

Frühjahr 2015

## Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen auch mit dieser dreizehnten Ausgabe unserer „Valuation News“ wieder aktuelle Themen der Unternehmensbewertung vorstellen zu können.

Zunächst stellen wir die Bewertung von Schadensersatzansprüchen vor. Für die Quantifizierung, Absicherung und Dokumentation etwaiger juristischer Ansprüche ist eine belastbare und nachvollziehbare Ermittlung der Vermögensminderung erforderlich, welche auf den Grundlagen der Unternehmensbewertung aufbaut. Anschließend befassen wir uns mit Debt Equity Swaps. Ein Debt Equity Swap ist in der finanziellen Restrukturierung und im Kapitalstrukturmanagement ein effektives Instrument, um die Eigenkapitalausstattung eines Unternehmens in Krisensituationen zu sichern oder wiederherzustellen. Eine wesentliche Voraussetzung für eine erfolgreiche Durchführung der Restrukturierung ist eine transparent ermittelte Bewertungsrelation, um die Anzahl der neuen Anteile zu bestimmen, die die Gläubiger für die Aufgabe Ihrer Forderung erhalten. Im dritten Artikel stellen wir die Vorteilhaftigkeit einer Bewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 für schenkung- und erbschaftsteuerliche Zwecke vor dem Hintergrund des aktuellen Kapitalmarktumfelds, insbesondere des niedrigen Zinsniveaus, vor. Dabei zeigt sich, dass eine Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 derzeit oftmals zu niedrigeren und damit günstigeren schenkung- beziehungsweise erbschaftsteuerlich relevanten Werten führt.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre und freuen uns über Ihr Feedback. Auch Anregungen, Themenvorschläge und weiterführende Diskussionen sind jederzeit willkommen. Gerne stehen wir darüber hinaus für Ihre individuellen Fragen zur Verfügung. Sie erreichen uns unter: [de-valuation-news@kpmg.com](mailto:de-valuation-news@kpmg.com)

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Marc Castedello  
Partner

Stefan Schöniger  
Partner

### Inhalt

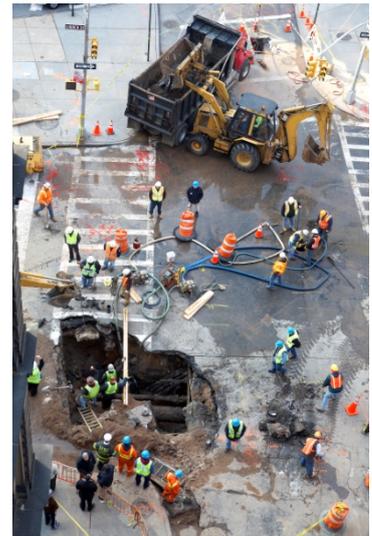
**Bewertung von Schadensersatzansprüchen**  
Seite 2

**Debt Equity Swaps - Einsatz und Bewertung in der finanziellen Restrukturierung und im Kapitalstrukturmanagement**  
Seite 5

**Bewertungen für schenkung- und erbschaftsteuerliche Zwecke – Vorteilhaftigkeit einer Bewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 im aktuellen Kapitalmarktumfeld**  
Seite 8

## Bewertung von Schadensersatzansprüchen

Unternehmen können durch eine Vielzahl von schädlichen Handlungen Dritter in der Ausübung ihrer unternehmerischen Tätigkeit eingeschränkt werden. Hierzu zählen nachteilige Handlungen von Kunden oder Lieferanten und Wettbewerbern sowie nachteilige Eingriffe des Gesetzgebers oder Regulators mit jeweils schädlicher Konsequenz. Allen schädigenden Ereignissen gemein ist die Vermögensminderung, die für ein Unternehmen oder einen Unternehmensteil als Folge des Ereignisses eintritt. Für die Quantifizierung, Absicherung und Dokumentation etwaiger juristischer Ansprüche ist eine belastbare und nachvollziehbare Ermittlung der Vermögensminderung erforderlich. Hierfür lassen sich die grundsätzlichen Methoden der Unternehmensbewertung anwenden.



Die Anlässe für das Entstehen möglicher Schadensersatzansprüche können vielfältig sein und unterschiedliche Ursachen haben. Je komplexer die Verknüpfungen eines Unternehmens mit seinen Stakeholdern (Kunden/ Lieferanten, Wettbewerber, Gesetzgeber/Regulatoren) sind, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, von einzelnen oder mehreren schädigenden Ereignissen betroffen zu werden. Die nachfolgende Übersicht stellt einige typischerweise denkbare Schadensereignisse geordnet nach ihrem Verursacher dar.

### Beispiele möglicher Schadensereignisse

Durch Kunden / Lieferanten verursacht	Durch Wettbewerber verursacht	Durch den Gesetzgeber / Regulator verursacht
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Leistungsverzug</li> <li>■ Leistungsausfall</li> <li>■ Abnahme von Minder-mengen</li> <li>■ Betrug</li> <li>■ Garantieverletzung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Patentverletzung</li> <li>■ Lizenzverstoß</li> <li>■ Rufschädigung</li> <li>■ Kartellrechtsverstoß</li> <li>■ Preisabsprachen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Genehmigungsentzug</li> <li>■ Gesetzesänderungen</li> <li>■ Regulatorische Änderungen</li> <li>■ „politischer Wille“</li> </ul>

Quelle: KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Vor dem Hintergrund einer ganzheitlichen Schadensbetrachtung sollte eine betriebswirtschaftlich abgeleitete Bewertung des eingetretenen Schadens immer flankierend zur juristischen Beurteilung des Schadensereignisses, seiner Anspruchsgrundlagen und Durchsetzungswahrscheinlichkeit erfolgen. Dabei kommt der korrekten Abgrenzung des Schadenseintritts, des noch zu erwartenden oder bereits abgeschlossenen Schadenszeitraums und des Schadensumfangs eine zentrale Bedeutung zu.

Maßgeblich für die Bestimmung des Schadensumfangs und des letztlich hieraus abzuleitenden Schadensersatzes ist in Anlehnung an die Vorgaben nach §§ 249 ff. BGB die aus dem schädigenden Ereignis eingetretene Vermögensminderung des Geschädigten. Dem entgegen wirkt die Pflicht des Geschädigten zur Schadensminderung nach § 254 BGB. Auch wenn die Bestimmung des Schadensumfangs grundsätzlich sowohl aus objektiver als auch aus subjektiver Sicht geschehen kann, ist in der überwiegenden Anzahl der Fälle die subjektive Betrachtungsebene maßgeblich, da diese auf den individuellen entgangenen Nutzen des Geschädigten abstellt.

Die Höhe der Vermögensminderung kann entweder direkt, zum Beispiel auf der Grundlage konkret zuordenbarer Reparaturkosten, oder indirekt erfolgen. In der Regel kommt mangels direkt quantifizierbarer Schadensfolgen die indirekte Methode der Schadensermittlung zur Anwendung. Diese fußt grundsätzlich auf der

zivilrechtlichen Differenzhypothese, nach welcher sich der Schadenersatz aus der Differenz zweier Vermögenslagen bemisst: der hypothetischen Vermögenslage ohne das schädigende Ereignis (Soll) und der tatsächlichen Vermögenslage nach Eintritt des schädigenden Ereignisses (Ist). Die Differenz der Vermögenslagen wird in der Praxis häufig aus zwei vergleichenden Bewertungen entweder des Gesamtunternehmens oder des vom Schaden betroffenen Unternehmensteils ermittelt. Hierfür sind grundsätzlich die gängigen Verfahren der Unternehmensbewertung (Ertragswert- beziehungsweise Discounted-Cash-flow-Verfahren) anwendbar. Die diesen Verfahren üblicherweise zugrunde gelegten Finanzinformationen (Jahresabschlüsse, Planungsrechnungen) sind im Einzelfall auf ihre Angemessenheit für Zwecke einer Schadensermittlung zu prüfen. Ein besonderes Augenmerk liegt zum Beispiel auf der Marktnähe von konzerninternen Verrechnungspreisen, die sich in den Planungen wiederfinden (zum Beispiel Beschaffungspreise oder Einkauf von Dienstleistungen). Die Anwendung substanzorientierter Bewertungsverfahren ist zwar ebenfalls denkbar, ist in der betriebswirtschaftlichen Praxis aber eher von untergeordneter Bedeutung solange das schädigende Ereignis nicht in direktem Zusammenhang mit einem stark asset-lastigen Geschäftsmodell zu sehen ist.

Die sachgerechte Abgrenzung der Soll- und Ist-Vermögenslagen erfordert im Rahmen der Bewertung von Schadenersatzansprüchen eine besondere Aufmerksamkeit. Hinsichtlich der Soll-Situation ist zu berücksichtigen, dass nur die zukünftigen Vermögensmehrungen und -minderungen berücksichtigt werden dürfen, die zum Zeitpunkt des Schadenseintritts konkret erwartet wurden beziehungsweise in ihrer Wurzel bereits angelegt waren (sogenannte Wurzeltheorie). Die dieses Szenario abbildende Ergebnisrechnung ist zwangsläufig eine reine Planungsrechnung. Bei der Abgrenzung der Ist-Situation spielt der eingetretene oder erwartete Schadenszeitraum – also der Zeitraum, über den sich das schädigende Ereignis auswirkt – eine wichtige Rolle: Liegt dieser zum Zeitpunkt der Bewertung vollumfänglich in der Vergangenheit und ist somit abgeschlossen, so werden der Ist-Situation in der Regel tatsächlich eingetretene Ist-Zahlen zugrunde gelegt, da nur diese den tatsächlich entstandenen Schaden bestmöglich abbilden. Ist der Schadenszeitraum jedoch zum Zeitpunkt der Bewertung noch nicht vollständig abgeschlossen, so hat die Modellierung der Ist-Situation zwangsläufig aus den bisher für den Zeitraum verfügbaren Ist-Zahlen sowie den aktuellen Erwartungen für den weiteren Schadenszeitraum (also nach Eintritt des Schadensereignisses) zu erfolgen. In diesem Fall basiert nicht nur die Soll-, sondern auch die Ist-Situation auf einer mit Unsicherheit behafteten Planungsrechnung. Hieraus folgt, dass bei der Ableitung der Ist-Situation für die Restdauer des Schadenszeitraums sich im Verfahrensverlauf bis zur gerichtlichen Feststellung des Schadenersatzes konkretisierende tatsächliche Entwicklungen eigentlich rollierend zu berücksichtigen sind. Die Höhe des Schadenersatzanspruchs bei nicht abgeschlossenem Schadenszeitraum ist somit aus Bewertungssicht ein „bewegliches Ziel“. Inwieweit eine derartige rollierende Schadensermittlung im juristischen Verfahren durchführbar und angemessen wäre, ist im Einzelfall abzustimmen.

Im Vergleich zu einer klassischen Unternehmensbewertung können in Abhängigkeit vom Einzelfall bei der Bewertung von Schadenersatzansprüchen folgende Besonderheiten vorliegen:

- Bei einer Bewertung von Schadenersatzansprüchen kann unter Umständen auf vollständige Finanzinformationen (integrierte Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Bilanzen, Free Cashflow-Ableitungen) verzichtet werden und statt dessen zum Beispiel auf eine geringere Datenbasis wie der vergleichenden Deckungsbeitragsrechnung zurückgegriffen werden, wenn nur Teile der finanziellen Gesamtsphäre des Unternehmens durch das Schadensereignis betroffen sind. In diesem Fall gilt implizit die Annahme, dass nicht berücksichtigte Leistungen (Erträge) und Kosten (Aufwendungen) bezogen auf das Schadensereignis unverändert sind, das heißt es keinen Unterschied in der Höhe dieser

Leistungen beziehungsweise Kosten gibt für den Fall des Eintritts des Ereignisses oder des Nicht-Eintritts des Ereignisses.

- Ebenso kann bei kurzen Schadenszeiträumen vereinfachend auf die Diskontierung mit risiko- und laufzeitadäquaten Kapitalkosten verzichtet werden, wenn davon auszugehen ist, dass Barwerteffekte keinen wesentlichen Einfluss auf die Schadenshöhe haben.
- Auch die Berücksichtigung von Ertragsteuern wird bei der Ermittlung der Vermögensdifferenz in der Regel ausgeblendet, was in der Folge zur Ermittlung eines Bruttoschadens führt. Eine dezidierte Nach-Steuer-Betrachtung der Soll- und der Ist-Situation wird nur dann notwendig, wenn sich aus dem Vergleich der Vermögenslagen steuerrelevante Verzerrungen ergeben, zum Beispiel aus unterschiedlichen Abschreibungsverläufen. In diesem Fall wird zunächst ein Nach-Steuer-Schaden (Nettoschaden) ermittelt und dieser anschließend in einen Vor-Steuer-Schaden (Bruttoschaden) transformiert, um der Steuerpflicht des Geschädigten auf erhaltenen Schadenersatz Rechnung zu tragen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass bei der Bewertung von Schadenersatzansprüchen die bekannten Verfahren der Unternehmensbewertung angewendet werden sollten. Allerdings ist im Schadensfall neben den üblicherweise auftretenden Bewertungsfragen, zum Beispiel nach der Plausibilisierung der Planungsrechnung, besondere Sorgfalt auf eine klare Abgrenzung des Bewertungsobjekts, -zeitraums und der Bewertungsperspektive zu legen. Eine belastbare und nachvollziehbare Bewertung des Schadenersatzanspruches, zum Beispiel durch einen externen Gutachter, stellt eine wichtige Voraussetzung für die Entscheidung über die Geltendmachung und für die Durchsetzung der Schadenersatzansprüche dar.

## Debt Equity Swaps – Einsatz und Bewertung in der finanziellen Restrukturierung und im Kapitalstrukturmanagement

Der Debt Equity Swap ist in der finanziellen Restrukturierung und im Kapitalstrukturmanagement ein effektives Instrument um die Eigenkapitalausstattung und die Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens in Krisensituationen zu sichern oder wiederherzustellen. Voraussetzung für eine erfolgreiche Durchführung der Restrukturierung sind dabei transparent ermittelte Bewertungsrelationen und einheitlich festgelegte Transaktionskonditionen.

### Grundlagen

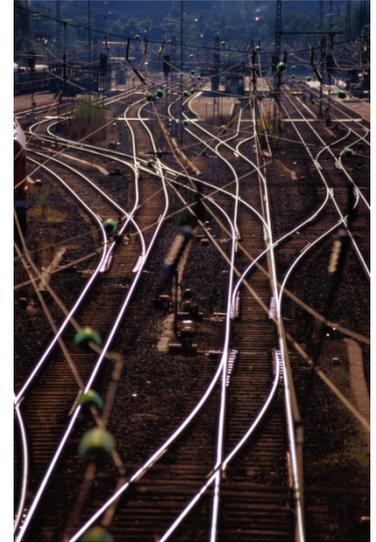
Im Rahmen eines Debt Equity Swaps wird eine finanzielle Forderung eines Gläubigers gegenüber einem Unternehmen (Fremdkapital/Debt) zugunsten einer Beteiligung an diesem Unternehmen (Eigenkapital/Equity) ausgetauscht. Die Unternehmensbeteiligung kann entweder vom ursprünglichen Gläubiger selbst oder – durch vorherigen Verkauf der ursprünglichen Forderung – von einem sonstigen Investor übernommen werden. Debt Equity Swaps finden vor allem im Rahmen der finanziellen Restrukturierung von Unternehmen, im internationalen Schuldenmanagement sowie eingebettet in strukturierte Finanzierungsinstrumente im Kapitalstrukturmanagement bei Finanzinstitutionen Anwendung. Die Bedeutung einer zielgerichteten strategischen Ausrichtung aller Beteiligten bei der Restrukturierung eines Debt Equity Swaps haben die vor Einleitung des Insolvenzverfahrens gescheiterten Restrukturierungsversuche der Automobilunternehmen General Motors Corp. und Chrysler LLC verdeutlicht. Im Hinblick auf die Unternehmenssituation bei Abschluss eines Debt Equity Swaps können Transaktionen vor Eintreten einer finanziellen Unternehmenskrise und Transaktionen im Verlauf einer Unternehmenskrise unterschieden werden.

In Deutschland erfuhren Debt Equity Swaps im Rahmen von Insolvenzplanverfahren (§§ 217 ff. InsO) durch das ESUG eine grundlegende Änderung. Die ursprüngliche Trennung zwischen Gesellschafts- und Insolvenzrecht wurde aufgehoben, sodass nunmehr Eingriffe in Gesellschaftsrechte (§ 225a InsO) im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens explizit vorgesehen sind. Gemäß der Neuregelung des § 217 Abs. 1 Satz 2 InsO können auch die Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte der am Schuldner beteiligten Personen in den Insolvenzplan einbezogen werden, vorausgesetzt dieser ist keine natürliche Person (§ 225a Abs. 2 InsO). Dies ist beispielsweise der Fall, wenn die Umwandlung von Gläubigerforderungen in Mitgliedschaftsrechte im Rahmen einer Sacheinlage Bestandteil des erarbeiteten Insolvenzplans ist.

Ein weiteres Anwendungsfeld von Debt Equity Swaps ist das internationale Schuldenmanagement. Debt Equity Swaps werden dabei von Entwicklungsländern, die nicht über ausreichende Deviseneinkommen oder -bestände verfügen, zur Tilgung von Fremdwährungsschulden eingesetzt.

### Debt Equity Swaps in der finanziellen Restrukturierung

Im Rahmen einer finanziellen Restrukturierung ermöglicht es ein Debt Equity Swap einem Gläubiger eine aufgrund eines erhöhten Ausfallrisikos wertgeminderte Forderungen mit einem Abschlag auf den Nennwert zu veräußern und dadurch einen später möglichen vollständigen Forderungsverlust zu vermeiden. Im Standardfall wandelt der Gläubiger im Rahmen eines Debt Equity Swaps seine wertgeminderten Forderungen in Unternehmensanteile und begleitet die weitere Restrukturierung des Unternehmens. Eine solche Transaktion ermöglicht es dem



Unternehmen die Schuldenlast zu verringern oder eine Überschuldung zu beseitigen. Gleichzeitig können die Gläubiger an einer späteren Verbesserung der wirtschaftlichen Lage des Schuldners partizipieren. Liegt es nicht im Interesse des Gläubigers im Rahmen der Unternehmensrestrukturierung unternehmerische Verantwortung zu übernehmen, kann der Gläubiger in einer zweiten Variante die gegen Aufgabe der Forderung erhaltenen Unternehmensanteile an einen Equity Investor veräußern, der die weitere Restrukturierung des Unternehmens begleitet. Schließlich kann – in einer dritten Variante – ein Erwerb ausfallrisikobehafteter Forderungen und eine nachfolgende Umwandlung in Unternehmensanteile durch den Investor direkt erfolgen. Insbesondere wenn bei größeren Restrukturierungsfällen Anleihegläubiger beteiligt sind, treten häufig Finanzinvestoren auf, die sich auf den Kauf und die Wandlung wertgeminderter Forderungen spezialisiert haben.

Dem Equity Investor ermöglicht die Ablösung der Gläubigerforderung eine Eigenkapitalbeteiligung an einem finanziell restrukturierten Unternehmen, das aufgrund einer verbesserten Liquidität bisher ungenutzte Restrukturierungs- und Wachstumspotentiale nutzen kann. Für die bisherigen Gesellschafter führt ein Debt Equity Swap in Zusammenhang mit einem teilweisen oder vollständigen Kapitalschnitt zu einer Verwässerung oder zum vollständigen Verlust ihrer Eigenkapitalanteile und Gesellschafterrechte.

Durch einen Debt Equity Swap wird die Eigenkapitalquote eines Unternehmens verbessert und gleichzeitig durch die Ablösung von Zins- und Tilgungszahlungen dessen Liquidität erhöht. Durch die Verbesserung von Eigenkapitalquote und Cashflow-Profil können Debt Equity Swaps die Voraussetzung zur Erschließung neuer Fremdkapitalfinanzierungen schaffen.

### **Ermittlung der Austauschrelation**

Aufgrund der Anpassung von Art, Umfang und Werthaltigkeit der Ansprüche und Rechte von Gläubigern, Altgesellschaftern und Equity Investoren ist für den Erfolg des Sanierungsprozesses die Bestimmung einer angemessenen und konsensfähigen Austauschrelation des Debt Equity Swaps von entscheidender Bedeutung. Voraussetzung für eine erfolgreiche Durchführung der Restrukturierung sind dabei transparent ermittelte Bewertungsrelationen und einheitlich festgelegte Transaktionskonditionen.

Sofern es sich bei dem Unternehmen nicht um eine Aktiengesellschaft mit börsengehandeltem Aktienkapital handelt, kann die Austauschrelation von ausfallrisikobehafteten Forderungen und neuem Eigenkapital nicht aus aktuellen Marktpreisen abgeleitet werden, sondern erfordert eine Bewertung des gesamten Unternehmens unter Berücksichtigung der abzulösenden und der neuen Kapitalstruktur.

Zentrale Frage bei der Gestaltung des Tauschverhältnisses des Debt Equity Swaps ist, welche Anzahl neuer Anteile die bisherigen Gläubiger für die Aufgabe Ihrer Forderungen erhalten. Dazu ist der Wert der aufgegebenen Forderungen ins Verhältnis zum Wert der neu auszugebenden Anteile zu setzen.

Die Anzahl neuer Anteile wird dabei in drei Schritten bestimmt: Zunächst erfolgt eine Bewertung der gesamten Eigenkapitalposition des Unternehmens unter Berücksichtigung der modifizierten Kapitalstruktur. Gegebenenfalls sind dabei gesonderte Werte für unterschiedliche Klassen von Eigenkapitalinstrumenten zu bestimmen. In einem zweiten Schritt ist festzulegen, welchen Anteil am wirtschaftlichen Wert des Eigenkapitals die teilnehmenden Gläubiger nach Restrukturierung erhalten. Die festgelegte Wertrelation ist dabei in der Regel Ergebnis eines Verhandlungsprozesses, bei dem sich modellbasierte Wertanalysen als Hilfsmittel zur Schaffung von Werttransparenz bewährt haben. Schließlich ist für jede Eigenkapitalklasse festzulegen, wie viele Anteile an die Gläubiger auszugeben sind, um die vereinbarten Wertverhältnisse im Vergleich zu weiteren Equity Investoren und gegebenenfalls bestehenden Anteilseignern umzusetzen.

Der Wert der abgelösten Forderung kann als Wert einer kreditausfallrisikobehafteten Finanzverbindlichkeit ermittelt werden oder – einer Eigenkapitalposition vergleichbar – als Residualwert der Vermögenswerte abzüglich vorrangiger Schulden auf Basis einer Unternehmensbewertung vor finanzieller Restrukturierung.

Im Fall einer wertneutralen Austauschrelation des Debt Equity Swaps entspricht der wirtschaftliche Wert der Eigenkapitalanteile der Equity Investoren nach finanzieller Restrukturierung dem Wert der ausfallrisikobehafteten Forderungen der Gläubiger vor der finanziellen Restrukturierung.

Da die Forderung des Gläubigers im Rahmen einer Sacheinlage gegen Gewährung von Gesellschaftsrechten an dem Schuldnerunternehmen eingebracht wird, stellt sich die Frage nach der Werthaltigkeit der erbrachten Einlage. In Krisen- und insbesondere Insolvenzsituationen ist davon auszugehen, dass die Forderung erheblich in ihrem Wert gemindert ist. Gläubigerforderungen können dann nur wertberichtigt eingebracht werden. Eine Einbringung zum Nennwert wäre ein Verstoß gegen den Grundsatz der effektiven Kapitalaufbringung.

Insbesondere Unternehmen in einer Restrukturierungssituation haben zu berücksichtigen, dass die Differenz zwischen dem Buchwert der erloschenen Verbindlichkeit und dem Zeitwert der emittierten Anteile grundsätzlich ergebniswirksam zu erfassen ist und folglich Steuerzahlungen auslösen kann. Die steuerliche Wirkung eines Debt Equity Swap ist daher bei der Konditionengestaltung von besonderer Bedeutung und entspricht der eines Forderungsverzichts. Es erfolgt die Ausbuchung der Verbindlichkeit. In Höhe des werthaltigen Teils der Forderung liegt eine Einlage vor, die bei der Ermittlung des steuerlichen Gewinns abzuziehen ist.

### **Einsatz von Debt Equity Swaps im Kapitalmanagement**

Debt Equity Swaps können darüber hinaus als Bestandteil von Finanzierungsinstrumenten im Fall einer zukünftig möglichen Unternehmenskrise eine Stärkung der Kapitalposition des Unternehmens zu vorteilhaften Konditionen sichern. Einen Anwendungsfall eingebetteter Debt Equity Swaps stellen sogenannte Contingent Convertible Bonds dar. Dies sind langfristige, nachrangige Schuldverschreibungen mit festem Coupon, die bei Eintreten festgelegter Wandlungskriterien (Trigger Event) von Fremd- in Eigenkapital gewandelt werden. Ohne Eintreten der Wandlungskriterien werden diese hybriden Schuldverschreibungen am Ende ihrer Laufzeit getilgt. Im Unterschied zu herkömmlichen Wandelanleihen liegt das Wandlungsrecht nicht bei den Investoren, sondern erfolgt bei Eintreten eines Trigger Events automatisch.

Contingent Convertible Bonds machen Fremdkapitalgeber im Falle einer Wandlung zu haftenden Eigenkapitalgebern und verbessern die Eigenkapitalausstattung des Emittenten in wirtschaftlich ungünstigen Situationen zu bereits vorab festgelegten Konditionen. Voraussetzung für eine erfolgreiche Platzierung solcher Contingent Convertible Bonds ist eine zielgerichtete, an den Erfordernissen von Investoren und Emittenten ausgerichtete Festlegung der Wandlungskonditionen.

## **Bewertungen für schenkung- und erbschaftsteuerliche Zwecke – Vorteilhaftigkeit einer Bewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 im aktuellen Kapitalmarktumfeld**

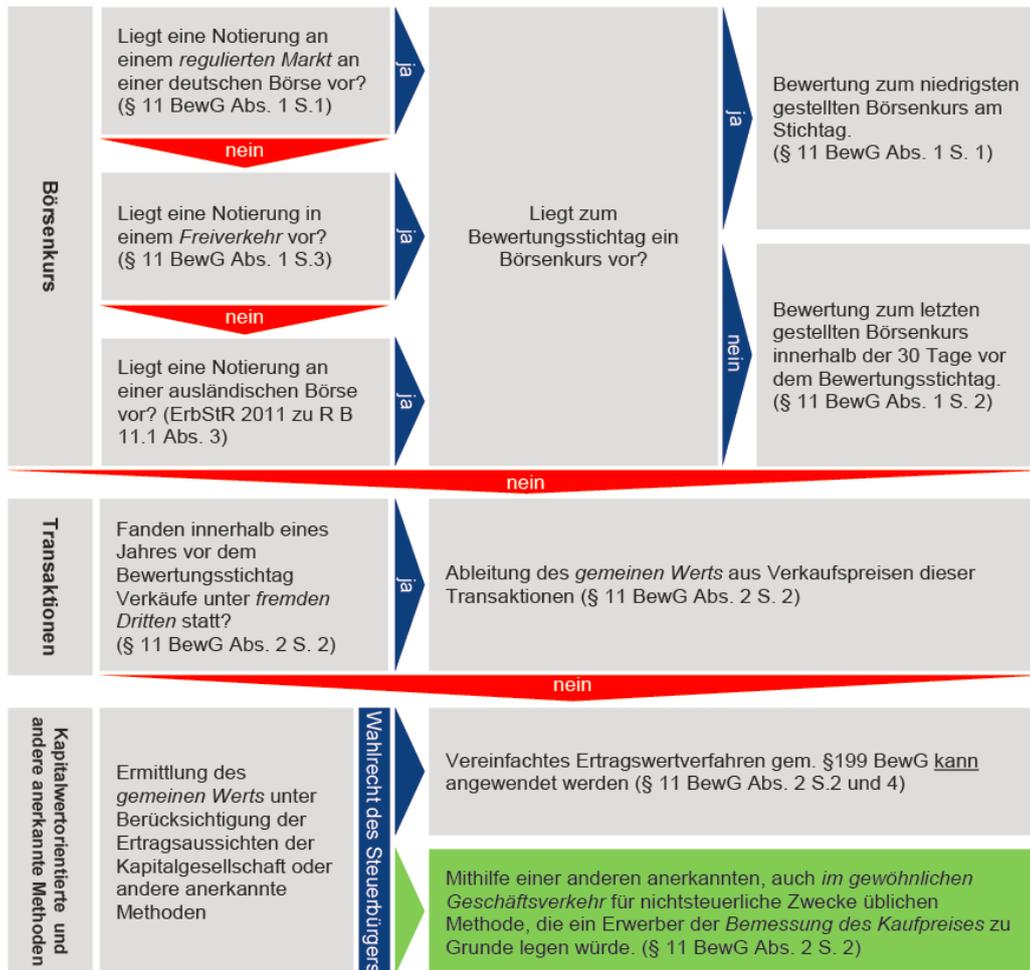
Am 2. Januar 2015 hat das Bundesfinanzministerium den Basiszinssatz für die Bewertung von Betriebsvermögen mittels vereinfachtem Ertragswertverfahren des Jahres 2015 veröffentlicht. Der hierbei anzuwendende Kapitalisierungsfaktor liegt nun für Bewertungen im Jahr 2015 um etwa 30 Prozent über dem Faktor des Jahres 2014. Ferner sind die Regelungen des aktuell gültigen Erbschaftsteuergesetzes zur begünstigten Übertragung von Betriebsvermögen in Teilen für verfassungswidrig erklärt worden und bis spätestens 30. Juni 2016 verfassungskonform auszugestalten. Für noch vor einer gesetzlichen Neuregelung geplante Vermögensübertragungen sollte daher zeitnah geprüft werden, inwieweit eine Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 zu niedrigeren und damit günstigeren schenkungs- beziehungsweise erbschaftsteuerlich relevanten Werten führt.

Das Bundesfinanzministerium hat den Basiszinssatz für Bewertungen nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren für steuerliche Zwecke für Bewertungsstichtage im Jahr 2015 auf 0,99 Prozent festgelegt. Daraus resultiert – unter Berücksichtigung des ebenfalls vorgegebenen und vom jeweiligen Bewertungsobjekt unabhängigen Risikozuschlags in Höhe von 4,50 Prozent – ein Kapitalisierungszinssatz von 5,49 Prozent. Der daraus abgeleitete Kapitalisierungsfaktor beträgt 18,21. Im Jahr 2014 lag dieser noch bei 14,10 – dies entspricht einer Steigerung des Faktors um etwa 30 Prozent, die zu einem entsprechend höheren schenkungs- beziehungsweise erbschaftsteuerlichen Wert des Betriebsvermögens führt. Vor diesem Hintergrund sollte im Rahmen jeder Schenkung oder Erbschaft geprüft werden, ob mittels Durchführung einer fundamentalen Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 eine steuerlich günstigere Situation erzielt werden kann.



## Anwendbarkeit der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 für steuerliche Zwecke

Hinsichtlich der Frage, ob der Unternehmenswert nach IDW S 1 als gemeiner Wert und damit als schenkungs- beziehungsweise erbschaftsteuerliche Bewertungsgrundlage herangezogen werden kann, ist die von dem Bewertungsgesetz vorgegebene Methodenhierarchie zur Bewertung von Anteilen am Betriebsvermögen zu beachten (§ 11 BewG).



Quelle: KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Bei einer im regulierten Markt oder Freiverkehr an einer deutschen Börse notierten Gesellschaft ist grundsätzlich der Börsenkurs heranzuziehen (§ 11 Abs. 1 BewG). Liegt keine Notierung an einer Börse vor, so ist der gemeine Wert aus Verkäufen unter fremden Dritten, die weniger als ein Jahr zurückliegen, abzuleiten (§ 11 Abs. 2 S. 2 – 1. Alternative BewG). Haben derartige Verkäufe nicht stattgefunden, verlangt § 11 Abs. 2 S. 2 – 2. Alternative BewG die Ermittlung des gemeinen Werts unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten der Gesellschaft. Dem Steuerpflichtigen steht dann ein Wahlrecht zwischen dem vereinfachten Ertragswertverfahren für steuerliche Zwecke (§ 199 ff. BewG) und anderen anerkannten, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke übliche Methoden zu. Dieses Wahlrecht ist nur dann nicht gegeben, wenn das vereinfachte Ertragswertverfahren zu offensichtlich unzutreffenden Ergebnissen führt (§ 199 Abs. 1 S. 1 BewG). Dies dürfte angesichts des extrem hohen Kapitalisierungsfaktors derzeit in deutlich mehr Fällen zutreffen, sodass „zwingend“ eine andere anerkannte Bewertung durchzuführen ist. Zu den international anerkannten Bewertungsverfahren gehört unter anderem die zahlungs-

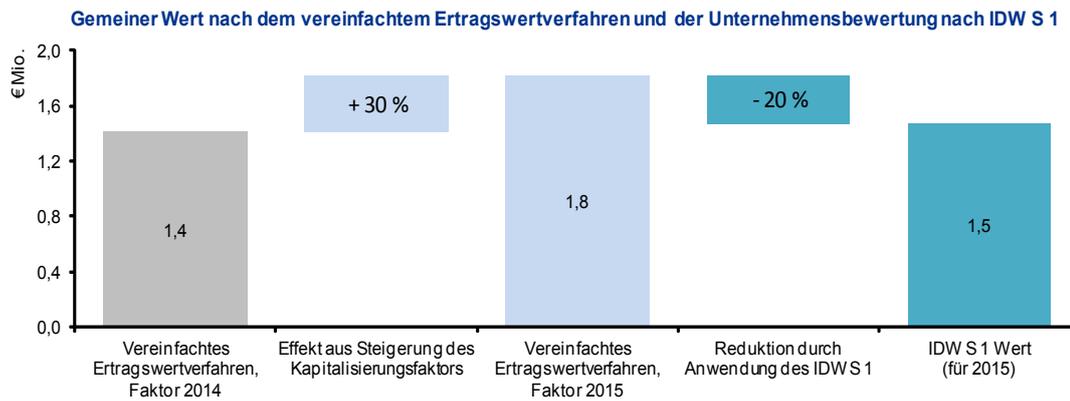
strombasierte Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1, wobei sowohl die Anwendung des Ertragswertverfahrens als auch des Discounted-Cash-flow-Verfahrens denkbar sind. Untergrenze ist in beiden Fällen der Substanzwert des Bewertungsobjekts (§ 11 Abs. 2 S. 3 BewG)

### **Vorteilhaftigkeit einer Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1**

Sofern § 11 Abs. 2 S. 2 – 2. Alternative BewG einschlägig ist, sollte aufgrund des dargestellten hohen Kapitalisierungsfaktors für Bewertungen mit Bewertungsstichtag im Jahr 2015 immer auch eine Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 durchgeführt werden. Konzeptionell ist eine fundamentale Unternehmensbewertung nach IDW S 1 dem vereinfachten Ertragswertverfahren überlegen, denn das vereinfachte Ertragswertverfahren stellt im Gegensatz zur zukunftsgerichteten, zahlungsstrombasierten Unternehmensbewertung nach IDW S 1 allein auf die historische Ertragskraft ab. Die Zukunftserwartungen des Bewertungsobjekts werden nicht in die Bewertung einbezogen, obwohl – betriebswirtschaftlich anerkannt – ausschließlich diese wertprägend sind.

Zudem weist der im vereinfachten Ertragswertverfahren genutzte Kapitalisierungszinssatz im Vergleich zur Unternehmensbewertung nach IDW S 1 konzeptionelle Schwächen auf, denn der Basiszinssatz wird im Rahmen des vereinfachten Ertragswertverfahrens zu Beginn des Kalenderjahres für das gesamte Jahr festgelegt und unabhängig von den weiteren Marktentwicklungen fixiert. Insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Phase historisch niedriger Zinsen erscheint dies problematisch. Ferner wird der Risikozuschlag von 4,50 Prozent als weitere Komponente des Kapitalisierungszinses nur pauschaliert – das heißt ohne die Möglichkeit einer bewertungsobjektspezifischen Anpassung (zum Beispiel auf Branchen- oder Länderrisiken) durch das Bewertungsgesetz – vorgegeben. Zwar bleibt im Einzelfall zu prüfen, ob die im Rahmen der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 vorzunehmende unternehmensindividuelle und kapitalmarktgestützte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes auf Basis des Capital Asset Pricing Model (CAPM) auf den entsprechenden Bewertungsstichtag zu einem abweichenden Kapitalisierungszinssatz führt – für eine Vielzahl von Unternehmen kann aber derzeit davon ausgegangen werden, dass die unternehmensindividuelle Ableitung zu einem vergleichsweise höheren Kapitalisierungszinssatz und damit zu einem tendenziell niedrigeren Unternehmenswert führt.

Das folgende vereinfachende Beispiel soll die Auswirkungen des signifikanten Anstiegs des Kapitalisierungsfaktors zum 1. Januar 2015 im Rahmen einer schenkungs- beziehungsweise erbschaftsteuerlichen Bewertung mittels vereinfachtem Ertragswertverfahren verdeutlichen. Dabei wurden folgende Prämissen zugrunde gelegt: konstante Jahresergebnisse von 100 Geldeinheiten in den Ist-Jahren 2012 bis 2014, die in den drei Jahren des Detailplanungszeitraum um 4,00 beziehungsweise 2,00 und 1,00 Prozent bezogen auf das jeweilige Vorjahr wachsen sollen, und ein nachhaltiges Wachstum von 0,50 Prozent. Die Ermittlung des gemeinen Werts nach den Grundsätzen des IDW S 1 erfolgte mit verschuldeten Eigenkapitalkosten von 7,75 Prozent (Basiszins: 1,00 Prozent/Marktrisikoprämie: 6,75 Prozent/verschuldeter Betafaktor 1,0; Datenstand 1. April 2015).



Quelle: KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Auf Basis dieser Prämissen führt die Anhebung des dem vereinfachten Ertragswertverfahren zugrunde liegenden Kapitalisierungsfaktors zu einer Wertsteigerung von etwa 30 Prozent. Gegenläufig wirkt die Berücksichtigung der zukünftig wachsend erwarteten Ergebnisse. Insgesamt liegt der nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren ermittelte Wert für das Jahr 2015 um rund 20 Prozent über dem Unternehmenswert nach dem IDW S 1.

### **Günstige Verschonungsregelungen bei der Übertragung von Betriebsvermögen nutzen**

Das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) hat das aktuell gültige Erbschaftsteuerrecht am 17. Dezember 2014 in Teilen für verfassungswidrig und insbesondere einzelne Regelungsinhalte zur derzeitigen Verschonung von Betriebsvermögen für unverhältnismäßig erklärt. Hintergrund ist, dass die derzeit mögliche weitgehende beziehungsweise vollständige Steuerbefreiung von betrieblichem Vermögen (unter Anwendung der Regelverschonung von 85 Prozent beziehungsweise der Optionsverschonung von 100 Prozent) als unverhältnismäßig angesehen wird, unter anderem soweit sie über kleine und mittlere Unternehmen hinaus pauschal und ohne weitere „Bedürfnisprüfung“ greift. Demnach ist zu erwarten, dass künftig vor allem große Familienunternehmen Steuernachteile erleiden werden, sofern sie nicht im Rahmen der angedachten „Bedürfnisprüfung“ detailliert nachweisen können, dass die Steuerbegünstigung für das Fortbestehen des betroffenen Unternehmens erforderlich ist. Das BVerfG hat den Gesetzgeber daher aufgefordert, die aktuell gültigen Regelungen zu überarbeiten und bis zum 30. Juni 2016 eine verfassungskonforme Neuregelung zu treffen. Bis zu einer gesetzlichen Neuregelung hat das BVerfG die Fortgeltung des bestehenden Rechts für zulässig erklärt, wobei es der Gesetzgeber offengelassen hat, eine Rückwirkung für Fälle exzessiver Gestaltungen zu normieren.

Aus den genannten Gründen werden derzeit vermehrt Vermögensübertragungen unter altem Recht erwogen, um die noch gültigen, für den Steuerpflichtigen günstigen Regelungen zur Übertragung von Betriebsvermögen zu nutzen. Aufgrund der dargestellten, für den Steuerpflichtigen ungünstigen Entwicklung des anzuwendenden Kapitalisierungsfaktors im Rahmen des vereinfachten Ertragswertverfahrens kann insbesondere derzeit eine zahlungsstrombasierte, zukunftsgerichtete Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 zu einer im Vergleich zum vereinfachten Ertragswertverfahren günstigeren steuerlichen Situation führen. Dabei ist zu beachten, dass auch bei der Wahl des Verschonungswegs von 100 Prozent nicht auf die Durchführung einer entsprechenden Unternehmensbewertung verzichtet werden sollte, denn im Fall des späteren Verstoßes gegen die Voraussetzungen der Steuerbefreiung (Lohnsumme beziehungsweise Behaltensregelung) erfolgt eine nachträgliche Besteuerung. Eine Neubewertung

ist dann verfahrensrechtlich aber nicht mehr möglich. Daher sollte bei derzeit geplanten Vermögensübertragungen zeitnah neben der Bewertung mittels vereinfachtem Ertragswertverfahren immer auch ein Unternehmenswert nach den Grundsätzen des IDW S 1 ermittelt werden, um die bestehenden Potenziale auszunutzen.

---

## Impressum

Herausgeber

KPMG AG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Klingelhöferstraße 18  
10785 Berlin

## Redaktion

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

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

**Stefan Schöniger**

Ludwig-Erhard-Straße 11-17  
20459 Hamburg  
T +49 40 32015-5690  
sschoeniger@kpmg.com