

Auf den .Punkt gebracht!

Der Fall – die Lösung

# Fair Value-Bewertung von KMU-Beteiligungen

## Der Fall – die Lösung

Tobias Hüttche und Fabian Schmid



Prof. Dr. rer. pol. **Tobias Hüttche**, Wirtschaftsprüfer, Certified Valuation Analyst (CVA), Leiter Institut für Finanzmanagement, Hochschule für Wirtschaft FHNW, Basel. E-Mail: tobias.huettche@fhnw.ch



Dr. rer. pol. **Fabian Schmid**, Certified Valuation Analyst (CVA), Geschäftsführer wevalue AG, Rheinfelden. E-Mail: fabian.schmid@wevalue.ch

### 1. Der Fall

Die Brau AG ist eine kapitalmarktorientierte Gesellschaft mit Sitz in Zürich (Schweiz). Das Unternehmen ist im *domestic standard* der Schweizer Börse gelistet und wendet den nationalen Rechnungslegungsstandard (Swiss GAAP FER) an. Ein Wechsel in den *international standard* ist geplant, auch die Rechnungslegung soll auf IFRS umgestellt werden.

Das Unternehmen beteiligt sich an einer Vielzahl seiner Kunden direkt und mit einer Beteiligung von bis zu 10%. Die Brau AG hat die Absicht, diese Anteile langfristig zu halten und damit u.a. den Vertriebsweg zu sichern. Nach den bislang geltenden Regelungen werden alle Beteiligungen zu den (fortgeführten) Anschaffungskosten bewertet (FER 2.12). Die Brau AG würde diese **einfache und unkomplizierte Verfahrensweise** auch unter IFRS gerne beibehalten.

erlaubte, besteht diese Möglichkeit nach IFRS 9 nun nicht mehr.

Zwar enthält IFRS 9.B 5.2.3 f. eine **Erleichterung für Eigenkapitalinstrumente ohne Marktpreis**. Danach können in begrenzten Fällen, wenn es keine aktuelleren Informationen gibt oder eine weite Bandbreite möglicher Schätzwerte besteht, die Anschaffungskosten der beste Schätzwert für den Fair Value sein. Allerdings wird dies nur bei sehr stabilen Verhältnissen und auch nur für einen begrenzten Zeitraum der Fall sein. Diese Ausnahme wird also nur für das Jahr der Anschaffung und die folgenden zwei bis drei Jahre relevant sein.<sup>1</sup> Die KMU-Beteiligungen sind daher **zwingend zum Fair Value** zu bewerten.

---

**Für Beteiligungen an KMU liegt typischerweise keine Preisnotierung auf einem aktiven Markt vor, sodass deren Fair Value nicht beobachtet, sondern nur berechnet werden kann. Während IAS 39.46c in diesen Fällen noch eine Bewertung zu den Anschaffungskosten erlaubte, besteht diese Möglichkeit nach IFRS 9 nun nicht mehr.**

---

### 2. Die Analyse

#### 2.1. Bewertung zum Fair Value

Nach IFRS 9 folgt die Bewertung eines Finanzinstruments seiner Klassifizierung. Bei den hier interessierenden Beteiligungen sind die sog. Zahlungsstrombedingungen des IFRS 9.4.1.2.b nicht erfüllt, da die daraus generierten Cashflows nicht nur Zins- und Tilgungszahlungen auf den ausstehenden Kapitalbetrag darstellen. Entsprechend kommt eine – unkomplizierte und einfache – Bewertung zu den fortgeführten Anschaffungskosten zunächst nicht in Betracht.

Für Beteiligungen an KMU liegt typischerweise keine Preisnotierung auf einem aktiven Markt vor, sodass deren Fair Value nicht beobachtet, sondern nur berechnet werden kann. Während IAS 39.46c in diesen Fällen noch eine Bewertung zu den Anschaffungskosten

Da die Beteiligungen nicht zu Handelszwecken gehalten werden, sondern als langfristige und strategische Investition, kann die Brau AG das Wahlrecht ausüben, Gewinne und Verluste unwiderruflich im sonstigen Ergebnis zu zeigen. Dies hat auf der einen Seite den Vorteil, dass keine Wertminderungen erfolgswirksam erfasst werden und entsprechend auch **kein Wertminderungstest** erforderlich ist. Auf der anderen Seite sind bei dieser Kategorie nach IFRS 7.11A Angaben zum Fair Value einer jeden für wesentlich erachteten Investition erforderlich, was von Nachteil ist. Im

#### Keywords:

- IFRS 9
- IFRS 13
- IFRS 7
- Fair Value
- Unternehmensbewertung
- DCF-Verfahren
- IFRS 9
- KMU-Beteiligung

<sup>1</sup> Vgl. *Grünberger*, IFRS 2018, 15. Aufl. 2018, 167.

vorliegenden Fall wird man aus Gründen der Wesentlichkeit wohl von Einzelangaben absehen können, jedoch wird eine zusammenfassende Angabe erforderlich sein.<sup>2</sup>

## 2.2. DCF-Bewertung

Da für die Beteiligungen keine Marktpreise beobachtbar sind, muss deren Fair Value berechnet werden. Für die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen werden üblicherweise **Zukunftserfolgsverfahren** – wie Ertragswert- oder DCF-Verfahren – verwendet und je nach Lage alternativ, ergänzend oder zumindest plausibilisierend auch marktpreisorientierte Verfahren (Multiplikatoren).

IFRS 13.67 verlangt bei der Auswahl der Bewertungsverfahren eine größtmögliche Objektivierung („*valuation techniques used to measure fair value shall maximise the use of relevant observable inputs and minimise the use of unobservable inputs*“). Dies scheint prima facie für Bewertungsmethoden wie Multiplikatoren zu sprechen, die ja am Markt beobachtet werden können. Allerdings sind diese in reiner Form nur für börsennotierte Unternehmen verfügbar. Um diese auf KMU anwenden zu können, sind Anpassungen erforderlich, sodass der Objektivierungsbeitrag fragwürdig ist. Bei dieser Sichtweise wird man dann zum Ergebnis kommen können, dass – da keine Bewertungsmethode bei KMU-Beteiligungen klar auf Marktprämissen fußt – der Fair Value unter begründeter Gewichtung mehrerer Verfahren bestimmt werden kann.<sup>3</sup> Insofern kann der bei der Bewertung von KMU **übliche Methodenmix** (Zukunftserfolgsverfahren und Multiplikatoren) auch zur Bestimmung des Fair Value verwendet werden.

## 2.3. Wertrelevante Faktoren

Bei der Ermittlung des Fair Value ist die Sichtweise eines beliebigen Marktteilnehmers einzunehmen und auf seine Prämissen und Annahmen bei der Stellung eines (Exit-)Preises abzustellen. Dabei kommt es allein auf die Eigenschaften des Bewertungsobjekts an, also Art und Höhe der Beteiligungen. IFRS 13.69 erlaubt in beiden Fällen eine Adjustierung: Der für KMU-Beteiligungen typischen **Illiquidität** des Marktes kann durch einen Abschlag ebenso Rechnung getra-

gen werden wie den Einflussmöglichkeiten mittels **Paketzuschlags**. An welcher Stelle dies methodisch erfolgt – also bei den finanziellen Überschüssen, den Kapitalkosten oder am Ende beim Anteilswert – ist jedenfalls durch den Standard nicht festgelegt.

Ausdrücklich untersagt sind Abschläge, die sich aus einem geringen Marktvolumen ergeben, wenn also bspw. der gesamte Aktienbestand eines Unternehmens nur unter Hinnahme erheblicher Abschläge auf einem engen Markt untergebracht werden könnte.

Fraglich ist, ob die bei der Bewertung von KMU stets diskutierte **Übertragbarkeit der Ertragskraft** eine Rolle spielt. Vermutlich sind die in Rede stehenden Geschäftsmodelle der Beteiligungen (bspw. Systemgastronomie, Biergarten oder Sterneküche) in unterschiedlichem Maße von einzelnen Personen abhängig. Würden diese bei einem Verkauf „wegfallen“, würde der beliebige Marktteilnehmer dies sicher berücksichtigen. Zu einem solchen Ergebnis würde man jedoch nur dann gelangen, wenn die Beteiligung indirekt bewertet werden würde, also als Prozentsatz des bei einem Verkauf des gesamten Unternehmens zu erwartenden Verkaufspreises. Vorliegend ist jedoch eine **direkte Bewertung** des von der Brau AG gehaltenen Anteils erforderlich, die ohne „Weiteres die Konstanz der anderen Beteiligungsverhältnisse unterstellen kann.“

## 3. Lösung

Die in Rede stehenden Beteiligungen sind nach IFRS 9 zum Fair Value zu bewerten – ob dies erfolgswirksam oder erfolgsneutral erfolgen soll, wäre nach Maßgabe der damit verbundenen Erfolgseffekte und Anhangangaben zu entscheiden.

Der Fair Value kann mit einer „**handelsüblichen**“ **DCF-Bewertung** – begleitet oder validiert durch Multiplikatoren – berechnet werden. Wertkorrekturen, die sich aus der Höhe der Beteiligung (Paketzuschläge) und ihrer schweren Vermarktbarkeit (Illiquiditätsabschläge) ergeben, sind zulässig.

Zu beachten ist, dass die Beteiligungen alleine auf Basis der daraus erwarteten

finanziellen Überschüsse bewertet werden. Vorteile aus der damit verbundenen Kundenbeziehung (bspw. ein vorteilhafter Bierliefervertrag) wären nicht zu berücksichtigen, da sie für andere Marktteilnehmer nicht greifbar wären.

Insgesamt bewegt man sich bei dieser Fair Value-Bewertung auf der **untersten Stufe der Hierarchie**. Schon bei der Ableitung der Stromgrößen aus der Unternehmensplanung wird man sich notgedrungen auf „level 3“ bewegen. Objektivierbar sind allenfalls die Annahmen und Prämissen der Planung und des Finanzmodells. Damit sind weitere umfangreiche Anhangangaben verbunden.

Auch bei den Kapitalkosten wird man sich mit Ausnahme des aus einer Zinsstrukturkurve abgeleiteten risikofreien Zinses, wohl ausschließlich auf „level 3“ bewegen. Selbst wenn man zur Schätzung von KMU-Betas auf Börsenkurse vergleichbarer Firmen (*peer group*) zurückgreift, müssen diese beobachtbaren Informationen angepasst werden. Damit findet eine Umklassifizierung von „level 2“ auf „level 3“ statt.<sup>4</sup>

## 4. Praxistipps

Auch KMU-Beteiligungen müssen nach IFRS **grundsätzlich zum Fair Value** bewertet werden. Dies bedeutet – gemessen an einer Bewertung zu den fortgeführten Anschaffungskosten – einen erheblichen Mehraufwand. Es gilt auch, praktische und rechtliche Probleme zu lösen: Selbst wenn die Beteiligungen über Unternehmensplanungen verfügen – was angesichts der Größe und der Branche schon nicht selbstverständlich ist – werden diese einem Minderheitsgesellschaftler nicht ohne „Weiteres ausgehändigt werden. Ersteres erfordert **vereinfachende Annahmen** bei der Bewertung, die offenzulegen sind. Letzteres **vertragliche Vereinbarungen**, die verhandelt werden müssen.

**IRZ**

<sup>2</sup> Vgl. EY, IFRS 9 für Nicht-Finanzinstitute, Mai 2016, 20.

<sup>3</sup> Vgl. Lüdenbach/Hoffmann/Freiberg, Haufe IFRS-Kommentar, 17. Auflage 2019, § 8a, Tz. 51.

<sup>4</sup> Vgl. Lüdenbach/Hoffmann/Freiberg, Haufe-IFRS Kommentar, 17. Auflage 2019, § 8a, Tz. 39.