheidungserheblichkeit der vorzulegenden Rechtsfrage eingehend mit dem gutachterlich ermittelten Ertragswert je Aktie auseinandersetzt (vgl. I). Daneben sind für die Bewertungspraxis aber auch die ausführlichen Rechtsausführungen des Senats zur Ableitung des Ausgleichsanspruchs nach § 304 AktG aus dem Unternehmenswert bedeutsam, da der Senat insoweit u. a. seine Rechtsauffassung in Bezug auf den bei der Ermittlung des Ausgleichsanspruchs zugrunde zu legenden Kapitalisierungszinssatz in Abweichung von der Ytong-Entscheidung des BGH (Beschluss vom 21.07.2003 - II ZB 17/01, DB 2003 S. 2168) konkretisiert (vgl. II).

I. Zur Ertragswertermittlung

Im Rahmen der Beurteilung der gutachterlichen Ertragswertermittlung setzt sich der Senat ausführlich mit der Bewertung der der Gesellschaft in der Detailplanungsphase und in der Phase der ewigen Rente zufließenden

Erträge sowie mit den einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes auseinander und konkretisiert den gerichtlichen Prüfungsmaßstab.

In Bezug auf die der Bewertung zugrunde liegenden in die Zukunft gerichteten unternehmerischen Planungen sowie die darauf aufbauenden Prognosen stellt der Senat zunächst klar, dass diese im Rahmen der gerichtlichen Kontrolle nur eingeschränkt überprüfbar seien. Bei den Planungen und Prognosen handele es sich in erster Linie um ein Ergebnis unternehmerischer Entscheidungen. Diese könnten - soweit sie auf realistischen Annahmen aufbauen und nicht in sich widersprüchlich sind - nicht durch andere letztlich ebenfalls vertretbare Annahmen des Gerichts ersetzt werden. Dementsprechend unterzieht der Senat die gutachterlichen Annahmen sowohl im Hinblick auf die Detailplanungsphase als auch die Phase der ewigen Rente im Unternehmenswertgutachten im Wesentlichen einer - sehr umfangreichen - Plausibilitätsprüfung.

Hervorzuheben ist im Hinblick auf die Überprüfung der Annahmen zu den Planungsrechnungen, dass der Senat bei den Ausschüttungsannahmen einen prognostizierten schrittweisen Anstieg der Ausschüttungsquote in der Grobplanungsphase am Beginn der Phase der ewigen Rente bis hin zu einer Ausschüttungsquote von 40% für vertretbar gehalten hat, obwohl die in der Detailplanungsphase zugrunde gelegte Ausschüttungsquote unter Berücksichtigung der bisherigen Ausschüttungspolitik noch bei unter 20% gelegen habe. Diese im Unternehmenswertgutachten zugrunde gelegten Ausschüttungsannahmen hielt der Senat unter Bezugnahme auf die IDW S1 Stand 18.10.2005 für vertretbar, da in der Detailplanungsphase das individuelle Unternehmenskonzept zu berücksichtigen sei, während in der Phase der ewigen Rente in der

Regel typisierend anzunehmen sei, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens demjenigen einer Alternativenanlage entspreche. Die Orientierung der Ausschüttungsquote in der Phase der ewigen Rente an derjenigen einer Alternativenanlage erachtete der Senat als folgerichtig, da die Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren insgesamt auf einem Vergleich des für die Anteilseigner aus dem Unternehmen zu erwartenden Nutzens mit dem Nutzen einer Alternativenanlage beruhe.

Im Rahmen der Plausibilitätsprüfung bestätigte der Senat unter Würdigung zahlreicher Einwendungen der Antragsteller sowie wirtschaftswissenschaftlicher Studien und Literatur zudem auch im Hinblick auf die einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes die im Unternehmenswertgutachten festgesetzten Beträge. Methodisch sprach sich der Senat trotz der bestehenden Kritik für die Ermittlung des Risikozuschlags anhand des CAPM aus. Die Kritik sei zwar insoweit berechtigt, als die durch das CAPM benötigten Einzelfaktoren nicht durch empirische Studien punktgenau ermittelt werden könnten. Dieses Problem sei jedoch der Unternehmensbewertung immanent. Gegenüber der Alternative der Ermittlung des Risikozuschlags anhand einer pauschalen Risikobetrachtung verdiene das CAPM den Vorzug, weil es durch die Aufgliederung der Risikobetrachtung in das allgemeine Risiko von Anlagen in Aktien einerseits und das spezifische Risiko des zu bewertenden Unternehmens andererseits methodisch transparenter sei. Hervorzuheben ist in diesen Zusammenhang insbesondere, dass der Senat die im Unternehmenswertgutachten durchgeführte Nachsteuerbetrachtung nicht beanstandete. Der Senat schloss sich damit der in der Wirtschaftswissenschaft verbreiteten Ansicht an, dass das Tax-CAPM besser geeignet sei, die empirisch beobachteten Aktienrenditen realitätsnäher zu erklären, indem es die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen besser abbilde. Bei der Berücksichtigung der typisierten Ertragssteuer entsprechend IDW S1 Stand 2000 durch den Abzug des typisierten vollen Einkommensteuersatzes von 35% von der Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag, werde entgegen der steuerlichen Realität eine einheitliche Besteuerung unterstellt. Eine solche Unterstellung auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes überzeuge in-

dessen nicht, wenn andererseits dem unterschiedlichen Zugriff der ESt auf der Ebene der Nettoeinnahmen Rechnung getragen werde, indem durch Abkehr von der Vollausschüttungsannahme nur von den ausgeschütteten, nicht aber von den thesaurierten Erträgen der typisierte hälftige ESt-Steuersatz abgezogen werde.

Im Einzelnen machte der Senat die für die Ermittlung des Risikozuschlags im Unternehmenswertgutachten angesetzte Marktrisikoprämie von 5,5% (nach Steuern) uneingeschränkt zum Gegenstand seiner richterlichen Schätzung gem. § 287 Abs. 2 ZPO und setzte sich dabei zur Begründung seiner Rechtsauffassung intensiv mit verschiedenen wirtschaftswissenschaftlichen Studien zur Marktrisikoprämie auseinander. Dabei bezog der Senat auch die in der Wissenschaft diskutierte Frage in seine Bewertung mit ein, ob das arithmetische oder das geometrische Mittel bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie zugrunde zu legen sei. Diese Streitfrage löst der Senat nicht auf, sondern spricht sich insgesamt indirekt dafür aus, für die zugrunde zu legende Marktrisikoprämie im Rahmen der richterlichen Schätzung insgesamt auf einen Mittelwert aus den in den einzelnen Studien ermittelten Marktrisikoprämien unter Einbeziehung sowohl der arithmetischen als auch der geometrischen Mittel abzustellen.

Auch bei der gebotenen Schätzung des künftigen Beta-Faktors nach § 287 Abs. 2 ZPO orientierte sich der Senat an den Festsetzungen des Unternehmenswertgutachtens. Im Rahmen der Auseinandersetzung mit den gegen die Festsetzung vorgebrachten Einwendungen der Antragsteller stellt der Senat klar, dass er historische Beta-Faktoren, die auf der Grundlage von Kursdaten im Zeitraum eines Jahres vor der Hauptversammlung errechnet wurden, wegen der zugrunde gelegten Messperiode zur Prognose des künftigen Beta-Faktors für ungeeignet halte. Vergleichbar zur maßgeblichen Referenzperiode für den zugrunde zulegenden Börsenpreis müsse auch die Referenzperiode für die Ermittlung historischer Beta-Faktoren spätestens am Tag der Bekanntgabe der Maßnahme enden. Dem könne nach Ansicht des Senats auch nicht das Stichtagsprinzip entgegengehalten werden. Auch geht der Senat nicht davon aus, dass beherrschte Unternehmen typischerweise kleine Beta-Faktoren aufweisen. Zwar legten empirische Studien einen

solchen Zusammenhang nahe, Bedenken gegen diese Annahme ergeben sich nach den Ausführungen des Senats aber insbesondere aus der Kontrollüberlegung, dass ein gegen Null tendierender Kapitalisierungszinssatz einer (quasi) risikofreien Anlage entspräche. Allein die Abhängigkeit vom Hauptaktionär senke jedoch nicht das unternehmerische Risiko. Es sei nicht ersichtlich, warum sich der Mehrheitsaktionär sein aufgrund seines Beteiligungsumfangs höheres unternehmerisches Risiko auch aus Sicht der außenstehenden Aktionäre nicht durch einen Risikozuschlag abgelten lassen sollte. Instrukтив ist in diesem Zusammenhang darüber hinaus die detaillierte Auseinandersetzung des Senats mit der Analyse der unternehmensspezifischen operativen Risiken sowie der Besonderheiten der Kapitalstruktur für die Ermittlung des jeweiligen Beta-Faktors. In diesem Zusammenhang hat sich der Senat intensiv mit den unternehmensspezifischen Risiken der Gesellschaft auch im Vergleich zu denen der herangezogenen Peergroup auseinandergesetzt. Obwohl die Risiken der Gesellschaft nicht mit den Risiken der im Rahmen der Vergleichsuntersuchung herangezogenen Peergroup vergleichbar waren, zog der Senat den für die Vergleichsunternehmen ermittelten Beta-Faktor zumindest insoweit im Rahmen seiner richterlichen Schätzung heran, als er davon ausging, dass der Beta-Faktor der Gesellschaft aufgrund besonderer in ihrem Geschäftsfeld liegender Risiken nicht unter dem Beta-Faktor der Peergroup liegen könne und bestätigte damit im Ergebnis wiederum die im Unternehmenswertgutachten zugrunde gelegte Schätzung.

II. Zur Ausgleichszahlung

Instrukтив ist auch die Auseinandersetzung des Senats mit den Einwendungen der Antrag-

steller zu den Festsetzungen des Unternehmenswertgutachtens zur Höhe des aus dem Ertragswert ermittelten Ausgleichsanspruchs. Hervorzuheben ist insoweit insbesondere, dass sich der Senat, soweit die Antragsteller unter Berufung auf die Ytong-Entscheidung des BGH die Anwendung des vollen Kapitalisierungszinssatzes für die Ermittlung des Ausgleichsbetrages fordern, der in der Bewertungspraxis vertretenen Auffassung angeschlossen hat, dass die Verrentung lediglich mit einem unter dem Kapitalisierungszinssatz liegenden Mischzinssatz geboten sei, um den Besonderheiten der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG Rechnung zu tragen. Damit weicht der Senat methodisch vom Vorgehen des BGH in der Ytong-Entscheidung ab. Trotz dieser Abweichung war jedoch nach Ansicht des Senats die Vorlage dieser Rechtsfrage an den BGH nicht erforderlich, da der BGH in dem dort entschiedenen Fall lediglich den vom Sachverständigen bei der Unternehmensbewertung angesetzten Zinssatz übernommen habe.

III. Zusammenfassung

Insgesamt dokumentieren die Ausführungen des Senats die Qualität der im konkreten Fall vorgenommenen gutachterlichen Unternehmenswertermittlung, die eine umfassende Neubewertung durch einen gerichtlichen Sachverständigen nach Auffassung des Senats entbehrlich machte. Über die dem BGH zur Entscheidung vorgelegte Rechtsfrage hinaus gibt die Entscheidung des Senats zahlreiche praktische Erkenntnisse für die Bewertungspraxis, da sich der Senat intensiv mit den einzelnen Komponenten der Ertragswertberechnung sowie den hierzu in der Wirtschaftswissenschaft vertretenen Ansichten auseinandersetzt.

Alle Daten stammen aus Thomson Financial Datastream vom 15.01.2010. Die Tabellen wurden vom Lehrstuhl für Finanzmanagement und Banken an der Handelshochschule Leipzig (HHL, Lehrstuhlinhaber: Prof. Dr. Bernhard Schwetzler) erstellt. Für die Berechnung der Branchenmultiples wurden Unternehmen mit negativen P/E-Ratios bzw. mit negativen Enterprise-Value/EBIT-Multiples ausgeschlossen. Die Zusammensetzung der Branchen orientiert sich an der offiziellen Brancheneinteilung des Prime Standard der Deutschen Börse AG. Die Ergebnisschätzungen, welche den Forward-Multiples zugrunde liegen, stammen von I/B/E/S für das laufende Geschäftsjahr.

Um aussagefähige Branchenmultiples zu erhalten, wurden Ausreißer aus der Datenbasis eliminiert. Mittels des 5%-Quantils wurde eine Obergrenze von 97,24 für die Trailing P/E-Ratio, 61,30 für die 1 YR Forward P/E-Ratio sowie 4,93 für das Price/Sales-Multiple ermittelt. Darauf basierend wurden bei den Trailing P/E-Ratios 10 von 197 Datensätzen, bei den 1 YR Forward P/E-Ratios 12 von 224 Datensätzen und bei den Price/Sales-Multiples 18 von 342 Datensätzen eliminiert.

Bei den Enterprise-Value-Multiples wurden die insgesamt kritischen Branchen Banks, Financial Services und Insurance vollständig aus den Berechnungen ausgeklammert, da hier alle verwendeten Multiples für diese Gruppen problembehaftet sind. Für die Ausreißereliminierung auf Basis des 5%-Quantils wurde eine Obergrenze von 41,28 für das Trailing EV/EBIT-Multiple, 72,42 für das 1 YR Forward EV/EBIT-Multiple sowie 3,71 für das EV/Sales-Multiple ermittelt. Dies führte zum Herausfallen von 12 aus 228 Datensätzen bei den Trailing EV/EBIT-Multiples, 10 aus 195 Datensätzen bei den 1 YR Forward EV/EBIT-Multiples und 15 von 293 Datensätzen bei den EV/Sales-Multiples. Die Daten sind sorgfältig erhoben und ausgewertet; dennoch kann eine Haftung für die Richtigkeit nicht übernommen werden.

Prime All Share Industries, DAX 30, TecDAX 30, MDAX 50: EV/EBIT, EV/Sales

	Trailing EV/EBIT					1 YR Forward EV/EBIT					Trailing EV/Sales					
	Arithm. mean	Median	Harm. mean	Variance	n	Arithm. mean	Median	Harm. mean	Variance	n	Arithm. mean	Median	Harm. mean	Variance	n	
Prime All Share Industries	Automobiles	14,9	15,5	10,4	69,8	8	23,7	20,3	13,8	314,8	4	0,8	0,7	0,5	0,3	10
	Basic Resources	13,3	10,4	9,9	73,3	5	12,9	12,2	12,7	4,3	4	0,7	0,7	0,5	0,2	5
	Chemicals	10,9	9,6	9,2	21,9	13	18,8	17,6	15,3	64,5	11	1,2	1,3	0,9	0,4	13
	Construction	8,1	6,9	7,1	11,8	6	14,5	13,5	13,7	16,6	6	0,7	0,6	0,5	0,3	6
	Consumer	11,6	9,6	8,8	53,6	15	12,9	13,5	10,5	20,2	11	0,7	0,5	0,5	0,2	17
	Food & Beverages	16,1	16,1	16,1		1	14,6	14,6	14,6		1	1,0	1,0	1,0		1
	Industrial	9,5	8,6	7,1	23,4	63	16,0	12,6	11,2	167,8	52	0,7	0,6	0,5	0,2	83
	Media	12,0	11,6	6,5	83,2	7	10,5	9,4	6,7	68,7	6	1,0	1,0	0,5	0,5	12
	Pharma & Healthcare	16,5	13,4	11,8	100,5	19	14,0	13,6	12,4	23,9	18	1,4	1,4	1,1	0,6	25
	Retail	10,0	9,4	7,9	25,2	17	11,3	9,9	8,6	58,1	14	0,7	0,4	0,4	0,6	21
	Software	12,6	9,3	8,1	77,5	36	12,1	11,0	10,4	22,4	31	1,1	0,8	0,5	1,0	41
	Technology	9,8	8,4	6,7	31,4	13	17,5	13,6	11,8	127,2	11	1,0	0,8	0,5	0,6	21
	Telecommunication	17,3	18,4	10,3	110,7	4	13,5	10,9	10,8	47,4	5	0,9	0,9	0,6	0,2	9
	Transport. & Logistics	12,9	9,8	10,0	88,8	7	18,6	16,0	16,1	57,5	8	0,9	0,4	0,4	0,5	11
Utilities	13,9	13,9	11,2	75,8	2	9,9	9,6	9,1	12,1	3	1,0	1,0	1,0	0,0	3	
Prime All Share	11,6	9,7	8,1	52,3	216	14,7	12,3	11,1	86,5	185	0,9	0,7	0,5	0,5	278	
DAX 30	12,0	10,1	10,1	27,9	21	16,7	16,2	13,1	92,3	21	1,2	1,0	0,8	0,5	25	
TecDAX 30	13,7	10,6	10,3	73,5	20	17,0	14,3	14,5	63,1	22	1,4	1,2	0,9	0,9	23	
MDAX 50	11,8	11,9	9,0	30,7	37	15,9	14,3	12,8	109,7	36	0,9	0,8	0,5	0,4	42	

Source: Datastream as at 15.01.2010

© HHL - Chair of Financial Management

Prime All Share Industries, DAX 30, TecDAX 30, MDAX 50: P/E, Price/Sales

	Trailing P/E					1 YR Forward P/E					Trailing Price/Sales					
	Arithm. mean	Median	Harm. mean	Variance	n	Arithm. mean	Median	Harm. mean	Variance	n	Arithm. mean	Median	Harm. mean	Variance	n	
Prime All Share Industries	Automobiles	28,9	19,4	17,7	680,1	4	29,8	29,4	20,7	299,2	4	0,4	0,3	0,2	0,2	10
	Banks	12,6	12,6	12,6		1	21,7	22,7	14,2	196,8	3	0,4	0,4	0,4	0,0	4
	Basic Resources	20,3	20,3	12,3	320,0	2	18,0	15,7	16,4	47,8	4	0,5	0,4	0,3	0,2	5
	Chemicals	27,9	24,5	23,3	193,6	10	25,9	19,3	21,4	198,0	10	0,9	0,9	0,7	0,3	13
	Construction	19,0	16,0	15,1	103,7	6	20,3	16,7	18,0	82,8	6	0,5	0,4	0,3	0,1	6
	Consumer	19,0	18,8	15,3	105,6	13	19,9	19,6	16,2	73,8	13	0,6	0,4	0,2	0,2	17
	Financial Services	26,1	13,1	11,7	798,4	12	23,4	18,6	17,4	188,5	20	1,6	1,2	0,2	1,7	31
	Food & Beverages	18,0	18,0	18,0		1	15,6	15,6	15,6		1	0,5	0,5	0,5		1
	Industrial	23,5	19,6	15,9	314,1	44	19,1	17,4	15,3	63,8	47	0,7	0,5	0,3	0,7	87
	Insurance	13,0	10,9	10,4	57,3	3	9,3	8,7	8,4	12,4	4	0,4	0,4	0,4	0,0	4
	Media	18,9	17,0	13,3	149,5	4	16,3	15,6	14,2	36,6	6	0,9	0,5	0,3	0,7	12
	Pharma & Healthcare	33,5	23,1	13,5	580,0	19	20,1	16,8	17,0	110,2	20	1,2	1,0	0,6	0,8	24
	Retail	17,5	17,2	13,2	83,9	12	18,0	15,5	13,4	140,9	14	0,7	0,3	0,0	1,2	21
	Software	24,5	18,2	18,1	239,4	33	22,6	19,4	18,9	117,1	33	1,4	1,1	0,6	1,5	44
	Technology	27,2	17,3	14,5	578,3	14	26,4	20,0	18,1	279,3	13	1,0	0,7	0,4	0,9	22
	Telecommunication	9,3	9,5	8,6	9,0	3	17,7	15,0	15,0	89,5	5	0,6	0,6	0,4	0,1	9
	Transport. & Logistics	23,3	21,4	17,3	195,3	4	27,1	27,2	23,0	124,1	6	0,5	0,3	0,2	0,3	11
Utilities	12,0	12,0	11,9	0,4	2	12,6	10,7	11,8	18,8	3	0,7	0,7	0,7	0,0	3	
Prime All Share	23,9	18,5	15,0	326,0	187	21,0	17,8	16,4	123,2	212	0,9	0,6	0,2	0,9	324	
DAX 30	23,1	22,9	18,8	140,6	18	18,5	17,3	15,6	55,6	24	0,9	0,6	0,5	0,8	30	
TecDAX 30	29,9	23,6	20,6	382,6	21	26,3	22,1	21,5	158,3	24	1,5	1,0	0,7	1,5	23	
MDAX 50	23,7	19,5	17,7	236,9	31	21,4	17,4	17,6	123,9	39	0,8	0,5	0,4	0,5	49	

Source: Datastream as at 15.01.2010

© HHL - Chair of Financial Management

Die Beta-Faktoren (Raw Beta) sowie die ausgewählten statistischen Kennzahlen für die Branchenindizes wurden über einen Zeitraum von drei Jahren in einem wöchentlichen Renditeintervall gemessen. Die Werte wurden zum 26. März 2010 ermittelt. Als Referenzindex wurde der CDAX gewählt. Für die ausgewählten Branchenindizes, Prime Automobile Performance Index, Prime Chemicals Performance Index, Prime Consumer Performance Index, Prime Industrial Performance Index sowie Prime Telecommunications Performance Index, wurden gleitende Beta-Faktoren über einen Zeitraum von drei Jahren ermittelt.

Alle Daten stammen von Bloomberg. Die Tabellen wurden von den Mitarbeitern der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erstellt. Die Zusammensetzung der Branchen orientiert sich an der offiziellen Brancheneinteilung des Prime Standard der Deutschen Börse AG. Die Zusammensetzung kann unter der Adresse <http://www.iacva.de> im geschützten Bereich von Mitgliedern der IACVA abgerufen werden. Die Daten sind sorgfältig erhoben und ausgewertet; dennoch kann eine Haftung für die Richtigkeit nicht übernommen werden.

Beta-Faktoren (3 Jahre wöchentlich), Bestimmtheitsmaß (R²), T-Wert zum 26. März 2010

Branchenindizes		Raw Beta	R ²	T-Wert
CXPA Index	Prime Automobile Performance Index	1,23	0,43	10,68
CXPB Index	Prime Banks Performance Index	1,58	0,60	15,17
CXPE Index	Prime Basic Resources Performance Index	1,31	0,62	16,01
CXPC Index	Prime Chemicals Performance Index	0,93	0,80	24,91
CXPO Index	Prime Construction Performance Index	1,17	0,65	16,92
CXPY Index	Prime Consumer Performance Index	0,73	0,68	18,17
CXPV Index	Prime Financial Services Performance Index	1,04	0,66	17,29
CXPF Index	Prime Food & Beverage Performance Index	0,73	0,38	9,73
CXPN Index	Prime Industrial Performance Index	1,20	0,92	29,34
CXPI Index	Prime Insurance Performance Index	1,00	0,66	17,32
CXPD Index	Prime Media Performance Index	0,80	0,35	9,20
CXPP Index	Prime Pharma & Healthcare Performance Index	0,54	0,52	12,85
CXPR Index	Prime Retail Performance Index	0,81	0,60	15,07
CXPS Index	Prime Software Performance Index	0,75	0,55	13,79
CXPH Index	Prime Technology Performance Index	1,22	0,53	13,30
CXPT Index	Prime Telecommunications Performance Index	0,62	0,34	8,87
CXPL Index	Prime Transportation & Logistics Performance Index	1,02	0,65	16,85
CXPU Index	Prime Utilities Performance Index	0,90	0,59	14,86

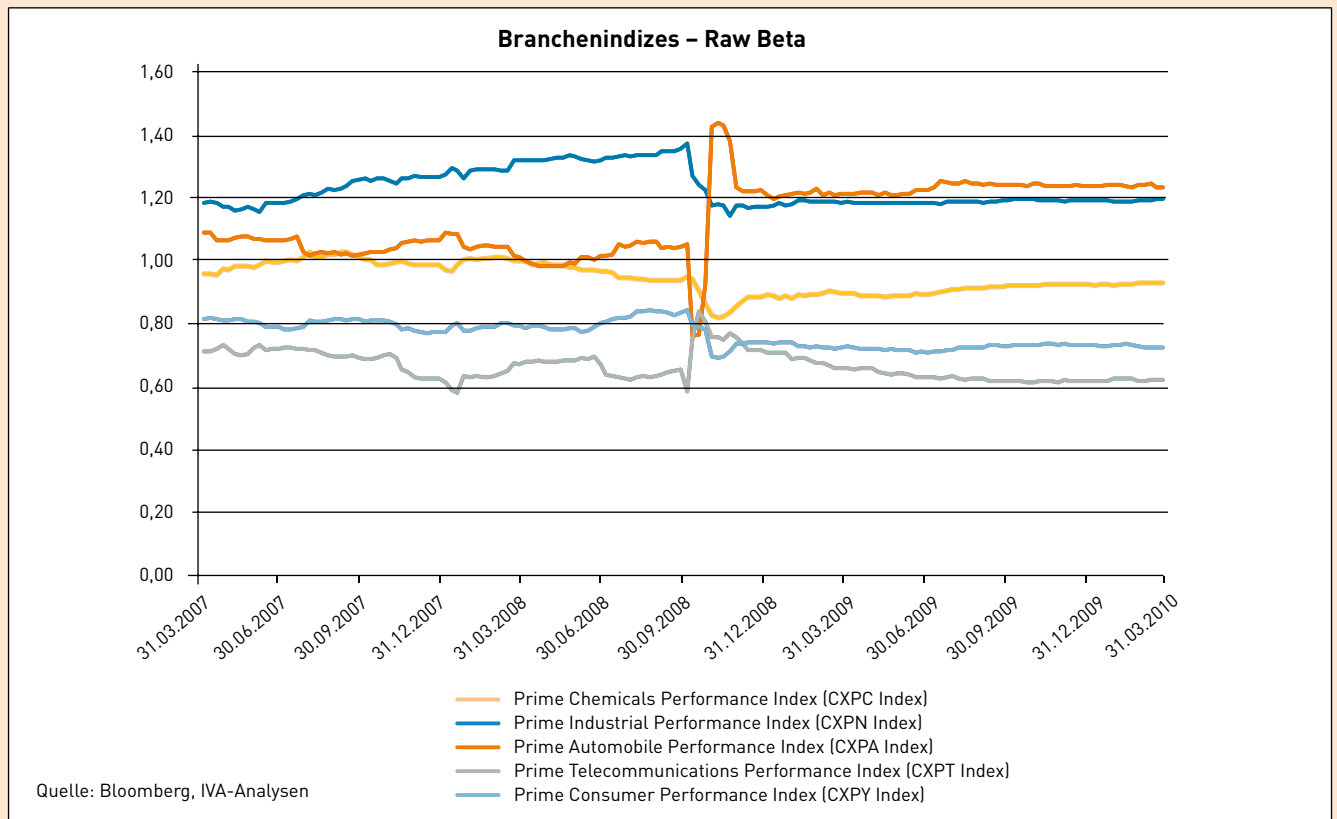
Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Beta-Faktoren im Zeitraum 6. April 2007 bis 26. März 2010

	CXPC Index	CXPN Index	CXPA Index	CXPT Index	CXPY Index
06.04.2007	0,96	1,19	1,09	0,71	0,82
29.06.2007	1,00	1,18	1,07	0,72	0,79
28.09.2007	1,01	1,26	1,02	0,69	0,82
28.12.2007	0,99	1,27	1,07	0,63	0,77
28.03.2008	1,00	1,32	1,01	0,67	0,79
27.06.2008	0,97	1,32	1,02	0,67	0,80
26.09.2008	0,94	1,36	1,05	0,65	0,84
26.12.2008	0,88	1,17	1,23	0,72	0,74
27.03.2009	0,90	1,18	1,22	0,66	0,72
26.06.2009	0,90	1,19	1,23	0,63	0,71
25.09.2009	0,92	1,19	1,24	0,62	0,73
25.12.2009	0,93	1,19	1,24	0,62	0,73
26.03.2010	0,93	1,20	1,23	0,62	0,73

Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Entwicklung der Raw Betas ausgewählter Branchen



Impressum

BewertungsPraktiker BewertungsPraktiker
Ausgabe 01-2010
Der Bewertungsservice von DER BETRIEB
und der IACVA (International Association of
Consultants, Valuators and Analysts) Germany

Kooperationspartner:

IACVA-Germany GmbH
Schweinfurter Weg 58 a
60599 Frankfurt am Main
Telefon: 069 / 70 79 87 35
Telefax: 069 / 70 79 87 34
E-Mail: info@iacva.de
Internet: www.iacva.de

Redaktion:

WP StB CVA Dipl.-Kfm. Prof. Andreas Creutzmann
CVA Dipl.-Kfm. Wolfgang Kniest
E-Mail:
bewertungspraktiker.redaktion@fachverlag.de
Manuskripte bitten wir an die Redaktion zu
senden.

Objektleitung/Produktmanagement

Marko Wiczorek
Telefon: 02 11 / 8 87 - 14 76
E-Mail: m.wiczorek@fachverlag.de

Verlag:

Fachverlag der Verlagsgruppe
Handelsblatt GmbH
Kasernenstr. 67, 40213 Düsseldorf,
Postfach 10 11 02, 40002 Düsseldorf

Geschäftsführung:

Johannes Höfer
Dr. Michael Stollarz

Anzeigeleitung:

Ralf Pötzsch
Tel.: 0211 / 887 1490, Fax: 0211 / 887 1508
E-Mail: r.poetzsch@fachverlag.de
Preisliste Nr. 53 vom 01.01.2010

Bankverbindung:

Dresdner Bank AG Düsseldorf, BLZ: 300 800 00,
Kto-Nr. 212 665 500

Marketing und Vertrieb:

Firas Kharrat
Telefon: 0211/887-1467
E-Mail: f.kharrat@fachverlag.de

Kundenservice:

Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt
GmbH, Kundenservice Fachverlag,
Berner Str. 2, 97084 Würzburg,
Postfach 92 54, 97092 Würzburg
Telefon Inland: 0800/0001637 (kostenfrei)
Fax Inland: 0800/0002959 (kostenfrei)
Telefon Ausland: +49 (0) 211/887 - 36 70
Fax Ausland: +49 (0) 211/887 - 36 71
E-Mail: fz.aboservice@fachverlag.de

Bezugspreise:

BewertungsPraktiker erscheint quartalsweise.
Einzelhefte: 16 Euro zzgl. 1,30 Euro Versandkosten

(inkl. MwSt.). Jahresvorzugspreis: Inland 60 Euro
zzgl. 4 Euro Versandkosten (inkl. MwSt.).

Auslandsabonnement jährlich 60 Euro
(Angaben zu MwSt. und Versandkosten im Ausland
finden Sie unter www.fachverlag.de/bezugspreise).

Abonnementkündigungen sind mit einer Frist von
21 Tagen zum Ende eines Bezugsjahres möglich.

Im Fall höherer Gewalt (Streik oder
Aussperrungen) besteht kein Belieferungs-
oder Entschädigungsanspruch.

BewertungsPraktiker wird sowohl im Print als
auch auf elektronischem Weg (z. B. Datenbank,
CD-ROM, Newsletter etc.) vertrieben.

Nachdruck und Vervielfältigung jeder Art sind
nur mit Genehmigung des Verlags zulässig.

Herstellung:

L.N. Schaffrath, 47608 Geldern

Art Direktion & Layout:

S3 Advertising
Bilker Allee 216
40215 Düsseldorf
Telefon: 02 11 / 86 28 99 0
Telefax: 02 11 / 86 28 99 1
E-Mail: experts@s3-advertising.com

ISSN: 1867-3546

ABLAUF DER CVA-TRAININGSWOCHE UND DES CVA-EXAMENS



SCHRITT 1

CVA-TRAININGSWOCHE: Während der CVA-Trainingswoche (Mo-Fr) wird Ihnen von renommierten Bewertungsexperten praxisnah internationales und nationales Bewertungs-Know-how in Workshopatmosphäre vermittelt. Im Vorfeld der Trainingswoche bekommen Sie Literaturhinweise sowie eine Probeklausur zugesendet. Zu Beginn der Trainingswoche werden Ihnen die Arbeitsmaterialien sowie Excel-Modelle und Backup-Materialien auf CD-ROM ausgehändigt.

SCHRITT 2

CVA-EXAMEN: Das CVA-Examen besteht aus zwei Teilen und ist grundsätzlich innerhalb von 180 Tagen nach Absolvierung der CVA-Trainingswoche abzulegen. Beide Teile des Examens müssen bestanden werden. Jeder Teil des CVA-Examens kann maximal zweimal wiederholt werden.

- ▶ **Teil I** des CVA-Examens besteht aus einem fünfstündigen schriftlichen MC-Test. Den schriftlichen Test können Sie entweder direkt im Anschluss an die Trainingswoche (Sa) oder zu einem späteren Termin ablegen.
- ▶ **Teil II** kann in zwei Alternativen absolviert werden:
 - Alternative 1:** Eigenständiges Lösen einer standardisierten Bewertungs-Fallstudie (Zeitbedarf: 40^{plus} Stunden).
 - Alternative 2:** Einreichen eines aktuellen Bewertungsgutachtens (geschwärzt, in dreifacher Ausführung), an dem Sie mitgewirkt(*) haben + mündliche Prüfung.

CVA-Trainingswoche	Fundamentales und Internationales Bewertungs-Know-how	Länderspezifisches Bewertungs-Know-how
CVA-Examen Teil I	Multiple-Choice Test 5 Stunden	
CVA-Examen Teil II	Fallstudienbearbeitung oder Einreichen eines aktuellen Bewertungsreports + mündliche Prüfung	

(*) Sollten Sie das Bewertungsgutachten nicht eigenständig unterschrieben haben, reichen Sie bitte eine schriftliche Bestätigung eines Unterzeichners des Gutachtens mit ein, aus dem hervorgeht, dass Sie an der Erstellung der Bewertung und des Bewertungsgutachtens mitgewirkt haben und welche Teile des Gutachtens sowie welche Schritte innerhalb des Bewertungsprozesses Sie bearbeitet haben.



IACVA-GERMANY

Schweinfurter Weg 58a • 60599 Frankfurt am Main • www.iacva.de • info@iacva.de
 Tel.: +49 (0)69/70 798 735 • Fax: +49 (0)69/70 798 734



Aktuelle Meldungen:**Basiszins für das vereinfachte Ertragswertverfahren nach § 203 Abs. 2 BewG:**

Der Basiszinssatz für das vereinfachte Ertragswertverfahren, das Grundlage für die erbschaftsteuerliche Bewertung von Anteilsübertragungen ist, wurde für 2010 mit 3,98% vom BMF bekannt gegeben (Schreiben vom 05.01.2010, DB0343961). Daraus ergibt sich ein Kapitalisierungszinssatz i. H. von 8,48% sowie ein Kapitalisierungsfaktor i. H. von 11,79.

GoP | Grundsätze ordnungsgemäßer Planung – Version 2.1

Der Bundesverband deutscher Unternehmensberater hat im Dezember 2009 die neue Version 2.1 der Grundsätze ordnungsgemäßer Planung veröffentlicht. Der BDU empfiehlt, die in der GoP enthaltenen Mindestanforderungen grds. als Maßstab zu berücksichtigen, wenn es darum geht, Unternehmensplanungen zu erstellen oder zu beurteilen.

www.bdu.de/GoP.html (Abruf: 18.3.2010)

Berichterstattung zum Fair Value nach US-GAAP:

Das FASB hat im Januar 2010 mit ASU No. 2010-06 „Improving Disclosures about Fair Value Measurement“ Details zur Berichterstattung zum beizulegenden Zeitwert nach US-GAAP veröffentlicht.

www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176156316498 (Abruf: 18.3.2010)

IVSC: Valuation of Intangible Assets:

Das International Valuation Standard Council hat im Februar 2010 die Guidance Note 4: Valuation of Intangible Assets (Revised 2010) veröffentlicht.

www.ivsc.org/pubs/gn4-2010.pdf (Abruf: 18.3.2010)

IACVA-Germany Kalender

Termine 2010	Veranstaltung	Ort
24. April	CVA-Examen	Frankfurt
3.–8. Mai	CVA-Training und Examen	Wien
10.–11. Juni	Praxisseminar: Bewertung immaterieller Werte	Frankfurt
14. Juni	Fokusseminar: Unternehmensbewertung	Frankfurt
21.–26. Juni	CVA-Training und Examen	Düsseldorf/Neuss
13.–18. September	CVA-Training und Examen	Hamburg
24. September	Fokusseminar: Unternehmensbewertung	Frankfurt
6. Oktober	Current Update in Valuation	München
6. Oktober	Mitgliederversammlung IACVA-Germany e.V.	München
7. und 8. Oktober	4. Jahreskonferenz der IACVA-Germany für alle Bewertungsprofessionals	München
8.–13. November	CVA-Training und Examen	München/Tegernsee
9.–10. Dezember	Praxisseminar: Bewertung immaterieller Werte	Frankfurt

IACVA-Kalender

Termine 2010	Veranstaltung	Ort
2.–5. Juni	NACVA/IBA 2010 Annual Consultants' Conference „Meeting of The Minds in Miami“	Miami Beach, FL USA
9.–10. September	IACVA International Conference	Beijing, China
24.–25. November	Korean Valuation Association 10th Anniversary & International Conference	Seoul, South Korea

Weitere Informationen: Frau Elke Stetter-Gassan, IACVA-Germany GmbH, Tel. 069/70798735, Email: info@iacva.de oder im Internet unter www.iacva.de; www.iacva.org und www.nacva.com

Aktuelle Literatur zur Unternehmensbewertung / Bewertung von immateriellen Werten

Name	Titel	Verlag/Jahr
Allman, Keith A.	Corporate Valuation Modeling A Step-by-Step Guide	Wiley 2010
Dörschell, Andreas/Franken, Lars/ Schulte, Jörn	Kapitalkosten 2010 für die Unternehmensbewertung: Branchenanalysen für Betafaktoren, Fremdkapitalkosten und Verschuldungsgrade	IDW 2010
Ehrlich, Kathleen	Wertorientierte Steuerung von Versicherungsunternehmen mit Solvency II	Josef Eul 2009
Fannon, Nancy J.	Calculating Losses Profits in IP and Patent Infringement Cases	BVR 2009
Fannon, Nancy J./ Walker, Heidi P.	The Comprehensive Guide to the Use and Application of the Transaction Databases, 2009/2010 Edition	BVR 2009
Gassmann, Oliver/ Bader, Martin A.	Patentmanagement: Innovationen erfolgreich nutzen und schützen	Springer 2010
Kasperzak, Rainer/ Nestler, Anke	Bewertung von immateriellem Vermögen – Anlässe, Methoden und Gestaltungsmöglichkeiten	Wiley 2010
Pinto, Jerald E./Henry, Elaine/Robinson, Thomas R./Stowe, John D.	Equity Asset Valuation, 2. Aufl.	Wiley 2010
Pinto, Jerald E./Henry, Elaine/Robinson, Thomas R./Stowe, John D.	Equity Asset Valuation Workbook, 2. Aufl.	Wiley 2010
Schiffel, Simon	Implizite Ausfallwahrscheinlichkeiten von Unternehmensanleihen: Eine empirische Analyse in unterschiedlichen Währungen auf Basis von Zinsstrukturkurven	Gabler 2009
Strothmann, Christian	Die Bewertung von Unternehmenskooperationen: Externe und interne Bewertungsansätze	Shaker 2009
Weber, Hendrik	Familienexterne Unternehmensnachfolge: Eine empirische Unter- suchung über Akquisitionen von Familienunternehmen	Gabler 2009
Wöhrmann, Arnt	Intangible Impairment: Qualitativer Impairment-Test für immaterielle Vermögenswerte	Gabler 2009
Wurzer, Alexander/Reinhardt, Dieter F.	Handbuch der Patentbewertung, 2. Aufl.	Heymanns 2009

Die IACVA-Germany gratuliert folgenden Bewertungsprofessionals zum bestandenen Examen zum Certified Valuation Analyst (CVA)

Uwe Fritz
Dipl.-Jurist, Rölfs WP Partner AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Tätigkeitsgebiet: Unternehmensbewertungen insbesondere im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Maßnahmen



Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um mein Know-How im Bereich der Bewertung von Unternehmen und immateriellen Vermögensgegenständen zu erweitern und zu vertiefen. Die Ausbildung zum CVA eignet sich sowohl als Grundlagenausbildung wie auch zur Vertiefung für Bewertungspraktiker. Den Erfahrungs- und Gedankenaustausch in einem Netzwerk von Professionals wie dem IACVA-Germany halte ich für sehr wichtig.

Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um einen breiten Überblick über die Bewertungstheorie in Verbindung mit praxisorientierter Wissensvermittlung zu bekommen und mich mit aktuellen Entwicklungen in Lehre und Rechtsprechung zur Bewertungstheorie und -praxis auseinanderzusetzen.

Steffen Gödecke
Dipl.-Kfm., CFA, MAZARS Hemmelrath GmbH

Tätigkeitsgebiet: Unternehmensbewertungen, Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände, Purchase Price Allocations



Stefan Jörißen
Dipl.-Kfm., ERGO Versicherungsgruppe AG

Tätigkeitsgebiet: Konzernentwicklung – Strategische Projekte/M&A, Leiter nationaler und internationaler M&A-Projekte



Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um im Rahmen von Unternehmenstransaktionen als verantwortlicher Projektleiter die jeweilige Bewertung und Preisempfehlung fundiert mitgestalten zu können. Die Ausbildung zum CVA war für mich insoweit eine hervorragende Möglichkeit, die vorhandenen Kenntnisse

im Bereich der Unternehmensbewertung weiter zu vertiefen. Zusätzlich ist der mögliche fachliche Austausch mit anderen Bewertungsexperten ein wichtiger Aspekt. Darüber hinaus ist der CVA ein attraktiver international anerkannter Qualifikationsnachweis auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung.

Tim Kallas
Investment Analyst, Capital Stage AG

Tätigkeitsgebiet: Investitionen in Unternehmens- und Projektbeteiligungen mit Fokus Erneuerbare Energien/Cleantech.



Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um mich mit anderen Bewertungsprofessionals über aktuelle Bewertungsthemen auszutauschen.

Norbert Naumann
CEFA, CMA, CCT, Dipl.-Kfm., Raschig GmbH, CFO

Tätigkeitsgebiet: Finanzen, Treasury, Controlling, Internationale Rechnungslegung, Steuern



Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um meine Kenntnisse in der Unternehmensbewertung zu vertiefen und um eine hochwertige und international anerkannte Qualifikation in diesem Bereich zu erlangen, da fundierte Kenntnisse in der Unternehmensbewertung immer wichtiger werden. Daneben bietet die Mitgliedschaft in der IACVA eine hochwertige Plattform für den nationalen und internationalen Erfahrungsaustausch mit anderen CVA's und Bewertungsprofessionals.

Matthias Popp
Dipl. Betriebswirt (FH), Geschäftsführer und Senior Consultant Allert & Co. GmbH

Tätigkeitsgebiet: Beratung bei Unternehmens-transaktionen im Mittelstand, Distressed M&A und Corporate Finance-Fragestellungen.



Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, um die vorhandenen Kenntnisse zur Unternehmensbewertung fachlich zu festigen und im Rahmen der betreuten M&A-Mandate Unternehmensbewertungen nach aktuellem Standard erstellen zu können. Darüber hinaus verspreche ich mir von der Mitgliedschaft im IACVA einen kontinuierlichen fachlichen internationalen Austausch und ein interaktives Netzwerk, das es ermöglicht beim Thema Bewertung immer „am Ball“ – und damit kompetenter Ansprechpartner für unsere Kunden zu bleiben.

Dr. Klaus Rabel
BDO Graz GmbH Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft

Tätigkeitsgebiet: Steuerberatung und Wirtschaftsprüfung, Corporate Finance und Valuation Services



Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, weil die Ausbildung eine im deutschen Sprachraum einzigartige Möglichkeit darstellt, sich auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung weiterzubilden und theoretische und praktische Fragestellungen mit ausgewiesenen Experten zu diskutieren. Wesentlich war für mich auch, dass die IACVA als internationale Plattform unmittelbaren Zugang zur US-amerikanischen Sichtweise von Bewertungsfragen eröffnet.

Santiago Ruiz de Vargas
Dipl.-Kfm. Wirtschaftsprüfer, Noerr LLP.

Tätigkeitsgebiet: Partner, Head of Financial Advisory Services: Bewertung von immateriellen Vermögenswerten, Unternehmensbewertungen, Financial Due Diligence und Sanierungsberatung



Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, weil ich mich schon immer für Unternehmensbewertungen beruflich interessiert habe und das CVA die entsprechende Qualifikation dazu liefert.

Nicolas von Westberg
Dipl.-Kfm. MBA, Manager / Prokurist, BDO AG

Tätigkeitsgebiet: Financial Due Diligence und Valuation



Ich habe am Examen zum CVA teilgenommen, weil eine Weiterbildung im Bereich Valuation für meinen Beruf unerlässlich ist.

Persönlich – Mitglieder des IACVA-Germany e. V. stellen sich vor



Allgemeine Angaben:

Name: Prof. Dr. Jörn Schulte

Jahrgang: 1966

Familienstand: verheiratet, 2 Kinder

Beruf: Wirtschaftsprüfer, Steuerberater

Firma: IVC Independent Valuation & Consulting AG WPG

Funktion in der Firma: Gesellschafter/
Mitglied des Vorstands

**Beruflicher Werdegang
(Ausbildung, Berufsstationen, etc.):**

- Seit 2006: IVC Independent Valuation & Consulting AG WPG
- 1996 bis 2005: Pricewaterhouse-Coopers AG WPG
- 1998 Steuerberater, 2001 Wirtschaftsprüfer, 2007 öffentlich bestellter und vereidigter Sachverständiger für Unternehmensbewertung
- 1991 bis 1996: Wissenschaftlicher Mitarbeiter Ruhr-Universität Bochum (Promotion)
- 1986 bis 1991: Studium der Wirtschaftswissenschaft, Ruhr-Universität Bochum

Hobbies: Laufen, Lesen, Fußball

Erklären Sie in einem Satz, was Ihr Unternehmen tut!

IVC Independent Valuation & Consulting AG ist eine auf Bewertungs- und Beratungsleistungen spezialisierte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wann und wie beginnen Sie morgens mit der Arbeit?

I.d.R. gegen acht Uhr mit dem Lesen von Emails.

Seit wann bewerten Sie Unternehmen und was war der erste Anlass?

Seit 1991, zunächst anlässlich des Auslaufens von Konzessionsverträgen

Welche Bewertungsmethode wenden Sie am häufigsten an?

DCF- und zunehmend auch Multiplikatorverfahren

Was ist Ihre Lieblings-Webseite?

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Wie würden Sie sich selbst als Chef beschreiben?

Anstrengend und fordernd!

...und was würden Ihre Mitarbeiter antworten?

Anstrengend und fordernd!

Was ist das Schönste an Ihrer Arbeit?

Mandanten mit kreativen, unerwarteten Lösungen zu überzeugen.

Was war bisher Ihr größter Erfolg?

Durchführung der Verschmelzung zweier Energieversorger und anschließende erfolgreiche Begleitung des Spruchverfahrens!

Ihr Erfolgsgeheimnis?

Qualität (in fachlicher und persönlicher Hinsicht) und Kreativität

Worauf sind Sie persönlich stolz?

Dass große Mandanten auch nach dem Sprung in die Selbständigkeit auf unsere Dienstleistungen zurückgreifen!

Wie gehen Sie mit Mißerfolgen um?

Ärgern, analysieren und beim nächsten Mal besser machen!

Wie und wo tanken Sie Kraft und Energie?

Im Kreis meiner Familie und Freunde!

Warum sind Sie Mitglied beim IACVA-Germany e. V.?

Ich begrüße es, dass die IACVA die Fort- und Weiterbildung auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung maßgeblich vorantreibt und es dabei versteht, methodische und praktische Aspekte miteinander zu verbinden.