

VALUE

DER KLEEBERG VALUATION NEWSLETTER

Q3

2026

Inhalt

Bewertungsmethode

Die Wachstumsfinanzierung in der
ewigen Rente

Kapitalkosten

Konkretisierung der Marktrisiko-
prämie nach dem neuen IDW S 1 i.d.F. 2026

Rechtsprechung

BGH, Beschluss vom 29.09.2015
(Az. II ZB 23/14) zum Optimierungsgebot
in der Unternehmensbewertung

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Die Wachstumsfinanzierung in der ewigen Rente

Im Kalkül der ewigen Rente sind drei Wachstumskomponenten zu unterscheiden: Das **preisbedingte Wachstum** der finanziellen Überschüsse, der **Wertbeitrag aus Thesaurierung** sowie die **inflationsbedingte Wachstumsfinanzierung** des betriebsnotwendigen Kapitals.

Das **preisbedingte Wachstum** resultiert aus der Veränderung der **Input- und Outputpreise** im Zeitablauf und beschreibt damit die nominale, inflationsbezogene Komponente der Entwicklung zukünftiger finanzieller Überschüsse. Für thesaurierte Gewinne ohne konkrete Mittelverwendung – der sogenannte **Wertbeitrag aus Thesaurierung** – wird dabei in der Fortführungsphase eine kapitalwertneutrale Wiederanlage unterstellt. Die vorstehenden Thesaurierungen führen zu Kurssteigerungen und erhöhen folglich den Unternehmenswert. Dies wird durch eine fiktive Zurechnung der bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse an die Anteilseigner am Ende jedes Geschäftsjahres abgebildet.

Die **inflationsbedingte Wachstumsfinanzierung** ist hingegen ein **Mittelabfluss** resultierend aus der inflationsinduzierten Finanzierungslücke des Bilanzwachstums in der Fortführungsphase und kann deshalb den Anteilseignern nicht zugerechnet werden. Die Wachstumsfinanzierung stellt somit jenen Teil des nachhaltigen Ergebnisses dar, der einbehalten werden muss, um **das inflationsbedingte bilanzielle Wachstum im Zeitraum der ewigen Rente zu finanzieren**. Da sowohl das Working Capital als auch

Ersatzinvestitionen im Zeitraum der ewigen Rente inflationsbedingten Preissteigerungen unterliegen, wachsen Aktiv- und Passivvermögen in der Fortführungsphase nominal an. Zur Aufrechterhaltung einer konstanten Kapitalstruktur muss somit neben den Positionen des Fremdkapitals auch das Eigenkapital entsprechend wachsen. Dies entspricht dem methodischen Konzept der ewigen Rente, welches einen eingeschwungenen Zustand des Bewertungsobjekts mit konstantem Verschuldungsgrad voraussetzt.

Für die Abbildung der Wachstumsfinanzierung bestehen zwei methodisch äquivalente Wege: Bei der **indirekten Cashflow-Betrachtung** wird sie als gesonderter Abzug von den finanziellen Überschüssen ausgewiesen. Bei der **direkten Cashflow-Betrachtung** ist sie hingegen Bestandteil der nominal bestimmten Reinvestitionen. Beide Methoden führen bei konsistenter Parametrisierung zum gleichen Ergebnis. Entscheidend ist die **eindeutige Zuordnung des inflationsbedingten Finanzierungsbedarfs** innerhalb des gewählten Kalküls. Wird der inflationsbedingte Finanzierungsbedarf bereits über die nachhaltigen Reinvestitionen erfasst, darf er nicht zusätzlich als gesonderte Wachstumsfinanzierung abgezogen werden, um eine **doppelte Berücksichtigung zu vermeiden**.

Zwirner/Schöffel

Iran-Krieg und dessen Nachwehen – Bewertungsaspekte und Planungsrechnung, Teil 2: Auswirkungen des jüngsten Iran-Kriegs für Planungsrechnungen, BC 7/2026, S. 330-334.



Konkretisierung der Marktrisikoprämie nach dem neuen IDW S 1 i.d.F. 2026

In der Neufassung des IDW S 1 i.d.F. 2026, der im April die 16 Jahre lang gültige Fassung IDW S 1 i.d.F. 2008 ablöste, wird der Begriff der **Marktrisikoprämie** weiter konkretisiert. Die Marktrisikoprämie wird als die **erwartete Renditedifferenz** zwischen einer Investition in ein aus Aktien bestehendes **Marktportfolio** und einer Anlage in (quasi) risikolose **öffentliche Anleihen** definiert und stellt damit eine Vergütung für das übernommene Marktrisiko dar.

Durch Multiplikation der allgemeinen Marktrisikoprämie mit dem unternehmensspezifischen Betafaktor fließt die Marktrisikoprämie in den Kapitalisierungszinssatz ein, welcher das spezifische systematische Risiko des Bewertungsobjekts quantifiziert.

Grundsätzlich ist sicherzustellen, dass die verschiedenen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes in sich konsistent aufeinander abgestimmt sind, um eine sachgerechte **Risikoadjustierung** zu gewährleisten. Die Neufassung des IDW S 1 i.d.F. 2026 enthält zudem konkrete Vorgaben zur Ableitung der erwarteten Marktrisikoprämie. So muss der verwendete **Aktienindex** den relevanten Aktienmarkt möglichst **repräsentativ abbilden** und die Auswahl **methodisch begründbar sein**. Gleichzeitig wird klargestellt, dass sowohl historisch beobachtete Aktienrenditen als auch im Rahmen von Ex-ante-Analysen ermittelte implizite Aktienrenditen in die Ableitung einzubeziehen sind. Damit verfolgt der neue IDW S 1 einen stärker erwartungsorientierten Ansatz

bezüglich künftiger Renditeerwartungen als die Vorgängerfassung aus dem Jahr 2008. Die Würdigung der **Aussagekraft** und **Belastbarkeit** der jeweiligen **Datenquellen** zum Bewertungsstichtag hat deshalb in der Neufassung IDW S 1 i.d.F. 2026 eine besondere Bedeutung.

Insgesamt erhöht die Konkretisierung der Marktrisikoprämie die **Transparenz** bei der Ableitung des **Kapitalisierungszinssatzes**. Da bereits geringe Veränderungen der Marktrisikoprämie erhebliche Auswirkungen auf den Kapitalisierungszinssatz und in der Folge auf den Unternehmenswert haben, kommt einer nachvollziehbaren und konsistenten Herleitung dieses Parameters besondere Bedeutung zu. Unabhängig von der Neufassung des IDW S 1 i.d.F. 2026 bleibt die am 16.09.2025 in der Sitzung des FAUB beschlossene Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 5,25 % bis 6,75 % (4,50 % bis 5,75 % nach persönlichen Steuern) weiterhin unverändert bestehen.

Zwirner/Schöffel

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung – Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2025, CF 4/2026, S. 178-183.



BGH, Beschluss vom 29.09.2015 (Az. II ZB 23/14) zum Optimierungsgebot in der Unternehmensbewertung

Der **BGH** hat bereits in seinem **Beschluss vom 29.09.2015 (Az. II ZB 23/14)** entschieden, dass Bewertungsmethoden zur Bestimmung des Unternehmenswerts unter bestimmten Voraussetzungen im **Spruchverfahren** auch dann angewendet werden können, wenn sie zum Bewertungsstichtag noch nicht in Kraft waren. Dieses sog. „**Optimierungsgebot**“, das sich aus der Entscheidung aus dem Jahr 2015 ergibt, wird nun auch für die Anwendung des neuen **IDW S 1 i.d.F. 2026** relevant.

Grundsätzlich wird der Bewertungsstandard IDW S 1 i.d.F. 2026 für Unternehmensbewertungen mit **Bewertungsstichtagen** ab dem **08.04.2026** angewendet. Eine Anwendung auf Bewertungsstichtage vor diesem Datum ist grundsätzlich nur möglich, wenn dies entsprechend im **Auftrag** vereinbart wurde. Für **Unternehmensbewertungen** im **gerichtlichen Spruchverfahren** muss allerdings zusätzlich das oben genannte „Optimierungsgebot“ beachtet werden. Der BGH stellte nämlich klar, dass **methodische Weiterentwicklungen** von Bewertungsmethoden auch dann zu berücksichtigen sind, wenn sie erst nach dem jeweiligen Stichtag in Kraft getreten sind.

In seinem Beschluss befasste sich der BGH mit der grundsätzlichen Fragestellung, welche Bewertungsmethode im Zuge eines **aktienrechtlichen Spruchverfahrens** anzuwenden ist. Hintergrund des Verfahrens war ein Spruchverfahren mit einem Bewertungsstichtag im Jahr 2002. Dabei lag eine Bewertung nach **IDW S 1 i.d.F. 2000** und eine Bewertung nach **IDW S 1 i.d.F. 2005** vor. Es war vom BGH zu entscheiden, ob die im IDW S 1 i.d.F. 2005 beschriebene Bewertungsmethodik „**rückwirkend**“ angewendet werden darf,

obwohl der IDW S 1 i.d.F. 2005 zum Bewertungsstichtag noch nicht veröffentlicht war.

Wichtig für die Entscheidung des BGH war zunächst die **grundsätzliche Einordnung** von Bewertungsstandards. Die Bewertungsstandards des IDW sind nämlich nicht als **Rechtsnormen** zu klassifizieren, sondern als **fachliches Regelwerk**. Durch diese Einordnung ergeben sich für die Gerichte Entscheidungs- und Auslegungsspielräume, die sie bei Rechtsnormen nicht haben. Der Richter entscheidet im **Einzelfall**, welche Berechnungsweise im konkreten Fall geeignet und sachgerecht ist, den tatsächlichen Unternehmenswert zu bestimmen.

Das **Stichtagsprinzip** wird von neuen Berechnungsweisen nicht verletzt, solange die neue Berechnungsweise nicht eine Reaktion auf nach dem Stichtag eingetretene und zuvor nicht angelegte **wirtschaftliche oder rechtliche Veränderungen** ist. Im konkreten Fall war die Bewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2005 aus Sicht des BGH vorzuzugswürdig, da er laut BGH eine **methodische Verbesserung** gegenüber dem IDW S 1 i.d.F. 2000 darstellte. Der IDW S 1 i.d.F. 2005 konnte somit rückwirkend auf einen Bewertungsstichtag im Jahr 2002 angewendet werden. Folgerichtig ist auch eine Anwendung des neuen IDW S 1 i.d.F. 2026 unter bestimmten Voraussetzungen in gerichtlichen Spruchverfahren für Bewertungsstichtage vor dem 08.04.2026 möglich.

BGH, Beschluss vom 29.09.2015 (Az. II ZB 23/14), NZG 2016, S. 139.

i

Sprechen Sie uns jederzeit gerne zu diesen oder weiteren Themen an!

Weitere Informationen unter:

www.kleeberg-valuation.de

www.unternehmensbewertung.de

www.kleeberg.de

unternehmensbewertung@crowe-kleeberg.de

Hier finden Sie die aktuellen Kleeberg-Informationen:



Dr. Kleeberg & Partner GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

Member Crowe Global

München

www.kleeberg.de

Die vorliegende Publikation dient der Information unserer Mandanten sowie der interessierten Öffentlichkeit. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Wir übernehmen dennoch keine Gewähr und keine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Hinweise. Alle Angaben beziehen sich auf den Rechtsstand zum Zeitpunkt der Manuskriptfertigstellung. Aufgrund künftiger Entwicklungen können Änderungen eintreten. Wir übernehmen keine Verpflichtung, hierüber zu informieren. Die Informationen in dieser Publikation ersetzen auch keinesfalls die individuelle Prüfung des Einzelfalls. Wir übernehmen keine Gewähr für Gestaltungen, die ohne unsere individuelle Beratung umgesetzt werden.

© 09/2026. Herausgeber dieses Druckwerks ist die Dr. Kleeberg & Partner GmbH, München. Wir weisen darauf hin, dass das Urheberrecht sämtlicher Texte und Grafiken in diesem Druckwerk bei uns als Herausgeber und ggf. bei den Autoren liegt. Die begründeten Urheberrechte bleiben umfassend vorbehalten. Jede Form der Vervielfältigung z.B. auf drucktechnischem, elektronischem, optischem, photomechanischem oder ähnlichem Wege – auch auszugsweise – bedarf der ausdrücklichen, schriftlichen Einwilligung des Herausgebers und ggf. des Autors. Es ist Dritten nicht gestattet, das Druckwerk – auch auszugsweise – zu vervielfältigen.

Tax

Audit

Advisory

Legal

Technology

Valuation

Sustainability

FAAS