

# Kommt 2019 die Trendwende bei den Unternehmensbewertungen?

## Aktuelle Tendenzen bei gesellschaftsrechtlich relevanten Bewertungen: Ausblick 2019

Von *Andreas Grün, André Menze und Frederic Werner*

Über nahezu zehn Jahre sind die Unternehmensbewertungen durch einen kontinuierlichen konjunkturellen Aufschwung im Zusammenspiel mit der ultralockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank auf ein historisches Niveau getrieben worden. Die Unternehmen konnten die Ergebnisse sukzessive deutlich steigern. Wie bereits in unserem „Ausblick 2018“ vor einem Jahr dargestellt (siehe [HIER](#)), gab es jedoch erste Anzeichen einer konjunkturellen Überhitzung sowie zyklusbedingter Risiken. Dies materialisierte sich in den Börsenbewertungen vor allem in der zweiten Jahreshälfte 2018.

So sorgten politische und in der Folge konjunkturelle Unsicherheiten auf den Waren- und Kapitalmärkten für rückläufige Bewertungen an den Aktienmärkten. Diese befinden sich zu Beginn 2019 im Bärenmarkt mit Kursrückgängen von mehr als 20%. Hintergrund sind unter anderem die Auswirkungen aus den zunehmenden Handelskonflikten der USA insbesondere mit China und der EU. Auch die Dynamik des bevorstehenden Brexits und die Leitzinserhöhungen der amerikanischen Zentralbank FED sorgen für zunehmende Ängste hinsichtlich eines Dämpfers der positiven konjunkturellen Entwicklungen. So ist bereits zu beobachten, dass von etablierten deutschen kapitalmarktorientierten Unternehmen im dritten und vierten Quartal 2018 zahlreiche Gewinnwarnungen abgegeben wurden.

### Risikoloser Basiszinssatz aufgrund der zunehmenden Unsicherheiten weiter auf sehr niedrigem Niveau

Nachdem sich das quasi risikolose Renditeniveau deutscher Staatsanleihen jahrelang signifikant rückläufig entwickelte und den Tiefpunkt der Rendite 30-jähriger deutscher Staatsanleihen Mitte 2016 erreichte, pendelte das langfristige risikolose Zinsniveau anschließend um einen Zinssatz von rund 1% (siehe Grafik).

In der deutschen Bewertungspraxis werden Unternehmenswerte auf Basis des Ertragswert- oder Discounted-Cashflow(DCF)-Verfahrens durch die Diskontierung erwarteter finanzieller Überschüsse mit einem

angemessenen Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz bestimmt sich auf Basis des sogenannten Capital-Asset-Pricing-Modells (CAPM), nach dem der quasi risikolose Basiszinssatz um einen unternehmensspezifischen Risikozuschlag erhöht wird. Diese Vorgehensweise ist auch in der deutschen Rechtsprechung flächendeckend akzeptiert. Während ab Februar 2017 bis August 2018 der risikolose Basiszinssatz nach der vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) vorgeschlagenen Methode auf Basis der am Kapitalmarkt vorliegenden Renditestruktur von deutschen Staatsanleihen regelmäßig mit 1,25% bemessen wurde, lag der risikolose Basiszinssatz zum Ende des

### Renditeentwicklung der 30-jährigen deutschen Bundesanleihe (Jan. 2009–Dez. 2018)



Quelle: Bloomberg L.P., New York/USA.



Kalenderjahrs 2018 bei 1,00%. Der ungerundete Stichtagsbasiszins liegt sogar leicht unterhalb von 1,00%. Insofern sich die Rezessionsanzeichen verstärken oder sogar materialisieren, könnte eine zukünftige lockere EZB-Geldpolitik zu einem noch geringeren Euro-Zinsniveau führen.

Demgegenüber ist bei rückläufigen konjunkturellen Unsicherheiten (Abschwächung der Handelskonflikte, Lösung der Zollthematik und des Brexits) ebenfalls denkbar, dass mögliche Leitzinserhöhungen im Zusammenspiel mit steigenden Inflationserwartungen für einen Anstieg des risikolosen Basiszinssatzes in Deutschland sorgen. So ist zu berücksichtigen, dass – unter anderem aufgrund der Leitzinsanhebungen der FED – das US-amerikanische Zinsniveau rund 2 Prozentpunkte oberhalb des Niveaus in Deutschland liegt. Die letzten Äußerungen der EZB aus dem Dezember 2018 deuten darauf hin, dass diese zunächst abwartet und den Leitzins frühestens Mitte des Jahres erhöhen wird, sofern es nicht zu einer Rezession kommt und der Inflationsdruck steigt.

### Marktrisikoprämie von 5,5% nach persönlichen Steuern von vielen Gerichten akzeptiert

Zu der für die Bewertungspraxis entscheidenden Frage nach der Höhe der „richtigen“ Marktrisikoprämie wurden 2018 weitere richtungweisende gerichtliche Entscheidungen getroffen. So hat eine Vielzahl an Oberlandesgerichten (etwa in Frankfurt am Main, Düsseldorf, Hamburg, Dresden und Celle) bereits eine Marktrisikoprämie von 5,5% nach persönlichen Steuern und damit die Mitte der vom IDW vorgeschlagenen

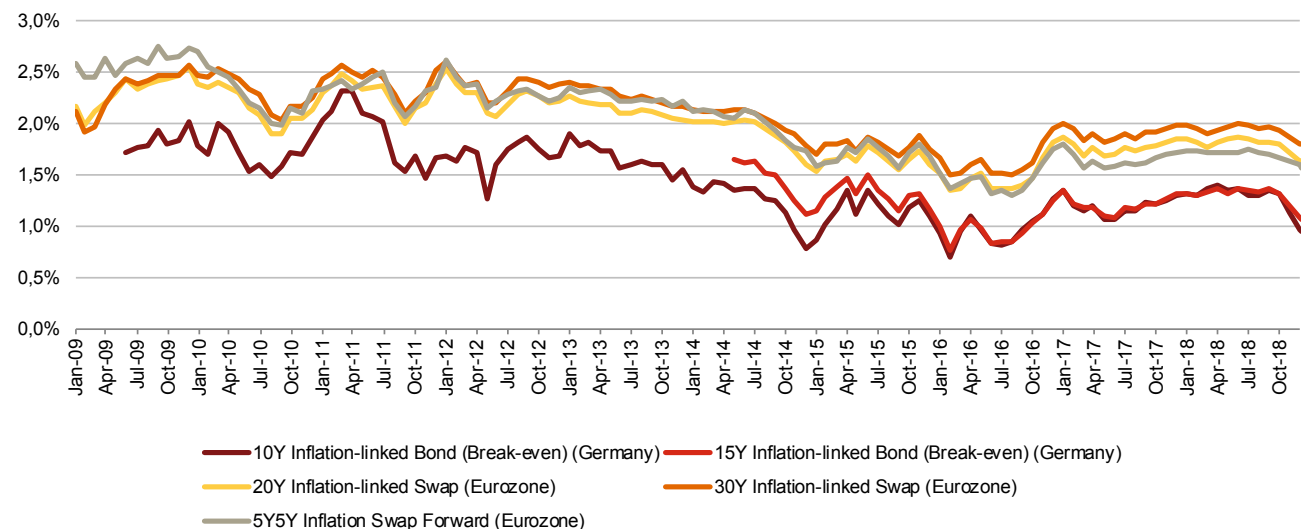
Bandbreite akzeptiert, wobei insgesamt eine tendenzielle Konvergenz zu den 5,5% ersichtlich wird. Jedoch bleibt weiter abzuwarten, ob eine vollständig gerichtsübergreifende Akzeptanz der Marktrisikoprämie von 5,5% möglich ist. So wurde beispielsweise vom OLG München die Marktrisikoprämie von 5,5% in einzelnen Entscheidungen 2018 nicht akzeptiert und auf 5,0% leicht reduziert.

Auch die aktuell Ende 2018 wieder erhöhten, am Markt beobachtbaren, impliziten Marktrisikoprämien untermauern die Angemessenheit einer Marktrisikoprämie von 5,5% (oder sogar höher) vor allem im Rahmen von Rezessionsphasen und Phasen sehr geringer risikoloser Basiszinssätze.

### Wieder rückläufige Inflationsniveaus resultieren in tendenziell geringeren Wachstumsabschlägen

In der Bewertungspraxis waren in den vergangenen Jahren für den Wachstumsabschlag überwiegend unternehmensspezifische Bandbreiten von 0,5% bis 2,0% beobachtbar. Bis 2015 wurden auf Basis einer langfristigen Inflationserwartung von 2,0% relativ stabile Wachstumsabschläge in einer Größenordnung von rund 1,0% angesetzt. Ab 2015 wurden aufgrund der geringen Inflationstendenzen vermehrt Wachstumsabschläge von unter 1,0% verwendet. Ab 2016 waren bis Mitte 2018 wieder leicht steigende Inflationsraten zu beobachten. Im letzten Quartal 2018 haben sich die Inflationsraten in Deutschland jedoch wieder leicht rückläufig ent-

Entwicklung der Inflationserwartungen (Jan. 2009–Dez. 2018)



Quelle: Bloomberg L.P., New York/USA.

wickelt. Materialisieren sich die sich abzeichnenden Konjunkturrisiken, ist mit einem weiter abnehmenden Inflationsdruck zu rechnen. Entsprechend könnten bei der Bewertung in der Zukunft wieder leicht geringere Wachstumsabschläge an Bedeutung gewinnen. Neben den Prognosen einzelner Wirtschaftsinstitute zeigen die Marktpreise inflationsgeschützter Anleihen sowie der sogenannten Inflation-linked Swaps die wieder rückläufige Entwicklung der Inflationsraten in Deutschland (siehe Grafik auf Seite 6).

### Zahlreiche Gewinnwarnungen prägten das Bild im dritten und vierten Quartal 2018

In den Unternehmensausblicken zur zukünftigen Geschäftsentwicklung war regelmäßig eine Fortschreibung des positiven konjunkturellen Status quo beobachtbar. Jedoch haben im zweiten Halbjahr 2018 zahlreiche deutsche und europäische Unternehmen sowohl die Ertrags Erwartungen für das laufende Jahr 2018 als auch den Ausblick für die Folgejahre nach unten angepasst; es gab deutlich mehr Gewinnwarnungen als in den Vorjahren. Während in den Vorjahren vor allem höhere Absatzmengen, steigende Preisniveaus sowie operative Skaleneffekte als maßgeblich für die erwarteten Ertragssteigerungen genannt wurden, wurden die Gewinnwarnungen im dritten und vierten Quartal 2018 aus unterschiedlichen Gründen erforderlich. Zum einen lassen sich wachstumsabschwächende makroökonomische Tendenzen erkennen, zum anderen werden überwiegend industriesektorspezifische und sogar unternehmensindividuelle Sachverhalte genannt. Beispielhaft zu nennen wären:

- Sättigungseffekte im Technologiesektor,
- schwächere Geschäfte mit der Automobilindustrie sowie im Automobilssektor aufgrund des Dauerstreits zum Thema Abgase sowie rückläufige Absatzzahlen in Nordamerika und China,
- Verunsicherung durch die amerikanischen Strafzölle und entsprechende Gegenmaßnahmen,
- rückläufige Investitionsfreudigkeit,
- schwächeres Geschäft in Asien (unter anderem in China) sowie Auftragsverschiebungen unter anderem von asiatischen Kunden,
- Gewinnung von Marktanteilen durch (neue) Wettbewerber,
- Erfordernisse von Investitionen in neue Technologien und entsprechende Aufwendungen,
- diverse sonstige unternehmensspezifische Faktoren, wie Rechtsstreitigkeiten, witterungsbedingte Entwicklungen und Fachkräftemangel.

### Geringere Ergebnissteigerungen im Detailplanungszeitraum

Es wird sich zeigen, ob das moderatere Niveau der Ergebniserwartungen durch die makroökonomisch gedämpften Aussichten und niedrigeren Absatzerwartungen für zahlreiche Industriesektoren ein sogenanntes „New Normal“ abbildet, was die nächsten Jahre prägen wird. So ist vor allem durch die zunehmenden Sättigungseffekte in den Technologiemarkten und die unsicheren Wirtschaftsindikatoren für China von reduzierten Wachstumserwartungen auszugehen.

Dies wird auch aus den laufend angepassten Analysenschätzungen für die Ergebnisniveaus in den folgenden Jahren für die einzelnen Unternehmen ersichtlich.

Hinsichtlich der zugrundeliegenden Planungsrechnungen für die detailliert geplanten Jahre ist derzeit von im Durchschnitt geringeren Steigerungen der operativen Ergebnisbeiträge im Vergleich zu den Vorjahren auszugehen.

Für die vom Management erstellten aktuellen Planungsrechnungen stellt sich die Situation jedoch vielschichtiger dar. So wurden bei vielen Konzernen die wesentlichen Planungsparameter bereits im (Spät-)Sommer oder Herbst 2018 fixiert. Somit sind diese aktuell eher rückläufigen Entwicklungen in Planungsrechnungen häufig noch nicht (ausreichend) abgebildet. Des Weiteren ist es erforderlich, spezielle Szenarien (unter anderem Ausgestaltung des Brexits, Ausmaß der Handelskonflikte und Zölle, Entwicklung des Technologiesektors, Nachfrage und Investorenverhalten aus Asien) zu simulieren. Die bereits im vergangenen Jahr von uns erwartete steigende Volatilität sowohl in den Ergebnissen der Unternehmen im Speziellen als auch an den Aktienmärkten ist somit eingetreten. Damit wird die Plausibilisierung der Planungsrechnung facettenreicher und vielschichtiger.

### Anpassungen des Ertragsniveaus in der Detailplanungsphase

Daraus leitet sich die zentrale Frage ab, inwiefern die vorliegenden Planungsrechnungen für Zwecke der Unternehmensbewertung angepasst werden müssen. So ist im Bewertungskontext dem sogenannten Stichtagsprinzip bei der Abbildung der aktuellen Bewertungs- und Planungsparameter Rechnung zu tragen. Da die getrübbten Ausblicke Ende 2018 jedoch noch nicht oder nicht in einem ausreichenden Umfang in den Planungsrechnungen berücksichtigt sind, wäre es bewertungstech- ►

nisch sachgerecht, entsprechende Planungsanpassungen durch den Bewerter vorzunehmen. Jedoch gehen die Gerichte – beispielsweise im Rahmen von Spruchverfahren – sehr restriktiv mit der Akzeptanz von derartigen wertreduzierenden Plananpassungen um, und die sogenannte Planungsprärogative des Managements ist rechtlich tendenziell etabliert. Daher ist mit Spannung zu erwarten, inwiefern solche Planungsanpassungen an ein aktuell reduziertes Ergebnisniveau erforderlich sind und ob diese notwendige Anpassung im Nachgang auch von den Gerichten akzeptiert wird.

### Zunehmende Bedeutung von Ausfallrisiken und Distressed-Bewertungen?

Insofern sich die Rezessionsfaktoren verschärfen, dürften auch die Berücksichtigung von Ausfallrisiken und sogenannten Distressed-Bewertungen erheblich an Bedeutung gewinnen. Auch wenn diese Risiken nur vereinzelt in gerichtlichen Entscheidungen thematisiert wurden und eine entsprechende Rechtssicherheit somit fehlt, ist ihre Berücksichtigung ökonomisch und bewertungstechnisch erforderlich. Auch hier muss sich zeigen, inwieweit diese Ausfallrisiken bei einer weiteren Einprägung der konjunkturellen Parameter eingepreist werden und welcher methodische Ansatz dabei auf die Akzeptanz der Gerichte stößt.

### Wertauswirkungen erheblich durch Unternehmensspezifika geprägt

Für 2019 werden in Verbindung mit den dargelegten Parameterkonstellationen diverse Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung erwartet, die sich wie folgt skizzieren lassen (siehe Tabelle):

Bewertungsparameter	Erwartungshaltung	Auswirkung auf den Unternehmenswert	Abschätzung der Größenordnung (pauschaliert, c.p.)
Basiszinssatz	Auf ähnlichem Niveau	Neutral	Eine Erhöhung um 0,5 Prozentpunkte führt zu rund 5–10% geringeren Unternehmenswerten
Wachstumsabschlag	Leicht abnehmend gegenüber 2018	Wertreduzierend	0,5 Prozentpunkte führen zu rund 2–10% geringeren Unternehmenswerten
Steigerung der Gesamtleistung im Detailplanungszeitraum	Abnehmend gegenüber 2018	Wertreduzierend	10% geringere Gesamtleistung führt zu 2–5% geringeren Unternehmenswerten (bei unveränderter ewiger Rente)
Grenzproduktionskosten	Ähnlich gegenüber 2018	Neutral	Unternehmensspezifisch
Investitionen im Detailplanungszeitraum	Leicht abnehmend gegenüber 2018	Werterhöhend	Unternehmensspezifisch
Zahlungsströme in der ewigen Rente	Leicht abnehmend gegenüber 2018	Wertreduzierend	Unternehmensspezifisch
Euro/US-Dollar-Wechselkurs	Aufgewertet gegenüber Ende 2018	Wertreduzierend bei Exportunternehmen	Unternehmensspezifisch

### Richtungweisende und fallübergreifende Urteile zur Länderrisikoprämie, zu Unternehmensteuern und diskontiertem Ausgleich erwartet

Länderspezifische Risiken werden mittels einer üblichen und anerkannten Vorgehensweise intersubjektiv nachprüfbar und basierend auf verfügbaren Kapitalmarktdaten abgeleitet. Die Angemessenheit dieses Vorgehens wurde bereits von einzelnen Gerichten (OLG Düsseldorf, LG Hamburg) anerkannt. Insgesamt nehmen Länderrisiken und ihre Berücksichtigung im Rahmen von Unternehmensbewertungen jedoch in der aktienrechtlichen Rechtsprechung im Gegensatz zu ihrer Wertrelevanz bisher einen nur geringen Stellenwert ein. Vor diesem Hintergrund sind wir mit Blick auf mehrere derzeit anhängige Verfahren gespannt, was das Jahr 2019 an Entscheidungen diesbezüglich bringen wird.

Hinsichtlich des Themenkomplexes „Unternehmenssteuern“ ist neben den geänderten steuerlichen Rahmenbedingungen in den USA und der Diskussion um die Abschaffung des Solidaritätszuschlags die Neuregelung des § 8c KStG von verstärktem Interesse. Bezüglich des quotalen Untergangs bestehender steuerlicher Verlustvorträge im Rahmen eines schädlichen Anteils-eignerwechsels wurde vom Gesetzgeber mit dem Jahressteuergesetz 2018 rückwirkend die durch das BVerfG (Beschluss vom 29.03.2017 – 2 BvL 6/11) als verfassungswidrig erkannte Regelung des § 8c Abs. 1 Satz 1 KStG a.F. nicht nur für den vom BVerfG beurteilten Zeitraum 2008 bis 2015, sondern auch für Zeiträume danach gestrichen. Diese sah einen anteiligen Verlustuntergang vor, wenn innerhalb eines Zeitraums von fünf Jahren eine Anteilsübertragung von 25% bis 50% stattgefunden hat. Die ►

Regelung zum vollständigen Verlustuntergang bei einer Anteilsübertragung von mehr als 50% innerhalb von fünf Jahren bleibt trotz auch hier bestehender Zweifel an ihrer Verfassungsmäßigkeit unverändert bestehen. Des Weiteren hatte sich der EuGH mit der Frage zu beschäftigen, ob die Sanierungsklausel des § 8c Abs. 1a KStG zum Erhalt der Verlustvorträge trotz Anteilseignerwechsels im Sanierungsfall, wie von der EU-Kommission festgestellt, eine unzulässige Beihilfe darstellt. Dies hat er mit Urteil vom 28.06.2018 (Rs. C-203/16) verneint. Dennoch sind die Nutzbarkeit von vor einer Übernahme bestehenden steuerlichen Verlustvorträgen und deren Berücksichtigung in der Unternehmensbewertung nach wie vor mit erhöhter Unsicherheit behaftet.

---

„Risiken werden mittels einer üblichen und anerkannten Vorgehensweise intersubjektiv nachprüfbar und basierend auf verfügbaren Kapitalmarktdaten abgeleitet.“

---

Seit einem zentralen BGH-Beschluss (Az. II ZB 25/14; vom 12.01.2016), in dem der zuständige Senat entschieden hat, dass der Ertragswert eine Wertuntergrenze bei der Bemessung der Barabfindung im Rahmen eines Squeeze-outs darstellt und nicht der geringere Barwert der diskontierten Ausgleichszahlungen (sogenannter diskontierter Ausgleich), haben sich einzelne Gerichte mit der vom BGH explizit offengelassenen Frage

beschäftigt, inwiefern der diskontierte Ausgleich eine weitere mögliche Wertuntergrenze darstellen könne, sofern dieser oberhalb des Ertragswerts liegt. Diese Frage ist aufgrund der divergierenden Entscheidungen der Gerichte weiterhin umstritten. Während sich das OLG Frankfurt am Main (Az. 21 W 69/14; vom 05.02.2016) seit dem BGH-Beschluss zunächst für eine Heranziehung als (alleinigen) Wertmaßstab ausgesprochen hat, lässt das OLG Frankfurt am Main (Az. 21 W 37/12; vom 17.01.2017) analog zum OLG Stuttgart (Az. 20 W 2/13; vom 21.08.2018) in jüngeren Entscheidungen die Beantwortung dieser Frage explizit unbeantwortet; in den zu entscheidenden Fällen lag der abfindungsrelevante Börsenwert oberhalb des diskontierten Ausgleichs. Demgegenüber lehnen sowohl das OLG Düsseldorf (Az. I-26 W 2/16; vom 15.11.2016) als auch in einer aktuellen Entscheidung das LG Hannover (Az. 23 AktE 73/17; vom 01.11.2018) die Bemessung der Wertuntergrenze im Rahmen eines Squeeze-outs auf Grundlage der diskontierten Ausgleichszahlung entschieden ab. Die künftige Rechtsprechung der zuständigen Gerichte und insbesondere eine abschließende Beurteilung seitens des BGH wird mit großem Interesse verfolgt werden.

### Ausblick

Auch 2019 werden wieder diverse bewertungsrelevante Fragestellungen im Fokus der Diskussion stehen. Insbesondere wird sich zeigen, inwiefern Anpassungen durch den Bewerter an ein normalisiertes Niveau der Planungsrechnungen in der Detailplanungsphase erforderlich sein werden und wie die Akzeptanz seitens der entscheidenden Gerichte sein wird.

Des Weiteren werden die Antworten auf die Fragen nach einer weiteren Konvergenz hin zu einer einheitlichen Marktrisikoprämie von 5,5% nach persönlichen Steuern, die Berücksichtigung von Ausfallrisiken und Bonitätsabschlägen bei zunehmenden Rezessionsindikatoren und die Relevanz des diskontierten Ausgleichs bei der Bemessung der Barabfindung im Rahmen eines Squeeze-outs als weitere Wertuntergrenze mit Spannung erwartet. ◀



**Andreas Grün,**  
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Partner,  
PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main

andreas.gruen@de.pwc.com  
www.pwc.de



**André Menze,**  
Aktuar (DAV), CFA, PricewaterhouseCoopers GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,  
Frankfurt am Main

a.menze@de.pwc.com  
www.pwc.de



**Frederic Werner,**  
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater,  
PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf

frederic.werner@de.pwc.com  
www.pwc.de