

Valuation News

Deal Advisory

Frühling 2021

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen mit dieser 32. Ausgabe unserer Valuation News erneut aktuelle Themen der Bewertung von Unternehmen und Vermögenswerten vorstellen zu können.

Zunächst fassen wir die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Festlegung von Betafaktoren im Rahmen der Kapitalkostenableitung zusammen und diskutieren die Frage, inwieweit krisenbedingte Volatilitätsveränderungen beobachtbarer Aktienkurse Einfluss auf die Beurteilung des zukünftigen unternehmensspezifischen operativen Risikos eines Bewertungsobjektes abgebildet in dessen Betafaktor haben (dürfen). Vor dem Hintergrund eines deutlichen Anstiegs von Neuemissionen erläutern wir im zweiten Beitrag die Prüfung von Gewinnprognosen im Rahmen von Kapitalmarktprospekten, da in der Regel eine Prüfungsaussage des Wirtschaftsprüfers zur Gewinnprognose in den Comfort Letter aufgenommen wird. Abschließend stellen wir die Auswirkungen von Ergebnisabführungsverträgen auf den Werthaltigkeitstest nach IDW RS HFA 10

in Abhängigkeit davon vor, ob der Ergebnisabführungsvertrag mit dem bilanzierenden Unternehmen oder einem anderen Konzernunternehmen besteht.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und freuen uns über Ihr Feedback. Auch Anregungen und Themenvorschläge sind jederzeit willkommen. Gerne stehen wir darüber hinaus für Ihre individuellen Fragen zur Verfügung. Sie erreichen uns unter de-valuation-news@kpmg.com. Ergänzend möchten wir Sie auf die im Dezember im IDW-Verlag erschienene 2. Auflage des Sammelbands „Praxiswissen Unternehmensbewertung – Kurzbeiträge zu aktuellen Bewertungsthemen“ hinweisen, in dem mehr als 70 aktuelle Bewertungsfragen systematisiert und aktualisiert erläutert werden.

Mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Marc Castedello
Partner

Stefan Schöniger
Partner

Inhalt

Die Auswirkungen von Covid-19 auf die Festlegung von Betafaktoren
Seite 2

Prüfung von Gewinnprognosen im Rahmen von Kapitalmarktprospekten
Seite 6

Werthaltigkeitstests nach IDW RS HFA 10 in Verbindung mit Ergebnisabführungsverträgen
Seite 10

Die Auswirkungen von Covid-19 auf die Festlegung von Betafaktoren

In der Unternehmensbewertungspraxis wird für die Ermittlung von Kapitalkosten regelmäßig auf das CAPM zurückgegriffen. Ein wesentlicher Parameter innerhalb dieses Modells ist der Betafaktor. Er ist das Maß für das unternehmensindividuelle Risiko. Obwohl der Betafaktor – ebenso wie andere Kapitalkostenparameter auch – zukunftsbezogen zu schätzen ist, wird in der Praxis mangels praktikabler Alternativen bei seiner Ermittlung nahezu ausschließlich auf Vergangenheitswerte als Ausgangsgröße für die zukunftsbezogene Festlegung des Betafaktors zurückgegriffen. Eine Übertragung vergangenheitsorientierter Betafaktoren auf die Zukunft setzt jedoch eine hinreichende Stabilität dieses Betafaktors im Zeitablauf voraus. Die Folgen der Covid-19-Krise wirken sich in einem ersten Schritt auf die unmittelbar beobachtbaren Preise beispielsweise in Form von Aktienkursen aus, die die Basis für die Ableitung von Betafaktoren aus empirischen Daten bilden. In diesem Zusammenhang ist kritisch zu hinterfragen, inwieweit krisenbedingte – jedoch in der Regel lediglich temporäre – Volatilitätsveränderungen beobachtbarer Aktienkurse Einfluss auf die Beurteilung des zukünftigen unternehmensspezifischen operativen Risikos eines Bewertungsobjektes haben (dürfen).

Grundsätzliches

Entsprechend den Überlegungen des CAPM lassen sich Gesamtrenditen in einen risikolosen Basiszins und eine residual abgeleitete Marktrisikoprämie zerlegen. Zur Bestimmung der gesuchten unternehmensspezifischen Renditeforderung ist noch der Betafaktor zu berücksichtigen, der die Schwankung der Rendite einzelner Aktien in Relation zu der Renditeschwankung der Markttrendite unter Berücksichtigung des stochastischen Zusammenhangs (Korrelation) zwischen den Renditen misst.

Unabhängig, ob eine Festlegung von Betafaktoren zu „normalen“ Zeiten oder in einer besonderen Marktsituation – wie beispielsweise geprägt durch Covid-19 und dessen Folgewirkungen – erfolgt, bleiben die zu beachtenden Grundsätze bei einer Festlegung von Betafaktoren zunächst die gleichen. Jede Bestimmung von Betafaktoren ist eine begründete Schätzung und keine mechanische „Rechenübung“. Dies gilt insbesondere auch dann, wenn

etablierte Vorgehensweisen und standardisierte Methoden zu der Annahme einer formellen Richtigkeit im Sinne einer Eindeutigkeit gegebenenfalls verleiten mögen. Jede sachgerechte Festlegung von Betafaktoren basiert auf einem begründeten Urteil des Bewerter. Hierbei können auch Kosten-Nutzen-Abwägungen in Abhängigkeit vom Bewertungszweck Berücksichtigung finden. So kann bei einer indikativen (überschlägigen) Wertfindung grundsätzlich ein geringerer Aufwand für die Bestimmung von Betafaktoren vertretbar sein als bei einer gutachtlichen Bewertung. Zudem empfehlen wir vor dem Hintergrund bestehender Unschärfen bei der Bestimmung von Betafaktoren, fehlender allgemeingültiger Standards zur Festsetzung der Parameter sowie zur Vermeidung von Scheingenauigkeiten eine Rundung des ermittelten unverschuldeten Betafaktors auf die nächsten 0,05.

Bei der Unternehmensbewertung reflektiert der gesuchte Betafaktor den unternehmensspezifischen Bestandteil des operativen Risi-

kos, welches zu dem zu bewertenden Zahlungsstrom des Bewertungsobjektes äquivalent ist. Vor diesem Hintergrund kann es sich beim Betafaktor regelmäßig nicht um eine Stichtagsgröße handeln, die an relativ nah beieinander liegenden Stichtagen unterschiedliche Ausprägungen annehmen kann. Vielmehr handelt es sich um eine unternehmensindividuelle Größe, die in Abhängigkeit von der Nachhaltigkeit des operativen Geschäftsmodells eines Unternehmens im Zeitablauf tendenziell eher stabil sein sollte. Führen die Festlegungen von Betafaktoren für ein Unternehmen an zwei dicht aufeinanderfolgenden Stichtagen zu wesentlich unterschiedlichen Ergebnissen, erscheint dies nicht ohne Weiteres plausibel und ist in der Regel ein Indiz für eine fehlende Belastbarkeit der Ableitung insgesamt. Ohne die Annahme einer zeitlichen Stabilität wäre die Übertragung historischer Betafaktoren in die Zukunft grundsätzlich zweifelhaft.

Bei der Frage des für die Ableitung des Betafaktors zugrunde zu legenden historischen Zeitraums

liegt das Spannungsfeld zwischen Aktualität und statistischer Belastbarkeit. Je größer die Datenmenge, was gleichbedeutend ist mit möglichst langen Zeiträumen, desto höher die statistische Belastbarkeit. Grundsätzlich empfiehlt sich ein Zeitraum von zwei bis fünf Jahren als Analysezeitraum. Hiermit eng verbunden ist die Frage des relevanten Renditeintervalls, welches bei der Bestimmung des Betafaktors genutzt wird. Grundsätzlich gilt, je kleiner das Renditeintervall, desto mehr Daten sind für die lineare Regression vorhanden, was in der Regel einen positiven Effekt auf die statistischen Eigenschaften der Regression hat. Andererseits können zu kleine Renditeintervalle bei unterschiedlicher Geschwindigkeit der Informationsverarbeitung zu negativen statistischen Effekten führen. In der Bewertungspraxis sind folgende Kombinationen von Zeitraum und Renditeintervall am weitesten verbreitet:

- (mehrere, überschneidungsfreie) Einjahreszeiträume; bei wöchentlichen Renditen, teils auch bei täglichen Renditen bei großen beziehungsweise sehr liquide gehandelten Unternehmen,
- Zweijahreszeiträume bei wöchentlichen Renditen und
- Fünfjahreszeiträume bei mo-

natlichen Renditen.

Es erscheint sinnvoll, der Festlegung von Betafaktoren grundsätzlich alle drei Kombinationen zugrunde zu legen, um wertvolle Informationen über die Stabilität des Ergebnisses zu erlangen.

Dabei sind jedoch unternehmensspezifische Sachverhalte wie Sondereffekte (zum Beispiel Übernahmen) oder Änderung der Regulierung bei der Festlegung des Analysezeitraums einzubeziehen. In den letzten Jahren sind zudem Veränderungen im Geschäftsmodell verstärkt zu untersuchen. So sind Trends im Zeitablauf der Betafaktoren auf ihre Ursachen hin zu überprüfen, denn Veränderungen im Geschäftsmodell gehen regelmäßig einher mit sich verändernden Betafaktoren. Da die Erwartung hinsichtlich des zukünftigen operativen Risikos des Bewertungsobjektes relevant ist, liefern hier die beobachtbaren Betafaktoren der näher zurückliegenden Perioden in der Regel einen besseren Ausgangspunkt für die Bestimmung des nachhaltigen operativen Risikos als die Betafaktoren weiter zurückliegender Perioden. Auch die Analyse sogenannter Rolling-Betafaktoren, das heißt um jeweils ein Renditeintervall verschobene Analysezeiträume über einen längeren Zeitraum, können wertvolle Hinweise zur

Stabilität des Betafaktors im Zeitablauf geben.

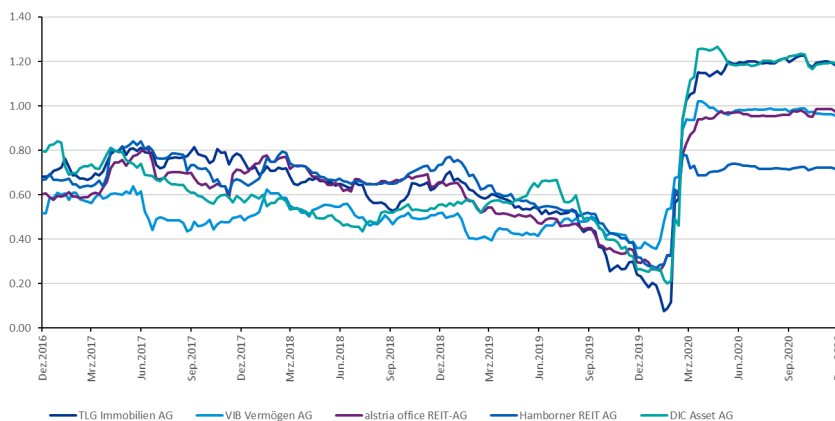
Auswirkungen von Covid-19 auf beobachtbare Kapitalmarktparameter

Neben den zuvor genannten, gesondert zu berücksichtigenden unternehmensspezifischen Sachverhalten sind zudem auch makroökonomische Sachverhalte wie beispielsweise die aktuelle Covid-19-Pandemie hinsichtlich ihres Einflusses auf die beobachtbaren Kapitalmarktdaten und die Ableitung von Betafaktoren zu analysieren. So können die eher kurzfristig gemessenen Betafaktoren derzeit stark durch die Covid-19-Krise beeinflusst sein, da insbesondere in den ersten Krisenmonaten hohe Kursschwankungen mit unterschiedlicher Intensität in Abhängigkeit der Branche zu beobachten waren. Analog zu den Beobachtungen in der Finanzkrise 2009 und der Staatsschuldenkrise 2012 waren hier im Einzelfall hohe temporäre Volatilitäten von empirisch gemessenen Betafaktoren zu beobachten, was deren Eignung für Bewertungszwecke möglicherweise einschränkt.

Denn ungeachtet temporärer Sondersituationen an den Kapitalmärkten hat sich an der Grundüberlegung zur Festlegung von Betafaktoren nichts geändert: Was ist ein guter Schätzer für das zukünftige operative Risiko eines Unternehmens? Auch in Krisenzeiten bleiben beobachtbare Betafaktoren zunächst die einzigen beobachtbaren Ausgangspunkte für die Bestimmung des nachhaltigen operativen Risikos.

Allerdings sind die aktuellen Kapitalmarktvolatilitäten in diesem Zusammenhang kritisch zu beurteilen. So ist davon auszugehen, dass die auf den aktuellen Preisvolatilitäten basierenden Verwerfungen der Betafaktoren analog zu den Krisen in 2009 und 2012 in

Entwicklung der Betafaktoren ausgewählter Immobiliengesellschaften:



Quelle: KPMG, Deutschland, 2021

Hinweis: dargestellt ist der rollierende, verschuldete 52-Wochen-Betafaktor (adjusted)

der Regel kein Signal für eine signifikante zukünftige Veränderung des individuellen Geschäftsmodells sind, sondern eher das Ergebnis temporär krisenbedingter Überlagerungseffekte. Diese Annahme wird vielfach dadurch gestützt, dass im Krisenzeitraum bei vielen etablierten Peer Groups in der Bewertungspraxis oft kein einheitlicher Effekt auf die Betafaktoren innerhalb einer Peer Group beobachtet werden kann, wie das

nachfolgende Beispiel für den Bereich Automobilindustrie zeigt.

Dagegen sind bei Peer Groups in anderen Branchen einheitliche Entwicklungen zu beobachten, wie das nachfolgende Beispiel für den Bereich Gesundheitswirtschaft zeigt.

In Analogie zu den Erfahrungen aus den Krisen in 2009 und 2012 ist zu erwarten, dass sich die ak-

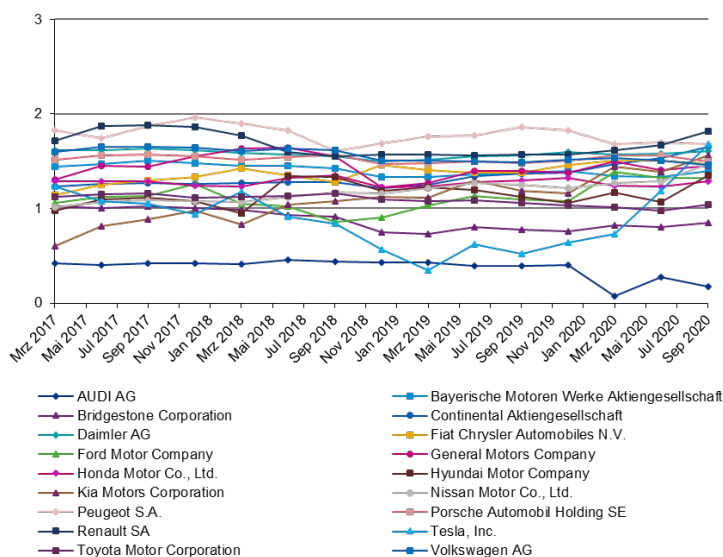
tuell beobachtbaren Effekte unter Annahme keiner geschäftsmodell-spezifischer Veränderungen im Anschluss an den Krisenzeitraum wieder nivellieren werden. Krisenbedingte makroökonomische Überlagerungseffekte sollten daher keine Berücksichtigung im unternehmensspezifischen Risikomaß – dem Betafaktor – finden. Sie sind regelmäßig bereits in der Marktrisikoprämie reflektiert.

Empfehlungen für die Betaableitung

Unter Berücksichtigung der zuvor beschriebenen Zusammenhänge rückt die Abgrenzung des Analysezeitraums verstärkt in den Fokus der Analysen. So ist es nahelegend, dass sich temporäre Marktverzerrungen unmittelbar auf der Basis von Einjahreszeiträumen bzw. – in Abhängigkeit von der Dauer der aktuellen Covid-19-Krise gegebenenfalls auch – Zweijahreszeiträumen beobachten und analysieren lassen. Fünfjahreszeiträume sind hierfür aufgrund des über die Krisendauer in der Regel hinausgehenden Analysezeitraumes hingegen weniger geeignet.

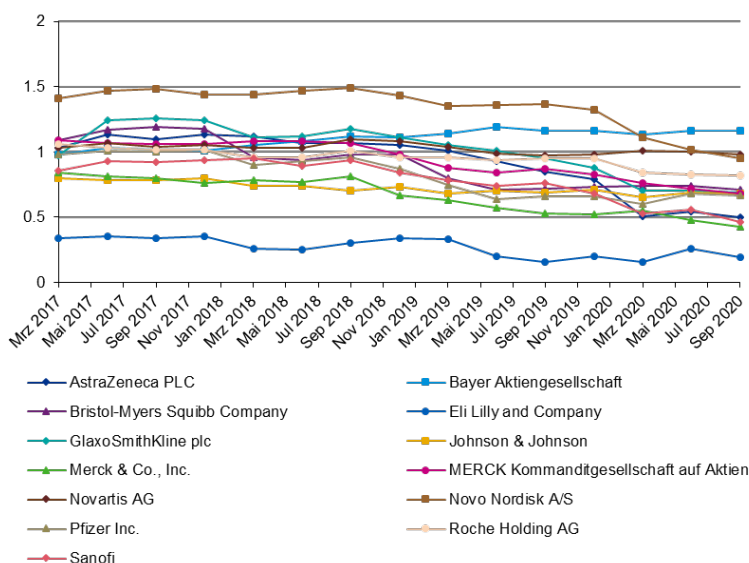
Basierend auf der Analyse von Einjahreszeiträumen kann es sich bei im Jahr 2020 liegenden Bewertungsstichtagen anbieten, neben dem letzten Quartalsstichtag vor dem Bewertungsstichtag auch die Betafaktoren zum 31. Dezember 2019 als letzten von der Covid-19-Krise weitgehend unbeeinflussten Quartalsstichtag zu analysieren. Zudem sollten auch Rolling-Betafaktoren einbezogen werden. Potenziell identifizierte Unterschiede bei den Betafaktoranalysen sind daraufhin zu beurteilen, ob sie kurzfristige Ausreißer darstellen oder Anzeichen eines Strukturbruchs sind. Gleiches gilt für Bewertungsstichtage ab dem Jahr 2021. Hier ist zu erwarten, dass die krisenbedingten Effekte auf die Betafaktoren sukzessive zurückgehen, was – analog zu den

Entwicklung der Betafaktoren im Bereich Automobilindustrie:



Quelle: KPMG Deutschland, Valuation Data Source, 2021

Entwicklung der Betafaktoren im Bereich Gesundheitswirtschaft:



Quelle: KPMG Deutschland, Valuation Data Source, 2021

Beobachtungen nach den Krisenjahren 2009 und 2012 – auf der Basis der Einjahreszeiträume analysiert werden sollte. Es ist zu erwarten, dass – wie nach den früheren Krisen beobachtet – sich der krisenbedingte Effekt im Laufe der Zeit für einen abgegrenzten Zeitraum identifizieren lässt. Der Vorteil der Betrachtung auf Einjahreszeiträumen liegt somit darin, gegebenenfalls eine komplette Jahresreihe bei der Festlegung von Betafaktoren ausschließen zu können, da die krisenbeeinflusste Jahresreihe gerade nicht das zukünftige unternehmensindividuelle Risiko des Geschäftsmodells reflektiert. Insoweit dürfen solche verzerrten Zeiträume nicht bei der Festlegung von Betafaktoren berücksichtigt werden. Auf der Basis von Fünfjahreszeiträumen sind die gebotenen Anpassungen hingegen nicht praktikabel umsetzbar.

Inwieweit bei unveränderten Geschäftsmodellen im Rahmen von Bewertungen innerhalb der ersten zukünftigen Planjahre und somit auf eine eher kurzfristige Sicht der Krisen/Post-Krisenphase höhere operative Risiken zum Beispiel durch höhere Ergebnisschwankungen und -korrelationen zum Markt erwartet werden können, lässt sich nur schwer abschätzen. Viel wichtiger ist hierbei, zunächst den richtigen (im Vergleich zum krisenfreien Szenario in den meisten Fällen temporär reduzierten) Erwartungswert der zukünftigen Unternehmensergebnisse abzuleiten. Gleiches gilt für etwaige Ausfallszenarien, die ebenfalls simulativ auf der Zeitschiene abzubilden wären. Da hierdurch der wesentliche Teil rein krisenbedingter Ergebniseffekte auf kurze Sicht erfasst sein wird, sollte sich auch der Betafaktor für die aktuellen Planphasen vereinfachend am nachhaltigen operativen Unterneh-

mensrisiko, für das in der Regel belastbare Daten aus Vorkrisenzeiten vorliegen, orientieren.

Begründete Abweichungen von den genannten krisenbedingten Anpassungen der Unternehmensergebnisse und beobachtbaren Betafaktoren sind im Einzelfall – analog zu Nichtkrisenzeiten – jedoch denkbar, wenn sich eine Änderung im Geschäftsmodell abzeichnet. In Erweiterung der zuvor beschriebenen grundsätzlichen Vorgehensweisen bei sich abzeichnenden Veränderungen von Geschäftsmodellen können Krisen hierbei initiierend, beschleunigend oder auch abschwächend wirken. In jedem Fall ist hierfür eine unternehmensindividuelle Analyse vorzunehmen, die die Betafaktorenableitung entsprechend unterlegt und Abweichungen vom „Standardvorgehen“ hinreichend begründet.

Prüfung von Gewinnprognosen im Rahmen von Kapitalmarktprospekten

Nach wenigen Börsengängen im Jahr 2020 ist bei einem anhaltend niedrigen Zinsniveau und weiterhin hoher Liquidität im Markt nunmehr ein deutlicher Anstieg von Neuemissionen zu beobachten. Emittenten, welche die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt in Deutschland beabsichtigen, haben einen nach den Anforderungen des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) sowie der EU-Prospektverordnung (EU-PVO) erstellten Prospekt zu veröffentlichen. Der Prospekt soll potenzielle Investoren sowie Analysten mit Finanzinformationen versorgen, um diesen unter anderem ein zutreffendes Urteil über die Zukunftsaussichten des Emittenten zu ermöglichen. In der weit überwiegenden Anzahl der Fälle der jüngsten Vergangenheit schließt der Prospekt daher – auch aus Vermarktungsgründen – eine Gewinnprognose im Sinne des IDW RH HFA 2.003 ein. Die bisherige Verpflichtung, diese zu prüfen, ist zwar formal entfallen, allerdings drängen häufig insbesondere die die Aktienplatzierung betreuenden Banken aus Haftungsgründen auf eine Prüfung der Gewinnprognose. Anstelle der separaten Bescheinigung wird daher in der Praxis nunmehr regelmäßig eine Prüfungsaussage des Wirtschaftsprüfers in den Comfort Letter aufgenommen.

Für ein öffentliches Angebot von Wertpapieren bzw. die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt gilt in Deutschland die Voraussetzung der vorherigen Veröffentlichung eines Prospekts nach den Vorgaben des WpPG und der EU-PVO. Die dort geregelten Mindestangaben umfassen insbesondere Anforderungen an die darzustellenden Finanzinformationen, die notwendig sind, um Investoren, Analysten und weiteren Stakeholdern ein zutreffendes Urteil über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie die Zukunftsaussichten des Emittenten zu ermöglichen. Neben den Emittenten selbst haften über §§ 44, 45 BörsG auch die Anbieter, die den Börsengang bzw. die Aktienplatzierung betreuen (in der Regel die begleitenden Banken), für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben im Prospekt. Mit dem Ziel, diesen Haftungsrisiken adäquat zu begegnen, wird regelmäßig der Abschlussprüfer des Emittenten (oder ein anderer Wirtschaftsprüfer) im Zuge eines Börsengangs damit beauftragt, die im Prospekt enthaltenen Finanzin-

formationen zu überprüfen und hierzu einen Comfort Letter zu erteilen. Schließt der Prospekt eine Gewinnprognose im Sinne des IDW Rechnungslegungshinweis „Erstellung von Gewinnprognosen und -schätzungen nach den besonderen Anforderungen der Prospektverordnung sowie Gewinnschätzungen auf Basis vorläufiger Zahlen“ (IDW RH HFA 2.003) ein, wird die Bescheinigung der Prognose über eine Prüfungsaussage in den Comfort Letter aufgenommen.¹

¹ Nach der Delegierten Verordnung (EU) 2019/980 vom 14. März 2019 ist keine Bescheinigung eines Wirtschaftsprüfers über die Prüfung von Gewinnprognosen oder -schätzungen für Zwecke der Aufnahme in den Prospekt mehr vorgeschrieben. Ungeachtet dessen steht es dem Wirtschaftsprüfer frei, in einem ggf. von ihm zu erteilenden Comfort Letter über die Durchführung und das Ergebnis der Prüfung von in den Prospekt aufgenommenen Gewinnprognosen oder -schätzungen zu berichten, sofern dies im Rahmen des Auftrags zur Erteilung des Comfort Letter vom Unternehmen beauftragt wird.

Inhalt und Ausprägung der Gewinnprognose

Als Gewinnprognose im Sinne des IDW RH HFA 2.003 wird eine Erklärung bezeichnet, in der „eine Zahl oder eine Bandbreite für die wahrscheinliche Höhe des Gewinns in der laufenden Periode oder in Folgeperioden genannt wird, oder die Angaben enthält, aufgrund derer die eindeutige Berechnung einer solchen Zahl oder Bandbreite möglich ist.“ Dabei ist der „Gewinn“ nicht ausschließlich als der Gewinn im Sinne eines Jahresüberschusses aus der Gewinn- und Verlustrechnung zu verstehen. Als Gewinn definiert der Emittent in der Praxis stattdessen regelmäßig eine für ihn relevante Steuerungsgröße. Diese Größe kann ein Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sein, der sich direkt aus der Gewinn- und Verlustrechnung des Emittenten ablesen lässt (zum Beispiel Earnings Before Taxes, kurz: EBT). Der Emittent kann sich aber auch dazu entscheiden, eine sogenannte alternative finanzielle Leistungskennzahl (Alternative Performance Measure, kurz:

APM), die nicht vom Rechnungslegungswerk definiert bzw. vorgeesehen ist, als Gewinngröße zu prognostizieren. In der Praxis werden überwiegend APMs – wie zum Beispiel (adjusted) EBIT oder (adjusted) EBITDA – als zu prognostizierende Gewinngrößen verwendet, welche im Rahmen der Gewinnprognose für das aktuell laufende oder zusätzlich auch für das darauffolgende Geschäftsjahr angegeben werden.

Wird eine Gewinnprognose in den Prospekt aufgenommen, müssen in diesem Teil des Prospekts die wesentlichen Annahmen der Unternehmensleitung, die im Rahmen der Erstellung der Prognose getroffen wurden, um die Gewinngröße abzuleiten, nachvollziehbar erläutert werden. Der IDW RS HFA 2.003 unterscheidet dabei Annahmen der Unternehmensleitung über Handlungen (durch das Unternehmen beeinflussbare Faktoren) und Ereignisse (nicht durch das Unternehmen beeinflussbare Faktoren). Der Emittent stellt diese Faktoren in der Gewinnprognose dar und legt seine Annahmen über die Entwicklung dieser Faktoren offen. Bei der Ermittlung der Faktoren und Annahmen sind dabei unter anderem die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, die Markt- und Wettbewerbssituation des Unternehmens, die Entwicklung der Absatz- und Beschäftigungsmärkte sowie gegebenenfalls

Fremdwährungs- und Zinsentwicklungen zu berücksichtigen. Ein typisches Beispiel für einen beeinflussbaren Faktor ist in diesem Zusammenhang die antizipierte Entwicklung von Marktanteilen, die zum Beispiel durch Vertriebsmaßnahmen oder Marketingstrategien beeinflussbar ist. Ebenso werden hier häufig Maßnahmen zur Steuerung der auf die Gewinngröße wirkenden Kosten beschrieben, wie zum Beispiel die Personalkostenentwicklung aufgrund der antizipierten FTE-Struktur. Nicht beeinflussbare Faktoren beziehen sich typischerweise unter anderem auf die generelle Branchenentwicklung, höhere Gewalt sowie gesetzliche und regulatorische Gegebenheiten. In aktuellen Kapitalmarktprospekten wird häufig die Covid-19-Pandemie als nicht beeinflussbarer Faktor genannt.

Die Gewinnprognose ist auf Basis der erfassten Geschäftsvorfälle einerseits und der identifizierten Faktoren und der getroffenen Annahmen andererseits unter Berücksichtigung der anwendbaren Rechnungslegungsgrundsätze sowie der Ausweis-, Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden des Unternehmens abzuleiten. Damit sollen potenzielle Anleger eine hinreichende Transparenz über die der Prognose zugrunde liegenden Annahmen gewinnen und in die Lage versetzt werden, eine eigene Einschätzung zu tref-

fen, ob und inwieweit den Erwartungen der Unternehmensleitung in Bezug auf die prognostizierte Gewinngröße gefolgt werden kann. Die Prognose der Gewinngröße kann dabei in unterschiedlichen Ausprägungen in Bezug auf die Formulierung der konkreten Gewinnerwartung ausgestaltet werden. Aus veröffentlichten Prospekten ist zu erkennen, dass sich die folgenden Ausprägungen am Markt durchgesetzt haben:

Während ein höherer Konkretisierungs- und Detaillierungsgrad bei der Ausformulierung der Prognose hilfreich für die Vermarktung und Steigerung der Attraktivität der Equity Story des Emittenten sein kann, ist ein zunehmender Konkretisierungs- bzw. Detaillierungsgrad gleichzeitig mit einem erhöhten Haftungsrisiko und demzufolge mit einem erhöhten Erstellungsaufwand für den Emittenten bzw. mit einem erhöhten Prüfungsaufwand für die Erteilung des Comfort Letters verbunden. Aufgrund dessen wird in der Praxis häufig ein externer Berater zur Unterstützung des Emittenten für die Erstellung der Dokumentation, die dem Wirtschaftsprüfer zur Prüfung der Gewinnprognose vorzulegen ist, hinzugezogen.

Prüfung der Gewinnprognose

Die Prüfung der Gewinnprognose erfolgt unter Beachtung des IDW-

Ausprägungen der Gewinnprognose

Ausprägung	Beschreibung
Punktprognose	Nennung einer konkreten Zahl als Gewinnerwartung: zum Beispiel „Wir erwarten ein adjusted EBITDA von rund EUR 220 Mio.“
Bandbreitenprognose	Nennung einer Bandbreite als Gewinnerwartung: zum Beispiel „Wir erwarten ein adjusted EBITDA in der Bandbreite von rund EUR 200 Mio. bis rund EUR 240 Mio.“
Qualitativ komparative Prognose	Vergleich zum Vorjahr mit Einwertung der Veränderung: zum Beispiel „Wir erwarten eine moderate Steigerung des adjusted EBITDA gegenüber dem Vorjahr.“

Quelle: KPMG, Deutschland, 2021

Prüfungshinweis: Prüfung von Gewinnprognosen und -schätzungen im Sinne von IDW RH HFA 2.003 (IDW PH 9.910.1) mit dem Ziel ein Urteil darüber abzugeben, ob die Gewinnprognose auf Basis der im Rahmen des Prospekts gegebenen Erläuterungen zu den identifizierten Faktoren und getroffenen Annahmen ordnungsgemäß (sachlich und rechnerisch richtig) abgeleitet wurde und in Einklang mit den Rechnungslegungsgrundsätzen sowie den Ausweis-, Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden des die Gewinnprognose erstellenden Unternehmens steht. Nach IDW PH 9.910.1 liegen die getroffenen Annahmen zwar ausschließlich in der Verantwortung der Unternehmensleitung und sind daher nicht Gegenstand der Prüfung der Gewinnprognose. Entgegen dem Wortlaut des Standards lässt sich jedoch aus der Rechtsprechung ableiten, dass dennoch eine inhaltliche Würdigung solcher Annahmen im Rahmen der Prüfung erforderlich ist. Als spezifische Prüfungshandlungen nennt

IDW PH 9.910.1 in diesem Zusammenhang unter anderem die Würdigung der organisatorischen Maßnahmen zur Ermittlung der Faktoren und Annahmen (Planungsprozess) sowie die Prüfung, dass die Gewinnprognose in sich stimmig sowie sachlich und rechnerisch richtig aus diesen Annahmen abgeleitet wurde. In der Praxis hat sich auf dieser Basis für die Prüfung der Gewinnprognose folgender Ablauf etabliert:

Im Hinblick auf die Prüfung der sachlichen Richtigkeit der Prognose, die im Wesentlichen auf die inhaltliche Auseinandersetzung mit den – und damit der „Würdigung“ der – in der Prognose verarbeiteten Annahmen zu den beeinflussbaren und nicht beeinflussbaren Faktoren sowie deren Auswirkung auf die prognostizierte Gewinngröße abzielt, können bewährte Vorgehensweisen aus der klassischen Unternehmensbewertung angewendet werden. Zu nennen ist hier insbesondere der IDW-Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewer-

tung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW-Praxishinweis 2/2017), der wertvolle Hinweise für die Plausibilisierung der Unternehmensplanung gibt, die sich auf die Prüfung der sachlichen Richtigkeit der Gewinnprognose im Sinne des IDW RS HFA 2.003 übertragen lassen.

Herausfordernd bei der Prüfung der Gewinnprognose ist neben der sachlichen und rechnerischen Prüfung der Prognose auch die zeitliche Organisation der durchzuführenden Prüfungshandlungen. Insbesondere vor dem Hintergrund des meist sehr eng gefassten Zeitplans für die geplante Aktienplatzierung sind die jeweiligen Analysen in die Zeitschiene für die Prospekterstellung und die entsprechenden Einreichungen bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) einzugliedern. In der Praxis ist häufig zu beobachten, dass der Text der Gewinnprognose als Teil des Prospekts ohne konkrete Zahlenangaben bei erster Einreichung, spätestens jedoch voll-

Prüfungsablauf (typisiert)

1 Würdigung der organisatorischen Maßnahmen	– Erlangung eines Verständnisses über das Unternehmen, dessen Geschäftsmodell und dessen Planungsprozess – Würdigung des Planungsprozesses im Hinblick auf die Eignung, eine hinreichend substantiierte/verlässliche Prognose abzuleiten (inkl. internes Kontrollsystem) – Einschätzung der Prognosesicherheit auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse (Analyse der historischen Planungstreue)
2 Sachlich richtige Ableitung der Prognose	– Prüfung/kritische Durchsicht des Zahlenwerks bis zum Beginn des Prognosezeitraums – Würdigung der Annahmen zu den Faktoren und Plausibilisierung der Fortentwicklung des relevanten Zahlenwerks (z. B. kennzahlenbasiert) auf Basis von Vergangenheitszahlen sowie auf der Basis von Benchmarks zu den Markt- bzw. Branchenerwartungen – Verifizierung der prognostizierten Gewinngröße mit Hilfe von Simulationsanalysen (Monte-Carlo-Simulation) – Abstimmung der formulierten Prognose (inkl. Annahmen und Faktoren) mit der weiteren Kapitalmarktkommunikation, Finanzberichten (Lagebericht), Analysten-Präsentationen und weiteren Prospektteilen (insbesondere Risk Section sowie MD&A Section)
3 Rechnerisch richtige Ableitung der Prognose	– Prüfung der rechnerischen Zusammensetzung der Prognosekennzahl auf der Basis des konkreten Zahlenwerks – Rechnerische Richtigkeit des Planungsmodells
4 Kritisches Lesen der der Gewinnprognose zugrunde liegenden Dokumentation	– Analyse der zur Verfügung gestellten Dokumentationen zur Ableitung der Prognose inkl. Abstimmung mit den Rechnungslegungsgrundsätzen sowie den Ausweis-, Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden des Unternehmens – Abstimmung der in der Prognose dargestellten Erläuterungen zu den Faktoren und Annahmen mit der zur Verfügung gestellten Dokumentation sowie dem Rechenwerk

Quelle: KPMG, Deutschland, 2021

ständig mit der zweiten Einreichung des Prospektentwurfs bei der BaFin enthalten ist. Die wesentlichen Analysen zur sachlichen und rechnerischen Richtigkeit der Prognose sollten zu diesem Zeitpunkt weitgehend abgeschlossen sein, sodass mit der dritten Einreichung des Prospektentwurfs keine wesentlichen Änderungen in der Gewinnprognose vorgetragen werden müssen. Zudem ist auf die Deckungsgleichheit der in der Prognose dargestellten Sachverhalte mit weiteren im Rahmen der Vorbereitung des Börsengangs veröffentlichten Informationen zu achten. In den überwiegenden Fällen finden beispielsweise Analysten-Präsentationen bereits vor der finalen Einreichung der Gewinnprognose bei der BaFin statt, sodass – im Sinne der konsistenten Kapitalmarktkommunikation – die Prognose zu diesem Zeitpunkt hinreichend substantiiert sein sollte.

Eine weitere Herausforderung besteht in dem Erfordernis der Aktualität der Prognose im Zeitpunkt der Billigung des Prospekts. Zwischen Erstellung der Planungsrechnung, aus der die Gewinnprognose in der Regel direkt abgeleitet wird, und finaler Billigung der im Prospekt enthaltenen Gewinnprognose durch die BaFin können mitunter einige Monate liegen. Sofern das Unternehmen nicht auf eine rollierende Planung zurückgreifen kann, in der im Zeitablauf Plan-Monate durch Ist-Monate des

relevanten Geschäftsjahres ersetzt werden können, wird in der Praxis mit einer sogenannten „Way-to-go-Analyse“ operiert, um neue Erkenntnisse in der Gewinnprognose zu verarbeiten und diese so aktuell zu halten. Im Rahmen dieser Analyse werden die laufenden Ist-Monate kumulativ mit der am Ende des entsprechenden Geschäftsjahres erwarteten Gewinngröße verglichen. Aus der Differenz der Gewinnerwartung und den kumulativen Ist-Ergebnissen wird der „Way-to-go“, das heißt der noch zu realisierende Gewinnanteil abgeleitet und dahingehend analysiert, ob und inwieweit bzw. unter welchen Annahmen die Erreichung der Prognose weiterhin hinreichend begründet erscheint. Sofern notwendig, sind die Prognose sowie die Annahmen in Bezug auf die beeinflussbaren und nicht-beinflussbaren Faktoren im Prospekt zu aktualisieren. In der Regel schließt die Way-to-go-Analyse die Prüfung der Gewinnprognose im Zeitpunkt der finalen Billigung des Prospekts durch die BaFin ab.

Ausblick

Die Einschätzung der zukünftigen Geschäftsentwicklung des die Aktienplatzierung anstrebenden Unternehmens hat im Rahmen eines Börsengangs eine signifikante Bedeutung für Analysten und potenzielle Investoren. Insofern besteht insbesondere zu Vermarktungszwecken sowohl auf der Seite des Emittenten als auch

auf der Seite der den Börsengang betreuenden Banken ein hohes Interesse, eine hinreichend konkrete Gewinnprognose in den Prospekt aufzunehmen. Die Gewinnprognose stellt in diesem Sinne ein ergänzendes Instrument in der Kommunikation mit Finanzanalysten und potenziellen Anlegern dar, indem sie hilft, Transparenz in Bezug auf die Gewinnerwartungen zu schaffen sowie die finanziellen Erwartungen der Analysten und potenziellen Investoren aktiv mitzugestalten. Bei Neuemissionen schließt daher in den weit überwiegenden Fällen der jüngsten Vergangenheit der Prospekt auch eine Gewinnprognose im Sinne des IDW RH HFA 2.003 ein – Tendenz steigend. Die Prüfung der Gewinnprognose stärkt das Vertrauen von Analysten und potenziellen Investoren in die formulierten Gewinnerwartungen des Emittenten und führt zu einer Reduzierung von Unsicherheit in Bezug auf die Investitionsentscheidung. Damit trägt die Prüfung der Gewinnprognose mittelbar auch zum erfolgreichen Börsenstart des Emittenten bei. Zusätzlich minimiert die sorgfältige und gut dokumentierte Erstellung der Prognose die Haftungsrisiken des Emittenten und der begleitenden Banken. Vor diesem Hintergrund ist auch zukünftig von einer steigenden Bedeutung fundiert erstellter Gewinnprognosen sowie einer entsprechenden Nachfrage nach der Prüfung dieser Gewinnprognosen im Rahmen von Kapitalmarktprospekten auszugehen.

Werthaltigkeitstests nach IDW RS HFA 10 in Verbindung mit Ergebnisabführungsverträgen

Die Werthaltigkeit des Beteiligungsbuchwerts nach IDW RS HFA 10 setzt grundsätzlich voraus, dass der bilanzierenden Gesellschaft ausreichend hohe Überschüsse aus der Beteiligung zustehen. Stehen ihr keine Überschüsse zu, weil entweder sämtliche Gewinne der Beteiligung dauerhaft an eine andere Konzerngesellschaft auf Basis eines Ergebnisabführungsvertrags (EAV) ausgeschüttet werden oder weil die Beteiligung dauerhaft Verluste erzielt, die umgekehrt von der bilanzierenden Gesellschaft zu übernehmen sind, so ist die Beteiligung auf das anteilig auf die bilanzierende Gesellschaft entfallende Eigenkapital abzuschreiben. Die Übernahme gelegentlich auftretender Verluste der Beteiligung aufgrund des EAV durch die bilanzierende Gesellschaft führt dagegen zu keiner dauerhaften Wertminderung der Beteiligung. Die erfolgswirksame Übernahme der Verluste kompensiert die Abschreibung der Beteiligung. Die Zuführung neuer finanzieller Mittel erhält das Schuldendeckungspotenzial für die bilanzierende Gesellschaft. Das basiert jedoch wiederum auf der darzulegenden Fähigkeit der bilanzierenden Gesellschaft zum nachhaltigen Verlustausgleich der Beteiligung.

Grundlagen

IDW RS HFA 10 betrifft die Bilanzierung nach HGB und behandelt unmittelbar die (Gesamt-) Bewertung von Unternehmen oder Anteilen an Unternehmen im Zusammenhang mit der Ermittlung des beizulegenden Werts von Beteiligungen nach § 253 Abs. 3 Sätze 3 und 4 HGB und konkretisiert, wie die betriebswirtschaftlichen Grundsätze des IDW S 1 zur Ermittlung des Ertragswerts bei diesen handelsbilanziellen Bewertungsanlässen zu berücksichtigen sind. Beteiligungen sind nach § 253 Abs. 1 Satz 1 HGB mit ihren Anschaffungskosten zu bewerten. Ist einer Beteiligung am Abschlussstichtag ein niedrigerer Wert beizulegen, so darf gemäß § 253 Abs. 3 Satz 4 HGB eine außerplanmäßige Abschreibung auf diesen beizulegenden Wert vorgenommen werden; sie muss vorgenommen werden, wenn die Wertminderung voraussichtlich dauerhaft ist (§ 253 Abs. 3 Satz 3 HGB).

Zur Festlegung der Bewertungsperspektive und des sich daraus ergebenden relevanten Wertkon-

zepts ist nach IDW RS HFA 10 zu unterscheiden, ob die Beteiligung dauerhaft gehalten wird oder eine Veräußerung geplant oder aus anderen Gründen anzunehmen ist. In Abhängigkeit davon ist dann entweder ein subjektiver oder objektiver Unternehmenswert für die Beteiligungsgesellschaft zu ermitteln. Liegt der Bewertung eine dauerhafte Beteiligungsabsicht zugrunde, so ist der Wert der Beteiligung aus der Perspektive des die Beteiligung haltenden Unternehmens zu ermitteln (subjektiver Unternehmenswert), unter Berücksichtigung der individuellen Möglichkeiten und Erwartungen einschließlich der Synergieeffekte aus der Sicht des Bilanzierenden. IDW RS HFA 10 beschränkt den möglichen Einbezug einzelner Aspekte des subjektiven Unternehmenswerts zur Ermittlung des beizulegenden Werts der Beteiligung. Diese umfassen die zurechenbaren Überschüsse, die mittel- oder unmittelbar zu finanziellen Erfolgen beim bilanzierenden Unternehmen führen.

Ergebnisabführungsverträge und Werthaltigkeitstest

Der Begriff der Synergien bezieht sich auf alle finanziellen Vorteile der bilanzierenden Gesellschaft, die ihr aufgrund der Beteiligung an der Beteiligungsgesellschaft zukommen und ihr Schuldendeckungspotenzial steigern. Auch EAV im Konzernverbund führen zu berücksichtigungsfähigen Synergien. Ein EAV ist gemäß § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG ein Unternehmensvertrag, durch den die AG sich verpflichtet, ihren ganzen Gewinn an ein anderes Unternehmen abzuführen. In Analogie gilt dasselbe auch für die Verpflichtung einer GmbH. Aus der Perspektive des anderen Unternehmens, welches den Gewinn erhält, ergibt sich umgekehrt eine analoge Verpflichtung, Verluste der AG oder GmbH auszugleichen. Daher spricht man neutral von einem EAV, der somit sowohl positive wie auch negative Ergebnisse umfasst.

Aus der vorstehenden Unterscheidung von abzuführenden Gewinnen und auszugleichenden Verlusten aufgrund eines EAV ergeben

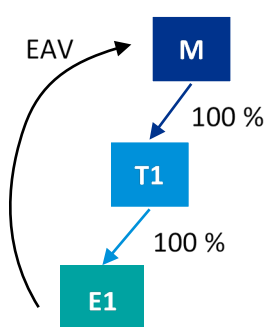
sich für den Werthaltigkeitstest nach IDW RS HFA 10 insbesondere zwei Konstellationen, die von Bedeutung sind:

- Gewinnabführungen einer Beteiligungsgesellschaft nicht an ihre unmittelbare Muttergesellschaft, sondern an eine andere Konzerngesellschaft außerhalb ihres Synergiekreises
- Übernahme der Verluste einer Beteiligungsgesellschaft durch die unmittelbare Muttergesellschaft.

Beide Konstellationen sind nur unter der dauerhaften Beteiligungsabsicht relevant, da im Falle einer Veräußerungsabsicht im Rahmen der Bestimmung des objektivierten Unternehmenswerts ein bestehender EAV nicht berücksichtigt wird. Mit der tatsächlichen Veräußerung wird ein EAV regelmäßig aufgelöst und ist aus der Perspektive eines potenziellen Erwerbers nicht relevant.

EAV mit einer anderen als der unmittelbaren Muttergesellschaft

Es sind mehrere Fallgestaltungen denkbar, der einfachste und häufigste Fall ist derjenige, in dem der EAV einer Beteiligungsgesellschaft E1 nicht mit ihrer unmittelbaren Mutter T1 besteht, sondern mit der übergeordneten Konzerngesellschaft M, der Muttergesellschaft von T1. Wichtig ist dabei, dass T1 dafür gemäß § 304 Abs. 1 Satz 3 AktG keinen angemessenen Ausgleich erhält, was in dieser Fallgestaltung üblich ist. In analoger Weise wäre auch ein EAV



zwischen E1 und T2, einer Schwestergesellschaft von T1, denkbar.

Die einheitliche Grundlogik dieser Fälle ist, dass derartige Konstruktionen außerhalb eines Konzernverbunds nicht vorstellbar sind und die jeweilige Konzernobergesellschaft aufgrund ihrer Gesellschafterstellung meist in Verbindung mit Beherrschungsverträgen den Abschluss entsprechender EAV nach Belieben durchsetzen kann. Die Gründe dafür liegen häufig im steuerlichen Bereich, da das Bestehen von EAV eine Voraussetzung der sogenannten ertragsteuerlichen Organschaft bildet, durch welche es steuerlich zu einem Zusammenrechnen der Ergebnisse zweier Gesellschaften kommt.

Die Problematik für den Werthaltigkeitstest nach IDW RS HFA 10 ergibt sich daraus, dass im Falle der dauernden Beteiligungsabsicht die unmittelbare Muttergesellschaft (hier T1) aus ihrer Beteiligung (hier E1) keinerlei Zuflüsse aus ihrer Beteiligung mehr erhält, solange der EAV besteht, sondern diese an ihr vorbeifließen (hier an M). Die Tatsache, dass die Ergebnisse an M fließen, ist entsprechend der allgemeinen Überlegungen zum Synergiekreis auf der Ebene von T1 nicht berücksichtigungsfähig, da ihr Schuldendeckungspotenzial aus der Beteiligung E1 zumindest nicht aus künftigen Zuflüssen erhöht wird. Eine Zurechnung dieser Ergebnisse für Zwecke des Werthaltigkeitstests von E1 auf der Ebene T1 scheidet daher aus.

Anders stellt sich die Situation auf der Ebene M bezogen auf die Beteiligung an T1 dar. Da M keine (direkte) Beteiligung an E1 hält, M, T1 und E1 aber einen gemeinsamen Synergiekreis aus der Perspektive von M bilden, sind alle Ergebnisabführungen von E1 an M im Rahmen des Werthaltigkeitstests bezogen auf die Beteiligung an T1

als Synergie zu berücksichtigen: Aus der wirtschaftlichen Perspektive von M macht es keinen Unterschied, ob ihr die Ergebnisse von E1 über T1 zufließen oder unmittelbar von E1; auf jeden Fall stehen ihr die Ergebnisse von E1 wirtschaftlich aufgrund ihrer Beteiligung an T1 zu. Ebenso würde sich auf keiner Ebene ein Problem ergeben, wenn E1 mit T1 einen EAV schließen würde und gegebenenfalls T1 noch mit M. Wirtschaftlich würde sich zwar an der Situation zum zuvor genannten Fallbeispiel nichts ändern, da final sämtliche Ausschüttungen nur bei M ankommen. Dennoch erhält T1 in dieser Fallkonstellation formal zunächst die Ausschüttungen aus E1, sodass sich das Schuldendeckungspotenzial von T1 entsprechend erhöht. Die Tatsache, dass die Ausschüttungen aufgrund des EAV zwischen M und T1 nicht bei T1 verbleiben, liegt nicht in der Beteiligung E1 begründet, sondern allein in dem eigenständigen EAV mit der eigenen Obergesellschaft.

In der zuvor genannten Fallkonstellation ist in der Folge wiederum zwischen zwei Unterfällen zu unterscheiden:

1. Der EAV gilt unbefristet und es liegen keinerlei Indizien vor, dass dieser beendet werden soll, sodass T1 dauerhaft keinerlei Ausschüttungen von E1 zufließen werden.

Der Ansatz eines potenziellen Veräußerungswertes der Beteiligung scheidet aus. Zwar würde eine Veräußerung den EAV beenden, allerdings setzt der Ansatz nach IDW RS HFA 10 die konkret beabsichtigte Veräußerung voraus. Der Unternehmenswert allein basierend auf den zukünftig absehbaren Zuflüssen entspricht für T1 unter der Annahme einer fehlenden Ausgleichszahlung Null. Allerdings könnte der Beitrag zum Schuldendeckungspotenzial von T1 in Höhe des hypothetischen

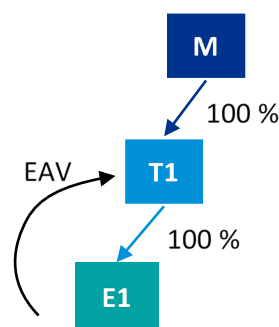
Liquidationswerts zum Bilanzstichtag gesehen werden. Würde zudem eine Ausgleichszahlung von M an T1 geleistet werden, so wäre der Barwert der risikoäquivalent (unter Berücksichtigung des Garantiecharakters) diskontierten Ausgleichszahlungen zu bestimmen. Relevant wäre für das Schuldendeckungspotenzial in diesem Fall der höhere Wert aus dem Barwert der Ausgleichszahlungen und dem hypothetischen Liquidationswert. Tatsächlich ist eine solche Liquidation nicht geplant und kann auch nicht unterstellt werden. Dennoch sollen die Folgen für den Bilanzierenden durchdacht werden, da die einzige Möglichkeit für T1 am Bewertungsstichtag, einen wirtschaftlichen Vorteil aus E1 zu generieren, in der Liquidation der Tochter E1 läge. Bei einer Liquidation unter einem bestehenden EAV würden sämtliche Liquidationsgewinne (Veräußerungserlös übersteigt den Buchwert) wie laufender Gewinn an den Begünstigten aus dem EAV (hier M) abgeführt werden. Umgekehrt würden alle Liquidationsverluste (Veräußerungserlös ist geringer als der Buchwert) sowie die Kosten der Liquidation selbst von M zu übernehmen sein. Final bliebe dem Bilanzierenden T1 damit genau das anteilige auf ihn entfallende bilanzielle Eigenkapital. Dies erscheint bereits insofern konsequent, da durch den EAV bilanziell dieser Betrag erhalten bleibt, da er einerseits nach § 301 AktG vor Ausschüttungen während des Bestehens des EAV geschützt ist und umgekehrt nach § 302 Abs. 1 AktG für T1 eine Pflicht zum Ausgleich während der Vertragslaufzeit entstehender Jahresfehlbeträge von E1 besteht. Das Ergebnis ergibt sich nun offensichtlich unabhängig vom Zeitpunkt einer angenommenen Liquidation. Wenn das Ziel des Werthaltigkeitstests allein ist, den Beitrag der Beteiligung zum Schuldendeckungspotenzial von T1 zum Bewertungsstichtag zu

erfassen und offensichtlich in jedem Zeitpunkt der Beteiligung unter einem EAV das anteilige auf den Bilanzierenden entfallende Eigenkapital der Tochter zur Verfügung steht, so erscheint es zumindest vertretbar dieses als wirtschaftlichen Wert aus der Tochter im Rahmen des Werthaltigkeitstests anzusehen, unabhängig davon, ob eine Liquidation tatsächlich beabsichtigt ist.

2. Der EAV ist befristet bzw. es liegen konkrete Hinweise auf seine Beendigung vor (zum Beispiel schriftliche Absichtserklärung von M, den EAV mit E1 zu kündigen). Der Werthaltigkeitstest ist entsprechend basierend auf die erwarteten Zuflüssen ab dem Zeitpunkt einer erwarteten Auflösung des EAV zwischen M und E1 durchzuführen.

Verlustübernahme aufgrund eines EAV

Eine Verlustübernahme aufgrund eines Unternehmensvertrags mit dem bilanzierenden Unternehmen stellt ebenfalls eine zu berücksichtigende Synergie dar.



Hier folgt der Unternehmensvertrag der gesellschaftsrechtlichen Beteiligungskette. Die Besonderheit dieser Fallkonstellation in Verbindung mit der Verpflichtung des Verlustausgleichs von T1 folgt daraus, dass für T1 keine Notwendigkeit für eine Wertminderung der Beteiligung an E1 zu bestehen scheint, da sie vollumfänglich den

handelsrechtlichen Verlust übernimmt und bereits unmittelbar als Aufwand aus der Verlustübernahme zu erfassen hat (§ 302 Abs. 1 AktG, § 277 Abs. 2 Satz 2 HGB). Eine Abschreibung auf die Beteiligung an E1 käme somit zunächst einer Doppelerfassung des Verlusts gleich.

Auch hier sind zwei Fallkonstellationen zu unterscheiden:

1. Ausgleich einmaliger oder zeitlich begrenzter Verluste der Tochter

Ausgangspunkt ist eine Konstellation, in welcher der Beteiligungsbuchwert von T1 an E1 durch den anteiligen Unternehmenswert von E1 vor Eintritt der Verluste gedeckt ist. Durch Verluste von E1 könnte der Unternehmenswert gemindert sein, wenn den Verlusten nicht entsprechend höhere Zuflüsse in späteren Perioden gegenüberstehen. Selbst für den Fall, dass die Verluste bei T1 nicht zahlungswirksam sind (zum Beispiel Wertberichtigungen, Abschreibungen, Rückstellungszuführungen), so steht dem Aufwand in aller Regel ein entsprechender Zahlungsabfluss in späteren Perioden gegenüber (von Diskontierungseffekten sei abgesehen). Grundsätzlich wäre, wenn der anteilige Unternehmenswert unter den Beteiligungsbuchwert sinkt, dieser abzuschreiben. Die Verlustübernahme kompensiert diese Abschreibung.

Es ist auch die Konstellation denkbar, dass der Rückgang des Unternehmenswerts von E1 über dem handelsrechtlichen Verlust liegt. Dies ist möglich, wenn beispielsweise im Rahmen von Drohverlustrückstellungen nur der auf Basis einer vertraglichen Verpflichtung erwartete Verlust bei E1 berücksichtigt werden darf, nicht aber der geplante Verlust bei einem beabsichtigten Vertragsabschluss in der Zukunft. Zwar wäre in diesem Fall der Beteiligungs-

buchwert an E1 dann zusätzlich abzuschreiben, allerdings handelt es sich insofern um eine vorübergehende Wertminderung. Im Folgejahr würde sich der Verlust auch aus dem zunächst nicht durch eine Rückstellung berücksichtigungsfähigen Teil realisieren, zu einem entsprechenden handelsrechtlichen Verlust führen, der dann aufgrund des EAV von T1 auszugleichen wäre. Somit kann die Beteiligung entweder zunächst abgeschrieben werden, wäre dann aber mit der Verlustübernahme in der Folgeperiode wieder zuzuschreiben oder die Abschreibung könnte unterbleiben und würde über die spätere Verlustübernahme auf der Ebene T1 erfolgswirksam.

Aus der Perspektive von T1 kann derselbe Sachverhalt nicht zweimal erfolgswirksam erfasst werden. Das Schuldendeckungspotenzial von T1 wird durch den Verlust von E1 nur einmal gemindert.

2. Dauerhafte Verlustübernahme

Bei einer nachhaltigen (dauerhaften) Verlustsituation der Tochter reicht die Übernahme der jährlich auflaufenden handelsrechtlichen Jahresfehlbeträge nicht aus, einen Beteiligungsbuchwert bei T1 an E1 zu erhalten, der oberhalb des anteiligen Eigenkapitals von E1 liegt. Solche anhaltenden Verluste entstehen dann, wenn sich das Geschäftsmodell der Tochter grundlegend ändert bzw. entfällt oder wenn aus anderen als erwerbswirtschaftlichen Erwägungen derartige Verluste einer Tochter langfristig in Kauf genommen werden. Hier gelten analog die vorherigen Ausführungen zum Fall eines dauerhaften EAV mit einer anderen als der unmittelbaren Muttergesellschaft. Der Ansatz eines potenziellen Veräußerungswertes der Beteiligung scheidet aus, da der Ansatz nach IDW RS HFA 10 die konkret beabsichtigte Veräu-

ßerung voraussetzt. Der Unternehmenswert, basierend auf den zukünftigen Ausschüttungen, ist häufig negativ bzw. zumindest unterhalb des Beteiligungsbuchwerts bei T1. Somit kann der Beitrag von E1 zum Schuldendeckungspotenzial von T1 entsprechend dem handelsrechtlichen Vorsichtsprinzip nur noch in Höhe des Liquidationswerts bestehen. Eine generelle Näherung an diesen stellt das anteilige auf T1 entfallende bilanzielle Eigenkapital dar. Sollten in dem bilanziellen Eigenkapital von E1 stille Reserven liegen, zum Beispiel in einem eigengenutzten Grundstück, so dürfen diese zusätzlich einbezogen werden, da diese im Falle einer Liquidation als Schuldendeckungspotenzial T1 zur Verfügung stünden.

Diese Vorgehensweise unterstellt jedoch, dass T1 auch tatsächlich in der Lage ist, die Verluste von E1 dauerhaft zu übernehmen. Zu erwarten wäre, dass T1 den EAV mit E1 bei anhaltender Verlustsituation und fehlender eigener operativer Überschüsse zum Ausgleich der Verluste von E1 kündigen wird. Damit wäre die Beteiligung an E1 entsprechend der allgemeinen Vorschriften nach IDW RS HFA 10 zu bewerten und entsprechend abzuschreiben. Sollte der EAV dennoch nicht beendet werden, wäre die Fähigkeit von T1 zum Verlustausgleich von E1 im Rahmen des Werthaltigkeitstest der Beteiligung an E1 mit zu berücksichtigen. Kann diese nicht nachgewiesen werden, wäre die Beteiligung trotz EAV abzuschreiben.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin

Redaktion

Prof. Dr. Marc Castedello **(V. i. S. d. P.)**

Ganghoferstraße 29
80339 München
T +49 89 9282-1145
mcastedello@kpmg.com

Stefan Schöniger

Fuhlentwiete 5
20355 Hamburg
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com

Newsletter kostenlos abonnieren

[www.kpmg.de/newsletter/
subscribe.aspx](http://www.kpmg.de/newsletter/subscribe.aspx)

www.kpmg.de

www.kpmg.de/socialmedia



Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Unsere Leistungen erbringen wir vorbehaltlich der berufsrechtlichen Prüfung der Zulässigkeit in jedem Einzelfall.

© 2021 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht und ein Mitglied der globalen KPMG-Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer Private English Company Limited by Guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind Marken, die die unabhängigen Mitgliedsfirmen der globalen KPMG-Organisation unter Lizenz verwenden.