

# Valuation News

Deal Advisory

Herbst 2020

## Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen mit dieser 30. Ausgabe unserer Valuation News weitere aktuelle Themen der Bewertung von Unternehmen und Vermögenswerten vorstellen zu können.

Im ersten Beitrag stellen wir die KPMG PPA-Benchmarking-Datenbank vor, die eine branchenspezifische Analyse zu erwartender immaterieller Vermögenswerte und die Abschätzung der Höhe des Goodwills im Rahmen einer Transaktion ermöglicht. Anschließend erläutern wir, wie im Rahmen der Bewertung von Startups Transparenz über die bestehenden Risiken der jungen Unternehmen hergestellt werden kann, wie diese Risiken im Bewertungskalkül Berücksichtigung finden und ob die Besonderheiten von Startups besondere Bewertungsverfahren benötigen. Im dritten Artikel beleuchten wir den Werthaltigkeitstest von Beteiligungen im handelsrechtlichen Jahresabschluss und analysieren, welche Synergien bei der Ermittlung des beizulegenden Werts gemäß IDW RS HFA 10 zu berücksichtigen sind.

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

Ergänzend möchten wir Sie auf den im IDW-Verlag erschienenen Sammelband „Praxiswissen Unternehmensbewertung – Kurzbeiträge zu aktuellen Bewertungsthemen“ hinweisen, der Beiträge aus früheren Valuation News systematisiert und aktualisiert umfasst.

Mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Marc Castedello  
Partner

Stefan Schöniger  
Partner

## Inhalt

### PPA-Benchmarking

Vermögenswerte und Goodwill im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen

Seite 2

### Start-up-Bewertungen

Auf die Transparenz kommt es an

Seite 6

### Werthaltigkeitstest von Beteiligungen nach IDW RS HFA 10

Berücksichtigung von Synergien

Seite 9

# PPA-Benchmarking – Vermögenswerte und Goodwill im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen

Eine erste Analyse der zu erwartenden immateriellen Vermögenswerte und die Abschätzung der Höhe des Goodwills im Rahmen einer Transaktion oder die Plausibilisierung von Bewertungsergebnissen – das sind nur zwei Beispiele aufgrund derer die Studien zu Purchase Price Allocations von KPMG aus den Jahren 2009 und 2017 auf großes Interesse gestoßen sind. Mittlerweile werden sämtliche neu verfügbaren Transaktionsdaten laufend erfasst und erweitern so permanent die KPMG PPA-Benchmarking-Datenbank. Damit können Analysen nunmehr zu jedem beliebigen Zeitpunkt vorgenommen werden. Entsprechend finden die PPA-Benchmarking-Daten auch in der KPMG Online Solution „Pre-Deal PPA – Mehr Transparenz für klare Kaufentscheidungen“ Verwendung.

## Grundlagen einer Purchase Price Allocation (PPA)

Für alle nach IFRS bilanzierenden Unternehmen ist die bilanzielle Abbildung eines Unternehmenszusammenschlusses im International Financial Reporting Standard 3 Unternehmenszusammenschlüsse (IFRS 3) geregelt. Demnach liegt ein solcher immer dann vor, sobald die erworbenen Vermögenswerte und übernommenen Schulden einen Geschäftsbetrieb darstellen. Jeder Unternehmenszusammenschluss ist dann anhand der sogenannten Erwerbsmethode zu bilanzieren. Im Rahmen der Erwerbsmethode sind die beizulegenden Zeitwerte von sämtlichen erworbenen materiellen und immateriellen Vermögenswerten sowie von den übernommenen Schulden und Eventualschulden des erworbenen Unternehmens zum Erwerbszeitpunkt zu bestimmen. Unter Gegenüberstellung des sich so ergebenden anteiligen Nettovermögens zu Zeitwerten des erworbenen Unternehmens und der übertragenen Gegenleistung (zum Beispiel Zahlungsmittel, sonstige Vermögenswerte, übernommene Schulden des ehemaligen Eigentümers, bedingte Gegenleistungen) ergibt sich nach Berücksichtigung latenter Steuern in der Regel ein Geschäfts- oder Firmenwert (Goodwill).

Zentrale Herausforderungen bei einer PPA sind zum einen, die vor der Transaktion in der Regel nicht bilanzierten – da selbst geschaffenen – immateriellen Vermögenswerte wie Auftragsbestand, Kundenbeziehungen, Markenrechte, Technologien etc. zu identifizieren, und zum anderen, sämtliche erworbenen Vermögenswerte und übernommenen Schulden zum jeweiligen beizulegenden Zeitwert zu bewerten.

Durch die PPA wird nach dem Unternehmenszusammenschluss sowohl das Bilanzbild des Konzernabschlusses des Erwerbers als auch dessen zukünftige Konzern-Ertragslage signifikant beeinflusst. Die Höhe und zeitliche Verteilung der zukünftigen Abschreibungsbelastung hängen maßgeblich von der Art und der Höhe des beizulegenden Zeitwerts der jeweils angesetzten Vermögenswerte und Schulden ab. Je nachdem, ob und über welchen Zeitraum und nach welcher Methode zum Beispiel immaterielle Vermögenswerte abgeschrieben werden, ergeben sich unterschiedliche Effekte auf das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT). Somit kann eine PPA auch Auswirkungen auf zuvor in Kreditverträgen festgelegte Kennzahlen (Covenants) haben.

Umso wichtiger ist es, sich bereits frühzeitig mit den möglichen bilan-

ziellen Auswirkungen einer Unternehmenstransaktion auseinanderzusetzen, idealerweise noch in der Anbahnungsphase der Transaktion. Da in dieser Phase der Datenzugang oft limitiert ist und wichtige Informationen über die einzelnen erworbenen Vermögenswerte, wie beispielsweise Patentschutz, Laufzeiten oder relevante Ergebnisströme, nicht zur Verfügung stehen, können Erfahrungswerte aus früheren PPAs einen wichtigen Anhaltspunkt darstellen. Solche Erfahrungswerte – sie dienen auch der Plausibilisierung und Verifizierung von PPA-Ergebnissen nach einem Unternehmenszusammenschluss – werden in der PPA-Benchmarking-Datenbank aufgenommen und systematisch ausgewertet.

## Aufbau und Struktur des PPA-Benchmarkings und Analysen

Ein PPA-Benchmarking verfolgt, bezogen auf die bilanzielle Abbildung ausgewählter Unternehmenszusammenschlüsse, folgende Ziele:

- Ermittlung des relativen Anteils der identifizierten immateriellen und wesentlichen materiellen Vermögenswerte sowie des Goodwills am jeweiligen Unternehmensgesamtwert
- Branchenspezifische Auswertung des relativen Anteils iden-

<sup>1</sup> Die Bezeichnung „Vermögenswert“ wird nachfolgend rechnungslegungsneutral verwendet und ist nicht im Sinne der IFRS zu verstehen.

tifizierter Kategorien immaterieller Vermögenswerte am Unternehmensgesamtwert

- Erläuterung der erfassten wesentlichen branchenspezifischen immateriellen Vermögenswerte anhand typischer Wertschöpfungsketten in den einzelnen Branchen
- Auswertung bewertungsspezifischer Parameter wie Nutzungsdauer und Lizenzraten

Insgesamt wurden mehr als 700 Transaktionen aus 15 Branchen untersucht. Die Studie basiert im Wesentlichen auf Transaktionen aus dem Zeitfenster von 2008 bis heute.

Die hierbei gesondert betrachteten Branchen sind in der untenstehenden Grafik aufgeführt. Die Branchen können in weitere Unterkategorien untergliedert und auch auf dieser Ebene analysiert werden. Beispielsweise kann im

im Rahmen der Studie ist das Vorhandensein von Informationen zum erworbenen Goodwill und zumindest der Summe der erworbenen immateriellen Vermögenswerte. Für rund 550 der untersuchten Transaktionen waren Informationen zu den immateriellen Vermögenswerten (bspw. marketing-, technologie-, kunden-, vertragsbezogen usw.) verfügbar.

Der regionale Fokus der Studie liegt auf dem europäischen und nordamerikanischen Raum, sowohl was den Erwerber als auch das Zielunternehmen angeht. Die Datenbasis setzt sich aus öffentlich verfügbaren Informationen (PPA-Daten aus öffentlich zugänglichen Geschäftsberichten) und eigenen Beobachtungen zusammen. Die Datenbasis des PPA-Benchmarkings wird laufend um neue Transaktionen erweitert und damit permanent aktualisiert.

Dieser durchschnittliche Wert schwankt jedoch deutlich in Abhängigkeit von der Branche. So weisen anlagenintensive Branchen wie Energy, Natural Resources & Utilities mit rund 32 % und Chemicals mit rund 39 % eine relativ geringe Goodwillquote auf. Dagegen liegt die Branche Healthcare mit einer Goodwillquote von rund 77 % am oberen Ende der Bandbreite, da dort regelmäßig wesentliche Wertkomponenten, wie das Know-how der Mitarbeiter, der Zugang zu Märkten oder regionale Präsenz nicht einzeln ansatzfähig sind und somit im Goodwill erfasst werden.

Die Analyse der Verteilung der erworbenen immateriellen Vermögenswerte (ohne Goodwill) im Detail zeigt, dass kundenbezogene immaterielle Vermögenswerte im Durchschnitt über alle Branchen hinweg den größten Anteil am Unternehmensgesamtwert

### Branchen der PPA-Datenbank

Automotive	Building, Construction & Real Estate	Chemicals	Pharmaceutical, Biotechnology & Life Sciences	Communications & Media
Electronics, Software & Services	Energy, Natural Resources & Utilities	Financials	Healthcare	Hospitality, Travel & Leisure
Retailing	Transportation	Food, Drink & Consumer Goods	Diversified Industrials	Services

Quelle: KPMG, Deutschland, 2020

Bereich Automotive nach den Unterkategorien Automobilhersteller (OEMs) und Automobilzulieferer oder im Bereich Chemicals nach den Unterkategorien Commodity Chemicals, Fertilizers and Agricultural Chemicals, Industrial Gases und Specialty Chemicals unterschieden werden.

Die Mindestanforderung zur Berücksichtigung einer Transaktion

### Ausgewählte Analysen

Im Folgenden werden ausgewählte Analysen zusammengefasst.

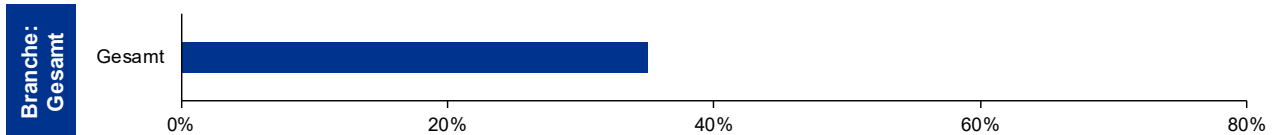
Im Durchschnitt über die ausgewerteten Transaktionen ergibt sich ein prozentualer Anteil des Goodwills zum Gesamtwert des erworbenen Unternehmens von knapp 50 %.

ausmachen, während technologiebezogene und marketingbezogene immaterielle Vermögenswerte im Durchschnitt jeweils einen halb so hohen Anteil aufweisen. Deutliche sektorale Unterschiede konnten allerdings auch bei dem relativen Anteil der identifizierten immateriellen Vermögenswerte am jeweiligen Unternehmensgesamtwert festgestellt werden. So nehmen beispielsweise in der Branche

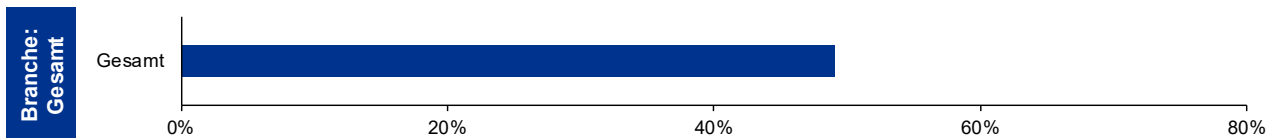
Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Science technologiebezogene immaterielle Vermögenswerte mit rund 21 % am Unternehmensgesamtwert den größten Anteil der immateriellen Vermögenswerte ein.

## Überblick: Ergebnisse der KPMG PPA Studie 2017

### Erworbene immaterielle Vermögenswerte (aggregiert) im Verhältnis zum Unternehmensgesamtwert



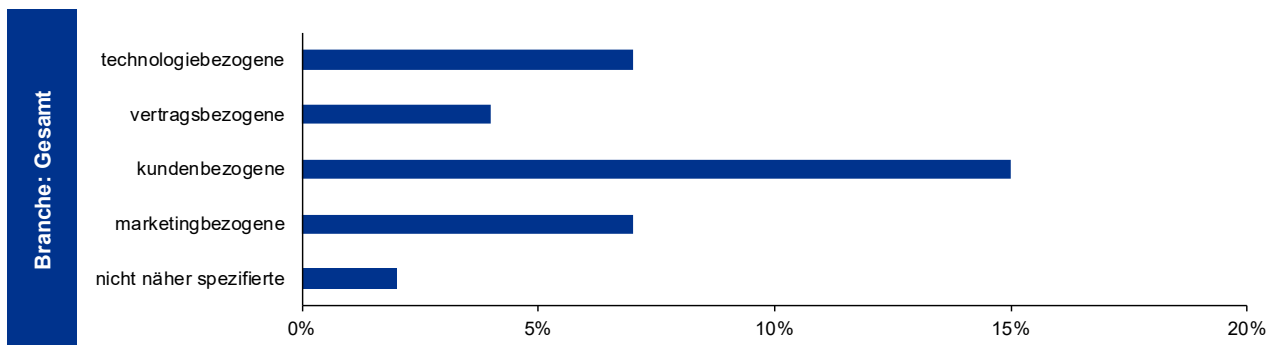
### Erworbener Goodwill im Verhältnis zum Unternehmensgesamtwert



Quelle: KPMG, Deutschland, 2020

## Verteilung erworbener immaterieller Vermögenswerte

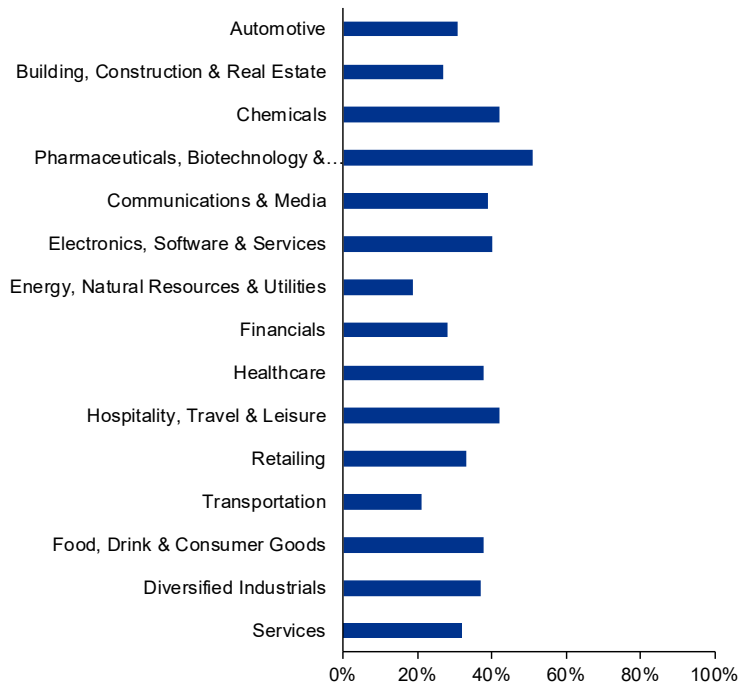
### Erworbene immaterielle Vermögenswerte (detailliert) im Verhältnis zum Unternehmensgesamtwert



Quelle: KPMG, Deutschland, 2020

## Anteil erworbener immaterieller Vermögenswerte nach Branchen

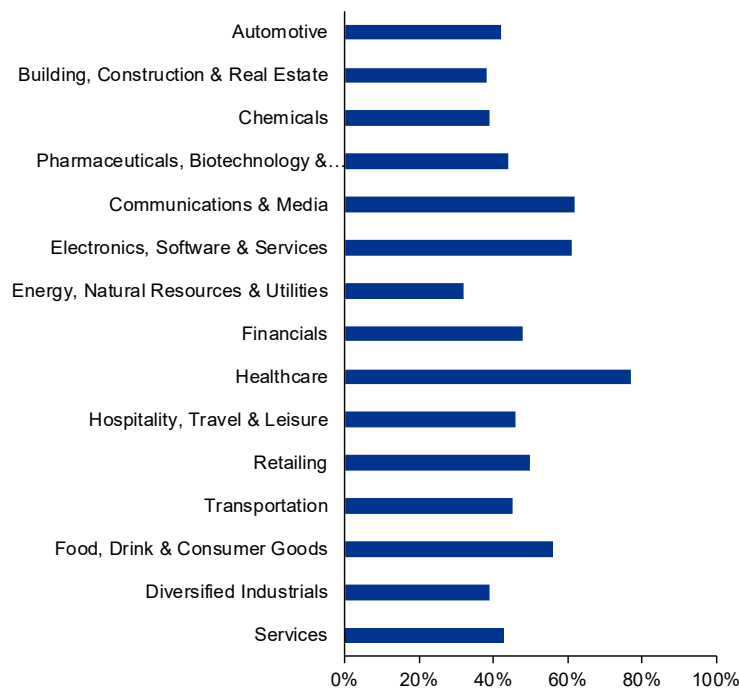
Erworbene immaterielle Vermögenswerte (aggregiert) im Verhältnis zum Unternehmensgesamtwert



Quelle: KPMG, Deutschland, 2020

## Anteil erworbener Goodwill nach Branchen

Erworbener Goodwill im Verhältnis zum Unternehmensgesamtwert



Quelle: KPMG, Deutschland, 2020

# Start-up-Bewertungen – auf die Transparenz kommt es an

Volatile Kapitalmärkte aufgrund krisenbedingter Korrekturen wirken auch auf Transaktionen im Start-up-Umfeld. Neben die ohnehin bestehenden start-up-spezifischen Risiken treten die allgemeinen Marktrisiken verstärkt hinzu. Dies kann von Investoren zum Anlass genommen werden, den Gründern im Exit-Fall nicht das volle Wertpotenzial zu vergüten, soweit nicht hinreichend Transparenz über bestehende Risiken besteht. Neben der Risikotransparenz stellt sich zudem die Frage, wie diese im Bewertungskalkül Berücksichtigung findet und ob die Besonderheiten von Start-ups besondere Bewertungsverfahren benötigen.

## **Bewertung von Start-ups – (k)eine Frage der Bewertungsmethodik**

Auch Start-ups sind wirtschaftlich betrachtet nur Investitionen, in die heute eingezahlt wird – zum Beispiel in Form von Arbeitskraft der Gründer, Einbringung von Geschäftsideen oder finanziellen Mitteln, mit der Erwartung, zu einem späteren Zeitpunkt, beispielsweise bei einem Verkauf, (höhere) finanzielle Mittel herauszubekommen. Wie hoch die Erwartung an die zukünftigen Cashflows sein sollte, hängt auch in diesem Fall davon ab, wie hoch die Risiken sind, die die Beteiligten mit der Investition eingehen. Es liegt in der Natur der Sache, dass sich insbesondere bei Start-ups nicht nur die zukünftigen Erwartungen der jeweilig Beteiligten hinsichtlich der zukünftigen Zuflüsse unterscheiden. Vielmehr gehen auch bereits die Ansichten, welchen Beitrag Gründer und Investoren jeweils einbringen sollten und welche Anteile am Start-up hieraus den einzelnen Beteiligten dementsprechend zustehen, weit auseinander. Infolge zahlreicher Finanzierungsrunden und Anteilsveränderungen, gerade zu Beginn ihres Lebenszyklus, sind Start-ups somit mit der Fragestellung der richtigen Verteilung von Performance und Risiko zwischen den Beteiligten vermutlich häufiger konfrontiert als etablierte Unternehmen. Fehlende beziehungsweise unzureichende Informatio-

nen erschweren die Bildung der richtigen Erwartungen. Vor dem Hintergrund der zusätzlich erst noch nachzuweisenden Performance-Fähigkeit stellt sich vor allem bei Start-ups die Frage: Wer zahlt für die Risiken?

Unabhängig von Bewertungsanlass und Bewertungsobjekt basiert bei unternehmerischen Entscheidungen ein Unternehmenswert immer auf der Erwartung künftiger unsicherer Zahlungen – gleichgültig, ob es sich hierbei um zukünftige Ausschüttungen oder einen Exit-Erlös handelt. Jeder Gründer und jeder Investor erwartet für sein eingesetztes Kapital eine adäquate zukünftige Vergütung. Hierbei bilden Start-ups keine Ausnahme. Der Prognose der zukünftigen Rückflüsse kommt somit auch bei der Bewertung von Start-ups eine zentrale Rolle zu. Hierbei sind der Zuflusszeitpunkt (in der Regel der Exit-Zeitpunkt eines Beteiligten), die absolut erwartete Höhe (sie reflektiert die Performance) und die erwartete Bandbreite (sie reflektiert das Risiko) möglicher Rückflüsse relevant. Auch hierin unterscheiden sich Start-ups grundsätzlich nicht von anderen Investitionen. Aus dieser investitionsorientierten Betrachtung resultieren somit keine Anhaltspunkte, dass auch für die Bewertung von Start-ups kapitalwertorientierte Bewertungsmethoden, wie zum Beispiel auf zukünftigen Cashflows basierende DCF-Methoden, die zu

bevorzugende Bewertungsmethodik sind.

Auch wenn die nachfolgend diskutierten „Besonderheiten“ von Start-ups auf den ersten Blick eine unmittelbare Anwendbarkeit etablierter cashfloworientierter Bewertungsverfahren nicht vermuten lassen, zeigt sich, dass nicht die Methoden selbst, sondern vielmehr ihre mangelhafte Ausgestaltung in der Bewertungspraxis die Ursache für die Verwendung „alternativer“ Verfahren ist. Zudem gelingt rasch eine konsistente Transformation der „alternativen“ Verfahren in die DCF-orientierten Verfahren.

## **Tatsächliche Ursache sogenannte Start-up-Bewertungsmethoden**

Ursächlich für „besondere“ Start-up-Bewertungsverfahren sind regelmäßig die in der Bewertungspraxis häufig bestehenden Limitationen im Rahmen der Prognose der zukünftigen Cashflows sowie die start-up-spezifische hohe Anzahl an Bewertungsanlässen aufgrund anfänglicher Investorenwechsel. „Alternative“ Bewertungsverfahren bieten jedoch regelmäßig keine Problemlösung, sondern abstrahieren durch starke Vereinfachungen von dem eigentlichen Problem. Im Ergebnis nehmen sie somit – bewusst oder unbewusst – zum Teil hohe Unschärfen der Bewertung in Kauf oder vermischen infolge anfänglich eher

kurzfristiger Anlagehorizonte langfristig orientierte Unternehmenswerte mit kurzfristig erzielbaren Unternehmenspreisen. Zwar liegt vielen dieser vereinfachten Methoden im Kern ein DCF-orientiertes Verfahren zugrunde, sie können diese jedoch nicht ersetzen. So versuchen insbesondere Verfahren, die sich stark an rein operativen Kennzahlen (wie zum Beispiel Kundenzahlen, Klickraten) orientieren, fehlende Informationen bezüglich des operativen Geschäftsmodells des Start-ups (Organisations- und Kostenstruktur) zu kompensieren. Verfahren auf der Basis finanzieller Kennzahlen (zum Beispiel Umsatz) sollen das Problem negativer Ertragsgrößen in der anfänglichen Verlustphase umgehen. Diesen sogenannten (operativ beziehungsweise finanziell KPI-orientierten) Multiplikatorverfahren liegt die Annahme zugrunde, dass aus vergleichbaren Unternehmen gewonnene Kennzahlen zur Preisfindung auf ein Start-up übertragen werden können. Sie sind technisch rasch anwendbar, ersetzen die subjektiven Preisvorstellungen der Beteiligten durch die vermeintliche Objektivität des Marktes und sparen scheinbar Zeit und Kosten. Im Ergebnis liefern sie jedoch allenfalls eine erste, sehr überschlägige Preisabschätzung. Hierin unterscheidet sich die Anwendung eines Multiplikatorverfahrens auf ein Start-up in Hinblick auf die Bewertungstechnik in keiner Weise von der Anwendung auf etablierte Unternehmen. Denn auch bei diesen nehmen multiplikatororientierte Verfahren zwar einen wichtigen Platz für eine erste überschlägige Preisschätzung auf der Basis limitierter Informationen ein; sie können eine entscheidungsorientierte Bewertung auf der Basis zukünftiger Rückflüsse jedoch nicht ersetzen.

Bei Start-ups tritt jedoch zusätzlich erschwerend hinzu, dass aufgrund der geringeren empirischen Basis,

die für neue Geschäftsmodelle noch nicht vorliegen kann, die grundsätzlich beschränkte Anwendung von Multiplikatoren stark begrenzt wird. Zudem beinhalten beobachtbare Kaufpreise von Vergleichsunternehmen regelmäßig unternehmensspezifische Komponenten, wie etwa Synergien, beteiligten spezifische Rechte und unterschiedliche Stellungen im Lebenszyklus, die so nicht auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden dürfen. Gerade bei Start-ups können diese Komponenten jedoch einen hohen Anteil am Preis ausmachen.

Der Nachteil anfänglich fehlender beziehungsweise unzureichender finanzieller Informationen bei Start-ups relativiert sich jedoch oft, da die erste Fokussierung auf die operativen Treiber eine starke Auseinandersetzung mit dem operativen Geschäftsmodell bedeutet. Jede Bewertung hat auf dem operativen Geschäftsmodell aufzusetzen und nicht lediglich auf den daraus resultierenden finanziellen Kennzahlen. Dies wird bei der Bewertung etablierter Unternehmen oftmals vergessen beziehungsweise mit der Annahme gerechtfertigt, dass sich etablierte Geschäftsmodelle in konsistenten Zahlenwerken reflektieren lassen. Da finanzielle KPIs lediglich das Ergebnis eines Transformationsprozesses von operativen Geschäftsmodellen in einheitliche Finanzkennzahlen sind, können sie keine wertorientierten Treiber sein. Vielmehr sind die operativen Treiber des Geschäftsmodells und ihre Entwicklung originär maßgeblich für die Wertentwicklung eines Unternehmens. Die Transformation des operativen Geschäftsmodells in Planungs- und DCF-Bewertungsrechnungen, auf deren Basis die zukünftigen Rückflüsse prognostiziert und bewertet werden, generiert eine transparente Verbindung zwischen den operativen Treibern und dem Unternehmenswert. Der naturbedingte Fo-

kus auf die operativen Treiber eines Start-ups schafft somit tatsächlich ideale Voraussetzungen für die Anwendung etablierter Bewertungsverfahren.

### **Besonderes Transparenzbedürfnis bei Start-up-Bewertungen**

Der Adressat einer Bewertung sollte sich stets bewusst sein, wofür die Bewertung verwendet wird und welchen Belastungen sie standhalten soll. Wer für ein ganz bestimmtes Start-up sprachfähig hinsichtlich der individuellen Entwicklung des operativen Geschäftsmodells und der damit verbundenen Wertentwicklung sein will, wird um eine transparente Transformation der operativen Entwicklung in – anfänglich überschaubare und sukzessive komplexer werdende – Financial Models nicht herumkommen. Denn erst diese Transformation schafft Möglichkeiten zur konsistenten Kommunikation über die Entwicklung der Unternehmensperformance und insbesondere das Unternehmensrisiko. Während die Performance grundsätzlich durch finanzielle KPIs messbar ist, stellt sich – insbesondere für Start-ups – die Frage nach einer sachgerechten Messung der Risiken. Wer nicht in der Lage ist, seine Risiken richtig zu messen, dem wird es schwerfallen, diese Risiken angemessen auf alle Beteiligten zu allokalieren. „Angemessen“ bedeutet in diesem Kontext äquivalent zur allokierten Performance.

Hier schließt sich der Kreis zur anfangs beschriebenen Besonderheit bei der Bewertung von Start-ups, wo – im Vergleich zu etablierten Unternehmen und deren Stakeholdern – die Ansichten, welchen Beitrag Gründer und Investoren jeweils einbringen sollten und welche Anteile am Start-up hieraus den einzelnen Beteiligten zustehen, oft besonders weit auseinandergehen. Fehlende bezie-

hungsweise unzureichende oder intransparente Informationen erschweren nicht nur die Bildung der richtigen Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Performance. Sie lassen vielmehr kaum entscheidungsrelevante Aussagen zum übernommenen Risiko zu. Genau hier versagen die „alternativen“ Bewertungsverfahren. Für Start-ups wiegt dieser Punkt doppelt schwer, stellt doch der finanzielle Input eines Investors oftmals die dringend benötigte Finanzierung des Geschäftsmodells dar. Können die Gründer nicht transparent Aussagen zu den Risiken ihres Geschäftsmodells aufzeigen, werden Investoren nur dann bereit sein zu investieren, wenn sie entweder einen geringeren als den fairen Preis (bei gegebenen erwarteten Rückflüssen) zahlen müssen oder – und das ist bei Start-ups der relevantere Fall – für einen notwendigen Investitionsbetrag mehr als den fairen zukünftigen Rückfluss versprochen bekommen.

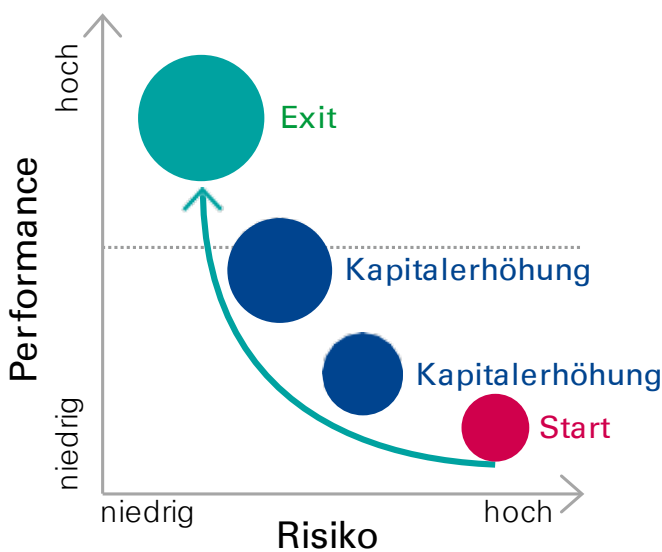
In der Finanzierungstheorie gilt im Zusammenhang mit der fairen Verteilung von Anteilen unter mehreren Stakeholdern grundsätzlich

„More pieces – but not more pizza“. Bekommt eine Gruppe von Stakeholdern mehr als eine adäquate Performance-/Risiko-Position, geht dies zwangsläufig zulasten der anderen Stakeholder – bei Start-ups somit oft zulasten der Gründer. Diese zahlen den Preis für die Risiken dergestalt, dass sie aufgrund mangelnder Risikotransparenz mehr vom Gesamtrisiko übernehmen (müssen), als ihnen in Relation zu ihrem Performanceanteil zugewiesen werden würde. Ursächlich hierfür sind oftmals fehlende Instrumentarien, um allen Beteiligten transparent und konsistent nicht nur über die Entwicklung der Unternehmensperformance, sondern insbesondere über die Entwicklung des Risikoprofils des Start-ups zu berichten. Grundlage für ein solches Instrumentarium bilden die in Financial Models transformierten Geschäftsmodelle, die ebenfalls Basis jedes DCF-Modells sind. Sollen Start-up-Bewertungen belastbare Grundlagen für eine sachgerechte Verteilung der Anteile der Stakeholder sein, müssen sie die beiden wesentlichen Fragestellungen – Was ist für mich drin? Welche Risiken gehe ich

ein? – transparent und konsistent beantworten können. Diese Fragestellungen reflektieren die jeder Investitionsentscheidung zugrunde liegende Performance-/Risiko-Relation, die vollständig nur mit etabliertem Bewertungsinstrumentarium abzubilden ist. Hierbei bilden Start-ups keine Ausnahme; die bestehende Bewertungsliteratur muss folglich nicht umgeschrieben werden.

Die mit der Bewertung von Start-ups einhergehenden Besonderheiten sind vielmehr stringent in die etablierten Bewertungsmethoden zu integrieren. Hierbei existieren infolge fehlender Historie oder schlechterer Prognosemöglichkeiten jedoch nicht nur große Herausforderungen. Basierend auf „alternativen“ Bewertungsverfahren, die sich stark auf die Verwendung operativer Treiber fokussieren, resultiert aus der notwendigen Analyse des operativen Geschäftsmodells eine ideale Grundlage für die notwendige Transformation von operativen KPIs in finanzielle KPIs beziehungsweise der Transformation des Geschäftsmodells in ein Financial Model. Hierdurch gelingt eine direkte Verbindung zwischen der Entwicklung des Geschäftsmodells – gemessen anhand seiner operativen Treiber und der Entwicklung der wertrelevanten Performance – und des wertrelevanten Risikos gemessen mittels etablierter Bewertungs- und Steuerungsmodelle. Soweit eine Performance-Orientierung bei Start-ups infolge anfänglicher Verluste eher einen eingeschränkten Aussagegehalt besitzt, bedeutet das natürlich nicht, dass die Unternehmensentwicklung nur eingeschränkt beurteilt werden kann. Vielmehr werden sich bei Start-ups gerade zu Beginn ihres Lebenszyklus signifikante Veränderungen beim Unternehmensrisiko und somit bei der Beurteilung der Unternehmenswertentwicklung ergeben. So lässt sich zeigen, dass die hohen Aus-

### Entwicklung von Performance und Risiko bei Start-ups



Quelle: KPMG, Deutschland, 2020



fallwahrscheinlichkeiten junger Unternehmen insbesondere in den ersten Lebenszyklusphasen signifikant abnehmen und geforderte Renditeerwartungen mit abnehmenden Risiken sinken.

Entscheidungsrelevante Bewertungs- und Steuerungsmodelle wie CEDA (Corporate Economic Decision Assessment) müssen folglich den Performance- und Risikoeinfluss der operativen Treiber transparent und konsistent messen können. Sie schaffen die Verbindung zwischen etablierten Bewertungsmethoden und den Beson-

derheiten von Start-ups und integrieren „alternative“ Methoden und ihre Vorteile bei gleichzeitiger Vermeidung ihrer Nachteile. Mit ihrer Hilfe wird nicht nur das tatsächliche Wertpotenzial eines Start-ups konsistent und widerspruchsfrei ermittelt. Sie leisten durch die transparente Darstellung der relevanten Performance- und Risikobeiträge einen wertvollen Beitrag zur Stakeholder-Kommunikation, zur Reduzierung etwaiger Erwartungslücken sowie einer fairen Wertallokation zwischen Gründern und Investoren. Zu guter Letzt ist darauf hinzuwei-

sen, dass – wie überall auf kompetitiven Märkten – Transparenz aus Sicht eines einzelnen Stakeholders immer dann hilfreich ist, wenn sie den Anwender in eine bessere Verhandlungsposition versetzt. Preise auf realen Märkten bilden sich nicht auf der Basis von Theorien, sondern in erster Linie auf der Basis von Verhandlungen. Verhandlungsvorteile wird derjenige generieren, der über Informationsvorteile verfügt oder der die teilweise auch gewollten Intransparenzen, die regelmäßig als Rechtfertigung für Preisabschläge angeführt werden, reduziert.

## Werthaltigkeitstest von Beteiligungen nach IDW RS HFA 10 – Berücksichtigung von Synergien

Die Berücksichtigung von Synergien im Rahmen der Bewertung von Beteiligungen nach HGB mit ihrem beizulegenden Wert gemäß IDW RS HFA 10 folgt einerseits dem Gedanken des subjektiven Unternehmenswerts aus Sicht des Bilanzierenden (Mutterunternehmen), ist aber andererseits konzeptionell bedingt begrenzt. Dabei sind im Grundsatz solche Synergien und Sachverhalte bei der Bewertung zu berücksichtigen, die dem Bilanzierenden tatsächlich auch unmittel- oder mittelbar zufließen. Vorteile, die oberhalb der gesellschaftsrechtlichen Sphäre des Bilanzierenden oder parallel dazu (Schwestergesellschaft des Bilanzierenden) anfallen und damit quasi am Bilanzierenden vorbeilaufen, sind nicht berücksichtigungsfähig. Synergien und ähnliche Sachverhalte dürfen im Konzernkreis nur einmal berücksichtigt werden; jeder Zurechnung zu einer Beteiligung steht eine entsprechende Kürzung bei einer anderen Beteiligung beziehungsweise gegebenenfalls bei einem anderen Vermögensgegenstand des Bilanzierenden gegenüber.

### Grundlagen

IDW RS HFA 10 betrifft die Bilanzierung nach HGB und behandelt unmittelbar die (Gesamt-) Bewertung von Unternehmen oder Anteilen an Unternehmen im Zusammenhang mit der Ermittlung des beizulegenden Werts von Beteiligungen nach § 253 Abs. 3 Sätze 5 und 6 HGB und konkretisiert, wie die betriebswirtschaftlichen Grundsätze des IDW S 1 zur Ermittlung des Ertragswerts bei diesen handelsbilanziellen Bewertungsanlässen zu berücksichtigen sind. Beteiligungen sind nach

§ 253 Abs. 1 Satz 1 HGB mit ihren Anschaffungskosten zu bewerten. Ist einer Beteiligung am Abschlussstichtag ein niedrigerer Wert beizulegen, so darf gemäß § 253 Abs. 3 Satz 5 HGB eine außerplanmäßige Abschreibung auf diesen beizulegenden Wert vorgenommen werden; sie muss vorgenommen werden, wenn die Wertminderung voraussichtlich dauerhaft ist (§ 253 Abs. 3 Satz 6 HGB). Zur Festlegung der Bewertungsperspektive und des sich daraus ergebenden relevanten Wertkonzepts ist nach IDW RS HFA 10 zunächst zu unterschei-

den, ob die Beteiligung dauerhaft gehalten wird oder eine Veräußerung geplant oder aus anderen Gründen anzunehmen ist. In Abhängigkeit davon ist dann entweder ein subjektiver oder objektiver Unternehmenswert für die Beteiligungsgesellschaft zu ermitteln.

Liegt der Bewertung eine dauerhafte Beteiligungshalteabsicht zugrunde, so ist der Wert der Beteiligung aus der Perspektive des die Beteiligung haltenden Unternehmens zu ermitteln. Entsprechend sind für die Bewertung nach

IDW RS HFA 10 einzelne Aspekte des subjektiven Unternehmenswerts in die Ermittlung des beizulegenden Werts der Beteiligung einzubeziehen. Diese berücksichtigen die individuellen Möglichkeiten und Planungen aus der Sicht des Bilanzierenden. Sie sind jedoch unter anderem beschränkt auf die Berücksichtigung von Synergieeffekten, die mittel- oder unmittelbar zu finanziellen Erfolgen beim bilanzierenden Unternehmen führen.

### Berücksichtigungsfähige Synergien – Grundgedanke

Der konzeptionelle Ansatz zur Abgrenzung der berücksichtigungsfähigen Synergien ergibt sich aus dem subjektiven Unternehmenswert einerseits sowie dem Gläubigerschutzprinzip andererseits. Die bilanzierende Gesellschaft hat die auf Werthaltigkeit zu prüfende Beteiligung, sofern sie nicht von ihr gegründet wurde, in der Vergangenheit erworben. Dazu wird sie ihre Preisobergrenze – also den subjektiven Käufergrenzpreis – ermittelt haben, in den alle Zu- und Abflüsse für sie aus dem Erwerb reflektiert waren, so zum Beispiel insbesondere erwartete Zuflüsse aus Synergien, aber auch Effekte aus noch nicht eingeleiteten, sondern nur beabsichtigten Maßnahmen. Häufig wird die bilanzierende Gesellschaft im Ergebnis einen niedrigeren Kaufpreis als ihren Käufergrenzpreis bezahlt und damit auch darunter liegende Anschaffungskosten haben. Aber in diesen Anschaffungskosten werden vielfach im bestimmten Umfang zum Beispiel Synergien mitvergütet worden sein. Es wäre bilanziell fragwürdig, wenn die bilanzierende Gesellschaft im Rahmen der Folgebewertung diese Synergien, sofern sie sich als berechtigt erweisen, nicht mehr berücksichtigen könnte und somit rein konzeptionell zu einer Abschreibung der Beteiligung gezwungen wäre. Daher wird bei

bestehender Halteabsicht der Beteiligung konsequent auf den subjektiven Unternehmenswert inklusive Synergien abgestellt. Tatsächlich erstreckt sich diese Betrachtung damit auch auf alle anderen den Grenzpreis beeinflussenden Sachverhalte, unabhängig davon, ob sie den Synergien zuzuordnen sind. Insofern ist der Begriff nur exemplarisch zu sehen.

Der Grundgedanke bezüglich der Berücksichtigungsfähigkeit ist wie folgt: Die bilanzierende Gesellschaft hat aus der Beteiligung einen ihr unmittelbar zustehenden Zahlungsstrom aus den erwarteten Ausschüttungen, der bei Identität von Beteiligungsquote und Gewinnbeteiligung dem anteiligen Beteiligungswert entspricht. Sofern in den Ausschüttungen der Beteiligung bereits sämtliche Synergien und den Grenzpreis beeinflussende Sachverhalte reflektiert sind, gibt es keine (gesondert) berücksichtigungsfähigen Synergien und Sachverhalte. Sollte dies nicht der Fall sein, sind sie gesondert zu erfassen.

Inhaltlich ist bei den Synergien an die klassischen Vorteile zu denken, die in einem Unternehmensverbund möglich sind. Dazu zählen beispielsweise:

- Kostensynergien: Preisvorteile aus gemeinsamem Einkauf, Ersparnis von Zentralfunktionen durch gemeinsame Nutzung (unter anderem Accounting, Steuern, Controlling, allgemeine Verwaltung), bessere Finanzierungsbedingungen im Konzernverbund, geringere Kapitalhinterlegung aus regulatorischen Vorschriften, wie beispielsweise bei Kreditinstituten.
- Ertragssynergien: Gemeinsamer Marktauftritt, Angebot komplementärer Produkte/Dienstleistungen.

Ein grundlegendes Beispiel hierzu wäre, wenn eine erworbene Beteiligung ein komplementäres Produkt fertigt und das Mutterunternehmen zukünftig mehr eigene Produkte am Markt absetzen kann, da sie diese den Käufern der Produkte der Beteiligung mit anbieten kann. Sofern das Mutterunternehmen diese Verkaufssynergie im Kaufpreis mit vergütet hat, werden die Ausschüttungen aus der Beteiligung die Anschaffungskosten nicht rechtfertigen, da die Mehrerlöse aus der Synergie bei der Beteiligung direkt anfallen. Das Mutterunternehmen kann daher im Rahmen des Werthaltigkeitstests die zusätzlichen Überschüsse aus den Komplementärverkäufen miteinbeziehen.

Synergien können auch über interne Leistungsbeziehungen von der bilanzierenden Gesellschaft an die Beteiligungsgesellschaft weitergegeben werden. Würde beispielsweise das Mutterunternehmen nach dem Erwerb einer Beteiligung deren Accounting-Aufgaben übernehmen und dadurch die eigene Accounting-Abteilung des Tochterunternehmens abbauen, so könnte sie die zusätzlichen Kosten auf ihrer Ebene ihrer Beteiligung in Rechnung stellen. Wenn diese Kosten unterhalb der Kosten der eigenen Accounting-Abteilung der Beteiligung liegen, würden die im Verbund entstehenden Synergien an die Beteiligung unmittelbar weitergereicht: Das Ergebnis der Beteiligung wird durch die geringeren Kosten entlastet. Die Ausschüttungen an das Mutterunternehmen sind zukünftig entsprechend höher, was zu einem höheren subjektiven Unternehmenswert für die Beteiligung führt. Würde dagegen das Mutterunternehmen denselben Betrag, wie er vorher bei der Beteiligung stand-alone für die Accounting-Abteilung angefallen ist, weiterverrechnen, würde sich die Synergie nicht in den Ausschüttungen aus der Beteiligung

niederschlagen. Auf der Ebene des Mutterunternehmens entstünde dennoch ein Vorteil aus der Synergie, da sie über die Verrechnung der Leistungen einen höheren Zufluss erhält, als bei ihr ein zusätzlicher Abfluss aus der Übernahme der Accounting-Funktion entsteht. Entsprechend wäre hier die Synergie gesondert im Werthaltigkeitstest der Beteiligung zu berücksichtigen, sodass sich insgesamt wieder derselbe subjektive Unternehmenswert ergibt.

Die gesonderte, aber begrenzte Zurechnung der Synergie für Zwecke des Werthaltigkeitstests ergibt sich aus dem Gläubigerschutzprinzip. Es sind diejenigen Synergien einzubeziehen, die zum Schuldendeckungspotenzial der bilanzierenden Gesellschaft beitragen. Dies ist so zu verstehen, dass im Rahmen der Beurteilung des Beteiligungsansatzes durch die bilanzierende Gesellschaft diejenigen Beiträge zum Schuldendeckungspotenzial der bilanzierenden Gesellschaft einzubeziehen sind, die sich auf die Beteiligung zurückführen lassen. Dies ergibt sich daraus, dass trotz des Abstellens auf das Schuldendeckungspotenzial der bilanzierenden Gesellschaft dennoch der Einzelbewertungsgrundsatz gilt und damit der zutreffende Wert für die Beteiligung gesucht ist. Das Ziel des IDW RS HFA 10 liegt darin, dass im Rahmen des Werthaltigkeitstests für eine Beteiligung sämtliche Synergien, wie sie auch im Rahmen der Bestimmung des Käufergrenzpreises für diese Beteiligung Berücksichtigung gefunden haben beziehungsweise bei einem fiktiven Neuerwerb Berücksichtigung finden würden, mit erfasst werden und zwar unabhängig davon, ob diese sich unmittelbar in den Ausschüttungen der Beteiligung widerspiegeln oder auf anderem Wege bei der bilanzierenden Gesellschaft ankommen.

### **Berücksichtigungsfähige Synergien und interne Leistungsverrechnung**

Dabei ist zu beachten, dass Synergien zutreffend abgegrenzt werden. Viele der vorstehend genannten Faktoren, die zu Synergien führen, sind im Konzernverbund Gegenstand interner Leistungsverflechtungen und Konzernumlagen (in Form von Service Fees, Handling Fees, Verrechnungspreisen). Die Festlegung der Konzernumlagen folgt jedoch regelmäßig anderen Erwägungen als denen der Weitergabe von Synergievorteilen aus dem Konzernverbund. Im Vordergrund stehen häufig steuerliche Überlegungen unter Beachtung steuerlich akzeptierter Verrechnungspreise. Die steuerlichen Vorschriften verlangen eine Festsetzung von Konzernumlagen nach dem at-arm's-length-Prinzip, stellen also auf eine Marktüblichkeit ab. Zum einen ist die beobachtbare Bandbreite steuerlich akzeptierter Verrechnungspreise relativ groß und zum anderen zeigt das obige Beispiel, dass selbst eine marktübliche Gestaltung nicht automatisch Synergiepotenziale ausschließt. So wäre im obigen Beispiel die Verrechnung derjenigen Kosten, die der Beteiligung in einem stand-alone Szenario für eine eigene Accounting-Abteilung entstünden, durch das Mutterunternehmen durchaus oder vielleicht gerade als marktüblich zu bezeichnen. Daher wäre für den Werthaltigkeitstest trotz steuerlicher Akzeptanz des Verrechnungspreises eine gesonderte Hinzurechnung des Synergievorteils erforderlich.

Eine besondere Problematik entsteht daraus, dass interne Leistungsvergütungen auch unabhängig von dem Bestehen von Synergien aus dem Beteiligungserwerb abgeschlossen werden und die Vereinbarungen sich auf das Ergebnis von Mutter- und Tochterunternehmen auswirken.

So wäre es denkbar, dass ein Mutterunternehmen für den Erwerb einer für sie wichtigen Vertriebsgesellschaft bereit ist, im Kaufpreis eine EBIT-Marge von 8 % für die Beteiligung zu vergüten, später aber der Beteiligung im Rahmen der internen Verrechnungspreise eine im Marktvergleich übliche EBIT-Marge von nur 4 % zugesteht. Entsprechend ließe sich die Höhe des Beteiligungsbuchwerts nicht allein aus den zukünftigen Ausschüttungen rechtfertigen. Obwohl es sich um keine Synergie im eigentlich Sinne handelt, sondern um eine vertraglich fixierte Gestaltung im Konzernverbund, die nicht konsistent zum subjektiven Unternehmenswert der Beteiligung für das Mutterunternehmen ist, ist im Rahmen des Werthaltigkeitstests die Differenz in der EBIT-Marge mitzubetrachten, da sich an dem subjektiven Unternehmenswert und dem Schuldendeckungsbeitrag der Beteiligung für das Mutterunternehmen nichts geändert hat.

Das vorstehende Beispiel untermauert, dass der Standard nicht allein auf die zutreffende Erfassung von Synergien abstellt, sondern auf die zutreffende Erfassung des tatsächlichen Beitrags der Beteiligungsgesellschaft zum Schuldendeckungspotenzial der bilanzierenden Gesellschaft, wie diese es auch im Rahmen des subjektiven Unternehmenswerts reflektieren würde. Ein zentraler Aspekt dieser Vorgehensweise ist jedoch, dass derartige fiktive Zurechnungen eine entgegengerichtete Kürzung bei einem anderen Vermögensgegenstand erfordern. Im Falle des Bestehens von zwei Beteiligungsunternehmen unter einem Mutterunternehmen ist dies unmittelbar einsichtig, da beispielsweise eine Synergie nur einmal der Beteiligung 1 oder 2 oder anteilig den Beteiligungen 1 und 2, aber nicht doppelt zugerechnet werden kann. Dies gilt

aber ebenso im obigen Beispiel für die übrigen Vermögensgegenstände (neben der Beteiligung) des Mutterunternehmens. Sofern nämlich die Vertriebsmarge im Rahmen des Werthaltigkeitstests der Beteiligung fiktiv auf 8 % angehoben wird, muss fiktiv die Produktionsmarge des Mutterunternehmens gekürzt werden. Auf dieser Basis wäre beispielsweise zu überprüfen, ob das bei der Mutter bilanzierte Anlagevermögen noch werthaltig ist (Prüfung der sogenannten ökonomischen Obsoleszenz). Dies ist immer nur insoweit möglich, sofern entsprechende Vermögensgegenstände auch bilanziert sind.

Vom IDW RS HFA 10 nicht explizit genannt, aber ebenso relevant sind „negative“ Synergien beziehungsweise Gestaltungen, die die bilanzierende Gesellschaft treffen oder von dieser bewusst in Kauf genommen werden. So kann das Mutterunternehmen interne Dienstleistungen für ihre Beteiligung erbringen, die diese tatsächlich benötigt, die aber nicht in Rechnung gestellt werden. Dadurch entsteht bei der Beteiligung ein höheres Ergebnis als im stand-alone Fall und folglich eine höhere Ausschüttung an das Mutterunternehmen. Die zusätzlich durch die Dienstleistung für die Beteiligung entstehenden Kosten der Leistungserbringung des Mut-

terunternehmens sind im Rahmen des Werthaltigkeitstests der Beteiligung zusätzlich in Abzug zu bringen. Anders wäre der folgende Fall zu beurteilen: Das Mutterunternehmen betreibt eine Online-Plattform und übernimmt einen Konkurrenten. Nach dem Erwerb werden sämtliche Daten der neuen Beteiligung auf die Plattform des Mutterunternehmens migriert, da diese leistungsfähiger ist und keine Systembrüche in den Datenstrukturen gewollt sind. Die zusätzlichen Kosten hieraus für das Mutterunternehmen sind zu vernachlässigen. Das Mutterunternehmen verlangt für die Nutzung ihrer Plattform durch die Beteiligung keine Umlage. In diesem Fall reflektieren die zukünftig höheren Ausschüttungen an das Mutterunternehmen aufgrund der entfallenden Kosten für Wartung, Pflege und Unterhalt der Plattform eine tatsächliche Synergie aus dem Verbund. Eine Korrektur im Rahmen des Werthaltigkeitstests kommt daher, anders als im vorherigen Beispiel, nicht in Betracht, da dem Mutterunternehmen keine (zusätzlichen) Kosten entstehen.

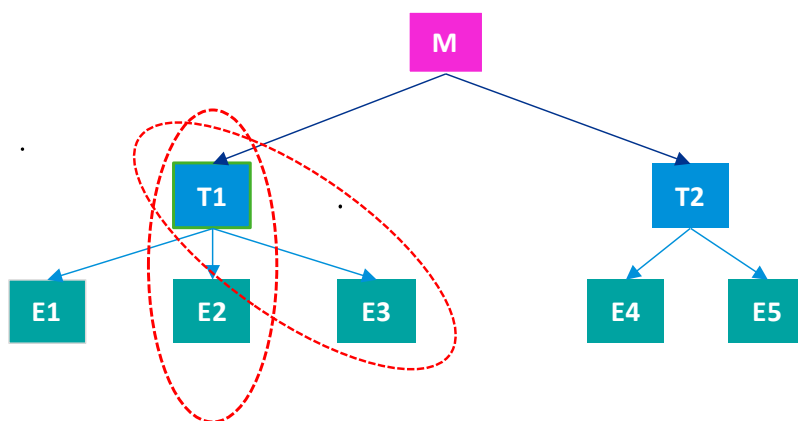
Dies führt dazu, dass letztlich alle wesentlichen Leistungsverflechtungen zwischen der bilanzierenden Gesellschaft und ihrer Beteiligungsgesellschaft darauf hin zu analysieren sind, ob sie zum einen bestehende Synergien im Verbund

angemessen reflektieren und zum anderen, ob sämtliche anderen Leistungsbeziehungen, die keine Synergien betreffen, den subjektiven Wert für die bilanzierende Gesellschaft reflektieren und zwar unabhängig von der jeweiligen steuerlichen Anerkennung. Gleiches gilt auch für alle anderen regelmäßigen Zahlungen im Konzernverbund, hinter denen nicht einzeln zuordenbare Leistungen stehen. Zu denken ist beispielsweise an (Mitglieds-)Beiträge oder beitragsähnliche Zahlungen. In diesen Fällen ist zu würdigen, inwieweit hinter solchen Zahlungen tatsächlich eine Leistung des Empfängers steht (zum Beispiel für Öffentlichkeitsarbeit, Aus- und Fortbildung, Interessenvertretung, Zugang zu bestimmten Kundengruppen, Haftungsverbund) und inwiefern hierin gegebenenfalls positive Synergien weitergegeben werden. Es gelten dieselben oben dargestellten Grundsätze.

**Reichweite der Synergien (Synergiekreis)**

Von zentraler Bedeutung ist daneben die Reichweite berücksichtigungsfähiger Synergien im Konzernverbund, der sogenannte Synergiekreis. Die Festlegung erfolgt streng aus dem allgemeinen Grundgedanken des Gläubigerschutzprinzips aus der Perspektive der jeweils bilanzierenden Gesellschaft (relativer Synergiebegriff): Es sind alle Synergien zu berücksichtigen, die auf der Ebene der bilanzierenden Gesellschaft tatsächlich final ankommen (also zu ihrem Schuldendeckungspotenzial beitragen) und der jeweils im Rahmen des Werthaltigkeitstests betrachteten Beteiligung zuzurechnen sind (Einzelbewertungsgrundsatz). Dies lässt sich am einfachsten an dem folgenden Schaubild einer einfachen Konzernstruktur veranschaulichen:

**Abgrenzung des Synergiekreises**



Quelle: KPMG, Deutschland, 2020

Bilanzierende Gesellschaft sei T1. Im Fokus steht der beizulegende Wert der Beteiligung von T1 an E1. Berücksichtigungsfähig sind:

- Synergien aus E1 in T1, aber auch
- Synergien aus E1 in E2 und/oder E3, da diese sich final in T1 auswirken.
- Alle Synergien aus mittel- und/oder unmittelbaren Tochtergesellschaften von T1

Für den zweiten vorstehenden Fall wäre die folgende Konstellation beispielhaft: E1 fertigt ein komplementäres Produkt zu dem von E2. Durch den Erwerb von E1 durch T1 kann E2 mehr Produkte am Markt absetzen, was T1 wiederum über die Beteiligungserträge aus E2 zugutekommt, ohne dass sich dieser Vorteil auf E1 auswirkt. Im Rahmen der Bestimmung des beizulegenden Werts der E1 aus Sicht von T1 sind folglich auch Synergien aus dem zusätzlichen Absatz von Produkten durch E2 zu berücksichtigen. Wichtig ist wiederum, dass Synergien nur einmal berücksichtigt werden dürfen. Wenn im vorstehenden Beispiel somit Synergien aus dem zusätzlichen Absatz von

Produkten durch E2 im Rahmen der Beurteilung des Werts der Beteiligung an E1 Berücksichtigung finden sollen, dann führt diese Zurechnung zu einer korrespondierenden Kürzung bei der Beurteilung des Beteiligungsbuchwerts von T1 an E2.

Nicht berücksichtigt werden dürfen hingegen Synergien auf der Ebene

- des Gesellschafters M von T1: Wenn im vorherigen Beispiel also E1 ein komplementäres Produkt zu dem von M fertigt; in diesem Fall entsteht der Vorteil bei M und nicht beim Bilanzierenden T1 im Verhältnis zu E1.
- von Schwestergesellschaften (T2): selbiges Beispiel hinsichtlich eines Produkts von T2.
- von Tochterunternehmen von Schwestergesellschaften (E4): Wenn zum Beispiel M T1 veranlasst, die Beteiligungsgesellschaft E1 zu erwerben, da hierdurch Ertragssynergien bei E4 anfallen; die bei E4 anfallenden Synergien können nicht im Werthaltigkeitstest von T1 bezogen auf E1 berücksichtigt werden.

## Impressum

Herausgeber

KPMG AG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Klingelhöferstraße 18  
10785 Berlin

Redaktion

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

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

**Stefan Schöniger**

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

**Newsletter kostenlos  
abonnieren**

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

[www.kpmg.de](http://www.kpmg.de)

[www.kpmg.de/socialmedia](http://www.kpmg.de/socialmedia)



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

© 2020 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International“), einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.