Crowe

Kleeberg

VALUE

DER KLEEBERG VALUATION NEWSLETTER

Q4 2025

Inhalt

Bewertungsmethode

Unterschied zwischen Liquidations- und Substanzwert

Kapitalkosten

Bedeutung und Herleitung der Marktrisikoprämie im Rahmen von Unternehmensbewertungen

Rechtsprechung

Kriterien einer plausiblen Planungsrechnung aus Sicht der Rechtsprechung

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Bewertungsmethode

Unterschied zwischen Liquidations- und Substanzwert

Die Wertermittlung eines Unternehmens erfolgt bei Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 regelmäßig anhand einer Bewertung seiner prognostizierten Zukunftserfolge mittels Ertragswertverfahren bzw. DCF-Verfahren. Der Unternehmenswert basiert in diesen Fällen auf den zukünftigen finanziellen Überschüssen. Es gibt jedoch Bewertungsanlässe, welche eine Betrachtung der Werte der einzelnen im zu bewertenden Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände erfordern. Hierbei kann zwischen dem **Liquidations- und dem Substanzwertverfahren** unterschieden werden.

Der **Substanzwert** ist der Wert, der sich aus allen Vermögensgegenständen und Schulden des Bewertungsobjekts unter Aufdeckung stiller Reserven und Berücksichtigung stiller Lasten ergibt. Die Bewertung erfolgt daher unter der Annahme, dass das Unternehmen fortgeführt wird (sog. „**going concern"-Prämisse**). Der Substanzwert wird folglich als Rekonstruktionswert („Gebrauchswert der betrieblichen Substanz") verstanden. Für die Bewertung sind die **Einzelwiederbeschaffungspreise** maßgeblich. Der Substanzwert entspricht der Gesamtsumme, die ein Erwerber aufbringen müsste, um alle Assets des Unternehmens einzeln zu erwerben, um das Unternehmen nachzubilden.

Im Gegensatz dazu muss der **Liquidationswert** herangezogen werden, wenn die realistische Annahme besteht, dass das Unternehmen nicht weitergeführt wird. Der Liquidationswert gilt im Sinne des IDW S 1 als Wertuntergrenze. Zur Bestimmung des Liquidationswerts sind alle Barwerte der Nettoerlöse, die sich aus dem Verkauf sämtlicher Vermögenswerte ergeben, abzüglich der Abfindungsbeträge aller Schulden sowie der Liquidationskosten heranzuziehen. Damit wird der Wert dargestellt, der bei Auflösung des Unternehmens erzielt werden könnte.

Der wesentliche Unterschied bei der Anwendung der beiden Bewertungsmethoden liegt in **der zugrunde liegenden Annahme über die weitere Lebensdauer des Unternehmens**. Während der Substanzwert von einer Weiterführung des Unternehmens ausgeht, ist der Liquidationswert heranzuziehen, wenn das Bewertungsobjekt liquidiert wird. Damit stellt der Liquidationswert in der Praxis die absolute **Wertuntergrenze** für alle rationalen Entscheidungsträger dar.

Zwirner/Zimny
Relevanz von Einzelbewertungsverfahren (Substanz-/Liquidationswert), in: Handbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2023, S. 1103-1122.

i

Kapitalkosten

Bedeutung und Herleitung der Marktrisikoprämie im Rahmen von Unternehmensbewertungen

In der Unternehmensbewertungslehre hat sich zur **Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes** das **Capital Asset Pricing Model (CAPM)** bzw. Tax-CAPM (bei einer Nachsteuerbetrachtung) etabliert.

Ein zentraler Parameter des CAPM zur Bestimmung der **Eigenkapitalkosten** ist die Marktrisikoprämie. Die **Marktrisikoprämie (MRP)** stellt die Differenz zwischen der erwarteten Rendite eines **risikobehafteten Marktportfolios** und dem **risikofreien Zinssatz** dar. Die Marktrisikoprämie lässt sich am Kapitalmarkt nicht direkt beobachten und muss daher für Bewertungszwecke rechnerisch ermittelt werden. In der Praxis wird dafür meist ein **vergangenheitsorientierter Ansatz** gewählt, bei dem die durchschnittliche Rendite entwickelter Aktienmärkte mit den Renditen von bspw. öffentlichen Staatsanleihen verglichen wird. Eine weitere Methode zur Ermittlung der Marktrisikoprämie ist die **implizite Herleitung** aus aktuellen Marktpreisen und Gewinnprognosen sowie Befragungen von Marktteilnehmern.

Für den deutschen Bewertungsstandard IDW S 1 legt der **Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB)** des IDW regelmäßig **Empfehlungen** für die Höhe der Marktrisikoprämie vor.

Am 22.09.2025 hat der FAUB seine Empfehlung zur Marktrisikoprämie auf eine Bandbreite zwischen 5,25 % und 6,75 % **vor persönlichen Steuern** (**Mittelwert der Bandbreite: 6,00 %**) aktualisiert. Die Bandbreitenempfehlung für die Marktrisikoprämie **nach persönlichen Steuern** liegt in einer Bandbreite von 4,50 % bis 5,75 % **(Mittelwert: 5,125 %).**

Zuletzt hatte der FAUB **vor sechs Jahren** am 25.10.2019 seine Bandbreitenempfehlung aktualisiert. Damals hob der FAUB die MRP aufgrund der Entwicklungen an den Kapitalmärkten und der weiterhin expansiven Geldpolitik der EZB auf eine Bandbreite von 6,00 % bis 8,00 % vor persönlichen Steuern (Mittelwert: 7,00 %) und 5,00 % bis 6,50 % (Mittelwert: 5,75 %) nach persönlichen Steuern an.

Seit dem Jahr 2022 war ein deutlicher **Anstieg des barwertäquivalenten Basiszinssatzes** bei einer teilweise inversen Zinsstruktur zu beobachten. Im Jahr 2025 ist der risikolose Basiszins nochmals deutlich angestiegen, verbunden mit einer Normalisierung der Zinsstrukturkurve. Aktuell beträgt der Basiszinssatz 3,25 % und liegt damit auf einem Wert, der zuletzt vor 14 Jahren im Jahr 2011 erreicht wurde. Zudem haben sich die impliziten Renditeerwartungen an den Kapitalmärkten im laufenden Jahr deutlich verringert. Beide Entwicklungen führten zur Entscheidung des FAUB, die **Bandbreitenempfehlung für die Marktrisikoprämie** nun anzupassen und **abzusenken.**

Zwirner/Schöffel
FAUB veröffentlicht erstmals seit 2019 neue Bandbreitenempfehlung für die Marktrisikoprämie, DB 42/2025, S. 2523.

i

Rechtsprechung

Kriterien einer plausiblen Planungsrechnung aus Sicht der Rechtsprechung

Die Rechtsprechung deutscher Gerichte hat sich bereits ausführlich mit einer plausiblen Planungsrechnung und deren gerichtlicher Überprüfbarkeit im Rahmen von Unternehmensbewertungen befasst.

Die **Planungsrechnung ist zentraler Baustein** jeder kapitalwertorientierten Unternehmensbewertung. Gerade bei der Ermittlung der Barabfindung zur Entschädigung von Minderheitsaktionären im Rahmen von Squeeze-outs oder anderen gerichtlichen Auseinandersetzungen ist eine nachvollziehbare und plausible Planung zur sachgerechten Bestimmung des **Unternehmenswerts** von entscheidender Bedeutung.

Die Planung der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung des Bewertungsobjekts ist grundsätzlich eine unternehmerische Aufgabe, die von der Geschäftsführung durchgeführt wird. Wegen der **unternehmerischen Planungsfreiheit** unterliegen die Planungsannahmen in der Folge auch lediglich einer **eingeschränkten gerichtlichen Überprüfbarkeit** (OLG München, Beschluss vom 12.05.2020 (Az. 31 Wx 361/18)). Zuletzt hatte das BayObLG in seinem Beschluss (Az. 101 W 116/24) nochmals bekräftigt, **dass die Unternehmensplanung allein der Geschäftsführung obliegt.**

Der gerichtliche Prüfungsmaßstab (OLG München, Beschluss vom 09.04.2021 (Az. 31 Wx 2/19)) richtet sich dabei nach der **formellen Korrektheit** der Planungsrechnung sowie der objektiven **Plausibilisierung** der zugrunde liegenden **Planungsannahmen**. Dazu zählt u.a., ob die Planung auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen beruht, mithin plausibel und auch nicht widersprüchlich ist. Die Ergebnisse der **Vergangenheitsanalyse** sind hierbei Grundlage für die Plausibilisierung einer Planungsrechnung.

Weiterhin bekräftigt das OLG München mit seinem Beschluss vom 12.05.2020 (Az. 31 Wx 361/18) bereits zuvor ergangene Rechtsprechung. Geht die Geschäftsführung des Bewertungsobjekts vernünftigerweise davon aus, dass ihre Planung realistisch ist, darf diese Planung nicht durch andere (für die Antragsteller günstigere), letztlich aber ebenfalls nur vertretbare Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden.

Aus Sicht des Antragstellers ist es nicht ausreichend, lediglich eine weitere, jedoch auch nur plausible Planungsrechnung vorzulegen. Aufgrund der **unternehmerischen Planungsfreiheit** kann eine solche Alternative die ursprüngliche Planung nicht ersetzen.

In der Folge sind **überzeugende Gründe** wie beispielsweise eine **offenbare Unrichtigkeit** erforderlich, um eine bestehende Planungsrechnung im Sinne der Rechtsprechung als unplausibel zu verwerfen.

BayObLG, Beschluss vom 08.08.2025 (Az. 101 W 116/24), BeckRS 2025, S. 20079
OLG München, Beschluss vom 09.04.2021 (Az. 31 Wx 2/19), NJW 2021, S. 3339 f.
OLG München, Beschluss vom 12.05.2020 (Az. 31 Wx 361/18), LSK 2020, 9359 f.

i

Literatur & Veranstaltungen

Literatur

Zwirner/Schöffel
Investitionssofortprogramm und aktualisierte Kapitalkostenempfehlung des FAUB, StuB 21/2025, S. 830.

Zwirner/Schöffel
Auswirkungen des Gesetzes für ein steuerliches Investitionssofortprogramm (Wachstumsbooster) auf die Unternehmensbewertung, WPg 21/2025, S.1225.

Zwirner/Schöffel
Bedeutung und Plausibilisierung der Planungsrechnung unter Berücksichtigung des IDW Praxishinweises 2/2017, des IDW ES 1 n.F. sowie der Rechtsprechung, BOARD 5/2025, S. 171.

Zwirner/Schöffel
Die Funktionen der Planungsrechnung in der Unternehmensbewertung und -sanierung sowie in der Krisenfrüherkennung und Insolvenzprüfung, StuB 7/2025, S. 273.

Zwirner/Schöffel
Entwurf IDW ES 17 veröffentlicht, DB 06/2025, S. 1642.

Zwirner/Vodermeier/Boecker
Auswirkungen geopolitischer Unsicherheiten und Risiken auf die Bilanzierung, Bewertung und Berichterstattung nach HGB, BC 09/2025, S. 400.

Veranstaltungen

Termin	Thema
13.01.2026	Einzelfragen zur Konzernrechnungslegung
23.01.2026	Prüfung der Nachhaltigkeitsberichte

Für Mandanten und Interessierte:

Profitieren Sie von unseren Bewertungsleistungen. Mit der **Kleeberg Valuation Services GmbH** bündeln wir unsere Expertise zu sämtlichen Fragen rund um die Unternehmensbewertung. Besuchen Sie uns gerne auf www.kleeberg-valuation.de oder kontaktieren Sie uns direkt unter unternehmensbewertung@crowe-kleeberg.de.

Weitere Informationen finden Sie in der aktuellen Auflage des Handbuchs Unternehmensbewertung.

www.handbuch-unternehmensbewertung.de

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.

© 12/2025. 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 | IT Audit | Valuation | Sustainability | FAAS