



# Unternehmen und Immobilien **sicher bewerten**

Gestaltungsempfehlungen für Investments auf der Basis  
des aktuellen Niedrigzinsniveaus

» EDITORIAL

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

das seit einiger Zeit extrem niedrige Zinsniveau ruft mancherorts Goldgräberstimmung hervor: Früher des Öfteren wegen der mit Fremdfinanzierungen verbundenen Zinsbelastungen zurückgestellte Investments „rechnen sich“ nun.

Selbst die seit Jahren schon immer weiter sinkenden Insolvenzzahlen werden darauf zurückgeführt, dass sich aktuell Finanzierungsengpässe leichter überbrücken lassen. Dies gilt ebenso auch auf Wachstumsmärkten, die hohe Investitionen mit entsprechendem Kapitalbedarf erfordern.

Vor zu großem oder gar euphorischem Optimismus ist aber zu warnen: Auch in diesem Niedrigzinsumfeld ist eine sorgfältige Vorteilhaftigkeitsanalyse unverzichtbar. Und hierbei dürfen Finanzierungsaspekte nur ein Kriterium sein, das in die Gesamtbetrachtung einzubetten ist.

Mit den folgenden Beiträgen geben wir Ihnen Verfahrenshinweise und stellen Instrumente vor, die es zwar gestatten, aktuell greifbare Chancen zu nutzen, die es aber auch gewährleisten, für weniger erfreuliche Entwicklungen gewappnet zu sein. In diesem Sinne beginnen wir zunächst mit dem Blick auf junge, innovative Mittelstandsprojekte in Wachstumsmärkten. Hier gilt es, den Besonderheiten solcher Marktconstellations durch Verfahrensmodifikationen angemessene Rechnung zu tragen.

Da umgekehrt gesehen auch für Desinvestments in Form von Unternehmens- oder Immobilienverkäufen die aktuellen Rahmenbe-

dingungen kaum günstiger sein könnten, sollte – möglicherweise auch, um für die vorgenannten Investitionen in Wachstumsunternehmen Kapital bereitzustellen – überlegt werden, in 2018 aktiv zu werden.

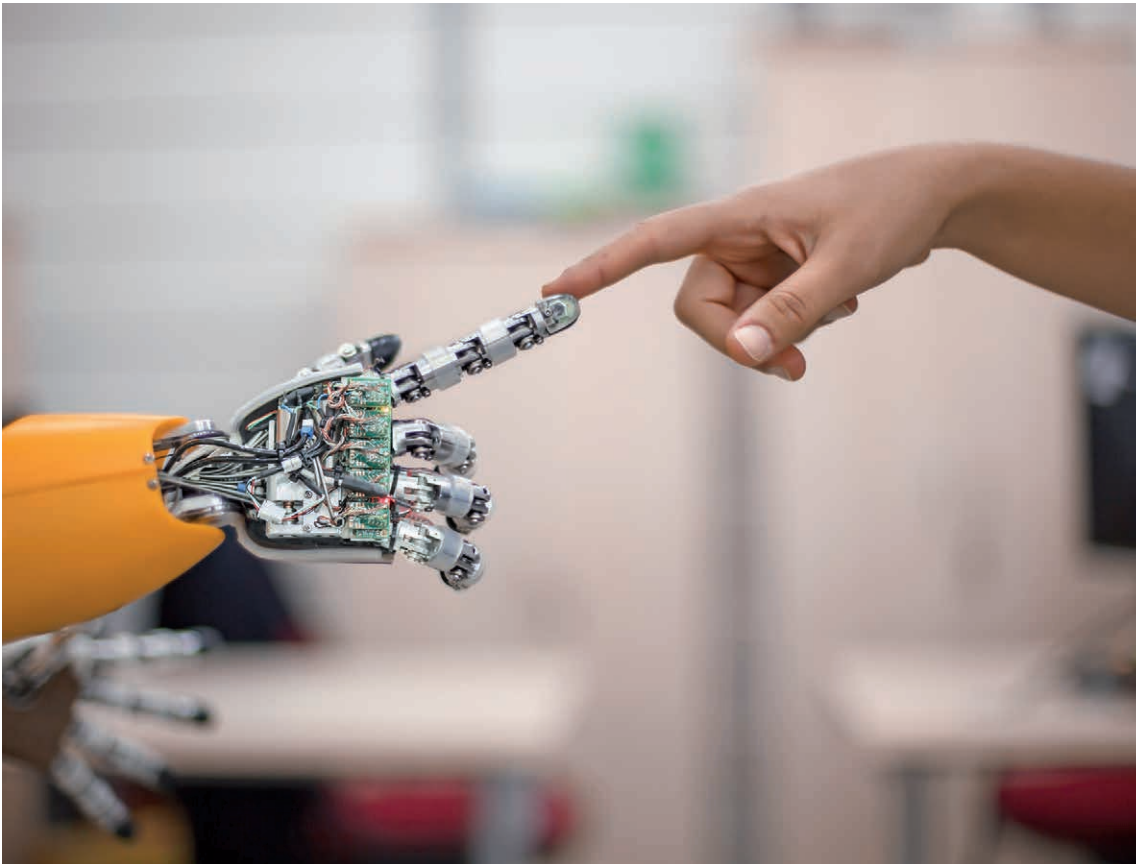
Auf Unternehmensebene stellen wir Ihnen ab S. 9 ein darauf besonders fokussiertes Instrument vor: Eine frühzeitige und strukturierte Exit-Readiness-Analyse und die darauf basierende Umsetzung der Analyseergebnisse führen zu einer Steigerung der Transaktionsicherheit und -geschwindigkeit. Somit können Unternehmenswerte gesichert oder auch optimiert werden.

Ab S. 12 informieren wir dann über die Einflüsse des Zinsniveaus im Kontext erbschaftsteuerlicher Unternehmensbewertungen und betrachten anschließend ab S. 18 die Bildung von Pensionsrückstellungen im Spiegel der Niedrigzinspolitik. Deren Auswirkungen auf Immobilien-Investments sind abschließend ab S. 20 unser letztes Thema, mit dem wir Ihnen Empfehlungen zur Berücksichtigung der aktuellen Entwicklungen in Ihren Entscheidungs- und Dokumentationsprozessen mit auf den Weg geben.

Für Rückfragen und vertiefende Informationen zu diesen Themen im vorliegenden Heft treten Sie gerne mit uns in Kontakt und erörtern Ihr Anliegen im persönlichen Gespräch.

Eine informative Lektüre sowie beste Aussichten für 2018 wünscht Ihnen

Ihr Team von PKF



**Neue Technologien  
erfordern einfühlsame  
Bewertungsprozesse**

## » INHALT

### **In dieser Ausgabe lesen Sie:**

- » Bewertung von mittelständischen Wachstumsunternehmen – Praxisrelevante Besonderheiten und Herausforderungen ..... **S. 4**
- » Absicherung von Unternehmenswerten im Rahmen von Verkaufsprozessen – Was Exit-Readiness-Analysen leisten können ..... **S. 9**
- » Einflüsse des Zinsniveaus im Kontext erbschaftsteuerlicher Unternehmensbewertungen – Gegenüberstellung der Auswirkungen auf Bewertungen gem. Bewertungsgesetz (BewG) und nach IDW S 1 ..... **S. 12**
- » Pensionsrückstellungen im Spiegel der Niedrigzinspolitik – Vom Steuersparmodell zum unkalkulierbaren Bilanzrisiko? ..... **S. 18**
- » Auswirkungen der Niedrigzinsphase auf Immobilien – Aktuelle Entwicklungen und ihre Berücksichtigung in Entscheidungs- und Dokumentationsprozessen ..... **S. 20**

# Bewertung von mittelständischen Wachstumsunternehmen

## Praxisrelevante Besonderheiten und Herausforderungen

Unternehmen kleiner und mittlerer Größe (KMU) zeichnen sich gegenüber etablierten Unternehmen – insbesondere großen Konzernen mit ihren vergleichsweise starren Strukturen – typischerweise durch eine größere Marktnähe und Flexibilität aus. Infolgedessen bringen KMU besonders häufig Innovationen hervor und sind in verschiedensten Branchen Wegbereiter des technologischen Fortschritts. Dies gilt vor allem für junge Wachstumsunternehmen, die sich in zukunftsweisenden Wachstumsbranchen wie der Informationstechnologie oder Internetökonomie bewegen. Die Bewertung solcher jungen und innovativen KMU erfordert die Bewältigung besonderer Herausforderungen.

### 1. KMU in Deutschland als Innovationstreiber

Nach Angaben des Bundesministeriums für Bildung und Forschung weist kein anderer der großen europäischen Staaten einen höheren Anteil an innovativen KMU auf als Deutschland. Auch das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) attestiert für die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft und den zukünftigen Wohlstand der Gesellschaft die zentrale Bedeutung junger, innovativer Wachstumsunternehmen, insbesondere mit Blick auf die Digitalisierung und die sich hieraus ergebenden wirtschaftlichen Chancen.

Zudem wird die Umsetzung der Digitalisierung als wesentlicher Wettbewerbsfaktor identifiziert, um den auf vielen Gebieten vorhandenen Vorsprung der heimischen Industrie fortführen zu können. Von entsprechend großer Bedeutung sind damit Investments in neue digitale, d.h.

internetbasierte Geschäftsmodelle von Start-Up- bzw. Wachstumsunternehmen der Internetökonomie.

Schließlich sei erwähnt, dass auch das BMWi sein „Eckpunktepapier Wagniskapital“ mit der Überschrift „Deutschland braucht eine neue Gründerzeit“ versehen und hiermit die Relevanz junger und innovativer KMU unterstrichen hat, die in Deutschland gebraucht werden, um ökonomische Chancen im Zuge der Digitalisierung nutzen zu können. Diese Start-Up- bzw. jungen Wachstumsunternehmen zeichnen sich durch innovative Geschäftsmodelle aus, die unter Ausnutzung der Rahmenbedingungen der Internetökonomie – und damit i.d.R. auch unter der Voraussetzung eines skalierbaren Geschäftsmodells – grundsätzlich eine überdurchschnittlich hohe Aussicht haben, Wachstumspotentiale auch realisieren zu können.

### 2. Einwerbung von Wagniskapital als typischer Bewertungsanlass

Laut BMWi ist der deutsche Wagniskapitalmarkt gemessen an der deutschen Wirtschaftskraft derzeit verhältnismäßig klein: In Deutschland werden aktuell nur rund 0,02% des BIP als Wagniskapital investiert. Der Vergleich mit den USA (0,17% des dortigen BIP, also fast das 10fache) und Israel, wo relativ gesehen sogar das 20-fache zur

Verfügung steht, lässt den damit eigentlich dringend erforderlichen Nachholbedarf erkennen.

Abb. 1 verdeutlicht, dass die Quoten fehlender Eigenmittel und verweigerter Bankkredite im Zeitablauf relativ stark schwanken und damit verbundene Finanzierungsschwierigkeiten einer sorgsam Beachtung bedürfen.

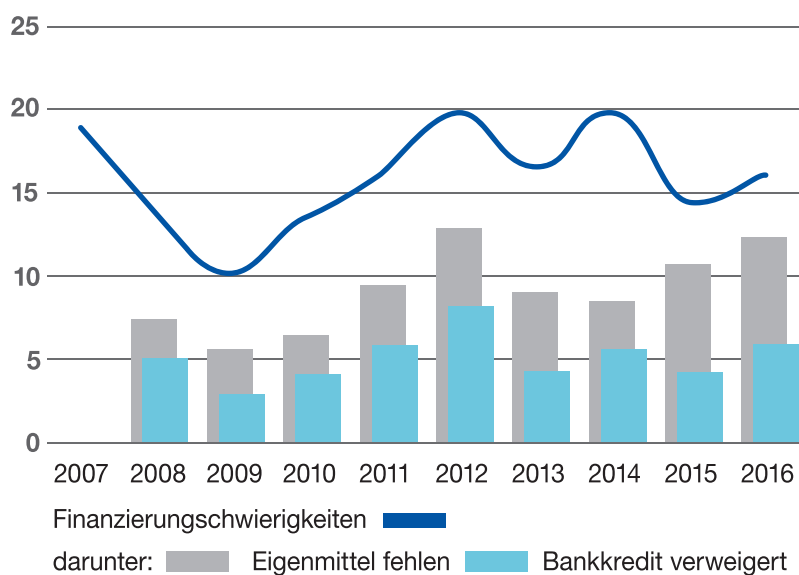


Abb. 1: Finanzierungsschwierigkeiten bei KMU



Unschärfen der Planungsparameter erschweren die Wertermittlung

### 3. Ermittlung des Unternehmenswerts von Wachstumsunternehmen nach IDW S 1

Die besondere Herausforderung dabei, den Unternehmenswert junger KMU zutreffend zu ermitteln, liegt darin, die im Folgenden aufgezeigten Charakteristika angemessen zu berücksichtigen. Diese haben daher auch ihren Niederschlag in den Maßgaben des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) für die Bewertung von Unternehmen gefunden. Auch wenn den Verlautbarungen des IDW häufig keine unmittelbar gesetzlich bzw. vertraglich verpflichtende Anwendung zufällt, besitzen sie dennoch breite Akzeptanz in der Bewertungspraxis.

Der in Deutschland für die Bewertung von Unternehmen anerkannte Standard ist der IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, mit aktuellem Stand vom 2.4.2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008). In diesem Standard werden die allgemeinen Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten ergänzt um die generellen Besonderheiten bei der Bewertung von wachstumsstarken KMU. Die Bewertung eines Start-Up-Unternehmens

als junges Wachstumsunternehmen i.S. des IDW S 1 i.d.F. 2008 setzt für die ordnungsgemäße Unternehmensbewertung insbesondere die Berücksichtigung der folgenden zwei Aspekte voraus:

**(1) Fortlaufende Produkt- und Leistungsinnovationen.** Diese gehen einher mit entsprechend hohen finanziellen Vorleistungen, hohen Investitionen in Human- und Sachkapital sowie einer dynamischen Veränderung der Unternehmensorganisation (vgl. IDW S 1, Rn. 146) und dadurch entsprechend ausgeprägten Unsicherheiten. Infolgedessen ist die Bewertung solcher KMU in äußerst hohem Maße von den getroffenen Annahmen abhängig. Zugleich können bereits geringe Veränderungen einzelner Faktoren signifikante Auswirkungen auf das Ergebnis der Unternehmensbewertung haben.

**(2) Mangelnde Übertragbarkeit der Vergangenheitsergebnisse des zu bewertenden Unternehmens.** Die in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse liefern wegen des innovativen Charakters dieser KMU i.d.R.

---

Bereits geringe Veränderungen einzelner Faktoren können signifikante Auswirkungen auf das Ergebnis der Unternehmensbewertung haben.

Bausteine einer praxisgerechten Bewertungs- methodik werden zu einer effizient einsetzbaren Praxisanleitung zusammengetragen.

keine geeigneten Anhaltspunkte für die Prognose zukünftiger Entwicklungen und für die Plausibilisierung der getroffenen Annahmen (vgl. IDW S 1, Rn. 147).

Für die Bewertungsanalyse bedeuten diese Aspekte eine besondere Herausforderung, da die Prognose der finanziellen Überschüsse erheblichen Unsicherheiten und Schwankungen in Verbindung mit einer hohen Sensitivität bezüglich der Veränderung der Planungsparameter unterliegt. Dazu zählen die nachhaltige Markt- und Wettbewerbsfähigkeit des Produkt- und Leistungsprogramms, die Ressourcenverfügbarkeit, erforderliche Anpassungsmaßnahmen der internen Organisation, die Finanzierbarkeit sowie die (für das Wachstum des Unternehmens) erforderliche Skalierbarkeit des Geschäftsmodells (vgl. IDW S 1, Rn. 148).

#### 4. Konkretisierende Hilfestellung durch den zusätzlichen Praxishinweis des IDW

Vor dem Hintergrund der soeben beschriebenen bewertungsanalytischen Herausforderungen hat der IDW S 1 i.d.F. 2008 eine Konkretisierung durch den IDW-Praxishinweis 1/2014 „Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen“ erfahren, der hierbei insbesondere auch die jungen wachstumsstarken Unternehmen adressiert.

Wesentlich ist, dass die Besonderheit der Bewertung von KMU nicht nur an quantitativen, sondern insbesondere auch an qualitativen Merkmalen festzumachen ist. Zu diesen qualitativen Besonderheiten, die im Rahmen der Unternehmensbewertung die besondere Aufmerksamkeit des Bewerter erfordern, zählen nach dem IDW-Praxishinweis 1/2014 insbesondere

- die Tatsache, dass KMU (im Gegensatz zu großen Unternehmen) oftmals nicht über ein von den Unternehmenseignern weitge-

hend unabhängiges Management verfügen, sodass der unternehmerischen Fähigkeit der Eigentümer erhebliche Bedeutung zukommt;

- die häufigen Überschneidungen zwischen betrieblicher und privater Sphäre;
- die zu nicht marktgerechten Konditionen vergütete Mitarbeit von Familienmitgliedern der Eigentümer;
- die eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten aufgrund fehlenden Zugangs zum Kapitalmarkt;
- die beschränkt aussagefähige Rechnungslegung (insb. keine geprüften Jahresabschlüsse);
- eine fehlende oder nicht dokumentierte Unternehmensplanung;
- eine geringere Diversifikation des Unternehmens.

Aufgrund dieser qualitativen Besonderheiten von KMU verlangt der Praxishinweis des IDW, dass bei der Ermittlung des Unternehmenswerts von KMU insbesondere der Abgrenzung des Bewertungsobjekts, der Zuverlässigkeit der bewertungsrelevanten Daten sowie der Bestimmung der übertragbaren Ertragskraft besondere Aufmerksamkeit zu widmen ist.

#### 5. Praxisanleitung zur Bewertung junger, innovativer KMU

Nachfolgend werden die wesentlichen Bausteine einer praxisgerechten Bewertungsmethodik zu einer effizient einsetzbaren Praxisanleitung zusammengetragen. Ausgangsbasis bilden die grundsätzlichen Verfahrensalternativen, deren Einsatz unter Berücksichtigung der KMU-Besonderheiten bis hin zur Ermittlung von Risikozuschlägen beschrieben wird.

##### 5.1 Grundsätzliche Verfahrensalternativen

Der Wert eines Unternehmens – und dem Praxishinweis des IDW zufolge ausdrücklich auch der eines innovativen KMU – bestimmt sich grundsätzlich durch den Barwert der mit dem Eigentum an diesem Unternehmen ver-

bundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Zukunftserfolgswert) und ist nach einer zukunftsorientierten Methode zu bewerten: Als solche sind das sog. Ertragswert- und das Discounted-Cashflow-Verfahren allgemein anerkannt.

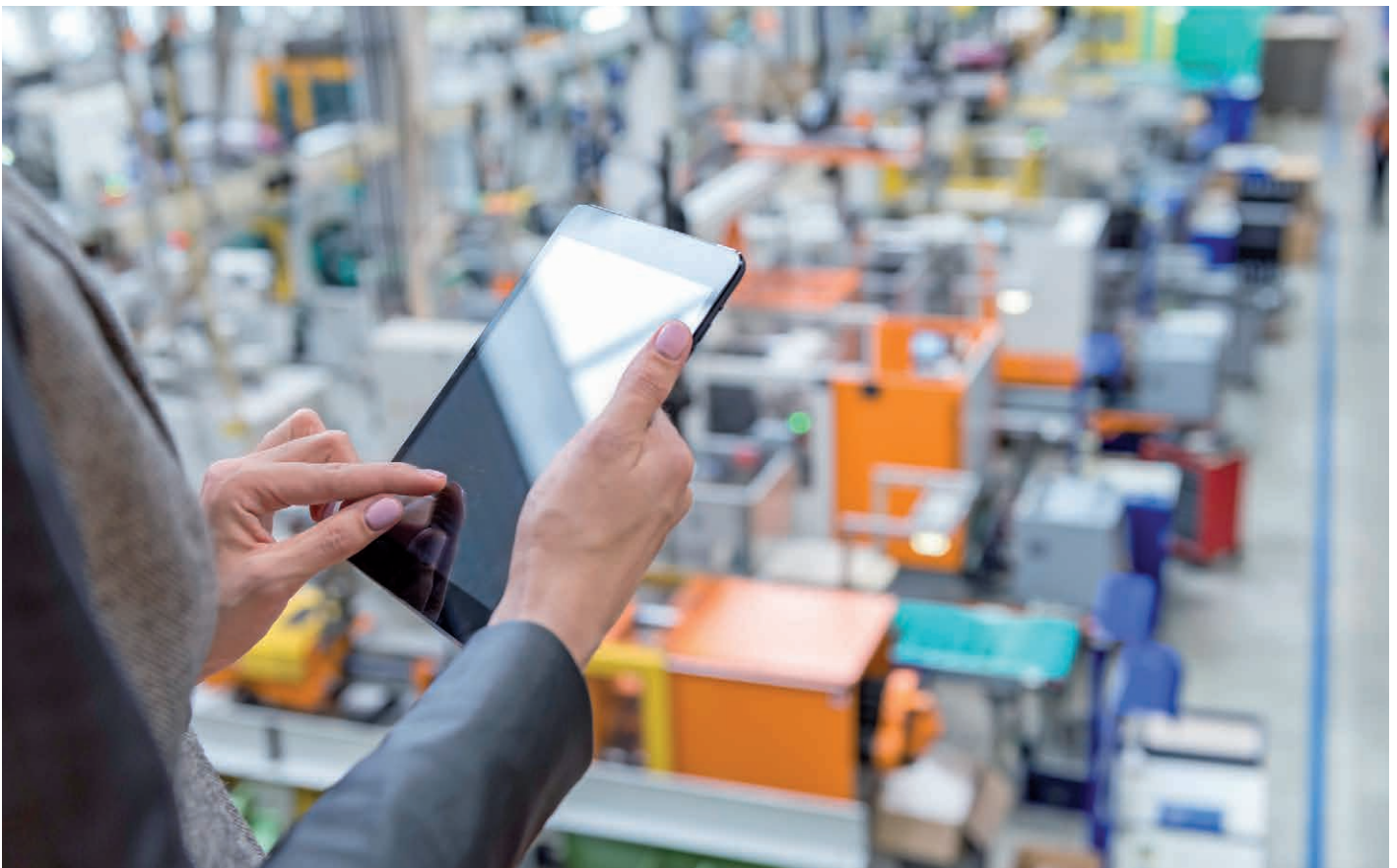
### **5.2 Zentrale Bedeutung der Unternehmensplanung**

Die für eine zutreffende Bewertungsanalyse des KMU erforderliche ordnungsgemäße Planungsrechnung i.S. des IDW S 1 i.d.F. 2008 umfasst regelmäßig die sog. integrierte Planungsrechnung, die dann vorliegt, wenn die einzelnen Teilplanungen, d.h. die Plan-Bilanzen, die Plan-GuV und die Finanzplanungen, aufeinander abgestimmt und in sich plausibel sind. In der Praxis stellt eine solche vollständige und konsistente Planung insbesondere bei jungen Wachstumsunternehmen allerdings eher die Ausnahme dar.

Zum gleichen Schluss kommt auch der Praxishinweis des IDW. Gleichwohl hat der Bewerter auch in den mehrheitlichen Fällen einer unvollständigen oder sogar fehlenden integrierten Planungsrechnung in Zusammenarbeit mit

der Unternehmensleitung dafür Sorge zu tragen, dass die Bewertung des betrachteten Unternehmens auf tragfähigen Planungsannahmen fußt.

Der Überführung planerischer Überlegungen in eine als Bewertungsgrundlage geeignete Planung kommt daher im Bewertungsfall eines KMU und bei der Bewertung eines jungen, innovativen Wachstumsunternehmens im Besonderen eine übergeordnete Bedeutung zu. Nach dem Praxishinweis des IDW hat der Bewerter zunächst die Unternehmensleitung aufzufordern, speziell für die Zwecke der Unternehmensbewertung eine Planung für den Zeitraum von i.d.R. zwei bis fünf Jahren vorzulegen und sodann diese Planungsrechnungen im Hinblick auf ihre Zuverlässigkeit kritisch zu würdigen. Werden seitens der Unternehmensleitung des KMU lediglich eher allgemeine Vorstellungen über die künftige Entwicklung des Unternehmens vorgetragen, bleibt dem Bewerter nur die Möglichkeit, auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse und der von ihm hierbei festgestellten Entwicklungslinien sowie sonstiger Informationen über die erwartete künf-



**Fehlende historische Datensätze erschweren die Unternehmensplanung**

tige Entwicklung des Bewertungsobjekts eine Prognose der finanziellen Überschüsse selbst zu erstellen.

» **Hinweis:** Hier verdeutlicht sich einmal mehr die Herausforderung der hinreichend fundierten Planungsannahmen von jungen innovativen KMU, die gerade durch das Fehlen der vorgenannten historischen Datenlage gekennzeichnet sind.

### 5.3 Berücksichtigung der überproportionalen Gefahr des Scheiterns des Geschäftsmodells junger Wachstumsunternehmen

Die für jede unternehmerische Initiative grundsätzlich existente Gefahr des Scheiterns betrifft junge Wachstumsunternehmen in besonders hohem Maße und muss bei der Bewertungsanalyse entsprechende Berücksichtigung finden. Allgemein ist bei der Ermittlung des Unternehmenswerts zur Ableitung des Risikozuschlags grundsätzlich nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Marktverhalten abzustellen. Das Risiko der kurzfristigen Verdrängung aus dem Markt und damit des Scheiterns des Geschäftsmodells wird hierbei zusätzlich verschärft durch die in der Branche der Internetökonomie überproportional niedrigen Markteintrittsbarrieren für potentielle Konkurrenten.

Die Auswirkungen der hieraus resultierenden Netzwerkeffekte können potentiell gleichermaßen positiv wie negativ auf die Entwicklung des unternehmerischen Erfolgs des fraglichen Geschäftsmodells durchschlagen. Zudem stellt sich die Frage nach der für die Planungsrechnung i.d.R. angenommene ewige Fortführung des Unternehmens, da unter den dargestellten Rahmenbedingungen ein junges KMU vergleichsweise leicht durch innovative Konkurrenten aus dem Markt gedrängt werden kann. Auch dieses Risiko gilt es in der Bewertung des Unternehmens angemessen abzubilden.

den. Dies ist umso mehr erforderlich, als dass sich die der hohen Marktdynamik geschuldeten Risiken nur schwer vorhersehen lassen und im Falle des Risikoeintritts ihre Folgen schwerwiegend für die Entwicklung des jungen KMU sein können.

» **Hinweis:** Diese markttypischen Risiken unterstreichen einmal mehr das Erfordernis der Einzelfallbetrachtung speziell für junge innovative KMU.

### 5.4 Bestimmung der Kapitalkosten von Wachstumsunternehmen

Die zur Unternehmensbewertung herangezogenen Kapitalkosten basieren generell auf einem risikofreien Zinssatz und einem marktgestützt ermittelten Risikozuschlag insbesondere auf der Grundlage des Capital-Asset-Pricing-Models (CAPM bzw. Tax-CAPM). Der mittels des CAPM ermittelte sog. Risikozuschlag ist der Renditezuschlag, der das Investitionsrisiko im Verhältnis zur erwarteten Rendite abbildet. Damit setzt sich der Risikozuschlag auch für junge KMU unter Anwendung des CAPM aus der allgemeinen Marktrisikoprämie und dem unternehmensspezifischen Betafaktor zusammen.

### 5.5 Berechnung der Marktrisikoprämie

Die Berechnung der kapitalmarktorientierten Marktrisikoprämie erfolgt durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in ein repräsentatives Marktportfolio (bestehend aus Unternehmensanteilen, ggf. Aktien) und risikolosen Anlagen. Nach dem Praxishinweis des IDW ist auch bei der Ermittlung des Unternehmenswerts eines KMU typisierend auf Renditen eines Bündels von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) als Ausgangsgröße abzustellen, da die am Kapitalmarkt beobachtbaren Risikoprämien für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes geeignete Ausgangsgrößen darstellen. Diese sind sodann an die Besonderheiten des Bewertungsfalls anzupassen.

Auch das stark erhöhte Marktverdrängungsrisiko gilt es in der Bewertung des Unternehmens angemessen abzubilden.





Exit-Readiness-Analysen als Fallschirme für stark fallende Verkaufspreise

## Absicherung von Unternehmenswerten im Rahmen von Verkaufsprozessen

---

### Was Exit-Readiness-Analysen leisten können

Die Überlegung eines Unternehmers, sein Unternehmen bzw. das Unternehmen seiner Familie zu verkaufen, ist unabhängig von dem Motiv oder Anlass sicher eine schwerwiegende Problematik, denn es geht um das eigene Lebenswerk oder das Werk vorhergehender Generationen. Schwierige Entscheidungen stehen an, so auch die, die für den Verkaufsprozess notwendigen Berater zu finden und in einer späteren Phase des Verkaufsprozesses den richtigen Käufer auszuwählen. Häufig wird von Verkäufern zudem unterschätzt, welche zusätzlichen Anforderungen der eigentliche Verkaufsprozess an sie stellen wird. Dies gilt insbesondere für die Phase der „Due Diligence“, also die Risikoeinschätzung und -prüfung, die potentielle Investoren für das zu verkaufende Unternehmen durchführen lassen. Zu empfehlen ist die Durchführung einer sog. Exit-Readiness-Analyse (ERA).

### 1. Preiserosion im Rahmen der Due-Diligence-Prozesse

Die grundlegende Zielsetzung einer Due Diligence besteht darin, die Informationsasymmetrie zwischen dem vermeintlich über das zu verkaufende Unternehmen gut informierten Verkäufer und dem vermeintlich schlechter informierten Erwerber zu überbrücken. Die Due Diligence hat somit für den potentiellen Erwerber eine wichtige Funktion im Hinblick auf seine Kaufpreisfindung und letztendlich für seine Kaufentscheidung.

In diesem Zusammenhang ist die Beachtung empirischer Untersuchungen empfehlenswert, die gezeigt haben, dass in der Vergangenheit bei rund 70% der im deutschsprachigen Raum untersuchten Unternehmenstransaktionen vom Beginn bis zum Ende des Verkaufsprozesses eine Erosion des Unternehmenskaufpreises beobachtet wurde. Die Gründe hierfür mögen vielfältig sein. Die

Beratungspraxis zeigt jedoch, dass vor allem Sachverhalte oder auch Risiken zu einer Preiserosion führen, die durch den potentiellen Erwerber im Rahmen des Due-Diligence-Prozesses identifiziert wurden.

Insbesondere die nachfolgend aufgeführten Sachverhalte geben potenziellen Erwerbern immer wieder Anlässe dafür, ihr ursprüngliches Kaufpreisangebot zu reduzieren:

- Unternehmensplanungen, die durch die Verkäuferseite vorgelegt werden, sind nicht integriert, nicht ausreichend detailliert und wesentliche Planungsannahmen sind nicht ausreichend dokumentiert. Ihre Herleitung kann nicht anhand von Vergangenheitsdaten und/oder allgemeiner Markterwartungen nachvollzogen werden.
- Informationen über die historische Ergebnis- und Liquiditätsentwicklung sind nicht ausreichend detailliert und ggf. nicht konsistent zueinander, sodass die Entwicklung wesentlicher Werttreiber nicht analysiert und nachvollzogen werden kann.
- Angedeutete Optimierungspotenziale können nicht verifiziert werden.
- Netto-Finanzverbindlichkeiten, die eine wesentliche Anpassungsgröße im Rahmen der Kaufpreisbestimmung darstellen, sind aufgrund der Erkenntnisse des Due-Diligence-Prozesses wesentlich weiter zu fassen als ursprünglich angenommen.
- Die ursprünglich angedachte Transaktionsstruktur wird im Verlaufe des Verkaufsprozesses geändert.
- Vor allem aber birgt insgesamt gesehen eine mangelnde Konsistenz der im Verlauf des Prozesses zur Verfügung gestellten Informationen die Gefahr, dass die Käuferseite ihr Vertrauen in das Unternehmen und die Fähigkeiten des jeweiligen Managements verliert. Und ein Verlust an Vertrauen, dies zeigt die Praxis, führt fast unweigerlich zu Preisabschlägen.

Um hier gegenzusteuern und somit eine Kaufpreiserosion im Verlaufe des Due-Diligence-Prozesses zu vermeiden bzw. ggf. sogar den Kaufpreis zu steigern, ist es empfehlenswert, langfristig im Vorfeld zu einem geplanten Unternehmensverkauf eine sog. „Exit-Readiness-Analyse“ durchzuführen.

## 2. Gegensteuerung mittels Exit-Readiness-Analyse (ERA)

### 2.1 Zielsetzungen und Aufgaben

Die Zielsetzungen und Aufgaben einer ERA lassen sich wie folgt definieren:

- **Analyse der Datenbasis** im Hinblick auf Vollständigkeit, Aussagefähigkeit, Plausibilität und Konsistenz. Dies schließt die Entwicklung eines Konzepts für eine entsprechende Dokumentation oder einer Präsentation von relevanten Informationen über den gesamten Verkaufsprozess ein.
- **Identifikation von Optimierungspotenzialen** und Initiierung ihrer Umsetzung ggf. vor der angedachten Transaktion. Hier geht es insbesondere um die Ermittlung der zukünftigen Wertbeiträge dieser Optimierungspotenziale und deren Kommunikation an die potenziellen Investoren.
- **Identifikation von Risiken**, die wertbeeinflussend sein können. Anzustreben ist eine „Heilung“ dieser Risiken, bevor der Verkaufsprozess begonnen wird, so z.B. durch die Wertberichtigung von Bilanzpositionen.
- **Identifikation möglicher „Deal-Breaker“** aus Sicht des Investors und Skizzierung von Handlungsoptionen im Hinblick auf die SPA-Verhandlung (Sales and Purchase Agreement). Dabei kommt es darauf an, eine pro-aktive Haltung einzunehmen und nicht nur zu reagieren.
- **Überprüfung der möglichen Transaktionsstruktur** und ggf. Optimierung des Transaktionsobjekts durch die Herauslösung von Unternehmensteilen im Vorfeld der eigentlichen Transaktion.

### 2.2 Nachhaltiges Verständnis für die Interessen der Käuferseite

Eine zielgerichtete ERA und die Ableitung entsprechender Maßnahmen setzen auch ein nachhaltiges Verständnis für die Perspektive bzw. die Informationsbedürfnisse der Käuferseite voraus. Hierbei ist zu beachten, dass die Informationsbedürfnisse von strategischen Investoren, Finanzinvestoren und auch der finanzierenden Banken unterschiedlich sein können.

Obwohl die vorgenannten Parteien im Rahmen einer Due Diligence zum größten Teil die gleichen Untersuchungs-

schwerpunkte und Fragestellungen haben, mögen z.B. bei einem strategischen Investor die Fragen nach bestehenden Synergiepotentialen mit seiner eigenen Organisation eher im Vordergrund stehen als bei einem Finanzinvestor. Dieser ist, wenn er erstmalig in eine Branche investiert, eher daran interessiert, die Markt- und Wettbewerbspositionen eines Unternehmens zu verstehen, die wiederum einem strategischen Investor im Vorfeld einer Transaktion schon bekannt sein dürften.

### 2.3 Untersuchungsschwerpunkte mit finanzwirtschaftlichem Fokus

Mögliche Untersuchungsschwerpunkte einer ERA, die sich auf den finanzwirtschaftlichen Bereich eines Unternehmens beziehen, werden nachfolgend ohne Anspruch auf Vollständigkeit beispielhaft aufgezeigt:

**(1)** Im Hinblick auf die historische Ergebnissituation des zu verkaufenden Unternehmens wird untersucht, inwieweit diese durch **einmalige, periodenfremde und nicht wiederkehrende Effekte** beeinflusst wurde, um somit dem Investor ein möglichst genaues Bild über die gegenwärtige und zukünftige Ergebnissituation des Unternehmens zu geben.

- Häufig wird die Ergebnissituation z.B. durch Aufwendungen belastet, die dem Gesellschafter und seiner privaten Lebensführung zuzuordnen sind und die nach einem Verkauf nicht mehr anfallen werden. Der **Nachweis eines nachhaltig höheren Ertragspotenzials** rechtfertigt eine entsprechend höhere Kaufpreisforderung seitens des Verkäufers.
- Eine Ergebnisnormalisierung für die Vergangenheit ist aber auch notwendig, um einen richtigen **Aufsatzpunkt für eine integrierte mehrjährige Unternehmensplanung** zu haben, die häufig erstmalig im Rahmen der ERA erstellt wird, da mittelständische Unternehmen bis zu einer bestimmten Größenordnung häufig nur eine rudimentäre Ergebnisplanung durchführen und auf eine Bilanz- und Cashflow-Planung verzichten.

**(2)** Analysen im Hinblick auf die **Netto-Finanzverbindlichkeiten**, die i.d.R. bei der Kaufpreisbestimmung eine wesentliche Bedeutung haben, zielen u.a. darauf ab, ob die Bilanz eines Unternehmens neben den Netto-Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten weitere Positi-

onen enthält, die von einem Investor als Netto-Finanzverbindlichkeiten definiert werden könnten:

- Hierzu gehören zunächst Sachverhalte wie **Factoring, Finanzierungsleasing und Lieferantenkredite**.
- Eine herausragende Bedeutung bei der Bestimmung der Netto-Finanzverbindlichkeiten nehmen immer wieder die **Pensionsverbindlichkeiten** eines Unternehmens ein. Im Rahmen der ERA versucht man, sowohl ein Verständnis für die Angemessenheit der Bewertungsparameter als auch – bei einer breiten Basis von Pensionsberechtigten – für die zukünftigen Zahlungsströme zu erlangen. Bestehen jedoch nur Pensionsverpflichtungen gegenüber dem Kreis der Gesellschafter-Geschäftsführer, sollte im Vorfeld einer Transaktion untersucht werden, ob es wirtschaftlich tragbare Lösungen für eine Ausgliederung der Pensionsverbindlichkeiten gibt. Dies wirkt sich entsprechend kaufpreiserhöhend aus, zumal ein Investor i.d.R. eine geringe Bereitschaft hat, sich mit Pensionsanwartschaften eines ausgeschiedenen Gesellschafters zukünftig auseinander zu setzen.
- Ebenso sollte als Teil der ERA mit dem **ausscheidenden Gesellschafter** erörtert werden, ob er bereit ist, nach der Veräußerung seines Unternehmens noch für einen definierten Zeitraum eine **aktive Rolle** in der Geschäftsführung oder als Berater wahrzunehmen, da dies zumindest von Finanzinvestoren zur Sicherstellung eines geordneten Übergangs des Geschäftsbetriebs und der Geschäftskontakte gefordert werden könnte, dies insbesondere dann, wenn keine ausgeprägte zweite Führungsebene etabliert ist. Ebenso sollte ein Unternehmensverkäufer darauf vorbereitet sein, dass ein Finanzinvestor eine **Rückbeteiligung seitens des Verkäufers** für einen bestimmten Zeitraum erwarten könnte.

### 3. Fazit

Die vorstehenden Beispiele zeigen, dass im Vorfeld einer Transaktion sehr viele Fragestellungen und Aufgaben unterschiedlicher Art abzarbeiten sind. Eine frühzeitige und strukturierte Exit-Readiness-Analyse und eine fokussierte Umsetzung der Analyseergebnisse führen zu einer Steigerung der Transaktionssicherheit und -geschwindigkeit. Somit können Unternehmenswerte gesichert oder auch optimiert werden.

# Einflüsse des Zinsniveaus im Kontext erbschaftsteuerlicher Unternehmensbewertungen

## Gegenüberstellung der Auswirkungen auf Bewertungen gem. BewG und nach IDW S 1

Die europäischen Finanzmärkte sind durch die mit der Finanz- und Schuldenkrise im Zusammenhang stehenden geldpolitischen Maßnahmen der EZB seit längerem durch ein sehr niedriges Zinsniveau geprägt. Aufgrund der bewertungsmethodischen Zusammenhänge im Rahmen von Ertragswertermittlungen ist diese Entwicklung nicht ohne Auswirkungen auf die Höhe von Unternehmenswerten geblieben. Mit den verschiedenen methodischen Ansätzen und Vorschriften hat sich die Zinsentwicklung in unterschiedlicher Höhe auf die ermittelten Unternehmenswerte ausgewirkt. Welche Folgen sich daraus ergeben und welche Empfehlungen sich daraus für die Praxis ableiten lassen, wird mit diesem Beitrag beleuchtet.

### 1. Entwicklung des Zinsniveaus

Die Entwicklung des Zinsniveaus lässt sich gut anhand des Verlaufs des sog. risikolosen Basiszinssatzes veranschaulichen, der ausgehend von Zinsstrukturkurven zu ermitteln ist. Diese vom IDW empfohlene Methodik leitet den Basiszins aus Zinsstrukturdaten auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Bundesanleihen ab, die täglich von der Deutschen Bundesbank veröffentlicht werden.

Seit dem 31.12.2000 hat sich für den Basiszins die in Abb. 2 dargestellte Entwicklung ergeben (auf ¼-Prozentpunkt gerundeter Basiszins). Anfänglich lag der Basiszins noch um rd. 5,5% und pendelte sich danach für längere Zeit auf ein Niveau um 4,5% ein. Ende 2011 / Anfang 2012 ist der Basiszins deutlich auf rd. 2,5% zurückgegangen. Mittlerweile (Stand Oktober 2017) liegt er bei unter 1,5%.

Auch der vom Bundesministerium der Finanzen (BMF) bis Anfang 2016 regelmä-



Abb. 2: Basiszins-Entwicklung nach IDW S 1 von 2000 - 2016

Big bekanntgegebene Basiszins für das vereinfachte Ertragswertverfahren stellte auf Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank ab. Im Rahmen des vereinfachten Ertragswertverfahrens wurde der Basiszins regelmäßig am ersten Börsentag eines jeden Jahres von der Deutschen Bundesbank errechnet und galt anschließend für alle Bewertungsstichtage im laufenden Jahr. In den vergangenen Jahren hat sich für den Basiszins gem. Bewertungsgesetz (BewG) die in Tab. 1 dargestellte Entwicklung ergeben.

Auch hier ist der deutliche und kontinuierliche Rückgang des Zinsniveaus von 2007 bis 2016 von rd. 4% auf rd. 1% klar zu erkennen.

Jahr	Zins
2007	4,02 %
2008	4,58 %
2009	3,61 %
2010	3,98 %
2011	3,43 %
2012	2,44 %
2013	2,04 %
2014	2,59 %
2015	0,99 %
2016	1,10 %

Tab. 1: Basiszins-Entwicklung gem. BewG

### 2. Folgen des derzeit sehr niedrigen Zinsniveaus

Bei Bewertungen für erbschaft- und schenkungsteuerliche Zwecke hat dieser deutliche Rückgang des Zinsniveaus gemäß der bis Ende 2015 geltenden Regelung des BewG zu sehr hohen Kapitalisierungsfaktoren geführt. Der Kapitalisierungsfaktor ist der Kehrwert des Kapitalisierungszinses, der sich nach der bis Ende 2015 geltenden Regelung aus den in Tab. 1 dargestellten Basiszinsen und dem im BewG festgelegten festen Risikozuschlag von 4,5% zusammensetzt. Lag der Kapitalisierungszins in 2008 noch bei 9,08% (4,58%

plus 4,5%) und der daraus resultierende Kapitalisierungsfaktor noch bei 11,0 (1 dividiert durch 9,08%), so ist der Kapitalisierungszins bis 2015 auf 5,49% (0,99% plus 4,5%) abgesunken und der daraus resultierende Kapitalisierungsfaktor auf 18,2 angestiegen. Die Fachwelt hat die daraus resultierenden hohen Unterneh-

menswerte als systematische Überbewertung beklagt. Bei Bewertungen nach dem Standard IDW S 1 hat es das IDW bereits im Jahr 2012 für sachgerecht gehalten, im Hinblick auf die Situation an den Finanz- und Kapitalmärkten von einer erhöhten Marktrisikoprämie auszugehen. Begründet wurde dies u.a. damit, dass sich die Gesamtrenditeforderungen der Kapitalanleger (bestehend aus Basiszins und Risikoprämie) durch das niedrige Zinsniveau nicht verändert haben. Die vom IDW als sachgerecht empfohlenen Bandbreiten für die Marktrisikoprämie haben sich demnach

- von 5% – 6% auf 5,5% – 7,0% (vor persönlichen Steuern) bzw.
- von 4% – 5% auf 5% – 6% (nach persönlichen Steuern)

erhöht. Die von der Bewertungspraxis überwiegend aus dem Mittelwert der jeweiligen Bandbreite abgeleiteten Marktrisikoprämie ist daraufhin von

- 5% auf 6,25% (vor persönlichen Steuern) bzw.
- von 4,5% auf 5,5% (nach persönlichen Steuern)

angestiegen. Durch die erhöhte Marktrisikoprämie wurden der Rückgang des Kapitalisierungszinssatzes und somit der Anstieg der Kapitalisierungsfaktoren zumindest teilweise kompensiert. Die im Rahmen des vereinfachten Ertragswertverfahrens beklagte systematische Überbewertung wurde damit bei Bewertungen nach IDW S 1 z.T. abgemildert.

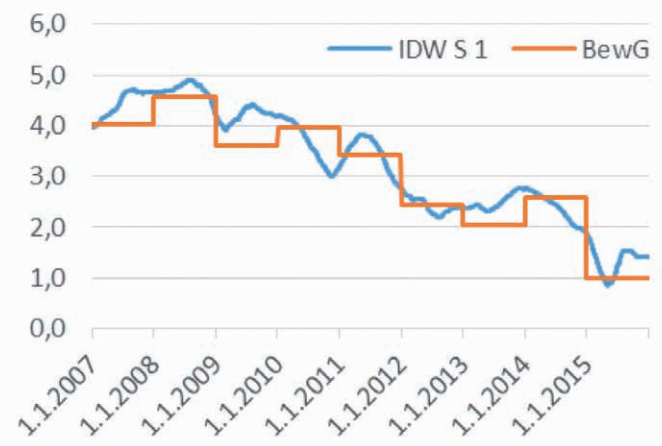
Erst mit der Erbschaftsteuerreform 2016, die mit Gesetz vom 4.11.2016 umgesetzt wurde, ist rückwirkend zum 1.1.2016 die alte Regelung des BewG (bestehend aus Basiszins und Risikozuschlag) abgeschafft und der Kapitalisierungsfaktor auf 13,75 festgelegt worden. Damit soll nun auch beim vereinfachten Ertragswertverfahren den „Überzeichnungen bei der Unternehmensbewertung“ (Wortlaut der ursprünglichen Gesetzesbegründung) begegnet werden.

### 3. Gegenüberstellung der Auswirkungen

#### 3.1 Basiszins im Zeitablauf

Der Rückgang des Zinsniveaus hat sich in der Vergangenheit bereits deswegen unterschiedlich auf die Unternehmenswerte nach IDW S 1 und gem. BewG ausge-

wirkt, weil der vom BMF bekanntgegebene Basiszins für das gesamte laufende Jahr galt, während die Ermittlung des Basiszinssatzes bei einer Bewertung nach IDW S 1 tagesaktuell zum Bewertungsstichtag erfolgt und daher die aktuelle (unterjährige) Entwicklung berücksichtigt. In der Gegenüberstellung der Basiszinssätze nach IDW S 1 und gem. BewG ergibt sich für den Zeitraum seit 2007 der in Abb. 3 dargestellte Verlauf.



**Abb. 3: Gegenüberstellung der Basiszinssätze**

In den Jahren 2009 und 2013 lag der (ungerundete) Basiszins nach IDW S 1 während des gesamten jeweiligen Jahres über dem BewG-Basiszins. In den anderen Jahren des betrachteten Zeitraums ergibt sich ein eher uneinheitliches Bild.

Um die Auswirkungen einer Veränderung des Zinsniveaus auf die Unternehmenswerte nach IDW S 1 und gem. BewG insgesamt aufzeigen zu können, sollen im Folgenden zunächst die einzelnen Komponenten der jeweiligen Bewertungsmethode dargestellt werden.

Da sowohl IDW S 1 als auch das BewG auf dem Ertragswertkalkül aufbauen, differenzieren beide Methoden

- nach dem Zähler, der die künftigen finanziellen Überschüsse enthält, und
- nach dem Nenner, der die Rendite einer frist- und risikoadäquaten Alternativenanlage enthält, mit der die in den jeweiligen künftigen Perioden anfallenden Zahlungsströme auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden.

### 3.2 Komponenten der Bewertung gem. BewG

Im vereinfachten Ertragswertverfahren gem. BewG wird der Ertragswert aus der Multiplikation des nachhaltigen Jahresertrags mit einem bestimmten Kapitalisierungsfaktor (bzw. aus der Division des nachhaltigen Jahresertrags durch einen bestimmten Zinssatz) ermittelt. Das vereinfachte Ertragswertverfahren bestimmt den Ertragswert damit (vereinfacht) aus einer ewigen Rente:

$$\text{Ertragswert} = \frac{\text{nachhaltiger Jahresertrag}}{\text{risikoangepasster Zinssatz}}$$

bzw.

$$\text{Ertragswert} = \text{nachhaltiger Jahresertrag} * \text{Kapitalisierungsfaktor}$$

Als nachhaltiger Jahresertrag wird der Betrag angenommen, der sich aus dem Durchschnittsertrag der letzten drei Jahre vor dem Bewertungsstichtag ergibt. Die Ableitung der ewigen Rente erfolgt damit grundsätzlich vergangenheitsorientiert (zu den Besonderheiten der Ermittlung – auf die hier nicht näher eingegangen werden soll – wird auf die §§ 201 und 202 des BewG verwiesen). Die Erbschaftsteuerreform 2016 hat die Ermittlung des nachhaltigen Jahresertrags unverändert gelassen.

Der Kapitalisierungszins als Kehrwert des Kapitalisierungsfaktors setzte sich vor der Erbschaftsteuerreform 2016 gem. § 203 BewG aus dem von der Deutschen Bundesbank am ersten Börsentag des Jahres aus Zinsstrukturkurven errechneten Basiszins (siehe Tab. 1 auf S. 12) und einem Risikozuschlag von 4,5% zusammen. Ein Wachstumsabschlag vom Kapitalisierungszins, mit dem finanzmathematisch ein nachhaltiges Wachstum des Jahresertrags hätte abgebildet werden können, war nicht vorgesehen.

Der Bewertungsmethodik des BewG liegt eine mittelbare Typisierung persönlicher Ertragsteuern des Anteilseigners zugrunde. Man geht davon aus, dass sich die persönlichen Ertragsteuern im Zähler und im Nenner kompensieren. Daher wird auf eine explizite Berücksichtigung verzichtet und es erfolgt weder bei der Ermittlung des Jahresertrags noch bei der Festlegung des Kapitalisierungszinssatzes ein Abzug von persönlicher Einkommensteuer.

Mit der Erbschaftsteuerreform 2016 wird nunmehr nur noch auf einen festen Kapitalisierungsfaktor von 13,75 abgestellt. Das BMF ist ermächtigt, den Kapitalisierungsfaktor an die künftige Entwicklung der Zinsstrukturdaten anzupassen. Die Wertermittlung im vereinfachten Ertragswertverfahren erfolgt damit künftig bis auf Weiteres wie folgt:

$$\text{Ertragswert} = \text{nachhaltiger Jahresertrag} * 13,75$$

### 3.3 Komponenten der Bewertung nach IDW S 1

Grundlage einer Bewertung nach IDW S 1 ist eine integrierte Planungsrechnung bestehend aus Bilanz, Erfolgs- und Finanzbedarfsplanung, die sich in der Detailplanungsphase (Phase 1) über einen Zeitraum von i.d.R. 3 – 5 Jahren erstreckt, woran sich wahlweise eine Übergangs- bzw. Grobplanungsphase (Phase 2) oder direkt die Planung der ewigen Rente (Phase 3) anschließt. Eine integrierte Planungsrechnung berücksichtigt im Gegensatz zum vereinfachten Ertragswertverfahren gem. BewG die künftig zu erwartenden Ertragsüberschüsse und kann daher wesentlich besser auf unternehmensindividuelle Einflussfaktoren eingehen.

Die aus der integrierten Planung abgeleiteten prognostizierten finanziellen Überschüsse werden nach IDW S 1 mit periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen diskontiert ( $k_t$ ), die aus der Rendite einer fristigkeits-, risiko- und steueräquivalenten Anlage in Unternehmensanteile abgeleitet werden und die sich grundsätzlich in einen risikolosen Basiszins ( $i$ ) und in eine Risikoprämie aufteilen. Als Grundlage für die Ermittlung der Risikoprämie dient das Capital Asset Pricing Model (CAPM), wonach der Risikozuschlag aus der allgemeinen Marktrisikoprämie MRP multipliziert mit dem unternehmensspezifischen Betafaktor  $\beta_u$  ermittelt wird. Die periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergeben sich danach wie folgt:

$$k_t = i + \text{MRP} * \beta_u$$

Wird die Bewertungsmethodik nach IDW S 1 für erbschaftsteuerliche Zwecke herangezogen, ist der Unternehmenswert als sog. objektivierter Unternehmenswert aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt

steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner unter unmittelbarer Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern (EST) zu ermitteln. Sowohl die finanziellen Überschüsse als auch der Kapitalisierungszinssatz sind demnach um persönliche Ertragsteuern zu kürzen.

In der Phase der ewigen Rente wird darüber hinaus regelmäßig im Kapitalisierungszins noch ein Wachstumsabschlag (w) angesetzt, um finanzmathematisch äquivalent ein Wachstum der finanziellen Überschüsse im Zähler abzubilden. Der vollständige Kapitalisierungszinssatz nach IDW S 1 für die ewige Rente setzt sich demnach wie folgt zusammen:

$$k_{t,EST} = i * (1 - EST) + MRP_{EST} * \beta_u - w$$

#### 4. Beispielfall

Um die Auswirkungen einer Veränderung des Zinsniveaus auf die jeweilige Bewertungsmethode aufzeigen zu können, beschränkt sich das Zahlenbeispiel auf einfache Ausgangsparameter. Im Zähler soll dabei in beiden Verfahren von einem Zahlungsstrom i.H. von 1000 ausgegangen werden.

Bei der Bewertung gem. BewG entspricht dieser Zahlungsstrom dem durchschnittlichen Jahresertrag der letzten drei Geschäftsjahre vor dem Bewertungsstichtag nach den Hinzurechnungen und Kürzungen gem. § 202 BewG.

Bei der Bewertung nach IDW S 1 entspricht dieser Zahlungsstrom dem nachhaltigen Jahresergebnis nach Unternehmensteuern und vor persönlichen Einkommensteuern. Um die gleichen Ausgangsbedingungen wie bei der BewG-Bewertung zu schaffen, beschränkt sich das Zahlenbeispiel nach IDW S 1 auf den Zeitraum der ewigen Rente (es wird also nicht weiter nach den einzelnen Planungsphasen differenziert).

Da bei einer objektivierte Unternehmensbewertung nach IDW S 1 persönliche Ertragsteuern zu berücksichtigen sind, ist der Zahlungsstrom (wie auch der Kapitalisierungszins) noch um die Einkommensteuerbelastung zu kürzen. Das Beispiel geht dabei von der Bewertung

einer Kapitalgesellschaft bei differenzierter, der Abgeltungsteuer unterliegender Effektivbesteuerung von Dividenden und Veräußerungsgewinnen sowie von einer durchschnittlichen, in der Bewertungspraxis üblichen Ausschüttungsquote von 50% aus (zum methodischen Hintergrund vgl. WP-Handbuch 2014, Band II, Kap. A, Tz. 110 ff.).

	vEW 2015	vEW ab 1.1.2016	IDW S 1 aktuell
ewige Rente vor EST	1.000	1.000	1.000
ewige Rente nach EST			802
Basiszins vor EST	0,99%	2,77%	1,25%
Basiszins nach EST			0,92%
Marktrisikoprämie vor EST			6,25%
Marktrisikoprämie nach EST			5,50%
Betafaktor			1,00
Risikozuschlag (β x MRP)	4,50%	4,50%	5,50%
Kapitalisierungszins vor EST			7,50%
Kapitalisierungszins nach EST	5,49%	7,27%	6,42%
Wachstumsabschlag			1,00%
Kapitalisierungszins vor EST			6,50%
Kapitalisierungszins nach EST			5,42%
Kapitalisierungsfaktor vor EST	18,21	13,75	15,38
Kapitalisierungsfaktor nach EST			18,45
Ertragswert vor EST	18.215	13.750	15.385
Ertragswert nach EST			14.800

Tab. 2: Gegenüberstellung der Ertragswerte

Im Nenner des Zahlenbeispiels wird beim vereinfachten Ertragswertverfahren gem. BewG die bis 2015 bestehende Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes der neuen Methodik, die nur noch aus der Festlegung des Kapitalisierungsfaktors besteht, gegenübergestellt. Zum Vergleich wird dazu der Kapitalisierungsfaktor von 13,75 retrograd in seine Bestandteile zerlegt. Als Kehrwert des Faktors 13,75 errechnet sich ein Kapitalisierungszins von 7,27%. Bei als unverändert angenommenem Risikozuschlag von 4,5% ermittelt sich daraus ein implizierter Basiszins von 2,77%.

Der Kapitalisierungszins nach IDW S 1 geht im Beispiel von dem aktuellen nach der Svensson-Methode ermittelten, auf ¼-Prozentpunkte gerundeten Basiszins von 1,25% aus (Stand Oktober 2017), woraus sich nach Abgeltungsteuer ein Basiszins von 0,92% ergibt. Als Marktrisikoprämie vor bzw. nach Steuern sind im Beispiel die oben auf S. 12 in Abschn. 2 erläuterten Mittelwerte angesetzt. Da das vereinfachte Ertragswertverfahren keine Gewichtung des Risikozuschlags anhand des unternehmensspezifischen systematischen Risikos kennt, wird aus Vergleichbarkeitsgründen im Beispiel der Betafaktor mit dem

allgemeinen, durchschnittlichen Marktrisiko von 1 angesetzt. Schließlich wird noch ein Wachstumsabschlag von 1 % angenommen, der bei Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 häufig zum Einsatz kommt. Aus diesen Parametern ergibt sich mit Stand per August 2017 ein Kapitalisierungszins nach Steuern von 5,42 %.

Aus den Zahlungsströmen und den Kapitalisierungsfaktoren errechnen sich die in Tab. 2 auf S. 15 gegenübergestellten Ertragswerte. Im vereinfachten Ertragswertverfahren ergibt sich bei einem Kapitalisierungsfaktor von 13,75 und einem Durchschnittsertrag (ewige Rente) von 1.000 ein Ertragswert von 13.750. Dieser Ertragswert liegt damit deutlich – und zwar ungefähr ein Viertel – unter dem vereinfachten Ertragswert, der sich noch im Jahr 2015 (unter Anwendung der damaligen Zinsvorgabe) ergab. Der Ertragswert liegt mit rd. 7% auch unter dem Ertragswert nach persönlichen Steuern nach IDW S 1.

» **Zwischenergebnis:** Mit dem neuen Kapitalisierungsfaktor von 13,75 führt eine Bewertung gem. BewG somit allein bezogen auf die Ausgangsdaten des Basiszinssatzes unter sonst gleichen Bedingungen zu einem niedrigeren Unternehmenswert.

Diese Situation war in den Jahren vor der Geltung der Erbschaftsteuerreform 2016 noch eine andere. Seit der Empfehlung des IDW für den Ansatz einer höheren Marktrisiko­prämie im September 2012 führte regelmäßig eine Bewertung mit den im Beispiel angesetzten Parametern zu geringeren Unternehmenswerten.

Abb. 4 verdeutlicht die Entwicklung der Unternehmenswerte nach IDW S 1 und gem. BewG für den Zeitraum von 2007 bis heute (August 2017).

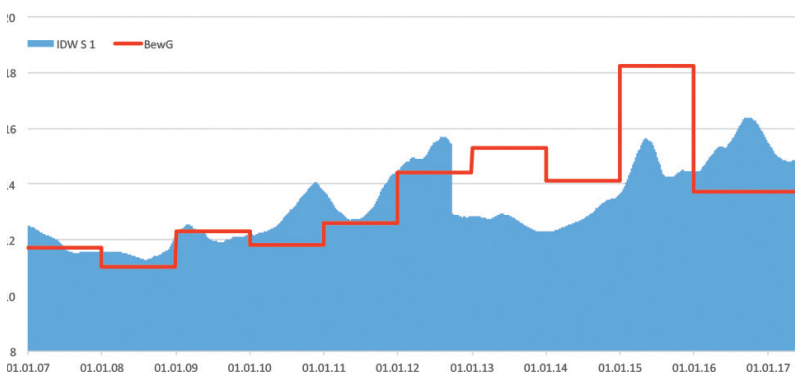


Abb. 4: Auswirkungen im Beispiel

Der unter sonst gleichen Bedingungen im Beispiel ermittelte Unternehmenswert gem. BewG lag seit Beginn 2010 bis zur Empfehlung des IDW für eine erhöhte Marktrisiko­prämie regelmäßig unter dem Wert nach IDW S 1 und seitdem darüber. Mit dem Kapitalisierungsfaktor von 13,75 liegt der vEW-Wert seit Beginn des Jahres 2016 wieder unter dem Wert nach IDW S 1.

**5. Handlungsempfehlungen für die Praxis**

Welche Handlungsempfehlungen lassen sich aus dieser Gegenüberstellung ableiten? Zur Beantwortung dieser Frage sollte man zunächst den Zinssatz ermitteln, bei dem unter sonst gleichen Bedingungen im Verfahren nach IDW S 1 der gleiche Unternehmenswert ermittelt wird wie im vereinfachten Ertragswertverfahren gem. BewG.

	vEW ab 1.1.2016	IDW S 1 aktuell	IDW S 1 = vEW
ewige Rente vor ESt	1.000	1.000	1.000
ewige Rente nach ESt		802	802
Basiszins vor ESt	2,77%	1,25%	1,81%
Basiszins nach ESt		0,92%	1,33%
Marktrisikoprämie vor ESt		6,25%	6,25%
Marktrisikoprämie nach ESt		5,50%	5,50%
Betafaktor		1,00	1,00
Risikozuschlag (β x MRP)	4,50%	5,50%	5,50%
Kapitalisierungszins vor ESt		7,50%	8,06%
Kapitalisierungszins nach ESt	7,27%	6,42%	6,83%
Wachstumsabschlag		1,00%	1,00%
Kapitalisierungszins vor ESt		6,50%	7,06%
Kapitalisierungszins nach ESt		5,42%	5,83%
Kapitalisierungsfaktor vor ESt	13,75	15,38	14,16
Kapitalisierungsfaktor nach ESt		18,45	17,14
Ertragswert vor ESt	13.750	15.385	14.160
Ertragswert nach ESt		14.800	13.750

Tab. 3: Beispielwerte

Diese Ermittlung ist in Tab. 3 dargestellt. Danach ergibt sich mit den Parametern des Beispiels bei einem risikolosen Basiszins von rd. 1,81% im Verfahren nach IDW S 1 ein Ertragswert nach persönlichen Steuern i.H. von 13.750, der dem vereinfachten Ertragswert gem. BewG unter Ansatz eines Kapitalisierungsfaktors von 13,75 entspricht. Im dargestellten Beispiel läge danach bei einem auf ¼-Prozentpunkte gerundeten Basiszins von 2% der Wert nach IDW S 1 wieder unter dem vereinfachten Ertragswert.

Dies gilt nur ceteris paribus. Denn der konkrete Bewertungsfall kann ganz anders aussehen. Beispielsweise können die unternehmensspezifischen Betafaktoren über oder unter 1 liegen, so dass der „Grenz-Basiszinssatz“ bei einem



zu erwartenden Zinsanstieg früher oder später erreicht wird. Gleiches gilt für den künftig zu erwartenden Verlauf der finanziellen Überschüsse. Liegen diese über dem Durchschnittsertrag der Vergangenheit und/oder ist im Detailplanungszeitraum mit einem höheren Wachstum als mit der im Beispiel angenommenen Rate von 1% zu rechnen, dann wird der vereinfachte Ertragswert auch bei einem erwarteten Zinsanstieg noch länger unter dem nach IDW S 1 ermittelten Wert liegen.

Parameteränderungen im Zähler und im Nenner beeinflussen demnach zusätzlich die Wertdifferenzen in der Gegenüberstellung zwischen dem Wert nach IDW S 1 und dem vereinfachten Ertragswert. Letztendlich ist die Gegenüberstellung vom konkreten Bewertungsfall abhängig und kann nicht isoliert auf die Zinsentwicklung bezogen werden. Die Zinsentwicklung ist nur eine von mehreren Einflussgrößen bei der Wertbestimmung.

Hinzu kommt, dass bisher noch keine Erfahrungswerte vorliegen, in welchem Rhythmus und bei welchem Anlass gebenden Trigger-Event das BMF von seiner Ermächtigung zur Anpassung des Kapitalisierungsfaktors von 13,75 an aktuelle Zinsstrukturdaten Gebrauch machen wird. Fraglich ist, ob das BMF den Kapitalisierungsfaktor im Falle eines steigenden Zinsniveaus überhaupt anpassen wird. Bei steigendem Zinsniveau sinken nämlich der Kapitalisierungsfaktor und in der Folge auch die steuerliche Bemessungsgrundlage und damit das Steueraufkommen.

Die Prognoseunsicherheit hinsichtlich der Parameteränderungen gilt wohl auch für die Empfehlung des IDW für die Bandbreite der Marktrisikoprämie. Bisher sah das IDW vor dem Hintergrund der Finanzmarktsituation keinen Handlungsbedarf zur Anpassung seiner Bandbreitenempfehlung aus 2012. Das IDW beobachtet die Märkte regelmäßig und aus dem Wortlaut der Verlautbarungen ist impli-

---

Der neue Kapitalisierungsfaktor von 13,75 trägt der Kritik an systematischen Überbewertungen im vereinfachten Ertragswertverfahren Rechnung.

zit zu schließen, dass bei Überschreiten eines bestimmten Zinsniveaus die Bandbreite für die empfohlene Marktrisikoprämie wieder abgesenkt wird. Wann und in welchem Ausmaß dies geschieht, ist derzeit nicht abzuschätzen.

## 6. Fazit

Die Beseitigung der in der Vergangenheit vielfach kritisierten systematischen Überbewertung im vereinfachten Ertragswertverfahren durch die Festlegung des Kapitalisierungsfaktors von 13,75 ist zu begrüßen. Mit einfachen Ausgangsdaten liegen die Unternehmenswerte im vereinfachten Ertragswertverfahren derzeit ceteris paribus unter den Unternehmenswerten nach IDW S 1.

Die Zinsentwicklung ist jedoch nur einer von mehreren Einflussfaktoren auf den Unternehmenswert. Daneben spielen auch die tatsächlichen Verhältnisse von systematischem Risiko (ausgedrückt im Betafaktor) und der künftigen Ergebnisentwicklung in Relation zu den vereinfachten Annahmen des Ertragswertverfahrens gem. BewG eine Rolle. Bei einem überdurchschnittlichen systematischen Risiko (Betafaktor > 1) und bzw. oder bei stagnierenden bzw. als rückläufig anzunehmenden künftigen Erträgen kann u.U. eine Bewertung nach IDW S 1 bereits in der derzeitigen Zinssituation zu geringeren Unternehmenswerten führen. Im Beispielfall ist dies schon bei einem Betafaktor von 1,1 der Fall, wenn auch nur geringfügig.

Ist jedoch abzusehen, dass für die künftigen Erträge im Vergleich zur Vergangenheit keine begründbaren Einbrüche zu erwarten sind und ist klar, dass das operative Geschäft des zu bewertenden Unternehmens eher unterdurchschnittliche Betafaktoren mit sich bringen wird, dann wird auch auf längere Sicht der vereinfachte Ertragswert unterhalb des Werts nach IDW S 1 liegen. Wie lange diese Situation noch andauert, ist abhängig von der weiteren Zinsentwicklung, zu der derzeit keine eindeutigen Prognosen abgegeben werden können.

# Pensionsrückstellungen im Spiegel der Niedrigzinspolitik

## Vom Steuersparmodell zum unkalkulierbaren Bilanzrisiko?

Das Verhältnis von Unternehmern und Analysten zu Pensionsrückstellungen hat sich in der Vergangenheit grundlegend gewandelt: In den 1980er Jahren stellten Pensionszusagen noch ein Steuersparmodell dar; heute belasten hohe Pensionsrückstellungen die Bilanzen vieler Unternehmen. Neben der längeren Lebenserwartung, die eine tatsächliche Mehrbelastung im Cashflow der Unternehmen zur Folge hat, tragen vor allem geänderte Bilanzierungsvorschriften und anhaltend niedrige Zinsen zu der kritischeren Sicht auf die Betriebsrenten bei.

### 1. Steuerbilanzielle Vorgaben als das Maß aller Dinge

Pensionsrückstellungen werden seit je her mit 6% p.a. abgezinst. Dieser Rechnungszins stammt aus der Steuergesetzgebung und wurde von den Wirtschaftsprüfern als der höchstzulässige Zins anerkannt. Das war insofern vorteilhaft, als dass eine einzige Berechnung sowohl für die Steuerbilanz als auch für die Handelsbilanz ausreichend war. Doch zu Beginn des neuen Jahrhunderts wurde vermehrt gefordert, die Abzinsung an den Marktzins anzupassen, so wie es in der internationalen Rechnungslegung schon praktiziert wurde.

### 2. Marktorientierter Zins ohne große Schwankungen

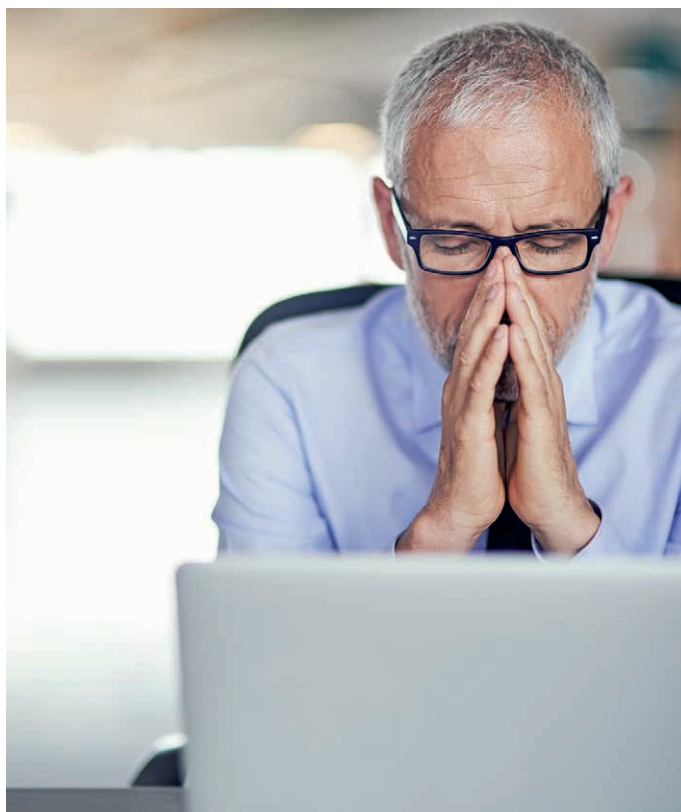
„Rückstellungen mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr sind abzuzinsen mit dem ihrer Restlauf-

zeit entsprechenden durchschnittlichen Marktzinssatz, der sich aus den vergangenen sieben Geschäftsjahren ergibt.“ So hat es der Gesetzgeber bei der Einführung des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG) verfügt. Dabei ist man davon ausgegangen, dass sieben Jahre der Zeitraum sind, der einen Zinszyklus zutreffend abbildet. Damit sollte das Ziel erreicht werden, einerseits eine marktorientierte Bewertung zu erreichen und andererseits die hohe Volatilität, die sich in den Bilanzen nach internationalen Rechnungslegungsstandards durch Zinsschwankungen ergibt, zu vermeiden.

### 3. Anhaltende Niedrigzinsen setzen den Durchschnittszins unter Druck

Heute wissen wir, dass die Wirklichkeit anders aussieht: Seit der Einführung des BilMoG sind die Zinsen kontinuierlich gesunken. Pensionsrückstellungen sind dadurch ganz besonders betroffen, weil diese eine außerordentlich lange Laufzeit haben und der Zinseszins-Effekt somit lange zum Tragen kommt. So betrug zur Einführung des

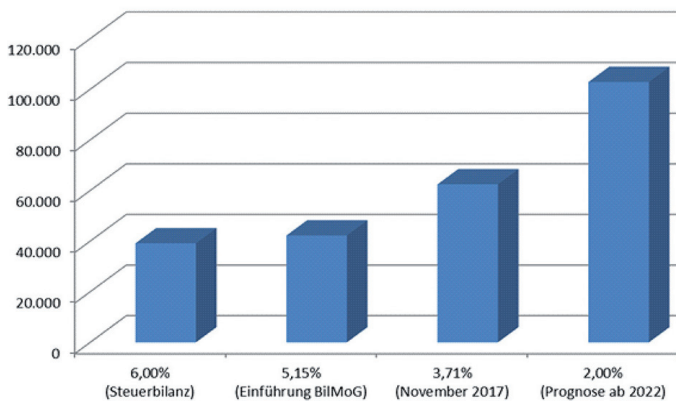
BilMoG in 2009 die Rückstellung für die Anwartschaft eines 45jährigen männlichen Mitarbeiters auf eine Rente i.H. von monatlich 1.000 € nach 15 Dienstjahren ca. 42.000 €. Die gleiche Rückstellung betrug mit dem zum November 2017 geltenden Rechnungszins schon 62.426 €, also gut 45% mehr.



Rückstellungen für Betriebsrenten steigen immer weiter an

### 4. Anpassungen führen kurzfristig zu Entlastungen

Der Gesetzgeber sah sich in der Pflicht, korrigierend einzuschreiten, und verlängerte den Zeitraum der Durchschnittsbildung von sieben auf zehn Jahre, was



**Abb. 5: Beispiel zum starken Anstieg der Rückstellungsbeträge**

bei den Unternehmen, die Pensionsrückstellungen bilden müssen, zu einer deutlichen Verbesserung des Bilanzbilds führte. Allerdings ist dies lediglich ein Einmal-Effekt, der schon jetzt wieder aufgezehrt ist. Deshalb dürfen die Unternehmen die Gewinne, die sich aus dieser Änderung der Zinsermittlung ergeben, nicht ausschütten und müssen sie im Anhang angeben.

Der für Pensionsrückstellungen maßgebliche Rechnungszins lag zum 30.11.2017 bei 3,71%. Wenn – wie zu befürchten ist – die Niedrigzinsphase weiter anhält, wird der Zinssatz weiter auf unter 2% fallen. Für die Beispiel-Rückstellung bedeutet dies eine weitere Erhöhung auf über 102.000 € (vgl. Abb. 5). Innerhalb von 13 Jahren beträgt also die Erhöhung der Rückstellung für die Beispielzusage allein aus der Neubewertung wegen des fallenden Rechnungszinses über 140%.

## 5. Diskrepanz zwischen Handels- und Steuerbilanz

Die geänderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und Rechnungslegungsvorschriften haben in den vergangenen Jahren zu einem erheblichen Mehraufwand in den Handelsbilanzen der Unternehmen geführt. Da für Pensionsrückstellungen die Maßgeblichkeit der Handelsbilanz für die Steuerbilanz aufgehoben ist und der Gesetzgeber unverändert eine Abzinsung mit dem wirtschaftlich nicht zu rechtfertigenden 6%-Rechnungszins in der Steuerbilanz vorschreibt, kommt es zu einer unverhältnismäßigen Lücke zwischen handels- und steuerbilanzieller Rückstellung. In Extremfällen kann es sogar dazu führen, dass sich steuerbilanziell ein Ertrag ergibt, während handelsbilanziell ein Verlust zu verzeichnen ist.

## 6. Kurzfristige Handlungsmöglichkeiten

Auch wenn es wünschenswert ist, so kann derzeit nicht damit gerechnet werden, dass sich an den steuerlichen Rahmenbedingungen und hier insbesondere dem steuerlich maßgeblichen Rechnungszins kurzfristig etwas ändern wird. Deshalb sollten Unternehmer rechtzeitig tätig werden, bevor die Pensionsrückstellungen zu einem ernstzunehmenden Problem werden. Hierbei ist zweckmäßigerweise zwischen Arbeitnehmer-Zusagen und solchen an Gesellschafter zu differenzieren.

**(1)** Für bereits erteilte Zusagen an **Arbeitnehmer** hat der Arbeitgeber zwar aus Gründen der Besitzstandswahrung kaum eine Möglichkeit, korrigierend einzugreifen. Allerdings kann eine bestehende Versorgungsordnung geschlossen werden, so dass keine neuen Versorgungsberechtigten mehr hinzukommen. Soll auch für zukünftige Arbeitnehmer eine betriebliche Altersversorgung angeboten werden, kann eine geänderte Zusagegestaltung zu größerer Planungssicherheit führen oder die Versorgung wird ganz über einen externen Versorgungsträger (wie eine Pensionskasse, ein Pensionsfonds oder eine Direktversicherung) durchgeführt.

**(2)** Bei Zusagen an **Gesellschafter**, für die das Betriebsrentengesetz nicht gilt, besteht grundsätzlich die Möglichkeit, in die bestehende Zusage einzugreifen.

- So kann z.B. ein Teil des Zins- und Langlebkeitsrisikos auf den Gesellschafter übertragen werden, indem die Leistung von einer Rentenzahlung auf eine wertgleiche Kapitalzahlung umgestellt wird. Durch die feste und im Vergleich zu laufenden Renten kurze Restlaufzeit wirken sich Zinsänderungen bei Kapitalzusagen nicht so stark auf die Rückstellung aus wie das bei Rentenzahlungen der Fall ist. Allerdings bedeutet dies für den Gesellschafter ggf. Nachteile in der Besteuerung der Leistungen.
- Eine andere Möglichkeit, die zu einer Verringerung der Pensionsrückstellung für Gesellschafterzusagen führt, ist ein teilweiser Verzicht auf die ursprünglich zugesagten Leistungen. So kann die Höhe der Zusage auf den in der Vergangenheit verdienten Teil eingefroren werden, ohne dass sich steuerliche Nachteile für den Gesellschafter ergeben.



Immobilien-Investments müssen auch in einem günstigen Umfeld sorgfältig analysiert werden

## Auswirkungen der Niedrigzinsphase auf Immobilien

---

### Aktuelle Entwicklungen und ihre Berücksichtigung in Entscheidungs- und Dokumentationsprozessen

Die Immobilienwirtschaft hat eine zentrale Bedeutung für die deutsche Volkswirtschaft, in der ca. 18% der Brutto-wertschöpfung auf immobilien-bezogene Wirtschaftsaktivitäten entfallen. Immobilien stellen zudem die bedeutendste reale Anlageklasse in Deutschland dar. Derzeit äußerst günstige Rahmenbedingungen dürfen jedoch nicht den Blick dafür verstellen, dass die Vorteilhaftigkeit von Immobilien-Investments sowie ggf. auch -Desinvestments stets einer Detailanalyse im Einzelfall bedarf.

#### 1. Zur Bedeutung des Immobilienmarkts in Deutschland

Zum Jahresende 2016 entfielen rund 80% des gesamten Bruttoanlagevermögens (zu Wiederbeschaffungspreisen) i.H. von 17,3 Billionen € auf Bauten aller Art. Nach Abzug von Abschreibungen beträgt das gesamte deutsche Nettoanlagevermögen in Immobilien ca. 8 Billionen €, wovon 60% in Wohnbauten und 40% in Nichtwohn-

bauten gebunden sind. Das gesamte in Immobilien enthaltene Vermögen übertrifft damit das Nettotionaleinkommen Deutschlands im Jahr 2015 um mehr als das Dreifache.

Eine wichtige Eigenschaft von Immobilienmärkten ist darüber hinaus deren Verbundenheit mit den übrigen Märkten einer Volkswirtschaft. Veränderungen wie z.B. auf den Vermietungsmärkten wirken sich auf Investment- und Fertigstellungsmärkte aus, deren Dynamik wiederum Konsequenzen auf den Vermietungsmärkten entfaltet.

Angesichts dieser Bedeutung des Immobiliensektors lohnt zunächst ein Blick auf die Entwicklung ausgewählter Kennzahlen während der Niedrigzinsphase, wobei in den nebenstehenden Grafiken exemplarisch der Bereich „Wohnimmobilien im Privatsektor“ dargestellt wird. Sie veranschaulichen neben den Kaufpreis- und Mietpreisentwicklungen auch die mit den Finanzierungen verbundenen Zinssätze und Zinsbindungsfristen. Vor diesem Hintergrund werden wichtige Entwicklungen im Zuge der Niedrigzinsphase zusammengefasst.

## 2. Aktuelle Entwicklungen im Zusammenhang mit der Niedrigzinsphase

### 2.1 Anstieg der Immobilienpreise

Für Kauf- bzw. Investitionsentscheidungen sowohl im betrieblichen als auch im privaten Sektor sind die seit 2010 stark gestiegenen Immobilienpreise von fundamentaler Bedeutung, vor allem die Preise für Wohnimmobilien in Großstädten ragen heraus. Ähnlich entwickelten sich die Preise für Gewerbeimmobilien, wobei der Anstieg am Gewerbeimmobilienmarkt vor allem von den Preisentwicklungen am Büroimmobilienmarkt geprägt ist. Dabei trifft das nach wie vor knappe Angebot insbesondere in Ballungszentren auf eine anhaltend hohe Nachfrage. Zudem erscheinen Immobilien im andauernden Niedrigzinsumfeld weiterhin als eine attraktive Investitionsalternative. Niedrige Zinsen treffen das Geldvermögen und begünstigen eine Umschichtung in Sachwerte.

» **Hinweis:** Hierbei ist zu beachten, dass neben den niedrigen Zinsen insbesondere Beschäftigung und Bevölkerungswachstum derzeit äußerst günstige Rahmenbedingungen bilden und Marktkorrekturen bei einem oder mehreren dieser Faktoren in den nächsten Jahren wahrscheinlich sind.

Angesichts des deutlichen Anstiegs der Immobilienpreise auf dem deutschen Markt stellt sich die Frage, ob bereits Tendenzen einer Überbewertung bzw. Blasenbildung auszumachen sind. Derzeit wird der deutsche Immobilienmarkt im internationalen Vergleich jedoch als eher konservativ eingeschätzt. Auch die Bundesbank erkennt noch keine Blase, allerdings wird die Preisentwicklung mit Sorge betrachtet („die Ampeln

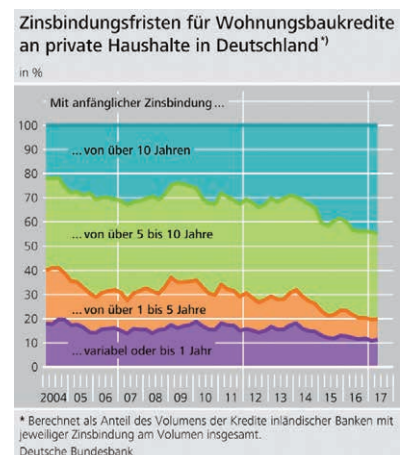
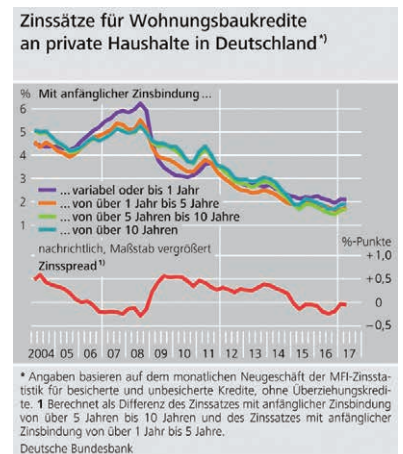
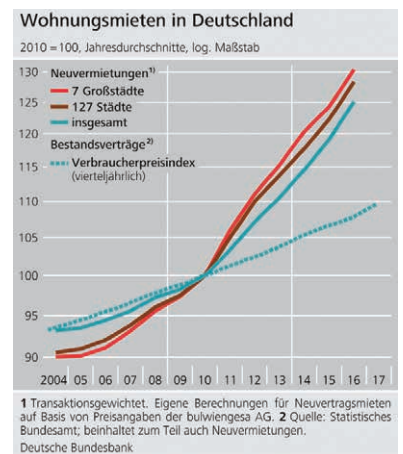
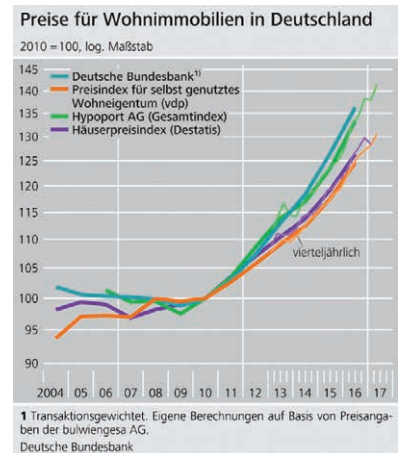
stehen auf gelb“). Tatsächlich lockt die positive Marktlage seit Jahren in hohem Maße auch ausländische Investoren an, was den Preisanstieg insbesondere bei Gewerbeimmobilien weiter befördert.

### 2.2 Entwicklung der Mietpreise

Seit 2010 steigen die Mieten in Deutschland stark an, vor allem aufgrund der erhöhten Nachfrage nach Wohnraum in den Ballungsgebieten. Hierfür sind verschiedene Faktoren verantwortlich, etwa Binnenwanderungsbewegungen, die Zuwanderung aus dem Ausland und der Rückgang der Haushaltsgrößen. Mittelbar führen diese Effekte auch zur Erhöhung der Mieten für Gewerbeimmobilien. Erschwerend kommt hinzu, dass der Markt aufgrund der langen Investitions- und Planungszeiträume nur zeitverzögert auf die steigende Nachfrage reagieren kann. Somit ist trotz gesteigener Neubautätigkeiten kaum eine Entspannung zu bemerken.

### 2.3 Auswirkungen des Zinsniveaus auf Kauf- und Baupreise, Kreditzinsen und Finanzierungsstruktur

Das anhaltend niedrige Zinsniveau wirkt sich in unterschiedlicher Weise auf den Immobilienmarkt aus. Die Effektivzinssätze für Grundschuldarlehen befinden sich seit Ende 2008 in einer Abwärtsbewegung. Nachdem Anfang 2015 vor allem bei den mittel- und langfristigen Zinssätzen kurzfristig eine leichte Aufwärtsbewegung zu verzeichnen war, setzte sich der Abwärtstrend im Jahr 2016 fort, so dass Ende 2016 der bisherige Tiefststand erreicht wurde. Zudem steigt das Volumen an Immobilienkrediten seit 2009 kontinuierlich an. Des Weiteren lässt sich feststellen, dass die Zinsbindungsfristen immer mehr ausgeweitet werden: Kredite mit Laufzeiten von mehr als zehn



Jahren haben 2009 noch knapp 25% aller Wohnimmobilienkredite ausgemacht. Ende 2016 waren es bereits mehr als 40%, mit steigender Tendenz. Dies liegt im Wesentlichen darin begründet, dass die Käufer die derzeit günstigen Kreditkonditionen halten und das Zinsänderungsrisiko auf die Banken abwälzen wollen.

Auch in der Finanzierungsstruktur ist ein Wandel festzustellen. Das Zinsniveau begünstigt im Sinne eines optimierten Leverage-Effekts hohe Fremdfinanzierungsanteile in einer Investition. Diese betriebswirtschaftlichen Abwägungen treffen auf die ebenfalls außergewöhnliche Situation der deutschen Banken im Niedrigzinsumfeld. Als Resultat dieser besonderen Konstellation sind teilweise Darlehensfinanzierungen bis zu 100% im Markt zu beobachten.

» **Hinweis:** Die im historischen Vergleich geringen Finanzierungskosten veranlassen Käufer, höhere Kauf- bzw. Baupreise zu akzeptieren. Die allgemein hohe Investitionsnachfrage im Immobiliensektor führt zudem im Neubaubereich aufgrund knapper Ressourcen der Bauunternehmen zu einem stetig gestiegenen Baupreisniveau.

### 3. Auswirkungen auf unternehmerische Entscheidungsprozesse

Die derzeitige Situation hat erheblichen Einfluss auf zukünftige bzw. bestehende Investitions- und Finanzierungsmaßnahmen. Da Immobilieninvestitionen i.d.R. langfristigen Charakter haben, sind den Finanzierungsentscheidungen insbesondere valide Prognosen über die weitere Entwicklung der Märkte und Zinsen zugrunde zu legen, um Risiken zu identifizieren und zu steuern. Neben den spezifischen Marktdaten sind dabei rechtliche, steuerliche und betriebliche Faktoren einzubeziehen.

#### 3.1 Neuinvestitionen in Immobilien vs. Anmietung/Leasing

In Abhängigkeit von der Art und Nutzungsdauer der Immobilie sprechen steigende Mieten, derzeit historisch niedrige Zinsen und damit verbundene niedrige Finanzierungskosten zwar für einen Immobilienerwerb. In der Unternehmenspraxis sollten aber außer den Finanzierungsaspekten (mehr dazu in Abschn. 3.2) als die wichtigsten Entscheidungskriterien bei Immobilieninvestments und selbstverständlich der Kaufpreishöhe die jeweiligen Vermietungs-

bzw. Anmietungs-/Leasingkriterien sowie ggf. erzielbare Standortvorteile angewandt werden:

- **Kaufpreishöhe:** Das niedrige Zinsniveau sollte allerdings niemals der alleinige Erwerbsgrund sein. Aufgrund der stark gestiegenen Immobilienpreise ist vor der Kaufentscheidung eine genaue Kaufpreisanalyse sinnvoll, sobald ein geeignetes Objekt gefunden wurde.
- **Vermietungsrisiken:** Im Falle der Vermietungsabsicht wird regelmäßig abzuwägen sein, ob der konkrete Kauf- bzw. Baupreis der Immobilie ein wirtschaftlich tragfähiges Konzept ermöglicht. Bei Nutzung einer Fremdfinanzierung ist ein hinreichender Risikopuffer bei einer ggf. erforderlichen Anschlussfinanzierung von hoher Bedeutung.
- **Anmietungs-/Leasingrisiken:** Die Anmietung bzw. das Leasing einer Immobilie für das eigene Unternehmen kann neben der höheren Flexibilität auch in Abhängigkeit von der erwarteten Nutzungsdauer vorteilhaft sein. Neben der Kapitalbindung wird bei einem zeitlich begrenzten Nutzungsbedarf auch das Risiko eines möglichen Veräußerungsverlusts nach dem Immobilienerwerb in einer Phase hoher Kaufpreise vermieden.
- **Standortvorteile:** Wegen der Abhängigkeit von Zins- und Währungskursentwicklungen sowie infolge international unterschiedlicher Miet- und Kaufpreise kommt je nach Größe und Ausrichtung des Unternehmens auch der Erwerb oder die Nutzung von Immobilien in Fremdwährungsländern bzw. außerhalb des Euroraums in Betracht. Gerade auf Auslandsmärkten ist eine detaillierte Analyse des Preisniveaus und weiteren Parametern unverzichtbar, um Investitionsrisiken zu reduzieren.

Bei der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Investitionsalternativen anhand von Kapitalwertverfahren werden Annahmen über die künftige Entwicklung getroffen. Solange die Rahmenbedingungen wie z.B. das Zinsniveau konstant bleiben, erlauben vergangene Entwicklungen Rückschlüsse auf die künftige Entwicklung. Auch Änderungen von geld- und wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen können berücksichtigt werden, soweit deren Zeitbezug und Ausmaß bekannt sind.

» **Hinweis:** Das ist aber bei der derzeitigen EZB-Geldpolitik gerade nicht der Fall – niemand weiß, wie lange die Zinsen künstlich niedrig oder negativ bleiben werden bzw. wann und wie eine Zinswende erfolgt.

### 3.2 Wichtige Finanzierungsaspekte

Neufinanzierungen können in Abhängigkeit von der beabsichtigten Haltedauer der Immobilien mit entsprechend langer Zinsbindung (vgl. dazu S. 21) abgeschlossen werden, um die Risiken zukünftiger Zinserhöhungen zu minimieren und die Planungssicherheit zu erhöhen.

Bei bereits bestehenden Finanzierungen sollte die derzeitige Finanzierungsstruktur überprüft werden. So kann es sinnvoll sein, variabel verzinsliche Darlehen, die i.d.R. kurzfristig gekündigt werden können, in Darlehen mit längerer Zinsbindungsfrist zu überführen. Wurden in der Hochzinsphase Darlehen mit langfristiger Zinsbindung abgeschlossen, sollte geprüft werden, ob Sondertilgungen zulässig sind oder die Möglichkeit besteht, mit der Bank über eine Ablösung des Darlehens zu verhandeln.

» **Hinweis:** Von den finanzierenden Banken wurden in der Vergangenheit bei entsprechenden Zinsstrukturen von Darlehen regelmäßig Derivate zur Absicherung gegen Zinsschwankungen (z.B. Zinsswapgeschäfte) angeboten. Bei solchen Finanzprodukten sollte ein genaues Verständnis der tatsächlich entstehenden Kosten und Risiken vorliegen, bevor derartige Verträge abgeschlossen werden.

### 3.3 Veräußerung von Immobilien

Die derzeit hohen Immobilienpreise bieten die Gelegenheit, vorhandene Immobilien zu veräußern und Gewinne zu realisieren. Im Betriebsvermögen entstandene Buchgewinne sind i.d.R. ertragsteuerepflichtig, können aber unter bestimmten Voraussetzungen steuerfrei auf Ersatzinvestitionen übertragen werden. Bei der Entscheidung über den Verkauf sollten auch Liquiditätsüberlegungen eine Rolle spielen. Alternativ bieten sich Sale-and-Leaseback-Konstruktionen an, soweit Liquiditätsbedarf besteht und Immobilien weiter selbst genutzt werden sollen.

» **Hinweis:** Eine Desinvestitionsentscheidung wird regelmäßig mit der Opportunitätsüberlegung zu einer Reinvestition der gewonnenen Liquidität verbunden sein. Ertragsstarke Investitionsalternativen sind derzeit i.d.R. mit einem erhöhten Risikoprofil verbunden, sodass ausgeprägte Vorteilhaftigkeitsabwägungen notwendig sind.

## 4. Auswirkungen auf Rechnungslegung und Jahresabschlüsse

### 4.1 Bewertungsfragen

Erworbene Grundstücke sind bei Zugang in der Handelsbilanz mit den Anschaffungskosten zu bewerten. Soweit es sich um Vermögensgegenstände des Anlagevermögens handelt, ist der gesondert zu bewertende Gebäudeanteil in Folgejahren um planmäßige Abschreibungen über die voraussichtliche Nutzungsdauer zu mindern, wobei regelmäßig die Nutzungsdauern von gewerblich genutzten Gebäuden kürzer als die von Wohngebäuden sind. Soweit zum Abschlussstichtag eine voraussichtlich dauernde Wertminderung vorliegt, ist eine außerplanmäßige Abschreibung auf den niedrigeren beizulegenden Wert erforderlich.

Die Bewertung erfolgt unter Berücksichtigung der individuellen Nutzungsgegebenheiten der Immobilie. Bei Grundstücken, die zur Erzielung von Miet- oder Pächterträgen vorgesehen sind, sind i.d.R. ertragsorientierte Verfahren zur Ermittlung des beizulegenden Wertes anzuwenden. Bei zum Verkauf vorgesehenen Grundstücken ist der Verkaufspreis (Absatzmarkt) heranzuziehen. Insbesondere in diesen Fällen können in Zukunft außerplanmäßige Abschreibungen erforderlich sein, falls die derzeitigen Mieten und Kaufpreise wieder nachhaltig sinken. Das Risiko einer Überbewertung im Jahresabschluss ergibt sich des Weiteren dann, wenn Immobilien bereits jetzt zu überhöhten Preisen angeschafft wurden.

Sowohl bei den im deutschen Handelsrecht verwendeten ertragswertorientierten Verfah-

---

Ertragsstarke  
Investitionsalternativen sind derzeit  
i.d.R. mit einem  
erhöhten Risiko-  
profil verbunden.

ren zur Bewertung von Grundstücken als auch in der internationalen Rechnungslegung, die derartige Verfahren vorsieht (so insbesondere die Fair-Value-Bewertung für als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien nach IAS 40 i.V. mit IFRS 13), sind langfristig Auswirkungen zu erwarten, wenn die Leitzinsen wieder ansteigen. Die in den Modellen zur Diskontierung der relevanten Zahlungsströme herangezogenen Zinssätze sind während der derzeitigen Niedrigzinsphase immer weiter gefallen. Dadurch steigen die Zeitwerte der Aktiva, sodass außerplanmäßige Abschreibungen momentan eher unwahrscheinlich sind.

» **Hinweis:** Sollten jedoch die Zinsen wieder spürbar ansteigen, sinken die Zeit- bzw. Barwerte und es drohen Abwertungen.

#### 4.2 Sachverhaltsgestaltende Maßnahmen

Soweit sich aufgrund der gestiegenen Immobilienbestände bei Grundstücken in der Bilanz stille Reserven gebildet haben, kann eine Veräußerung in Erwägung gezogen werden, um die stillen Reserven aufzulösen und erfolgswirksam in der GuV zu zeigen. Dies betrifft insbesondere ältere Immobilien, die vor der Finanzkrise erworben wurden und auf die schon in höherem Umfang planmäßige Abschreibungen vorgenommen wurden. Demgegenüber dürfte bei

erst kurzfristig erworbenen Immobilien das Potential an stillen Reserven eher geringer sein.

#### 5. Fazit

Die derzeitige Niedrigzinsphase hat in Deutschland erhebliche Auswirkungen auf den Immobilienmarkt. Immobilienfinanzierungen werden zu historisch niedrigen Zinssätzen angeboten, während Kauf- und Mietpreise deutlich angestiegen sind. Bevorstehende oder bereits getroffene Investitions- und Finanzierungsentscheidungen im Unternehmen, die Immobilien betreffen, werden von diesem Umfeld massiv beeinflusst.

» **Empfehlung:** Insbesondere bei Investitionsentscheidungen sind valide Prognosen über die mittel- und langfristige Entwicklung des Immobilienmarkts und des Zinsniveaus notwendig, um Projektrisiken einzugrenzen. Der niedrige Zinssatz einer Fremdfinanzierung sollte niemals das alleinige Argument für eine Kaufentscheidung sein.

Bei der Bewertung von Immobilien in den Jahresabschlüssen über ertragswertorientierte Verfahren kommt dem Zinsniveau ebenfalls eine besondere Bedeutung zu, da es eine unmittelbare Auswirkung auf den Zeitwert der Immobilie hat.

## Impressum

**PKF Deutschland GmbH** Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jungfernstieg 7 | 20354 Hamburg | Tel. +49 40 35552-0 | Fax +49 (0) 40 355 52-222 |

www.pkf.de

Die Inhalte dieser PKF\* Publikation können weder eine umfassende Darstellung der jeweiligen Problemstellungen sein noch den auf die Besonderheiten von Einzelfällen abgestimmten steuerlichen oder sonstigen fachlichen Rat ersetzen. Wir sind außerdem bestrebt sicherzustellen, dass die Inhalte dieser PKF\* Publikation dem aktuellen Rechtsstand entsprechen, weisen aber darauf hin, dass Änderungen der Gesetzgebung, der Rechtsprechung oder der Verwaltungsauffassung immer wieder auch kurzfristig eintreten können. Deshalb sollten Sie sich unbedingt individuell beraten lassen, bevor Sie konkrete Maßnahmen treffen oder unterlassen.

\*PKF Deutschland GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist ein Mitgliedsunternehmen des PKF International Limited Netzwerks und in Deutschland Mitglied eines Netzwerks von Wirtschaftsprüfern gemäß § 319 b HGB. Das Netzwerk besteht aus rechtlich unabhängigen Mitgliedsunternehmen. PKF Deutschland GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für Handlungen oder Unterlassungen einzelner oder mehrerer Mitgliedsunternehmen. Die Angaben nach der Dienstleistungsinformationspflichten-Verordnung sind unter www.pkf.de einsehbar.