

Markus Brütting\*

**Die Bewertung einer Genossenschaftsbank  
mittels Discounted Cash Flow (DCF)-Verfahren**

Zusammenfassung:

Aufgrund branchenspezifischer Besonderheiten unterliegt die Anwendung der Discounted Cash Flow-Verfahren zur Unternehmensbewertung im Bankgewerbe erheblichen konzeptionellen Beschränkungen und Anpassungserfordernissen. Weitere Schwierigkeiten entstehen, wenn es sich bei dem zu bewertenden Unternehmen um eine Genossenschaftsbank handelt. Deren Mitglieder treten gemäß dem genossenschaftlichen Identitätsprinzips nicht nur als Anteilseigner und Entscheidungsträger, sondern gleichzeitig auch als Leistungsabnehmer des Unternehmens auf. Dementsprechend sind zukünftige Zahlungsströme, die den Mitgliedern auf Basis der Leistungsbeziehung zur Genossenschaftsbank zufließen, in einem ertragswertorientierten Bewertungsmodell ebenso zu erfassen wie die Erträge aus Gewinnausschüttung, die unmittelbar aus der Kapitalbeteiligung am Unternehmen resultieren. Eine hohe Bewertungsrelevanz kommt in diesem Zusammenhang vor allem der steuerlichen Behandlung finanzieller Förderleistungen zu.

---

\* Dipl.-Kfm. Markus Brütting,  
Institut für Genossenschaftswesen,  
Philipps-Universität Marburg

## **Die Bewertung einer Genossenschaftsbank mittels Discounted Cash Flow (DCF)-Verfahren**

### **1. Einleitung**

Nachdem einer entscheidungsrelevanten Unternehmensbewertung letztlich immer eine zukunftsorientierte Betrachtung zugrunde liegen muss, folgen moderne Bewertungsmethoden zumeist der Logik des Ertragswertverfahrens, nach dem sich der Wert eines Unternehmens aus dessen zukünftiger Ertragskraft ableiten lässt.<sup>1</sup> Insbesondere die sogenannten Discounted Cash Flow (DCF)-Verfahren erfreuen sich in Theorie und Praxis einer großen Beliebtheit und stellen die international am weitesten verbreitete Methode zur Unternehmensbewertung dar.<sup>2</sup> Der Unternehmenswert oder Shareholder Value ermittelt sich dabei – analog zur Berechnung des Wertes einer Investition – als Summe der diskontierten zukünftig erwarteten Cash Flows, die den unmittelbaren Nutzen des Unternehmens aus Sicht der Anteilseigner repräsentieren, zuzüglich des Wertes des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens.<sup>3</sup> Dementsprechend stellen die Cash Flows und der Diskontierungsfaktor die beiden maßgeblichen Parameter bei der Bewertung eines Unternehmens mittels DCF-Verfahren dar.<sup>4</sup> Während sich die zukünftigen Zahlungsströme auf Basis einer umfangreichen Planung, die stets eine Plan-GuV, eine Plan-Bilanz sowie eine Plan-Kapitalflussrechnung beinhalten sollte,<sup>5</sup> abschätzen lassen, hat sich zur empirischen Bestimmung des adäquaten Diskontierungsfaktors das kapitalmarkttheoretisch fundierte Capital Asset Pricing Model (CAPM) durchgesetzt. Anlässlich branchenspezifischer Besonderheiten mit nicht unerheblicher Bewertungsrelevanz gilt es kritisch zu hinterfragen, ob die DCF-Methodik grundsätzlich auch für die Bewertung von Banken geeignet ist. Als bewertungsrelevante Kriterien sind in diesem Zusammenhang vorrangig die im operativen Geschäftsmodell integrierte Refinanzierung einer Bank sowie die aufsichtsrechtliche Regulierung der Kreditinstitute durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu nennen. Unabhängig davon stellt die Bewertung einer Bank aufgrund branchenabhängiger Problemfelder bei der zuverlässigen Plandatenermittlung eine besondere Herausforderung dar. Eine zusätzliche Komplexität entsteht im Rahmen der Bewertung einer Genossenschaftsbank. Rechtsformspezifische Merkmale führen letztlich dazu, dass ein genossenschaftliches Kredit-

---

<sup>1</sup> Vgl. auch *Geltinger* (2009), S. 249.

<sup>2</sup> Vgl. *Peemöller/Kunowski/Hillers* (1999), S. 622; *Peemöller/Kunowski* (2009), S. 271 f.

<sup>3</sup> Vgl. z.B. *Ernst/Schneider/Thielen* (2008), S. 27.

<sup>4</sup> Vgl. *Fink* (2008), S. 183.

<sup>5</sup> Vgl. auch *IDW* (2008), Rn. 71.

institut nur unter sehr spezifischen Anpassungen und der Modellierung verschiedener Annahmen bewertet werden kann. Der zentrale Unterschied zur Bewertung von Banken anderer Rechtsformen resultiert letztlich aus der einzigartigen Stellung der Mitglieder einer Genossenschaftsbank, die nicht nur als Anteilseigner und Entscheidungsträger, sondern gleichzeitig auch als Kunde des Unternehmens auftreten.

## **2. DCF-orientierte Bewertung einer Bank**

### **2.1 Konzeptionelle Grundlagen**

#### *2.1.1 Anwendung der DCF-Verfahren*

Grundsätzlich ist für die zukunftsorientierte Bewertung einer Bank kein branchenspezifischer Bewertungsansatz erforderlich, sondern ebenso wie für die Unternehmensbewertung in anderen Branchen ein investitionstheoretisch fundiertes Barwertkalkül heranzuziehen.<sup>6</sup> Bei Anwendung der DCF-Verfahren werden die zukünftigen Zahlungsströme nur für die sogenannte Detailplanungsphase, die üblicherweise die nachfolgenden 3 bis 5 Jahre umfasst,<sup>7</sup> detailliert geplant.<sup>8</sup> Die erwarteten Cash Flows außerhalb dieses Prognosehorizonts fließen als Terminal Value, der den Wert einer ewigen Rente in Höhe des nachhaltig realisierbaren Zahlungsstroms repräsentiert, in die Unternehmensbewertung ein.<sup>9</sup> In diesem Zusammenhang gilt zu berücksichtigen, dass die Barwert-Kalkulation der DCF-Verfahren nur die operativen Cash Flows enthält, die aus dem Einsatz des betriebsnotwendigen Vermögens im Leistungserstellungs- und -verwertungsprozess resultieren. Der Wert des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens muss stets separat ermittelt werden.<sup>10</sup> Unter operativen Gesichtspunkten empfiehlt es sich außerdem, steuerliche Verlustvorträge oder ähnliche, zeitlich begrenzte Geschäftsvorfälle mit unregelmäßigem Charakter als Sonderwert additiv im Bewertungskalkül zu erfassen.<sup>11</sup> Der Marktwert des Eigenkapitals, der die Zielgröße einer ertragswertorientierten Unternehmensbewertung bildet, wird in Literatur und Praxis auch als Shareholder Value bezeichnet und spiegelt die zukünftigen Ertragserwartungen aus Sicht der Anteilseigner in Form von

---

<sup>6</sup> Vgl. auch *Sterz (2007)*, S. 213.

<sup>7</sup> Vgl. *Knüsel/Lossin (2004)*, S. 83; *IDW (2008)*, Rn. 77.

<sup>8</sup> Vgl. *Copeland/Koller/Murrin (2002)*, S. 286. Teilweise wird in der Literatur sogar von einem Planungshorizont von 5 bis maximal 10 Jahren ausgegangen. Vgl. dazu *Faust (2002)*, S. 75 f. einschließlich weiterführender Literaturangaben. Zur Bestimmung eines adäquaten Detailplanungshorizonts vgl. auch ausführlich *Ernst/Schneider/Thielen (2008)*, S. 44.

<sup>9</sup> Vgl. z.B. *Ernst/Schneider/Thielen (2008)*, S. 27; *Geltinger (2009)*, S. 249. Alternativ dazu ist die Einführung einer zweiten Prognosephase möglich, für die eine vereinfachte Planung auf Basis einiger entscheidender Werttreiber erstellt wird. Vgl. z.B. *Copeland/Koller/Murrin (2002)*, S. 286 f.

<sup>10</sup> Vgl. *Schöffling (1992)*, S. 39; *Ernst/Schneider/Thielen (2008)*, S. 27.

<sup>11</sup> Diese Vorgehensweise gestaltet sich insbesondere dann vorteilhaft, wenn sich die Realisierung der bewertungsrelevanten Tatbestände über die Detailplanungsphase hinaus erstreckt und deren Restwert zu Beginn der Rentenphase somit nicht ohne Weiteres in der Formel zur Berechnung der ewigen Rente abgebildet werden kann.

Dividenden und nicht ausgeschütteten Kursgewinnen wider.<sup>12</sup> In Abhängigkeit vom gewählten Bewertungsverfahren kann der Unternehmenswert aus Sicht der Anteilseigner entweder als Differenz zwischen dem Unternehmensgesamtwert und dem Marktwert des Fremdkapitals oder aber direkt ermittelt werden.<sup>13</sup> Im Bankgewerbe erweist sich die Anwendung des Flow to Equity (FtE)-Verfahrens, dem die zuletzt genannte Vorgehensweise zugrunde liegt, eindeutig als vorteilhaft.<sup>14</sup> Deshalb sind für die Bewertung einer Bank im entsprechenden Barwertkalkül nur die Cash Flows zu erfassen, die exklusiv zur Erfüllung der Renditeansprüche der Anteilseigner zur Verfügung stehen. Verschuldungsgradabhängige Zahlungsströme in Form von Veränderungen des Fremdkapitalbestands, Fremdkapitalzinsen sowie entsprechenden positiven Steuereffekten werden unmittelbar in die Berechnung der bewertungsrelevanten Cash Flows integriert, die anschließend mit einem risikoadäquaten Eigenkapitalkostensatz<sup>15</sup> für das verschuldete Unternehmen zu diskontieren sind. Durch Addition des Wertes des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens ergibt sich direkt der Marktwert des Eigenkapitals eines Unternehmens.<sup>16</sup>

### 2.1.2 Vorteile des Flow to Equity (FtE)-Verfahrens

Ein zentraler Vorteil des FtE-Verfahrens besteht darin, dass es – unter bestimmten Prämissen zu den Kapitalkostensätzen eines Unternehmens – unabhängig von der gewählten Finanzierungsstrategie<sup>17</sup> angewendet werden kann,<sup>18</sup> während andere DCF-Verfahren in diesem Zusammenhang schnell an ihre methodischen Grenzen stoßen.<sup>19</sup> Außerdem beruht die DCF-Methodik auf einer Vollausschüttungshypothese, nach der die bewertungsrelevanten Cash Flows am Ende jeder Periode an die Anteilseigner ausgeschüttet werden oder bei negativem Vorzeichen annahmegemäß durch eine entsprechende Einlage von den Eigenkapitalgebern auszugleichen sind.<sup>20</sup> Bei Anwendung des FtE-

---

<sup>12</sup> Vgl. Pfaff/Bärtl (1998), S. 89 ff.; Rappaport (1999), S. 39 ff.

<sup>13</sup> Vgl. z.B. Brunner (2009), S. 10. Zu den unterschiedlichen Ansätzen der DCF-Verfahren vgl. z.B. ausführlich Ballwieser (2007), S. 116 ff.; Drukarczyk/Schüler (2007), S. 165 ff.; Ernst/Schneider/Thielen (2008), S. 27 ff.

<sup>14</sup> Vgl. z.B. Kunowski (2001), S. 46; Sonntag (2001), S. 5.

<sup>15</sup> Zur Bestimmung eines angemessenen Eigenkapitalkostensatzes vgl. ausführlich Faust (2002), S. 87 ff. Bei der praktischen Anwendung des Flow to Equity-Verfahrens wird gewöhnlich von einem konstanten Renditeanspruch der Eigenkapitalgeber ausgegangen. Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2008), S. 98.

<sup>16</sup> Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2008), S. 31.

<sup>17</sup> Hinsichtlich der Finanzierungspolitik von Unternehmen ist zwischen den beiden grundlegenden Varianten einer autonomen Finanzierungsstrategie mit eigenständiger Planung der zukünftigen Fremdkapitalbestände und einer wertabhängigen Finanzierungsstrategie mit konstantem Verschuldungsgrad zu unterscheiden. Vgl. ausführlich Drukarczyk/Schüler (2007), S. 154 ff.; Kruschwitz/Löffler (2007), S. 61 ff.

<sup>18</sup> Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2008), S. 97 f.

<sup>19</sup> Vgl. dazu ausführlich Ballwieser (2007), S. 133 ff.; Drukarczyk/Schüler (2007), S. 208 f.

<sup>20</sup> Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2008), S. 96 ff.

Verfahrens lassen sich die Schwierigkeiten einer fiktiven Vollausschüttung jedoch durch die Begrenzung der in das Barwertkalkül einzubeziehenden Cash Flows auf die tatsächlich geplanten beziehungsweise effektiv vorhandenen Ausschüttungsvolumina umgehen.<sup>21</sup> Unabhängig davon existieren gravierende branchenspezifische Gründe, die eindeutig für die Vorteilhaftigkeit einer Anwendung des FtE-Verfahrens zur Bewertung von Banken sprechen.<sup>22</sup> So bildet die Fremdkapitalaufnahme bei einer Bank einen wesentlichen Teil des operativen Geschäfts und dient nicht nur zu dessen Refinanzierung.<sup>23</sup> Je höher die Differenz („Spread“) zwischen Aktiv- und Passivzinsen ausfällt, desto mehr trägt zum Beispiel das Einlagengeschäft zum Unternehmenswert bei.<sup>24</sup> Eine klare Trennung der Passivposten nach deren Zugehörigkeit zum Finanzierungsbereich oder zum Leistungsbereich, wie sie die übrigen DCF-Verfahren erfordern, um das Betriebsergebnis beziehungsweise die Cash Flows vor Fremdkapitalzinsen als einen zentralen Parameter des Bewertungsmodells bestimmen zu können, ist bei Banken folglich nicht gegeben.<sup>25</sup> Darüber hinaus lässt sich auch der Marktwert der Bankverbindlichkeiten, die an keinem Kapitalmarkt gehandelt werden, nicht sachgemäß ermitteln.<sup>26</sup> Deshalb ist das FtE-Verfahren, nach dem sich der Unternehmenswert direkt von den mit dem risikoadäquaten Eigenkapitalkostensatz diskontierten Cash Flows an die Anteilseigner ableiten lässt und bei dem das Fremdkapital in methodischer Hinsicht eine eher untergeordnete Rolle spielt, für die Bewertung von Banken ganz klar zu präferieren.<sup>27</sup>

## **2.2 Cash Flow-Planung**

### *2.2.1 Prognose der bewertungsrelevanten Zahlungsströme*

Nachdem die zukünftig erwarteten Cash Flows die inhaltliche Grundlage einer zukunftsorientierten Unternehmensbewertung bilden, ist deren Prognose eine besondere Bedeutung beizumessen. Die Planung der wesentlichen GuV-Positionen gestaltet sich im Bankgewerbe sehr spezifisch und unterscheidet sich erheblich von anderen Branchen. In diesem Zusammenhang wird auf die einschlägige Literatur verwiesen.<sup>28</sup> Unabhängig von der Branchenzugehörigkeit eines Unternehmens sollte das zukünftige Ausschüttungsvolumen auf Basis einer umfangreichen und fundierten Planung ermittelt

---

<sup>21</sup> Vgl. *Ernst/Schneider/Thielen* (2008), S. 97.

<sup>22</sup> Vgl. *Sonntag* (2001), S. 5 ff.; *Kunowski* (2002), S. 46.

<sup>23</sup> Vgl. *Geltinger* (2009), S. 250.

<sup>24</sup> Vgl. *Sonntag* (2001), S. 6; *Copeland/Koller/Murrin* (2002), S. 503.

<sup>25</sup> Vgl. *Geltinger/Gerstmeier* (2003), S. 115 ff.; *Sterz* (2007), S. 213.

<sup>26</sup> Vgl. *Adamus/Koch* (2007), S. 155. Ein vereinfachender Ansatz zum Nominalwert würde ebenso zu einem falschen Ergebnis führen. Vgl. auch *Sterz* (2007), S. 213.

<sup>27</sup> Weitere Aspekte und Literaturhinweise, die für den Einsatz des Flow to Equity-Verfahrens zur Bewertung von Banken sprechen, sind zu finden bei *Faust* (2002), S. 63 f.

<sup>28</sup> Vgl. dazu z.B. ausführlich *Geltinger/Gerstmeier* (2003), S. 123 ff.; *Knüsel/Lossin* (2004), S. 84 ff.

werden. Die Praxis beschränkt sich in diesem Zusammenhang häufig auf die Erstellung erfolgsorientierter Plan-GuVs (Gewinn- und Verlustrechnungen) für die nachfolgenden Jahre.<sup>29</sup> Zur Plausibilisierung und Sicherstellung einer sachgemäßen Ermittlung des zukünftigen Erfolgspotentials ist es jedoch erforderlich, Plan-Bilanzen sowie Plan-Kapitalflussrechnungen beziehungsweise integrierte Finanzbedarfsrechnungen<sup>30</sup>, in der Schwankungen des Finanzierungsvolumens zum Ausdruck kommen, ergänzend einzusetzen.<sup>31</sup> Die Ausgangsbasis für die Ermittlung der Cash Flows an die Anteilseigner bildet das in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesene Betriebsergebnis nach Steuern, das um nicht auszahlungswirksame Aufwandspositionen sowie nicht einzahlungswirksame Ertragspositionen, wie zum Beispiel Wertberichtigungen und Abschreibungen auf Finanz- und Sachanlagen oder Zuführungen zu den langfristigen Rückstellungen, zu adjustieren ist.<sup>32</sup> Im nächsten Schritt führt die Addition beziehungsweise Subtraktion bilanziell erfasster Mittelzuflüsse und -abflüsse aus dem operativen Geschäft, die aus der Investitionstätigkeit sowie den Veränderungen des Umlaufvermögens eines Kreditinstituts resultieren, zum Flow to Equity vor Thesaurierung und persönlichen Steuern.<sup>33</sup> Die bewertungsorientierte Verknüpfung von Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz ist in *Abbildung I* dargestellt. Der auf diese Weise ermittelte Flow to Equity (I) entspricht jedoch weder dem potenziellen Ausschüttungsvolumen eines Unternehmens, wie es zur weiteren Bestimmung des Unternehmenswertes – zumindest bei Unterstellung einer Vollausschüttungshypothese – erforderlich ist, noch dem endgültig bewertungsrelevanten Zahlungsstrom. Schließlich können Veränderungen risikobehafteter Aktivposten zu einer Erhöhung der regulatorisch bedingten Eigenmittelausstattung führen, so dass sich der erwirtschaftete Jahresüberschuss schon aufgrund aufsichtsrechtlicher Anforderungen nicht vollständig an die Eigentümer ausschütten lässt.<sup>34</sup> Darüber hinaus sprechen häufig strategische Überlegungen, wie zum Beispiel eine verstärkte Investitionstätigkeit zur Gewährleistung eines nachhaltigen Unternehmenswachstums, für eine Thesaurierung von nicht unwesentlichen Gewinnbeträgen.

---

<sup>29</sup> Vgl. *Geltinger* (2009), S. 250.

<sup>30</sup> Vgl. dazu *IDW* (2008), Rn. 109 f.

<sup>31</sup> Vgl. *Copeland/Koller/Murrin* (2002), S. 293; *Geltinger/Gerstmeier* (2003), S. 44f.; *Ernst/Thielen/Schneider* (2008), S. 14f. Schließlich können auch GuV-unwirksame Größen zu einer Ein- oder Auszahlung führen, die das potenzielle Ausschüttungsvolumen einer Bank verändern. Außerdem lässt sich die konkrete Finanz- und Liquiditätslage eines Unternehmens nie unmittelbar aus der geplanten Gewinn- und Verlustrechnung ableiten. Vgl. auch *Faust* (2002), S. 65.

<sup>32</sup> Vgl. z.B. *Copeland/Koller/Murrin* (2002), S. 504. Ein Anpassungsbedarf kann sich bereits durch die gesetzliche Pflicht zur Rücklagenbildung bzw. –zuführung ergeben. Zu den verschiedenen Arten und Funktionen von Rücklagen sowie den entsprechenden gesetzlichen Vorschriften vgl. ausführlich *Coenenberg/Haller/Schultze* (2009), S. 327 ff.

<sup>33</sup> Vgl. dazu ausführlich *Faust* (2002), S. 70 f.

<sup>34</sup> Von der möglichen Existenz potenzieller Ausschüttungsrestriktionen aufgrund handelsrechtlicher Vorschriften zur Rücklagenbildung wird an dieser Stelle vereinfachend abgesehen.

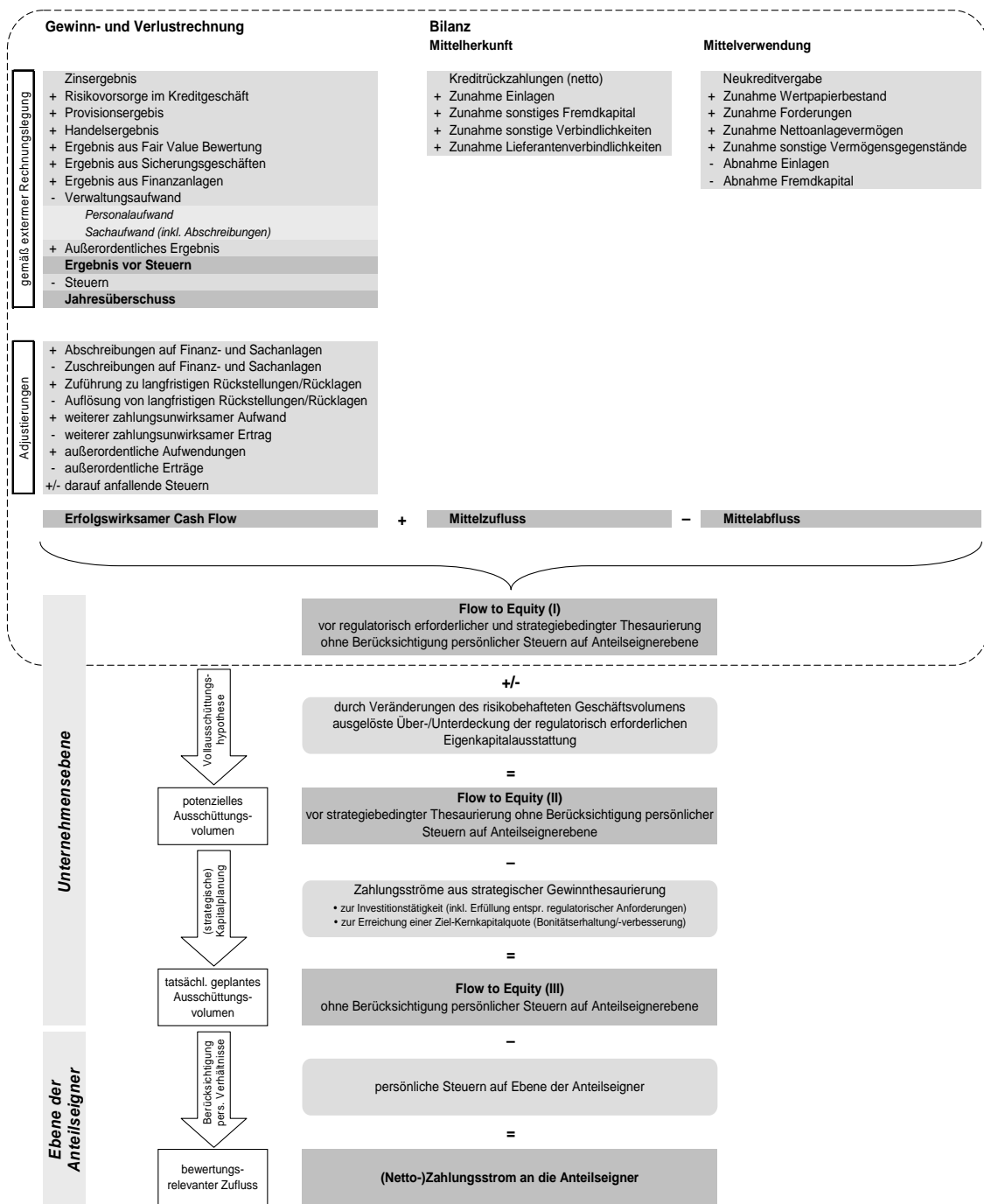


Abbildung I: Systematische Vorgehensweise zur FtE-Ermittlung einer Bank  
 Quelle: in Anlehnung an Copeland/Koller/Murrin (2002), S. 504.

Es besteht daher die Möglichkeit, dass das tatsächlich geplante Ausschüttungsvolumen erheblich vom theoretisch vorhandenen Ausschüttungspotenzial abweicht. Außerdem hat sich in Theorie und Praxis die Auffassung durchgesetzt, dass Unternehmensbewer-

tungen üblicherweise mangels Investitionsneutralität<sup>35</sup> des zugrunde liegenden Steuersystems auf Basis einer vollständigen Nachsteuerbetrachtung zu erfolgen haben.<sup>36</sup> Deshalb gilt zu beachten, dass die anfallende Steuerlast auf Unternehmensebene zur Ermittlung des bewertungsrelevanten Flow to Equity (III) ebenso in das Bewertungskalkül einzubeziehen sind wie die persönlichen Steuern der Anteilseigner.

### 2.2.2 Berücksichtigung thesaurierungsbedingter und steuerlicher Effekte

Nachdem Banken aufsichtsrechtliche Bestimmungen zur Gewährleistung einer angemessenen Eigenmittelausstattung erfüllen müssen, ist ein daraus entstehender Thesaurierungsbedarf zwangsläufig auch bei der Ermittlung des theoretisch frei zur Verfügung stehenden Flow to Equity (II) anzusetzen, so dass es faktisch zu einer regulatorisch bedingten Ausschüttungssperre kommen kann.<sup>37</sup> Die vom Bundesministerium für Finanzen verabschiedete Solvabilitätsverordnung<sup>38</sup> quantifiziert die Mindestquote für das haftende Eigenkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva zuzüglich Handelsbuchpositionen mit 8%.<sup>39</sup> Sofern nicht ausreichend Gewinnbeiträge zur Thesaurierung vorhanden sind, bedingt eine Unterschreitung der vorgeschriebenen Eigenmittel bewertungstechnisch die Fiktion einer Kapitaleinlage, die als negativer Zahlungsstrom Beachtung findet.<sup>40</sup> Analog kann eine positive Differenz zum geforderten Kapital grundsätzlich als Ausschüttungspotenzial behandelt werden, falls es die Liquidität erlaubt.<sup>41</sup> Im Regelfall erfolgt die Kapitalplanung von Banken auf Basis zu erreichender Ziel-Kapitalquoten.<sup>42</sup> Auf diese Weise sollen die Refinanzierungskosten, die maßgeblich von externen Ratings als Ausdruck der Bonität eines Unternehmens abhängig sind, dem angestrebten Niveau angepasst werden.<sup>43</sup> Aus diesem Grunde kann es unabhängig

---

<sup>35</sup> Zur Investitionsneutralität der Besteuerung im Kontext der Unternehmensbewertung bzw. Kapitalwertermittlung vgl. ausführlich *Kruschwitz/Schneider/Husmann* (2003), S. 328 ff.; *Zeidler/Schöniger/Tschöpel* (2008), S. 276 ff.

<sup>36</sup> Vgl. *Zensen* (2002), S. 116. Auch in den vom IDW formulierten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern explizit gefordert. Vgl. *IDW* (2008), Rn. 28 ff.

<sup>37</sup> Vgl. *Adamus/Koch* (2007), S. 155 f.

<sup>38</sup> Die Solvabilitätsverordnung trat in Deutschland zum 1. Januar 2007 in Kraft und ersetzte im Rahmen der Umsetzung von Basel II (Eigenkapitalvorschriften, die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht aufgestellt wurden) den Grundsatz I zur Ermittlung einer angemessenen Eigenmittelausstattung.

<sup>39</sup> Vgl. *Sterz* (2007), S. 219. Hinsichtlich der Zusammensetzung der Eigenmittel bzw. des haftenden Eigenkapitals sowie der Ermittlung der anrechnungspflichtigen Risikoaktiva wird auf die einschlägige Literatur verwiesen. Vgl. dazu z.B. *Faust* (2002), S. 54 f.; *Geltinger/Gerstmeier* (2003), S. 179 ff.; *Börner/Grichnik* (2004), S. 433 ff.

<sup>40</sup> Vgl. auch *Knüsel/Lossin* (2004), S. 95.

<sup>41</sup> Vgl. auch *Sterz* (2007), S. 219.

<sup>42</sup> Vgl. *Sterz* (2007), S. 219; *Geltinger* (2009), S. 251.

<sup>43</sup> Selbst wenn offiziell keine unmittelbare Korrelation zwischen dem Rating einer Bank und deren Kapitalstruktur besteht, lässt sich davon ausgehen, dass eine höhere Eigenkapitalausstattung unter sonst glei-

vom geplanten Investitionsbedarf und regulatorischen Kapitalerhaltungspflichten ebenso zu strategisch bedingten Thesaurierungen kommen, die für die Ermittlung des bewertungsrelevanten Flow to Equity (III) in der Detailplanungsphase von den Zahlungsströmen an die Anteilseigner abzuziehen sind und stets mit der Gesamtstrategie sowie der daraus resultierenden Ertragsplanung einer Bank im Einklang stehen sollten.<sup>44</sup> Zur Ermittlung der bewertungsrelevanten Zahlungsströme in der Detailplanungsphase sind vom ermittelten Flow to Equity (III) nach Thesaurierung schließlich noch die persönlichen Ertragsteuern auf Ebene der Anteilseigner abzuziehen.<sup>45</sup> Nach Einführung der Abgeltungssteuer ist von einem Ertragsteuersatz von 26,375% (Abgeltungssteuersatz zuzüglich Solidaritätszuschlag = 25% \* 1,055) auszugehen, sofern kein begründeter Anlass zur Annahme besteht, dass der typisierte persönliche Einkommensteuersatz der (potenziellen) Anteilseigner unter 25% liegt.<sup>46</sup>

### 2.2.3 Bestimmung des nachhaltig entziehbaren Zahlungsstroms

Die Ableitung des nachhaltig entziehbaren Zahlungsstroms, der durch die konzeptionelle Erfassung als ewige Rente einen sehr hohen Einfluss auf das Ergebnis einer Unternehmensbewertung hat,<sup>47</sup> vollzieht sich in der Bewertungspraxis von Banken regelmäßig auf Basis der fortgeschriebenen Ergebnisse aus dem letzten Planjahr der Detailplanungsphase und ist in methodischer Hinsicht mit der Vorgehensweise zur Bewertung von Nichtbanken vergleichbar.<sup>48</sup> Bei der quantitativen Ermittlung der bewertungsrelevanten Zahlungsströme sind jedoch spezielle Anpassungen vorzunehmen, die aus branchenspezifischen Besonderheiten resultieren. Veränderungen gegenüber den detailliert geplanten Vorjahren ergeben sich insbesondere aus dem zugrunde gelegten Zinsszenario, das sich in der 2. Planungsphase an einer langfristigen durchschnittlichen Zinsentwicklung orientieren muss.<sup>49</sup> Sofern die Annahme eines nachhaltigen (volumenabhängigen) Geschäftswachstums<sup>50</sup> getroffen wird, ist ebenso dem damit verbundenen Anstieg des haftenden Eigenkapitalbedarfs, der sich im Bewertungsmodell verfahrenstechnisch durch eine Thesaurierung in Korrelation zur Wachstumsrate berücksichtigen lässt,

---

chen Bedingungen tendenziell zu einem besseren Rating führt. Vgl. dazu auch *Knüsel/Lossin* (2004), S. 94; *Sen/Holzhäuser* (2004), S. 68.

<sup>44</sup> Vgl. *Knüsel/Lossin* (2004), S. 95.

<sup>45</sup> Sofern das Ausschüttungsvolumen den Eigentümern steuerneutral zugeführt werden kann, wie z.B. durch den Rückkauf eigener Aktien, bleiben die entsprechenden Größen bei der Steuerberechnung außer Betracht. Vgl. auch *Sterz* (2007), S. 219.

<sup>46</sup> Vgl. dazu § 32d I, VI EStG.

<sup>47</sup> Vgl. auch *Ballwieser* (2007), S. 64; *IDW* (2008), Rn. 79.

<sup>48</sup> Vgl. *Knüsel/Lossin* (2004), S. 95 f.

<sup>49</sup> Vgl. *Knüsel/Lossin* (2004), S. 96.

<sup>50</sup> Gemäß *IDW* ist (inflationsbedingtes) Wachstum in der Rentenphase bei der Ermittlung des Terminal Values durch einen Abschlag im Kalkulationszinssatz zu erfassen. Vgl. *IDW* (2008), Rn. 98.

auf gebührende Weise Rechnung zu tragen.<sup>51</sup> Die Mindestthesaurierungsquote kann in diesem Zusammenhang folgendermaßen ermittelt werden:

$$t_{\min} = \frac{EK_h \times w_i}{G \times (1 - SKZ_z)}$$

mit  $t_{\min}$  : Mindestthesaurierungsquote  
 $EK_h$  : haftendes Eigenkapital  
 $w_i$  : inflationsbedingtes Wachstum  
 $G$  : (Potenziell) Ausschüttbares Ergebnis / Flow to Equity (I)  
 $SKZ_z$  : Zielsolvvenzkenziffer

*Abbildung II: Nachhaltige Mindestthesaurierungsquote*  
*Quelle: Sterz (2007), S. 221 ff.*

Nachdem zu Beginn der Rentenphase von einem ausgeglichenen Eigenmittelbestand in Form der angestrebten Zielkapitalstruktur ausgegangen werden kann<sup>52</sup> und dementsprechend lediglich wachstumsbedingte Thesaurierungen bei der Bestimmung des Terminal Values zu berücksichtigen sind, bildet der Flow to Equity (I) das potenziell ausschüttbare Ergebnis zur Berechnung der Mindestthesaurierungsquote in der 2. Planungsphase gemäß der genannten Formel.<sup>53</sup> Abschließend gilt es, das prognostizierte Ausschüttungsvolumen analog zur Detailplanungsphase um die persönliche Ertragsteuerlast der Eigentümer zu reduzieren. Außerdem muss im Terminal Value der Wertbeitrag aus Thesaurierung zum Ausdruck kommen, der daraus resultiert, dass auch die thesaurierten Gewinne den Anteilseignern früher oder später zufließen werden. In diesem Zusammenhang gilt zu berücksichtigen, dass die Einbehaltung von Gewinnen auf Ebene der Anteilseigner zu einem Steuerstundungseffekt führt,<sup>54</sup> da die Steuerlast erst zum späteren Zeitpunkt der Ausschüttung fällig wird und folglich für die Ermittlung des Terminal Values diskontiert zu erfassen ist.<sup>55</sup> Durch Ansatz eines verminderten Ertragsteuersatzes auf den thesaurierungsbedingten Wertbeitrag, der aus empirischen Daten zum Ausschüttungsverhalten alternativer Investitionsobjekte beziehungsweise von durchschnittlichen

<sup>51</sup> Vgl. auch Brunner (2009), S. 27.

<sup>52</sup> Vgl. auch Sterz (2007), S. 220.

<sup>53</sup> Eine leicht überproportionale Entwicklung des haftenden Eigenkapitals gegenüber den risikogewichteten Aktiva lässt sich formelmäßig allerdings nicht ganz verhindern, so dass es im Zeitablauf bewertungstechnisch zu einem geringfügigen Anstieg der Solvenzkenziffer und damit zum (unwesentlichen) Aufbau von regulatorisch und strategisch nicht erforderlichem Überschusskapital kommt. Bei Ansatz einer typisierten, von der Zielkapitalstruktur einer Bank unabhängigen Thesaurierungsquote würde der Aufbau von Überschusskapital jedoch erheblich höhere Dimensionen erreichen. Ein Zahlenbeispiel zum unmittelbaren Vergleich der beiden Alternativen ist zu finden bei Sterz (2007), S. 222 f.

<sup>54</sup> Zur Vorteilhaftigkeit thesaurierter Gewinne, die zu einem steuerinduzierten Wachstum der Unternehmenserträge führt, kommt es sowohl bei einer Besteuerung nach dem Halbeinkünfteverfahren als auch im Abgeltungssteuersystem. Vgl. dazu ausführlich Wiese (2007), S. 371 ff.

<sup>55</sup> Vgl. Gröger (2007), S. 1264; Ernst/Schneider/Thielen (2008), S. 116 f.

Haltedauern vergleichbarer Unternehmensanteile abgeleitet werden kann,<sup>56</sup> lässt sich diesem Effekt auf adäquate Weise Rechnung tragen.<sup>57</sup> Der nachhaltig entziehbare Zahlungsstrom und der steuerlich begünstigte Wertbeitrag aus Thesaurierung bilden in Summe schließlich die zu diskontierende Größe für die Berechnung des Terminal Values.

### 2.3 Ermittlung adäquater Eigenkapitalkosten

Nach der Planung der bewertungsrelevanten Zahlungsströme stellt sich zur Bestimmung des Unternehmenswertes schließlich noch die Frage nach dem geeigneten Eigenkapitalkostensatz, mit dem die künftigen Zahlungsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen sind.<sup>58</sup> Grundsätzlich kann zur marktorientierten Ermittlung der Eigenkapitalkosten von Banken, in denen die risikoadäquate Renditeforderung der Anteilseigner zum Ausdruck kommt, ebenso wie in anderen Branchen auf das in Theorie und Praxis weit verbreitete Capital Asset Pricing Model (CAPM)<sup>59</sup> zurückgegriffen werden, das den Kapitalisierungszinssatz in einen risikolosen Basiszins und einen Risikozuschlag unterteilt.<sup>60</sup> Während sich die risikofreie Zinskomponente aus der Rendite von Bundesanleihen oder aber von laufzeitkongruenten Zinssätzen aus der Zinsstrukturkurve ableiten lässt,<sup>61</sup> stellt der risikoabhängige Zuschlag die multiplikative Verknüpfung von Marktrisikoprämie und unternehmensspezifischem Beta-Faktor dar.<sup>62</sup> Die Marktrisikoprämie, welche die Differenz zwischen der erwarteten Marktrendite und der Rendite risikoloser Anlagen beschreibt, kann bei Unterstellung einer zukünftig ähnlichen Entwicklung wie in der Vergangenheit auf Basis historischer Daten oder andernfalls durch eine Ex-ante-Schätzung ermittelt werden.<sup>63</sup> Im Einzelnen ist der Ableitung der durchschnittlichen Marktrendite für einen festgelegten Betrachtungszeitraum ein ausgewähl-

---

<sup>56</sup> Vgl. dazu auch *IDW* (2008), Rn. 37. Dabei ist es grundsätzlich sachgerecht, von langen Haltedauern und folglich einer tendenziell geringen effektiven Steuerbelastung auszugehen. Vgl. *Wagner* (2008), S. 36, Tz. 107. Zu konzeptionellen Problemen bei der Ermittlung eines adäquaten Kursgewinnsteuersatzes im Abgeltungssteuersystem vgl. *Wiese* (2007), S. 369 ff.

<sup>57</sup> Am Kapitalmarkt lassen sich regelmäßig Ausschüttungsquoten in Höhe von 40 % bis 70 % beobachten. Vgl. *Gampenrieder/Wiese* (2006), S. 1753. Vereinfachend wird in der Praxis häufig eine Marktausschüttungsquote von 50 % unterstellt, die eine Kalkulation mit dem hälftigen nominellen Steuersatz zzgl. Solidaritätszuschlag rechtfertigt. Ein entsprechendes Zahlenbeispiel ist zu finden bei *Serf* (2009), S. 201 f.

<sup>58</sup> Vgl. dazu *IDW* (2008), Rn. 113 ff.; *Brunner* (2009), S. 22 f.

<sup>59</sup> Zur Methodik, den zugrunde liegenden Prämissen sowie einer kritischen Würdigung des CAPM vgl. ausführlich *Höhmann* (1998), S. 152 ff.; *Faust* (2002), S. 91 ff. Allgemeine Kritikpunkte am CAPM und dessen Anwendung zur Ermittlung risikoadäquater Eigenkapitalkosten, insbesondere seiner Unplausibilität unter bestimmten Umweltbedingungen, sind ebenso zu finden bei *Geltinger/Gerstmeier* (2003), S. 72 f.; *Fink* (2008), S. 219 f.

<sup>60</sup> Vgl. *Knüsel/Lossin* (2004), S. 96 f.; *Adamus/Koch* (2007), S. 157.

<sup>61</sup> Vgl. dazu *Sterz* (2007), S. 213; *Brunner* (2009), S. 23. Eine ausführliche Erläuterung zur praxisbezogenen Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes ist zu finden bei *Geltinger/Gerstmeier* (2003), S. 66 ff.

<sup>62</sup> Vgl. z.B. *Knüsel/Lossin* (2004), S. 97.

<sup>63</sup> Zur Ermittlung der Marktrisikoprämie vgl. ausführlich *Copeland/Koller/Murrin* (2002), S. 267 ff.

ter Index zugrunde zu legen, der das relevante Marktportfolio hinreichend repräsentiert.<sup>64</sup> Ein grundlegendes Problem entsteht im Rahmen der Bestimmung des Beta-Faktors als Ausdruck des unternehmensimmanenten Risikos in Relation zum Marktrisiko, sofern es sich bei der zu bewertenden Bank um ein nicht börsennotiertes Unternehmen handelt.<sup>65</sup> In diesem Fall lässt sich der Beta-Faktor empirisch nicht direkt aus historischen Aktienkursen ableiten,<sup>66</sup> sondern kann nur unter Rückgriff auf die Daten von börsennotierten Vergleichsunternehmen mit einem ähnlichen Geschäftsmodell geschätzt werden.<sup>67</sup> Um unterschiedlichen Verschuldungsgraden dabei in angemessener Weise Rechnung zu tragen, findet gewöhnlich eine Bereinigung des Beta-Faktors zu dessen Anpassung an das tatsächliche Kapitalstrukturrisiko statt.<sup>68</sup> Nachdem die Refinanzierung bei Banken jedoch einen integrativen Bestandteil des operativen Geschäfts bildet und somit das Geschäftsrisiko untrennbar mit dem Finanzierungsrisiko verbunden ist, sollte in der Bewertungspraxis auf das sogenannte Unlevering des Beta-Faktors verzichtet werden.<sup>69</sup> Vielmehr muss der Fokus auf der sorgfältigen Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen liegen.<sup>70</sup> Abschließend gilt noch darauf hinzuweisen, dass sich die persönlichen Ertragsteuern auf Ebene der Anteilseigner aufgrund der geforderten Nachsteuerbetrachtung<sup>71</sup> nicht nur in den bewertungsrelevanten Zahlungsströmen, sondern ebenso im Kapitalisierungszinssatz widerspiegeln müssen.<sup>72</sup> Während der risikolose Basiszinssatz vor diesem Hintergrund pauschal um den Abgeltungssteuersatz zu reduzieren ist, erfordert die sachgerechte Ermittlung der Marktrisiko­prämie nach Steuern eine Aufspaltung der Marktrendite in die Dividenden- und die Kursrendite, so dass die

---

<sup>64</sup> Weiterführende Erläuterungen mit zahlreichen Literaturhinweisen sind zu finden bei *Fink* (2008), S. 225 ff.

<sup>65</sup> Zur Ableitung von Beta-Faktoren für börsennotierte Unternehmen vgl. ausführlich *Ernst/Schneider/Thielen* (2008), S. 62 ff.

<sup>66</sup> Nachdem erwartete Beta-Faktoren nicht beobachtbar sind, muss regelmäßig auf historische Daten zur zukunftsorientierten Ableitung des Beta-Faktors zurückgegriffen werden. Vgl. *Schmitt/Dausend* (2006), S. 240. Anschließend können diese in die Zukunft extrapoliert werden, wobei außergewöhnliche Effekte der Vergangenheit zu bereinigen sowie relevante unternehmensinterne und –externe Veränderungen zu berücksichtigen sind. Vgl. *Fink* (2008), S. 234.

<sup>67</sup> Vgl. *Sen/Holzhäuser* (2004), S. 72; *Sterz* (2007), S. 213. Eine Differenzierung zwischen der Anwendung von Branchenbetas, Betas vergleichbarer Unternehmen und Fundamentalbetas sowie damit verbundene Probleme sind zu finden bei *Brunner* (2009), S. 25.

<sup>68</sup> Vgl. dazu *IDW* (2008), Rn. 91.

<sup>69</sup> Ein derartiges Vorgehen würde dem banktypischen Geschäftsmodell zuwiderlaufen und das Ergebnis der Unternehmensbewertung verzerren. Vgl. *Adamus/Koch* (2007), S. 158 f.

<sup>70</sup> Schließlich ist der Verschuldungsgrad durch seinen Einfluss auf die Refinanzierungskosten und dementsprechend auf die Zinsmargen auch für die Bewertung von Banken keineswegs irrelevant. Vgl. *Adamus/Koch* (2007), S. 159.

<sup>71</sup> Vgl. *Abschn. 2.2.1.*

<sup>72</sup> Vgl. *Geltinger/Gerstmeier* (2003), S. 100; *Brunner* (2009), S. 25. Zur Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes im Abgeltungssteuersystem vgl. *Wiese* (2007), S. 369 ff.; *Wagner* (2008), S. 71 f., Tz. 204.

ertragsteuerlichen Auswirkungen differenziert erfasst werden können.<sup>73</sup> Bei der Ermittlung des Terminal Values ist der Diskontierungsfaktor aufgrund dessen extrem hohen Einflusses auf den Unternehmenswert besonders sorgfältig zu berechnen<sup>74</sup> und zur Berücksichtigung eines nachhaltigen Wachstums gegebenenfalls zusätzlich um einen entsprechenden Prozentwert zu reduzieren.<sup>75</sup> Unter der Annahme einer konstanten Wachstumsrate kann für die zukunftsorientierte Bewertung einer Bank analog zur Unternehmensbewertung in anderen Branchen folgende zentrale Formel herangezogen werden:

$$UW = \sum_{t=1}^T \frac{FtE_t(III)}{(1+i)^t} + \frac{FtE(III)_{nachhaltig}}{(i-w)(1+i)^T} \quad \text{mit } i > w$$

i : Kapitalisierungszinssatz nach Steuern  
w : nachhaltige Wachstumsrate

*Abbildung III: Allgemeine Formel zur Unternehmensbewertung*  
*Quelle: Ballwieser (2007), S. 62.*

#### **2.4 Zahlenbeispiel zur DCF-orientierten Bewertung einer Bank**

Das folgende Zahlenbeispiel soll die Vorgehensweise bei der Ermittlung des Unternehmenswertes einer Bank verdeutlichen. Zur Vereinfachung wird das Eigenkapital mit dem haftenden Eigenkapital beziehungsweise den Eigenmitteln gleichgesetzt. Es gilt außerdem die Prämisse, dass thesaurierte Beträge kapitalwertneutral zum Kapitalisierungszinssatz in Vermögensgegenstände angelegt werden, deren Risikogewichtung für die Solvenzkenzifferermittlung 100% beträgt. Beispielhaft wird eine Ziel-Kapitalquote von 10,5% unterstellt. Auf Unternehmensebene ist mit einem pauschalen Steuersatz von 30% zu rechnen, während die Anteilseigner persönliche Ertragsteuern in Höhe von 26,375% zu entrichten haben. Der Kapitalisierungszinssatz wird mit 8% beziffert und muss zur Bestimmung des Terminal Values, in dessen zugrunde liegendem Netto-Zahlungsstrom auch der Wertbeitrag aus Thesaurierung enthalten ist, um die nachhaltige Wachstumsrate von 2% reduziert werden. Auf Basis der fiktiven Gewinn- und Verlustrechnung sowie den konstruierten bilanziellen Zahlungsgrößen ergibt sich im Beispiel gemäß *Abbildung IV* ein vorläufiger Unternehmenswert von 370,8. Nach additiver Integration der bestehenden steuerlichen Verlustvorträge, deren Barwert sich gemäß betrieblichen Nutzungsschemas in einer gesonderten Rechnung mit 16,1 beziffern lässt und die in der Cash Flow-Planung nicht explizit berücksichtigt wurden, erhöht sich der Gesamt-Unternehmenswert auf 386,9. Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen, das eben-

<sup>73</sup> Vgl. Fink (2008), S. 248 f.

<sup>74</sup> Vgl. Fink/Hanisch/Peemöller (2007), S. 49.

<sup>75</sup> Vgl. IDW (2008), Rn. 98; Serf (2009), S. 194 f.

<sup>76</sup> Vgl. z.B. Ballwieser (2007), S. 62.



### 3. DCF-orientierte Bewertung einer Genossenschaftsbank

#### 3.1 Bewertungsrelevante Besonderheiten im genossenschaftlichen Bankgewerbe

Neben den genannten branchenspezifischen Besonderheiten entfaltet die Bewertung einer Bank eine zusätzliche Komplexität, sofern es sich bei dem zu bewertenden Kreditinstitut um eine Genossenschaftsbank handelt.<sup>78</sup> Gemäß dem sogenannten Identitätsprinzip stehen die Mitglieder einer Genossenschaft, die analog zu den Anteilseignern börsennotierter Banken in ihrer Funktion als Kapitalgeber ein berechtigtes Interesse an der Entwicklung des Wertes ihres Unternehmens haben, nicht nur in einer unmittelbaren Kapitalbeziehung zum Unternehmen, sondern treten gleichzeitig als dessen Kunde und Leistungsempfänger auf.<sup>79</sup> Dementsprechend sind prognostizierte Cash Flows, die einem Mitglied durch Inanspruchnahme des Leistungsangebots seiner Genossenschaftsbank bereits vor Feststellung des potenziellen Ausschüttungsvolumens zufließen, bei der Unternehmensbewertung ebenso zu berücksichtigen wie die Erträge, die unmittelbar aus der Kapitalbeteiligung am Unternehmen resultieren.<sup>80</sup> Die Planung zukünftiger Cash Flows muss dementsprechend in zwei Stufen erfolgen. Bevor die ausschüttungsfähigen Gewinnbeiträge ermittelt werden können, sind die förderwirtschaftlichen Zahlungsströme zu bestimmen, die das zukünftige Betriebsergebnis schmälern,<sup>81</sup> sofern sie nicht bereits implizit in der Unternehmensplanung berücksichtigt wurden. Eine Förderleistung liegt vor, wenn ein Mitglied durch seine Mitgliedschaft in einer geschäftlichen Beziehung zur Genossenschaft einen Vorteil gegenüber Nicht-Mitgliedern erfährt.<sup>82</sup> Die daraus resultierenden finanziellen Erträge in Form erhöhter Einnahmen oder reduzierter Ausgaben<sup>83</sup> sind im ertragswertorientierten Bewertungsmodell ebenso zu erfassen wie die Zuflüsse aus Dividenden oder Eigenkapitalzinsen.<sup>84</sup> Von einer Abbildung nicht-

---

<sup>78</sup> Allerdings wurde die Erfassung des genossenschaftsspezifischen Elements bei der Entwicklung von quantitativen Bewertungsmodellen in Wissenschaft und Praxis bisher nur unzureichend umgesetzt. Der gravierende Mangel an fundierten Konzepten lässt sich vor allem darauf zurückführen, dass im genossenschaftlichen Bankgewerbe zumeist keine zwingenden Gründe für eine Unternehmensbewertung existieren. Dank der einzigartigen Organisation im genossenschaftlichen Finanzverbund kommt traditionellen Bewertungsanlässen, wie z.B. dem Kauf oder Verkauf ganzer Institute, kaum eine praktische Bedeutung zu und auch gesellschaftsrechtliche Regelungen sehen für die Rechtsform der Genossenschaft grundsätzlich keinerlei Verpflichtung zu regelmäßigen oder zweckgebundenen Unternehmensbewertungen vor. Vgl. *Schöffling* (1992), S. 1.

<sup>79</sup> Das Identitätsprinzip lässt sich aus dem in § 1 I GenG kodifizierten Förderauftrag einer Genossenschaft ableiten. Vgl. dazu z.B. *Schöffling* (1992), S. 19 ff.; *Dierkes/Hanrath* (2009), S. 288. Unter Berücksichtigung des genossenschaftlichen Förderauftrags ist der Wertschaffung in der Leistungsbeziehung sogar Vorrang gegenüber kapitalabhängigen Wertsteigerungsmaßnahmen einzuräumen. Vgl. z.B. *Kessler* (2005), S. 287; *Beuthien/Hanrath/Weber* (2008), S. 5, 11.

<sup>80</sup> Vgl. *Schöffling* (1992), S. 19 ff.

<sup>81</sup> Vgl. auch *Dorner* (1991), S. 31; *Schöffling* (1992), S. 95.

<sup>82</sup> Vgl. *Henzler* (1962), S. 20. Derartige Vorteile können sowohl in der Exklusivität als auch in Preis- oder Qualitätsvorteilen angebotener Leistungen zum Ausdruck kommen. Vgl. *Hahn* (1980), S. 19.

<sup>83</sup> Vgl. *Grosskopf* (1990), S. 27; *Dullenkopf* (2001), S. 17.

<sup>84</sup> Vgl. *Fink* (2008), S. 184.

finanzieller Förderleistungen sollte hingegen weitgehend abgesehen werden,<sup>85</sup> da die subjektiven Nutzenwerte der Mitglieder<sup>86</sup> erst über sehr aufwendige und komplexe Hilfsverfahren in Geldeinheiten transformiert werden müssten.<sup>87</sup> Im Zuge der Gewinnverwendung steht es Genossenschaftsbanken neben der Thesaurierung von Gewinnen und der Bildung von Gewinnvorträgen grundsätzlich offen, kapitalbeteiligungsabhängige Dividendenzahlungen an die Mitglieder zu leisten.<sup>88</sup> Analog dazu lässt sich ein entstandener Verlust durch eine entsprechende Abschreibung der Geschäftsguthaben auf die Mitglieder verteilen,<sup>89</sup> sofern der Jahresfehlbetrag nicht durch Bildung eines Verlustvortrags oder die Auflösung von Rücklagen ausgeglichen wird.<sup>90</sup> Ebenso kann die Satzung die Verzinsung von Geschäftsguthaben bestimmen, was einer besonderen Form der Gewinnausschüttung entspricht.<sup>91</sup> Wenn die ausgeschütteten Beträge ein überdurchschnittlich hohes Volumen aufweisen, werden diese in der Praxis teilweise als Förderleistung interpretiert, was jedoch nicht sachgemäß erscheint.<sup>92</sup> Unabhängig von deren Klassifizierung als Förderleistung oder Gewinnausschüttung sind Geldmittelzuflüsse, die den Mitgliedern in Relation zu deren Geschäftsguthaben zugeführt werden, nicht anders zu behandeln als bei Banken anderer Rechtsform.<sup>93</sup> Daher kommt es in den beschriebenen Fällen der Gewinnausschüttung oder Verlustzuweisung grundsätzlich zu keinem rechtsformspezifischen Element, das es in der Cash Flow-Planung explizit zu berücksichtigen gilt. Als Begriff für den mitgliederbezogenen Unternehmenswert einer Genossenschaft hat sich in der Literatur der sogenannte Member Value etabliert,<sup>94</sup> bei dem es sich um einen modifizierten Shareholder Value handelt.<sup>95</sup>

---

<sup>85</sup> Vgl. auch *Mandl/Rabel* (2009), S. 55. Nicht-finanzielle Förderleistungen lassen sich nicht unmittelbar in Geldeinheiten ausdrücken und sind dementsprechend buchtechnisch nur äußerst schwerlich abzubilden. Vgl. *Dülfer* (1995), S. 309, 317. Dabei kann es sich z.B. um ein exklusives Service-Angebot oder betriebliche Mitbestimmungsrechte handeln. Vgl. *Ringle* (1992), S. 204.

<sup>86</sup> Insbesondere Genossenschaftsbanken, die zumeist einen sehr großen und heterogenen Mitgliederkreis haben, werden in der Regel über keine Informationen zu den individuellen Nutzenfunktionen ihrer Mitglieder verfügen. Vgl. dazu auch *Beuthien/Dierkes/Wehrheim* (2008), S. 7.

<sup>87</sup> Die Möglichkeit einer derartigen Transformation nicht-finanzieller Werte in finanziell bewertbare Größen schließt grundsätzlich aus *Schöffling* (1992), S. 119, 128f.

<sup>88</sup> Dazu sowie zur Möglichkeit einer Gewinn- und Verlustverteilung, die sich satzungsmäßig an anderen Bezugsgrößen als dem Geschäftsguthaben orientiert, vgl. *Fink* (2008), S. 191 f.

<sup>89</sup> Vgl. *Beuthien* (2004), § 19 GenG, Rn. 13.

<sup>90</sup> Vgl. *Cario* (2008), § 48 GenG, Rn. 14.

<sup>91</sup> Vgl. *Schulte* (2008), § 21 a GenG, Rn. 10. Zur Gewinnverteilung einer Genossenschaft vgl. ausführlich *Fink* (2008), S. 191 ff.

<sup>92</sup> Zur Unzulässigkeit der Einstufung von Dividenden als genossenschaftliche Förderleistung vgl. z.B. *Dülfer* (1995), S. 311; *Beuthien* (2006), S. 53 f.

<sup>93</sup> Zur Besteuerung der von Genossenschaftsbanken ausgeschütteten Gewinnanteile vgl. ausführlich *Lochmann* (2009), S. 272.

<sup>94</sup> Vgl. *Ringle* (2007), S. 1 f.

<sup>95</sup> Vgl. dazu ausführlich *Hofinger* (2001), S. 12 ff.; *Theurl* (2002), S. 83 ff.; *Theurl* (2005), S. 136 ff.

### 3.2 Zahlungsströme aus finanzieller Mitgliederförderung

Anders verhält es sich, wenn eine Genossenschaftsbank zur Förderung ihrer Mitglieder Instrumente wie die Rückvergütung, Vorzugskonditionen oder Bonus-Programme einsetzt. In diesen Fällen lassen sich gewährte Förderleistungen unter bestimmten Voraussetzungen als Betriebsausgabe von der körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage in Abzug bringen, was zu einer Erhöhung des bewertungsrelevanten Netto-Zahlungsstroms auf Ebene der Mitglieder führt.<sup>96</sup> Die zentrale Rechtsnorm bildet in diesem Zusammenhang § 22 KStG, der die steuerliche Behandlung von Rückvergütungen regelt.

#### 3.2.1 Rückvergütungen

Ihrem Wesen nach stellen Rückvergütungen keine Form der Gewinnausschüttung dar, sondern sind vielmehr als nachträgliche Anpassung antizipativ kalkulierter Mitgliederkonditionen zu beurteilen.<sup>97</sup> Die körperschaftsteuerliche Anerkennung von Rückvergütungen als abzugsfähige Betriebsausgaben ist an verschiedene, zum Teil sehr restriktive Voraussetzungen geknüpft. Grundsätzlich werden Rückvergütungen steuerlich nur anerkannt, wenn die dafür verwendeten Beträge auf Basis eines unternehmerischen Leistungsverhältnisses im Mitglieder-Geschäft erwirtschaftet wurden.<sup>98</sup> Anderweitige Rückvergütungen werden von der Finanzverwaltung als verdeckte Gewinnausschüttung behandelt und stellen dementsprechend zu versteuernde Gewinnanteile im Sinne des § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG dar.<sup>99</sup> Zur Ermittlung des maximal rückvergütungsfähigen Betrags ist der Überschuss<sup>100</sup> einer Genossenschaftsbank im Verhältnis von Mitglieder- zu Gesamtumsatz aufzuteilen.<sup>101</sup> Dem Mitglieder-Geschäft sind im Einzelnen die Zweck-

---

<sup>96</sup> Ein einfaches Zahlenbeispiel zur steuerlichen Vorteilhaftigkeit von Bonusprogrammen bei entsprechender Ausgestaltung ist zu finden bei *Bobinger* (2005), S. 255.

<sup>97</sup> Vgl. *Lohmar* (2005), § 22 KStG, Anm. 11; *Pöhlmann* (2007), § 20 GenG, Rn. 2.

<sup>98</sup> Vgl. § 22 Abs. 1 S. 1 KStG; BFH-Urteil vom 24.04.2007, I R 37/06, BB 2007, S. 1660 ff.

<sup>99</sup> Vgl. A 70 Abs. 13 KStR.

<sup>100</sup> Unter Überschuss ist das körperschaftsteuerpflichtige Einkommen abzüglich der aus Nebengeschäften resultierenden Gewinnanteile und vor Abzug gewinnschmälernder Rückvergütungen sowie eines potentiellen Verlustvortrags zu verstehen. Vgl. § 22 Abs. 1 S. 4 KStG. Analog zu traditionellen Rückvergütungen müssen dabei auch finanzielle Förderleistungen in Form von Bonuszahlungen außer Ansatz bleiben, sofern diese den Mitgliedern nicht bereits unterjährig zugeführt wurden. Vgl. dazu auch *Bobinger* (2005), S. 253. Sofern die Umsätze aus Nebengeschäften weder 2% des Gesamtumsatzes einer Genossenschaft noch 5.200 Euro im Jahr übersteigen, kann der Abzug des Gewinns aus Nebengeschäften bei der Ermittlung des steuerlich abzugsfähigen Maximalbetrags unterbleiben. Vgl. A 70 Abs. 12.

<sup>101</sup> Vgl. § 22 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KStG. Diese vereinfachende Vorgehensweise impliziert aus ökonomischer Sicht letztlich die Annahme einer linearen Korrelation zwischen dem Umsatz und den Gesamtkosten einer Genossenschaftsbank. Für die Ermittlung einer angemessenen Schlüsselgröße zur Verteilung des Überschusses auf das Mitglieder- und Nicht-Mitglieder-Geschäft ist das Verhältnis der Umsätze im Zweckgeschäft maßgeblich. Die Berücksichtigung von Neben-, Hilfs- und Gegengeschäften scheidet in diesem Zusammenhang aus. Vgl. A 70 Abs. 5 KStR. Eine beispielhafte Berechnung der Rückvergütungsobergrenze ist zu finden bei *Beuthien/Dierkes/Wehrheim* (2008), S. 128 f.

geschäfte mit den Mitgliedern sowie die entsprechenden Gegengeschäfte zuzuordnen.<sup>102</sup> Neben der Erfüllung einiger formaler Kriterien gesellschaftsrechtlicher Natur<sup>103</sup> bedarf es außerdem einer auf Mitgliederebene umsatzabhängigen Bemessung von Rückvergütungen, um deren körperschaftsteuerliche Anerkennung zu erreichen.<sup>104</sup> Im komplexen Bankgewerbe, dessen vielschichtige Geschäftsarten sich nicht zuletzt hinsichtlich produktspezifischer Risiken und realisierbarer Deckungsbeiträge sehr stark differenzieren, stellt der Umsatz eines Mitglieds jedoch keine sinnvolle Maßgröße für dessen Beteiligung am Geschäftsverkehr dar. Die Gewährung umsatzabhängiger Rückvergütungen mit konstantem Vergütungssatz innerhalb einer Geschäftssparte erscheint daher bei Genossenschaftsbanken weder durchführbar noch ökonomisch sinnvoll und trägt auch dem genossenschaftlichen Leistungsprinzip keine Rechnung.<sup>105</sup> Für die Planung zukünftiger Cash Flows scheidet die Kalkulation von Rückvergütungen deshalb faktisch aus.

### 3.2.2 Vorzugskonditionen

Ein alternatives Instrument zur Rückvergütung stellen Vorzugskonditionen dar, durch deren Inanspruchnahme Mitglieder ebenso finanzielle Vorteile gegenüber Nicht-Mitgliedern erfahren. Als Vorzugskondition kann jede Art der vorteilhaften Preisdifferenzierung betrachtet werden, sofern diese in der Mitgliedschaft begründet ist.<sup>106</sup> Nachdem Förderung letztlich im Mehrwert gegenüber der marktüblichen Leistung zum Ausdruck kommt,<sup>107</sup> lässt sich die effektive Förderleistung einer Genossenschaftsbank theoretisch durch Differenzbildung zwischen den von den Mitgliedern in Anspruch genommenen

---

<sup>102</sup> Vgl. auch *Beuthien/Dierkes/Wehrheim* (2008), S. 127. Der Gewinn aus Hilfsgeschäften wird hingegen mangels förderwirtschaftlichen Charakters bei der Berechnung der Rückvergütungsobergrenze analog zum Gewinn aus Nebengeschäften eliminiert. Vgl. ausführlich *Schulte* (2006), § 22 KStG, Rn. 40 ff.; *Felder* (2007), § 22 KStG n.F., Tz. 29 f. Eine gegensätzliche Auffassung vertritt *Lohmar* (2005), § 22 KStG, Anm. 17. Zur Abgrenzung von Zweck-, Gegen-, Hilfs- und Nebengeschäften vgl. z.B. *Grosskopf* (1990), S. 107; *Aschhoff/Henningsen* (1995), S. 178, Fn. 19; *Schulte* (2006), § 22 KStG, Rn. 26 ff.

<sup>103</sup> Die Erfüllung formaler Anforderungen sollte für Planungszwecke im Sinne einer objektivierten Bewertung stets unterstellt werden können.

<sup>104</sup> In organisatorisch selbständigen Geschäftssparten von nicht untergeordneter Bedeutung dürfen Rückvergütungen allerdings nach unterschiedlichen Prozentsätzen auf den Umsatz berechnet werden. Vgl. *Schulte* (2006), § 22 KStG, Rn. 54. Die einkommensteuerliche Behandlung richtet sich hingegen nach den persönlichen Verhältnissen des einzelnen Mitglieds sowie der Art des zugrunde liegenden Geschäfts. Vgl. z.B. *Frotscher* (2006), § 22 KStG, Rn. 20; *Schulte* (2006), § 22 KStG, Rn. 64 ff.

<sup>105</sup> Vgl. *Bobinger* (2005), S. 252. Zur Problematik einheitlicher Rückvergütungssätze innerhalb einer Geschäftssparte vgl. auch *Philipowski* (1981), S. 8.

<sup>106</sup> Vgl. *Bobinger* (2005), S. 256. Während es in der Praxis durchaus zu kontroversen Diskussionen über die steuerliche Anerkennung von Vorzugskonditionen als abzugsfähige Betriebsausgaben kommt, wird diese von der wissenschaftlichen Literatur weitestgehend als zulässig betrachtet, sofern eine kostendeckende Kalkulation im Mitglieder-Geschäft dadurch nicht beeinträchtigt wird. Vgl. dazu ausführlich *Bobinger* (2005), S. 256; *Beuthien* (2007), S. 1847 ff. Eine unmittelbare Bestätigung findet diese Auffassung durch die Rechtsprechung des Bundesfinanzhofs. Vgl. BFH-Urteil vom 11.10.1989, BStBl 1990 II, S. 88. Eine gegensätzliche Meinung vertritt *Fink* (2008), S. 201.

<sup>107</sup> Vgl. *Henzler* (1957), S. 20.

Vorzugskonditionen und dem damit korrespondierenden durchschnittlichen Marktangebot oder dem Angebot des günstigsten Wettbewerbers ermitteln.<sup>108</sup> Nicht zuletzt aufgrund der hohen Informationskosten, die für die Gewinnung der erforderlichen Marktdaten anfallen, erscheint eine derartige Vorgehensweise im komplexen und schnelllebigen Bankgewerbe allerdings keinesfalls umsetzbar.<sup>109</sup> Deshalb erscheint es sinnvoll, zur Bestimmung der in die laufende Geschäftstätigkeit integrierten Förderleistungen nach folgender Logik vorzugehen: Aufgrund des intensiven Wettbewerbs kann davon ausgegangen werden, dass auch eine Genossenschaftsbank ihren Kunden marktübliche Preise anbieten muss, um wettbewerbsfähig bleiben zu können.<sup>110</sup> Vor diesem Hintergrund lässt sich das den Mitgliedern unterjährig zugeführte Förderplus<sup>111</sup> bestimmen, indem vereinfachend für die geplanten Geschäftsvolumina im Mitglieder-Geschäft die jeweiligen Konditionsvorteile berechnet werden, die Mitglieder gegenüber „normalen“ Kunden erhalten werden.<sup>112</sup>

### 3.2.3 Bonuszahlungen

Eine Kombination aus Rückvergütung und Vorzugskonditionen stellen Bonus-Programme dar, die sich in der Praxis einer zunehmenden Beliebtheit erfreuen.<sup>113</sup> Im Verlauf des Geschäftsjahres kann ein Mitglied im Rahmen seiner Geschäftsbeziehung zur Genossenschaftsbank nach vordefinierten Kriterien Bonuspunkte sammeln, die nach Feststellung des Jahreserfolgs im Mitglieder-Geschäft zu einer Bonuszahlung führen. Die Verteilung des tatsächlichen Bonusvolumens, dessen endgültige Abgrenzung im Ermessen der Bank liegt, kann im Verhältnis der gesammelten Punkte eines Mitglieds zur im Geschäftsjahr realisierten Gesamtpunktzahl erfolgen.<sup>114</sup> Ebenso kann der finanzielle Gegenwert eines Bonuspunkts bereits im Vorfeld oder während des Geschäftsjahres festgelegt werden.<sup>115</sup> Ein wesentlicher Vorteil von Bonusprogrammen liegt im Vergleich

---

<sup>108</sup> Vgl. Fink (2008), S. 201; Dierkes/Hanrath (2009), S. 295.

<sup>109</sup> Vgl. dazu auch Schöffling (1991), S. 44 f.

<sup>110</sup> Vgl. Fink (2008), S. 205.

<sup>111</sup> Vgl. Dülfer (1995), S. 56.

<sup>112</sup> Vgl. auch Schöffling (1991), S. 44; Dierkes/Hanrath (2009), S. 294. Sollten die Konditionen für Nicht-Mitglieder offenkundig weit unter Marktdurchschnitt liegen, ist im Einzelfall zu entscheiden, ob ein konditionsbedingtes Förderplus überhaupt existiert. Vgl. auch Schöffling (1992), S. 97; Fink (2008), S. 205.

<sup>113</sup> Vgl. Hanrath/Weber (2009), S. 261. Die in der Praxis zur Anwendung kommenden Bonussysteme orientieren sich in der Regel am Konzept des „VR-MitgliederBonus“<sup>113</sup> vom Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. (BVR). Zum „VR-MitgliederBonus“ vgl. ausführlich BVR (2009). So setzt z.B. auch die Volksbank Möckmühl-Neuenstadt den VR-MitgliederBonus als steuerlich abzugsfähige Betriebsausgabe ein. Vgl. Darilek (2010), S. 26.

<sup>114</sup> Vgl. Bobinger (2005), S. 253.

<sup>115</sup> Die Vergütung gesammelter Bonuspunkte kann nur stets unter der Prämisse erfolgen, dass ein hinreichender Gewinn im Mitglieder-Geschäft erwirtschaftet wird. Vgl. auch Beuthien/Hanrath/Weber (2008), S. 40 f.

zur Rückvergütung darin, dass sich die Förderleistungen nicht zu einem pauschalen Prozentsatz an den Mitgliederumsätzen bemessen müssen, sondern Geschäftsvolumina unterschiedlicher Art mit einer differenzierten Gewichtung in die Berechnungsgrundlage einfließen können.<sup>116</sup> Letztlich werden an die Bemessung der körperschaftsteuerlich abzugsfähigen Bonuszahlungen weniger restriktive Anforderungen gestellt,<sup>117</sup> weil diese bereits vor oder bei Abschluss eines Geschäfts vertraglich festgelegt werden und somit einen rechtsverbindlichen Charakter besitzen.<sup>118</sup> In diesem Sinne entfalten sie für die Mitglieder eine objektiv wahrnehmbare Anreizfunktion zur intensivierten Leistungsanspruchnahme<sup>119</sup> und unterstützen damit unmittelbar die Grundidee der genossenschaftlichen Rechtsform.

### **3.3 Genossenschaftsspezifische Anpassungen im Bewertungsverfahren**

#### **3.3.1 Besteuerung förderwirtschaftlicher Zahlungsströme**

Finanzielle Förderleistungen können im Bewertungsmodell körperschaftsteuermindernd erfasst werden, sofern die genannten Voraussetzungen vorliegen. Auf Ebene der Mitglieder richtet sich die steuerliche Beurteilung einer Förderleistung nach der Art des zugrunde liegenden Geschäfts sowie der Zuordnung zum Privat- oder Geschäftsvermögen,<sup>120</sup> so dass eine pauschalisierte Erfassung der einkommensteuerlichen Effekte nicht möglich ist. Es können zwar derartige Geschäfte identifiziert werden, die sich in jedem Fall steuerfrei vollziehen lassen.<sup>121</sup> Jedoch wird in den meisten Fällen eine detaillierte Analyse und Schätzung mitglieds- und geschäftsspezifischer Parameter erforderlich sein, um die einkommensteuerliche Behandlung einer Förderleistung beurteilen zu können.<sup>122</sup> Aufgrund des damit verbundenen Aufwands lässt sich ein derartiges Vorgehen kaum rechtfertigen. Nachdem auch eine empirische Ableitung der durchschnittlichen

---

<sup>116</sup> Somit liegt es in der Hand der einzelnen Genossenschaftsbank, strategisch wichtige und deckungsbeitragsstarke Geschäftsbereiche gezielt zu fördern, indem diesen relativ hohe Punktwerte im Bonussystem zugeschrieben werden. Vgl. *Bobinger* (2005), S. 253 f.

<sup>117</sup> Dennoch sollte der Gewinn aus Mitglieder-Geschäft gemäß § 22 KStG stets als die Obergrenze potenzieller Bonuszahlungen betrachtet werden, um deren steuerliche Unschädlichkeit nicht zu gefährden. Vgl. *Bobinger* (2005), S. 253. Außerdem muss sich die absolute und relative Verteilung von Bonuspunkten unmittelbar am Ausmaß der Leistungsanspruchnahme eines Mitglieds orientieren, um dem genossenschaftlichen Förderauftrag gerecht zu werden. Vgl. auch *Lochmann* (2009), S. 273 f.

<sup>118</sup> Vgl. A 70 Abs. 2 KStR

<sup>119</sup> Vgl. dazu *Götze/Janzen* (2010), S. 28. Zur Anreizfunktion von Rabatten und Boni im Allgemeinen vgl. z.B. *Frotscher* (2006), § 22 KStG, Rn. 2; *Felder* (2007), § 22 KStG n.F., Tz. 5.

<sup>120</sup> Vgl. z.B. *Lochmann* (2009), S. 273.

<sup>121</sup> Nicht einkommensteuerpflichtig wäre z.B. die Rückerstattung von steuerlich nicht abzugsfähigem Aufwand, ausgelöst durch gesammelte Bonuspunkte auf Kreditvolumina für Konsumentenkredite. Vgl. *BVR* (2009), S. 21 f. Davon auszuschließen sind Erträge, die nur aufgrund erteilter Freistellungsaufträge einkommensteuerfrei realisiert werden, da es sich dabei um keine Vorteile handelt, die förderwirtschaftlicher Natur sind und unmittelbar aus der genossenschaftlichen Mitgliedschaft resultieren.

<sup>122</sup> Zur möglichen Vorgehensweise vgl. *Schöffling* (1992), S. 62 f.

effektiven Einkommensteuer auf finanzielle Förderleistungen mangels entsprechender Daten nicht in Frage kommt, sollte diesbezüglich aus Gründen der Objektivierbarkeit und Operationalisierbarkeit ein typisierter Einkommensteuersatz ohne Berücksichtigung förderwirtschaftlicher Steuervorteile auf Ebene der Mitglieder herangezogen werden.<sup>123</sup> Die damit verbundenen steuerlichen Verzerrungen werden sich regelmäßig in Grenzen halten und müssen aufgrund mangelnder Möglichkeiten zur Ermittlung der effektiven Einkommensteuerbelastung auf Förderleistungen in Kauf genommen werden. Objektiv erfassbare Steuervorteile auf Ebene der Mitglieder, die das Ergebnis klar abgrenzbarer förderwirtschaftlicher Geschäftsvorfälle oder Geschäftsarten sind, sollten natürlich dennoch im Bewertungsmodell erfasst werden.<sup>124</sup> Währenddessen lassen sich die Netto-Cash Flows aus Gewinnbeteiligung standardmäßig durch Abzug der Abgeltungssteuer in Höhe von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag ermitteln.<sup>125</sup>

### 3.3.2 Genossenschaftsbezogene Interpretation der Vollausschüttungshypothese

Gemäß der Vollausschüttungshypothese kann unterstellt werden, dass den Mitgliedern einer Genossenschaftsbank sämtliche Gewinne und geplante Förderleistungen zugeführt werden, sofern keine regulatorischen oder strategischen Gründe dagegen sprechen.<sup>126</sup> Potenzielle Gewinn- und Verlustvorträge<sup>127</sup> sind bei der Ermittlung der bewertungsrelevanten Cash Flows für jede Planungsphase ebenso zu berücksichtigen wie genossenschaftsspezifische Zahlungspflichten der Mitglieder<sup>128</sup> oder die handelsrechtlichen und satzungsmäßigen Pflichten zur Rücklagenbildung.<sup>129</sup> Natürlich kann es aber auch zu Zahlungsströmen aus der Auflösung von Rücklagen kommen.<sup>130</sup> Schließlich widerspricht ein förderwirtschaftlich unnötig hohes Rücklagenvolumen dem genossenschaftlichen Unternehmenszweck.<sup>131</sup> Die unterjährig sowie am Geschäftsjahresende gewähr-

---

<sup>123</sup> Auf der Grundlage statistischer Untersuchungen lässt sich für Deutschland bei unbeschränkter Steuerpflicht ein typisierter Einkommensteuersatz in Höhe von 35 % rechtfertigen. Vgl. *Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel* (2006), S. 1013 f.; *Wagner* (2008), S. 35, Tz. 107. Von einer Erfassung förderwirtschaftlicher Cash Flows vor Steuern sollte aufgrund mangelnder Wertneutralität der persönlichen Besteuerung zukünftiger Förderleistungen abgesehen werden. Vgl. *Abschn. 2.2.1*. Eine andere Ansicht vertritt *Schöffling*, der anlässlich erheblicher Schätzungsprobleme für den Ausschluss persönlicher Steuern im Bewertungsmodell einer Genossenschaft plädiert. Vgl. *Schöffling* (1992), S. 63.

<sup>124</sup> Bewertungstechnisch bietet sich eine Integration als additives Sondervermögen an.

<sup>125</sup> Vgl. § 32d I, VI EStG.

<sup>126</sup> Vgl. auch *Theurl* (2002), S. 79.

<sup>127</sup> Vgl. *Cario* (2008), § 48 GenG, Rn. 18.

<sup>128</sup> So sind z.B. zu erbringende Eintrittsgelder der Mitglieder von den zeitlich damit korrespondierenden Zahlungsströmen in Abzug zu bringen. Vgl. *Fink* (2008), S. 112.

<sup>129</sup> Vgl. dazu ausführlich *Fink* (2008), S. 189 f.

<sup>130</sup> Vgl. *Beuthien* (2006), S. 56; *Fink* (2008), S. 190.

<sup>131</sup> Vgl. *Beuthien* (2004), § 19 GenG Rn. 2.

ten Förderleistungen bilden in Summe mit dem residualen,<sup>132</sup> ausschüttungsfähigen Gewinn schließlich den bewertungsrelevanten Flow to Equity.<sup>133</sup> Sollte ein Thesaurierungsbedarf entstehen,<sup>134</sup> sind im Sinne einer objektivierten Bewertung zunächst die ausschüttungsfähigen Gewinne anzupassen, bevor eine Kürzung der steuerlich vorteilhaften Förderleistungen möglicherweise unumgänglich wird.<sup>135</sup> Außerdem sollte sich die nachhaltige Förderplanung konsequent an den prognostizierten Werten für das letzte Geschäftsjahr der Detailplanungsphase orientieren. Nachdem die Mitglieder ohne besondere satzungsmäßige Regelungen nicht unmittelbar an der zukünftigen Wertentwicklung des Unternehmens partizipieren<sup>136</sup> und bei Austritt lediglich den Nominalwert ihres eingezahlten Geschäftsguthabens erhalten,<sup>137</sup> darf grundsätzlich kein nachhaltiger Wertbeitrag aus Thesaurierung im Bewertungsmodell angesetzt werden.<sup>138</sup> Thesaurierte Gewinnanteile sind in der zweiten Planungsphase lediglich dann zu erfassen, wenn diese in einen Beteiligungsfonds gemäß § 73 Abs. 3 GenG eingestellt werden,<sup>139</sup> der eine Partizipation der Mitglieder an den gebildeten Kapitalrücklagen gewährleistet. Die Auszahlung von Beteiligungsfonds wird aus steuerlicher Sicht wie eine Gewinnausschüttung behandelt.<sup>140</sup> Analog zur Bewertung von Banken anderer Rechtsform ist auf den Wertbeitrag aus Thesaurierung ein reduzierter Ertragsteuersatz anzusetzen, welcher der durchschnittlichen Beteiligungsdauer eines Mitglieds an der Genossenschaftsbank Rechnung trägt. Sofern die dem Beteiligungsfonds zugewiesenen Gewinnanteile nicht ver-

---

<sup>132</sup> Vgl. *Henzler* (1966), S.10.

<sup>133</sup> Vgl. auch *Grosskopf* (2001), S. 241; *Fink* (2008), S. 207 f. Dabei ist es unerheblich, ob finanzielle Förderleistungen und Gewinnanteile zur Erhöhung des Geschäftsguthabens eines Mitglieds verwendet oder unmittelbar an das Mitglied ausgeschüttet werden. Schließlich wird das Geschäftsguthaben spätestens bei Ausscheiden aus der Gesellschaft ausbezahlt, so dass derartige Zahlungsströme ohne Zweifel einen wertbildenden Charakter entfalten. Eine andere Auffassung vertritt *Fink* (2008), S. 193, 196. Mangels Verzinsung der Geschäftsguthaben kommt es bei einer Gutschrift auf das Geschäftsguthaben gegenüber einer unmittelbaren Auszahlung jedoch zu Zinseinbußen.

<sup>134</sup> Die branchenspezifischen Besonderheiten hinsichtlich der Erfolgsstruktur und der Eigenmittelausstattung von Banken sind selbstverständlich auch bei der Bewertung einer Genossenschaftsbank hinreichend zu berücksichtigen. Vgl. dazu auch ausführlich *Schöffling* (1992), S. 69 ff.

<sup>135</sup> Analog zur Annahme einer vollständigen Gewinnausschüttung erscheint es für die Bewertungszwecke einer Genossenschaftsbank zweckmäßig, bei der Planung stets die aus Mitgliedersicht vorteilhafteste umsetzbare Form der Zuwendung zukünftiger Zahlungsmittelüberschüsse zu unterstellen. Schließlich darf der Wert eines spezifischen Kreditinstituts aus Objektivierungsgründen nicht von dessen aktueller Förderpolitik gekennzeichnet sein, sondern muss das realisierbare Förder- und Gewinnausschüttungspotenzial des Unternehmens widerspiegeln.

<sup>136</sup> Vgl. z.B. *Bobinger* (2005), S. 249.

<sup>137</sup> Vgl. § 78 Abs. 2 S. 2 GenG.

<sup>138</sup> Vgl. auch *Schöffling* (1992), S. 49.

<sup>139</sup> Die Bildung derartiger Beteiligungsfonds ist insbesondere aufgrund des variablen Charakters der zugeführten Eigenkapitalbeträge in der Praxis allerdings nicht weit verbreitet. Eine differenzierte, kritische Stellungnahme zur Rücklagenbeteiligung gemäß § 73 Abs. 3 GenG aus Praxissicht ist zu finden bei *Schöffling* (1992), S. 234 f. Zur stabilisierenden und förderorientierten Funktion von im Unternehmen gebundenen Rücklagen vgl. auch *Beuthien* (2006), S. 56; *Fink/Hanisich/Peemöller* (2007), S. 13 f.

<sup>140</sup> Vgl. *Bobinger* (2005), S. 251.

zinst werden,<sup>141</sup> handelt es sich dabei jedoch um keine kapitalwertneutrale Investition mehr, so dass der wertmindernde Effekt zukünftiger Zinseinbußen im Rahmen der Diskontierung zum Ausdruck kommen muss. Unabhängig davon gilt zu berücksichtigen, dass sich der Anteil am ertragswertorientierten Unternehmenswert im Austrittsfall ceteris paribus nie vollständig von einem Mitglied realisieren lässt, nachdem für genossenschaftliche Geschäftsanteile im Gegensatz zu börsennotierten Aktien kein Markt existiert,<sup>142</sup> von dem zukünftige Ertragswartungen vergütet werden.<sup>143</sup>

### 3.3.3 Ermittlung rechtsformgerechter Eigenkapitalkosten

Folgt man der Logik des bei Anwendung der DCF-Methoden üblichen CAPM, ist zur Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes neben dem risikolosen Zinssatz und der Marktrisikoprämie ein unternehmensspezifischer Beta-Faktor zu ermitteln, der auch den rechtsformspezifischen Besonderheiten und Risiken Rechnung trägt. Während sich der risikolose Zinssatz standardmäßig bestimmen lässt,<sup>144</sup> erscheinen auf dem arithmetischen Mittel beruhende Marktrisikoprämien, die anlässlich dessen breiter Marktabdeckung vom CDAX (Composite DAX) abgeleitet werden und auf langen Beobachtungszeiträumen beruhen sollten, für die Bewertungszwecke von Genossenschaftsbanken besonders geeignet.<sup>145</sup> In der jüngeren Literatur wurde ohne Berücksichtigung einer Kursgewinnbesteuerung der Ansatz einer Marktrisikoprämie vor Steuern in Höhe von 4 % bis 5 % empfohlen.<sup>146</sup> Durch die Einführung der Abgeltungssteuer ist allerdings mit einem durch die Investoren initiierten Anstieg zu rechnen, so dass die historischen Nachsteuerrenditen aufrecht erhalten werden können.<sup>147</sup> Erhebliche Schwierigkeiten bereitet die Bestimmung eines adäquaten Beta-Faktors. Durch die Kooperation im FinanzVerbund, insbesondere die Existenz der genossenschaftlichen Sicherungseinrichtung, kommt es offenkundig zu einer verminderten Insolvenzgefahr angeschlossener

---

<sup>141</sup> Ein entsprechendes Beispiel aus der Praxis ist zu finden bei *Blisse/Schäff* (2009), S. 264.

<sup>142</sup> Vgl. *Schöffling* (1992), S. 47; *Theurl* (2002), S. 51 f.

<sup>143</sup> Ertragswertorientierte Unternehmenswerte von Genossenschaftsbanken spiegeln deshalb letztlich den Wert aus der Sicht von Mitgliedern wider, deren Mitgliedschaft auf zeitlich unbegrenzte Dauer angelegt ist, sofern die mangelnde Fungibilität von Genossenschaftsanteilen nicht explizit über eine Erhöhung des Diskontierungsfaktors ausgeglichen wird. Vgl. dazu auch *Schöffling* (1992), S. 39.

<sup>144</sup> Vgl. *Abschn. 2.3*.

<sup>145</sup> Vgl. auch *Stehle* (2004), S. 917; *Weber* (2006), S. 99. Zur Erfassung der sich im Zeitablauf stetig verbessernden Diversifikationsmöglichkeiten der Anleger, die vorrangig aus sinkenden Transaktionskosten, einem breiteren Zugang zu ausländischen Wertpapiermärkten sowie einer erhöhten Prognostizierbarkeit zukünftiger Kursentwicklungen resultieren, erscheint ein Abschlag von etwa 1 bis 1,5 Prozentpunkten auf den empirisch ermittelten Durchschnittswert sachgerecht. Vgl. *Stehle* (2004), S. 921.

<sup>146</sup> In einer Nachsteuerbetrachtung erhöht sich die vorgeschlagene Marktrisikoprämie auf 5 % bis 6 %. Vgl. *Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel* (2006), S. 1019. Allerdings wird die Ableitung von Nachsteuerdaten, die unter verschiedenen Steuersystemen zustande kamen, in der Literatur zum Teil sehr kritisch hinterfragt. Entsprechende Literaturnachweise sind zu finden bei *Fink* (2008), S. 228.

<sup>147</sup> Vgl. *Fink* (2008), S. 232.

Institute.<sup>148</sup> Streng genommen existieren deshalb keine börsennotierten Vergleichsunternehmen, von deren historischen Kapitalmarktdaten sich der Beta-Faktor für eine Genossenschaftsbank unmittelbar ableiten lässt.<sup>149</sup> Anlässlich des hohen Brancheneinflusses auf die Risikosituation eines ausgewählten Unternehmens kann aber letztlich auf veröffentlichte Branchen-Betas für das Bankgewerbe zurückgegriffen werden,<sup>150</sup> die unter Bezugnahme auf unterschiedliche Indizes differenziert zur Verfügung stehen.<sup>151</sup> Die Anpassung an den Verschuldungsgrad bleibt aufgrund der bereits erläuterten Branchenmerkmale aus.<sup>152</sup> Ebenso sind rechtsformspezifische Risikozuschläge, welche die mangelnde Fungibilität von genossenschaftlichen Geschäftsanteilen<sup>153</sup> oder persönliche Haftungsrisiken der Mitglieder sowie unzureichende Diversifikationsmöglichkeiten zur Eliminierung des unsystematischen Risikos zum Ausdruck bringen, angesichts fehlender Konzepte zur theoretischen Fundierung im Bewertungsmodell abzulehnen.<sup>154</sup> In der Phase der ewigen Rente ist der Diskontierungsfaktor analog zur Vorgehensweise bei der Bewertung von nicht-genossenschaftlichen Banken aufgrund dessen erheblichen Einflusses auf das Bewertungsergebnis besonders detailliert zu berechnen und gegebenenfalls um einen nachhaltigen Wachstumsabschlag zu reduzieren. Außerdem müssen auch die Ertragsteuern auf Mitgliederebene im Kapitalisierungszins einer Genossenschaftsbank explizit zum Ausdruck kommen.<sup>155</sup>

### **3.4 Zahlenbeispiel zur DCF-orientierten Bewertung einer Genossenschaftsbank**

In *Abbildung V* sind die rechtsformspezifischen Besonderheiten bei der Bewertung einer Genossenschaftsbank anhand eines einfachen Zahlenbeispiels illustriert.<sup>156</sup> Analog zur fiktiven Bank im vorangegangenen Zahlenbeispiel erreicht die betrachtete Genossenschaftsbank vor Berücksichtigung sämtlicher finanzieller Förderleistungen im ersten Planjahr ein (vorläufiges) Ergebnis vor Steuern in Höhe von 100,0. Zur Berechnung der

<sup>148</sup> Vgl. auch *Fink* (2008), S. 211. Unabhängig davon werden Genossenschaften im Allgemeinen als relativ krisenresistent und sicher eingestuft. Vgl. dazu *Fink/Hanisch/Peemöller* (2007), S. 48.

<sup>149</sup> Zur Problematik der Analogiemethode im Bankgewerbe und alternativen Vorgehensweisen für die Ermittlung bankspezifischer Beta-Faktoren vgl. *Höhlmann* (1998), S. 159 f.

<sup>150</sup> Vgl. *Freygang* (1993), S. 254; *Schmitt/Dausend* (2006), S. 241. Anschließend erscheint es sachgemäß, die Branchen-Betas um unternehmensindividuelle Faktoren zu bereinigen. Vgl. *Fink* (2008), S. 236.

<sup>151</sup> Für den deutschen Markt werden von der Deutschen Börse AG z.B. tagesaktuelle Branchenbetas auf Basis des DAX oder CDAX veröffentlicht. Vgl. *Faust* (2002), S. 184.

<sup>152</sup> Vgl. *Abschn. 2.3*.

<sup>153</sup> Ohne genaue Erläuterung wird in diesem Zusammenhang z.B. ein Risikozuschlag zwischen 0,1 und 0,5 vorgeschlagen von *Keller/Höhlmann* (2004), S. 56. Grundsätzliche Möglichkeiten zur quantitativen Ableitung von Fungibilitätszuschlägen sind zu finden bei *Barthel* (2003), S. 1184 ff.

<sup>154</sup> Vgl. *Ballwieser* (2002), S. 737, 742; *Wagner* (2007), S. 155, Tz. 433; *Fink* (2008), S. 255 ff.

<sup>155</sup> Vgl. *Abschn. 2.3*.

<sup>156</sup> Die Details zur Gewinnentstehung sowie die konzeptionelle Vorgehensweise zur Ermittlung des regulatorisch und strategisch bedingten Thesaurierungsbedarfs werden aus Vereinfachungsgründen ausgeklammert, da sie bereits in *Abb. IV* erläutert wurden.

steuerlich anerkannten Förderungsobergrenze ist ein effektiver Verteilungsschlüssel zwischen dem Mitglieder-Geschäft und dem Nicht-Mitglieder-Geschäft von 65% zu 35% anzuwenden.<sup>157</sup> Nachdem sich Förderung nur innerhalb des Mitglieder-Geschäfts vollziehen kann, müssen die dafür aufgebrauchten Beträge vollständig im Mitglieder-Geschäft verbucht werden. Von der Gewährung einer Rückvergütung wird aus bereits genannten, branchenspezifischen Gründen im Beispiel abgesehen. Das residuale Ergebnis aus Mitglieder-Geschäft, das zur Vermeidung des Tatbestands einer verdeckten Gewinnausschüttung positiv ausfallen muss, bildet in Summe mit dem Ergebnis vor Steuern aus Nicht-Mitglieder-Geschäft die steuerliche Bemessungsgrundlage. Anschließend führt der Abzug der Unternehmensteuern in Höhe von 30% und die Durchführung zahlungswirksamer Bereinigungen zum erfolgswirksamen<sup>158</sup> Cash Flow der Genossenschaftsbank. Effektiv kommt das genossenschaftsspezifische Element schließlich bei der Ermittlung des bewertungsrelevanten Flow to Equity (III) zum Ausdruck, in den die aggregierten Cash Flows aus Förderung unversteuert einzubeziehen sind.<sup>159</sup> Nach Verrechnung der persönlichen Ertragsteuern, die sich analog zum ersten Zahlenbeispiel mit 26,375% beziffern lassen,<sup>160</sup> werden dem residualen Netto-Zahlungsstrom darüber hinaus additive Zahlungszuflüsse förderwirtschaftlicher Natur hinzugerechnet. Im Beispiel handelt es sich dabei um klar abgrenzbare ertragsteuerliche Vorteile aus Förderleistungen, die sich in jedem Fall ertragsteuerfrei vollziehen lassen, sowie um Wertgutscheine eines Kooperationspartners, die das Kriterium der Objektivierbarkeit erfüllen, indem sie sich bei Nichtinanspruchnahme annahmegemäß ohne Entstehung von Transaktionskosten zum finanziellen Gegenwert veräußern lassen.<sup>161</sup> Die Diskontierung der Zahlungszuflüsse an die Mitglieder gestaltet sich grundsätzlich analog zum in *Abbildung IV* dargestellten Beispiel. Ebenso besteht eine ausreichende Liquidität zur Ausschüttung der ermittelten Zahlungsströme, während nicht-betriebsnotwendiges Vermögen nicht vorhanden ist.

---

<sup>157</sup> Dabei handelt es sich um eine effektive Verhältnisgröße, die sich sowohl an den Umsätzen im Zweckgeschäft orientiert als auch die Eliminierung der in Hilfs- und Nebengeschäften realisierten Gewinnanteile aus dem Mitglieder-Geschäft bereits zum Ausdruck bringt.

<sup>158</sup> Aufgrund der bereits genannten branchenspezifischen Besonderheiten kommt in der Gewinn- und Verlustrechnung einer Bank nur ein Teil deren operativen Geschäfts zum Ausdruck, so dass im vorliegenden Fall nicht von einem operativen Cash Flow gesprochen werden kann. Vgl. dazu *Faust* (2002), S. 70.

<sup>159</sup> Aus konzeptioneller Sicht wären die finanziellen Förderleistungen zusätzlich um den positiven Zinseffekt zu erhöhen, den die Mitglieder aus der unterjährigen Inanspruchnahme der Vorzugskonditionen realisieren. Eine derartige Anpassung würde jedoch lediglich zu einer Scheingenauigkeit führen, so dass grundsätzlich darauf verzichtet werden sollte.

<sup>160</sup> Der Steuersatz beruht auf der Prämisse, dass sämtliche Geschäftsanteile dem Privatvermögen der Mitglieder zuzuordnen sind und alle den Förderleistungen zugrunde liegenden Geschäftsvorfälle zu Einkünften aus Kapitalvermögen führen.

<sup>161</sup> Nachdem Genossenschaftsbanken allerdings traditionell eher mit regionalen Partnern kooperieren, sind derartige Überlegungen und Rechtfertigungen stets für den konkreten Einzelfall zu überprüfen.



### 3.5 Konzeptionelle Kritikpunkte

Die ertragswertorientierte Bewertung einer Genossenschaftsbank ist trotz der generellen Operationalisierbarkeit mit konzeptionellen Widersprüchen in der Bewertungslogik verbunden. Schließlich kommt in diesem Zusammenhang ein investitionstheoretisches Bewertungskalkül zur Anwendung, dem der Alternativanlagegedanke zugrunde liegt.<sup>162</sup> Der ermittelte Unternehmenswert gibt letztlich an, welcher Betrag in eine zum Bewertungsobjekt alternative Anlage investiert werden müsste, um die zukünftig geplanten Cash Flows des zu bewertenden Unternehmens realisieren zu können.<sup>163</sup> Dabei darf nicht verkannt werden, dass streng genommen keine Alternativanlage existiert, durch die sich ein finanzielles Äquivalent zu den Cash Flows auf Basis der Leistungsbeziehung zu einer Genossenschaftsbank erwirtschaften lässt, da Banken anderer Rechtsform, insbesondere börsennotierte Institute, ihren Anteilseignern ausschließlich die Überlassung von Eigenkapital vergüten.<sup>164</sup> Im Bewertungsmodell können die förderwirtschaftlichen Cash Flows aber nur vereinfachend zur Höhe der Geschäftsguthaben ins Verhältnis gesetzt werden.<sup>165</sup> Dadurch kommt es faktisch zur impliziten Unterstellung, dass die Kapitalbeteiligung an der Genossenschaftsbank unweigerlich mit dem geplanten Volumen an Mitglieder-Geschäft und den daraus resultierenden Förderleistungen verbunden ist.<sup>166</sup> Kritisch muss auch die hohe Korrelation zwischen ertragswertorientiertem Unternehmenswert und zukünftigem Volumen des Mitglieder-Geschäfts betrachtet werden. Nachdem die Eigentümer nicht-genossenschaftlicher Unternehmen gewöhnlich nicht mit deren Kunden übereinstimmen,<sup>167</sup> stellt es ein rechtsformspezifisches Merkmal einer Genossenschaftsbank dar, dass der Unternehmenswert nicht zuletzt von der Leistungsnachfrage der Mitglieder abhängig ist, während beispielsweise die Anteilseigner einer börsennotierten Bank keinen unmittelbaren Einfluss auf deren Geschäftsentwicklung ausüben können.<sup>168</sup>

---

<sup>162</sup> Vgl. *Fink* (2008), S. 208 f.

<sup>163</sup> Vgl. dazu *Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel* (2006), S. 1014.

<sup>164</sup> Vgl. dazu *Fink* (2008), S. 209.

<sup>165</sup> Vgl. sinngemäß *Fink/Hanisch/Peemöller* (2007), S. 18, die im Fusionsfall für die Ermittlung eines fairen Umtauschverhältnisses von Geschäftsanteilen die Höhe der nominalen Geschäftsguthaben als maßgebliche Bezugsgröße charakterisieren.

<sup>166</sup> Nachdem sich der Umfang finanzieller Förderleistungen und die Höhe des ausschüttungsfähigen Gewinns gegenseitig beeinflussen, wäre es allerdings auch nicht sachgemäß, die kapitalabhängige und die leistungsinduzierte Ertragskraft einer Genossenschaftsbank separiert zu bewerten. Zu den Interdependenzen zwischen Gewinnerzielung und Förderauftrag vgl. ausführlich *Dorner* (1991), S. 26 ff.

<sup>167</sup> In jedem Fall werden mit der Kapitalbeteiligung andere Ziele als mit einem Kundenverhältnis verfolgt.

<sup>168</sup> Vgl. auch *Hammerschmidt* (2003), S. 256. Beim ertragswertorientierten Unternehmenswert einer Genossenschaftsbank handelt es sich deshalb um einen Wert, der nur unter der Prämisse der zukünftigen Teilnahme der Mitglieder am Geschäftsverkehr zu realisieren ist. In keinem Fall darf der Eindruck entstehen, dass gewährte Förderleistungen unmittelbar aus der Kapitalbeteiligung an der Genossenschaft resultieren, da dies dem genossenschaftlichen Unternehmenszweck grundlegend zuwiderlaufen würde.

#### 4. Ausblick

Die DCF-orientierte Unternehmensbewertung einer Genossenschaftsbank ist in konzeptioneller Hinsicht sowohl mit branchen- als auch mit rechtsformspezifischen Herausforderungen verbunden.<sup>169</sup> Das Flow to Equity (FtE)-Verfahren lässt sich grundsätzlich anwenden, wenn speziell bei der steuerlichen Behandlung finanzieller Förderleistungen verschiedene restriktive Prämissen getroffen werden. Dabei ist dem Mitglieder-Geschäft, das einen maßgeblichen Einfluss auf die Höhe des finanziellen Förderpotenzials einer Genossenschaftsbank ausübt, eine besonders hohe Bedeutung beizumessen. Die zukünftigen Gewinne im Mitglieder-Geschäft müssen deshalb besonders detailliert geplant und mit Hilfe geeigneter Werttreiber plausibilisiert werden.<sup>170</sup> Neben der eigentlichen Ermittlung des sachgemäßen Unternehmenswerts sollte aber ebenso dessen aktive Kommunikation an die Mitglieder, die gewöhnlich die primären Adressaten einer genossenschaftlichen Unternehmensbewertung repräsentieren, hinreichend Beachtung finden. Schließlich kann die Erhöhung des ertragswertorientierten, mitgliederbezogenen Unternehmenswerts der Festigung bestehender Mitgliedsverhältnisse dienen und darüber hinaus eine starke Anreizwirkung für potenzielle Mitglieder entfalten.<sup>171</sup> In diesem Zusammenhang darf allerdings nicht vergessen werden, dass sich genossenschaftliche Förderung häufig zu einem wesentlichen Teil auch im nicht-finanziellen Bereich vollzieht, der im Rahmen eines investitionstheoretisch fundierten Bewertungsmodells mangels hinreichender Objektivierbarkeit und finanzieller Quantifizierbarkeit unberücksichtigt bleibt.<sup>172</sup> Nichtsdestotrotz kann eine am ertragswert- und damit kapitalmarktorientierten Unternehmenswert ausgerichtete Geschäftspolitik als effektive Strategie im Wettbewerb um neue Mitglieder, die für eine Genossenschaftsbank als Eigenkapitalgeber und Kunden von doppelter Bedeutung sind, betrachtet werden.<sup>173</sup> Vor diesem Hintergrund ist es ökonomisch stets vorteilhaft, zukünftige Gewinnausschüttungen zugunsten finanzieller Förderleistungen zu reduzieren, sofern sich diese steuerlich als abzugsfähige Betriebsausgabe ansetzen lassen.<sup>174</sup>

---

<sup>169</sup> Während die bewertungsrelevanten Spezifika des Bankgewerbes in der Literatur bereits häufiger thematisiert wurden, existieren nur sehr vereinzelt Bewertungsansätze zur Erfassung des genossenschaftstypischen Elements, das aus ertragswertorientierter Perspektive vorrangig in der Möglichkeit zur Gewährung steuerlich vorteilhafter Förderleistungen zum Ausdruck kommt.

<sup>170</sup> In Abhängigkeit von der Unsicherheit über die zukünftige Geschäftsentwicklung kann es bei der konkreten Planung von Förderleistungen durchaus sinnvoll sein, verschiedene Planungsszenarien zu entwickeln, die gewichtet mit der Wahrscheinlichkeit ihres Eintretens in die Unternehmenswertermittlung einfließen. Vgl. *Schöffling* (1992), S. 64.

<sup>171</sup> Vgl. dazu *Beuthien/Hanrath/Weber* (2008), S. 20 f.

<sup>172</sup> Dementsprechend beziffern ertragswertorientiert ermittelte Unternehmenswerte den tatsächlichen Wert eines Unternehmens tendenziell zu niedrig. Vgl. *Fink* (2008), S. 202.

<sup>173</sup> Vgl. auch *Monßen* (1998), S. 295.

<sup>174</sup> Vgl. *Fink* (2008), S. 196 f.

## Literatur

- Adamus, N./Koch, T.* (2007): Bewertung von Banken, in: Branchenorientierte Unternehmensbewertung, hrsg. von Jochen Drukarczyk/Dietmar Ernst, 2. Aufl., München, S. 133-164.
- Aschhoff, G./Henningsen, E.* (1995): Das deutsche Genossenschaftswesen – Entwicklung, Struktur, wirtschaftliches Potential, Veröffentlichungen der DG BANK Deutsche Genossenschaftsbank, Band 15, Frankfurt am Main.
- Ballwieser, W.* (2002): Der Kalkulationszinsfuß in der Unternehmensbewertung: Komponenten und Ermittlungsprobleme, in: WPg, 55. Jg., Heft 14, S. 736-743.
- Ballwieser, W.* (2007): Unternehmensbewertung – Prozeß, Methoden und Probleme, 2. Aufl., Stuttgart.
- Barthel, C. W.* (2003): Unternehmenswert: Berücksichtigungsfähigkeit und Ableitung von Fungibilitätszuschlägen, in: DB, 56. Jg., Heft 22, S. 1181-1186.
- Beuthien, V.* (2004): Genossenschaftsgesetz mit Umwandlungs- und Kartellrecht sowie Statut der Europäischen Genossenschaft, Beck'sche Kurzkommentare, Band 11, 14. Aufl., München.
- Beuthien, V.* (2006): Wie kapitalistisch darf eine Genossenschaft sein? – Zum förderwirtschaftlichen Nutzen nicht nutzender Mitglieder, in: AG, 51. Jg., Heft 3, S. 53-62.
- Beuthien, V.* (2007): Sind Vorzugskonditionen für Genossenschaftsmitglieder eine verdeckte Gewinnausschüttung?, in: DStR, 45. Jg., Heft 42, S. 1847-1852.
- Beuthien, V./Dierkes, S./Wehrheim, M.* (2008): Die Genossenschaft, Rechtsformen der Wirtschaft, Band 17, hrsg. von Lutz Fischer/Volker Breithecker, Berlin.
- Beuthien, V./Hanrath, S./Weber, H.-O.* (2008): Mitglieder-Fördermanagement in Genossenschaftsbanken, Marburger Schriften zum Genossenschaftswesen, Band 106, Göttingen.
- Blisse, H./Schäff, J.* (2009): Zum Beteiligungsfonds bei (Kredit-)Genossenschaften, in: ZfgG, 59. Jg., Heft 3, S. 260-264.
- Bobinger, K.* (2005): Mitgliederförderung – aus dem Blickwinkel des Steuerberaters: Verdeckte Gewinnausschüttungen, Rückvergütungen, Bonusmodelle und Preisvorzüge, in: ZfgG, 55. Jg., Heft 4, S. 247-258.
- Börner, C. J./Grichnik, D.* (2004): Beurteilung der Eigenkapitalqualität von Banken, in: Bankenrating – Kreditinstitute auf dem Prüfstand, hrsg. von Oliver Everling/Karl-Heinz Goedekemeyer, Wiesbaden, S. 429-448.
- Brunner, F.* (2009): Wertstiftende Strategien im Bankgeschäft, Diss., Heidelberg.
- BVR (Hrsg.)* (2009): Projekthandbuch VR-MitgliederBonus, Stand 02/2009, Berlin.

- Cario, D.* (2008): in: Genossenschaftsgesetz, Kommentar, hrsg. von Johannes Lang/Ludwig Weidmüller, 36. Aufl., Berlin.
- Coenenberg, A. G./Haller, A./Schultze, W.* (2009): Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse – Betriebswirtschaftliche, handelsrechtliche, steuerrechtliche und internationale Grundsätze – HGB, IFRS, US-GAAP, 21. Aufl., Stuttgart.
- Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.* (2002): Unternehmenswert – Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 3. Aufl., Frankfurt am Main.
- Darilek, H.* (2010): Sichere Basis, in: BI, 37. Jg., Heft 3, S. 24-26.
- Dierkes, S./Hanrath, S.* (2009): Wertorientierung bei Genossenschaften, in: Von der Sache zum Recht, hrsg. von Martin Schöpflin u.a., Festschrift für Volker Beuthien zum 75. Geburtstag, München, S. 285-298.
- Dorner, K.* (1991): Die Gewinnverwendungspolitik der Genossenschaftsbanken, Veröffentlichungen des Forschungsinstituts für Genossenschaftswesen an der Universität Erlangen-Nürnberg, Band 29, Diss., Nürnberg.
- Drukarczyk, J./Schüler, A.* (2007): Unternehmensbewertung, 5. Aufl., München.
- Dülfer, E.* (1995): Betriebswirtschaftslehre der Genossenschaften und vergleichbarer Kooperative, 2. Aufl., Göttingen.
- Dullenkopf, I.* (2001): Förderauftragsbezogenes Benchmarking in Kreditgenossenschaften, Veröffentlichungen des Forschungsinstituts für Genossenschaftswesen an der Universität Erlangen-Nürnberg, Band 41, Diss., Nürnberg.
- Ernst, D./Schneider, S./Thielen, B.* (2008): Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen – Ein Praxisleitfaden, 3. Aufl., München.
- Faust, M.* (2002): Bestimmung der Eigenkapitalkosten im Rahmen der wertorientierten Unternehmenssteuerung von Kreditinstituten, Diss., Marburg.
- Felder, B.* (2007): in: Die Körperschaftssteuer, Kommentar, hrsg. von Ewald Dötsch/Werner F. Jost/Alexandra Pung/Georg Witt, Loseblatt, Stand März 2005, Stuttgart.
- Fink, S.* (2008): Bewertungsprobleme bei der Verschmelzung von Genossenschaften, Veröffentlichungen des Forschungsinstituts für Genossenschaftswesen an der Universität Erlangen-Nürnberg, Band 54, Diss., Nürnberg.
- Fink, S./Hanisch, M./Peemöller, V. H.* (2007): Unternehmensbewertung zur Unterstützung von Entscheidungen bei der Verschmelzung von Genossenschaften, Berliner Beiträge zum Genossenschaftswesen, hrsg. vom Institut für Genossenschaftswesen an der Humboldt-Universität zu Berlin, Band 66, Berlin.
- Freygang, W.* (1993): Kapitalallokation in diversifizierten Unternehmen – Ermittlung divisionaler Eigenkapitalkosten, Diss., Wiesbaden.
- Frotscher, G.* (2006): in: Kommentar zum Körperschaft- und Umwandlungssteuergesetz, hrsg. von Gerrit Frotscher/Ernst Maas, Loseblatt, Stand 7/2000, Freiburg.

- Gampenrieder, P./Wiese, J.* (2006): Eigenkapitalkosten bei der Bewertung von Versicherungskonzernen – Teil 1: Bewertungspraxis nach Investorensteuern, in: VW, 61. Jg., Heft 21, S. 1752-1755.
- Geltinger, A.* (2009): Ertragswertorientierte Bewertung von Banken – Status quo der akademischen Aufarbeitung und wesentliche Besonderheiten bei Methodenwahl und Methoden-anwendung, in: BankPraktiker, 4. Jg., Heft 5, S. 248-253.
- Geltinger, A./Gerstmeier, W.* (2003): Unternehmensbewertung – Allgemeine Grundsätze und Besonderheiten bei der Bewertung und wertorientierten Steuerung von Banken, Stuttgart.
- Götze, J./Janzen, M.* (2010): Philosophie statt Rabatt, in: BI, 37. Jg., Heft 3, S. 28-31.
- Gröger, H.-C.* (2007): Mehrperiodiges Nachsteuer-CAPM mit Thesaurierung, in: ZfB, 77. Jg., Heft 12, S. 1263-1291.
- Grosskopf, W.* (1990): Strukturfragen der deutschen Genossenschaften Teil I – Der Förderungsauftrag moderner Genossenschaftsbanken und seine Umsetzung in die Praxis, Veröffentlichungen der DG BANK Deutsche Genossenschaftsbank, Band 16, Frankfurt am Main.
- Grosskopf, W.* (2001): Kapitalverfügbarkeit in genossenschaftlichen Unternehmen, in: Die Zukunft der Genossenschaft in der Europäischen Union an der Schwelle zum 21. Jahrhundert, hrsg. von Wolfgang Harbrecht, Veranstaltungen des Forschungsinstituts für Genossenschaftswesen an der Universität Erlangen-Nürnberg, Band 20, S. 239-250.
- Hahn, O.* (1980): Die Unternehmensphilosophie einer Genossenschaftsbank, Schriften zur Kooperationsforschung, B. Vorträge, Band 11, Tübingen.
- Hammerschmidt, M.* (2003): Kundenbindung durch Mitgliedschaft in Genossenschaftsbanken – Identitätsorientierung als strategischer Erfolgsfaktor, Münstersche Schriften zur Kooperation, Band 58, Diss., Aachen.
- Hanrath, S./Weber, H.-O.* (2009): Mehr Differenzierung wagen: die Beraterbank geht, die Mitgliederbank kommt, in: ZfgK, 62. Jg., Heft 6, S. 260-263.
- Henzler, R.* (1957): Die Genossenschaft – eine fördernde Betriebswirtschaft, Essen.
- Henzler, R.* (1962): Betriebswirtschaftliche Probleme des Genossenschaftswesens, Wiesbaden.
- Henzler, R.* (1966): Ergebnisfeststellung und Ergebnisvergleich bei Genossenschaften, in: Erfolgsanalyse und Prüfung der Genossenschaften, hrsg. von Erik Boettcher, Karlsruhe, S. 9-20.
- Höhmann, K.* (1998): Shareholder Value von Banken, Diss., Wiesbaden.
- Hofinger, H.* (2001): Member-Value-Management: Der Förderauftrag als Element der genossenschaftlichen Managementverantwortung, in: Management in Profit- und Non-Profit-Organisationen – Unternehmensführung im Spannungsfeld von

- erwerbs-, bedarfs- und förderwirtschaftlichen Zielen, hrsg. von Anton E. Rauter/ Michael Schmidt, Festschrift für Wolfgang Kemmettmüller zum 60. Geburtstag, Wien u.a., S. 3-19.
- IDW* (Hrsg.) (2008): *IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen* (IDW S 1 i.d.F. 2008), Düsseldorf.
- Keller, M./Hohmann, B.* (2004): Die Discounted-Cashflow-Methode zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen, in: *UM*, 2. Jg., Heft 2, S. 52-57.
- Knüsel, D./Lossin, M.* (2004): Besonderheiten der Bewertung von Banken nach dem Ertragswertverfahren, in: *Bankenrating – Kreditinstitute auf dem Prüfstand*, hrsg. von Oliver Everling/Karl-Heinz Goedeckemeyer, Wiesbaden, S. 81-105.
- Kruschwitz, L./Löffler, A.* (2007): *Discounted Cash Flow – A Theory of the Valuation of Firms*, Chichester.
- Kruschwitz, L./Schneider, D./Husmann, S.* (2003): Investitionsneutrale Steuersysteme unter Sicherheit, in: *WiSt*, Heft 6, 32. Jg., S. 328-333.
- Kunowski, S.* (2002): *Bewertung von Kreditinstituten*, Diss., München.
- Lochmann, U.* (2009): Steuerliche Behandlung der Mitgliederförderung bei Kreditgenossenschaften, in: *ZfgK*, 62. Jg., Heft 6, S. 271-274.
- Lohmar, G.* (2005): in: *Einkommen- und Körperschaftsteuergesetz, Kommentar*, hrsg. von Carl Herrmann/Gerhard Heuer/Arndt Raupach, Loseblatt, Stand April 2003, Köln.
- Mandl, G./Rabel, K.* (2009): Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick), in: *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, hrsg. von Volker H. Peemöller, 4. Aufl., Herne u.a., S. 49-90.
- Monßen, H.-G.* (1998): Shareholder-Value und Förderauftrag, in: *ZfgG*, 48. Jg., Heft 4, S. 288-297.
- Peemöller, V. H./Kunowski, S.* (2009): Ertragswertverfahren nach IDW, in: *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, hrsg. von Volker H. Peemöller, 4. Aufl., Herne u.a., S. 265-338.
- Peemöller, V. H./Kunowski, S./Hillers, J.* (1999): Ermittlung des Kapitalisierungszinsatzes für internationale Mergers & Acquisitions bei Anwendung des Discounted Cash Flow-Verfahrens (Entity-Ansatz) – eine empirische Erhebung, in: *WPg*, 52. Jg., Heft 16, S. 621-630.
- Pfaff, D./Bärtl, O.* (1998): Wertorientierte Unternehmenssteuerung – Ein kritischer Vergleich ausgewählter Konzepte, in: *zfbf*, 50. Jg., Sonderheft 41, S. 85-115.
- Philipowski, R.* (1981): Genossenschaftliche Zinsrückvergütungen – Zusätzliches Eigenkapital durch „Schütt aus, hol zurück“?, in: *BI*, 8. Jg., Heft 12, S. 7-11.

- Pöhlmann, P.* (2007): in: Genossenschaftsgesetz – Gesetz betreffend die Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften nebst umwandlungsrechtlichen Vorschriften für Genossenschaften, Kommentar, hrsg. von Peter Pöhlmann/Andreas Fandrich/Jochachim Bloehs, 3. Aufl., München.
- Rappaport, A.* (1999): Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. Aufl., Stuttgart.
- Ringle, G.* (1992): Förderungsarten, in: Genossenschafts-Lexikon, hrsg. von Eduard Mändle/Walter Swoboda, Wiesbaden, S. 203-204.
- Ringle, G.* (2007): Member Value – mehr als ein Modewort?, in: ZfgG, 57. Jg., Heft 1, S. 1-2.
- Schmitt, D./Dausend, F.* (2006): Unternehmensbewertung mit dem Tax CAPM, in: FB, 8. Jg., Heft 4, S. 233-242.
- Schöffling, B.* (1991): Der Wert einer Genossenschaft für ihre Mitglieder – Ein mehrdimensionales Bewertungsmodell, Arbeitspapiere der Forschungsstelle für Genossenschaftswesen an der Universität Hohenheim, Band 8, Stuttgart-Hohenheim.
- Schöffling, B.* (1992): Der Wert einer Genossenschaft für ihre Mitglieder – Ein mehrdimensionales Bewertungsmodell, Ansätze zur Wertsteigerung und empirische Ergebnisse, Veröffentlichungen der Forschungsstelle für Genossenschaftswesen an der Universität Hohenheim, Band 8, Diss., Stuttgart-Hohenheim.
- Schulte, G.* (2008): in: Genossenschaftsgesetz, Kommentar, hrsg. von Johannes Lang/Ludwig Weidmüller, 36. Aufl., Berlin.
- Schulte, W.* (2006): in: Heidelberger Kommentar zum Körperschaftsteuergesetz – Die Besteuerung der Kapitalgesellschaft und ihrer Anteilseigner, hrsg. von Bernd Erle/Thomas Sauter, 2. Aufl., Heidelberg u.a.
- Sen, M./Holzhäuser, M.* (2004): Methoden der externen Unternehmensbewertung von Banken, in: Bankenrating – Kreditinstitute auf dem Prüfstand, hrsg. von Oliver Everling/Karl-Heinz Goedeckemeyer, Wiesbaden, S. 63-79.
- Serf, Christoph* (2009): Ertragswertverfahren, in: Praxishandbuch Unternehmensbewertung – Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele, hrsg. von Ulrich Schacht/Matthias Fackler, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Sonntag, A.* (2001): Bewertung von Banken – Ein Discounted Cash-Flow-Ansatz für Commercial Banks unter Einbeziehung der Marktzinsmethode, Diss., Wiesbaden.
- Stehle, R.* (2004): Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften, in: WPg, 57. Jg., Heft 17, S. 906-927.
- Sterz, U.* (2007): Besonderheiten bei der Bewertung von Banken in der Praxis, in: FB, 9. Jg., Heft 4, S. 213-223.

- Theurl, T.* (2002): "Shareholder Value" und "genossenschaftlicher Förderauftrag" – Zwei unvereinbare strategische Ausrichtungen?, in: Vom Modell zur Umsetzung – Strategische Herausforderungen für Genossenschaften, Münstersche Schriften zur Kooperation, Band 54, hrsg. von Theresia Theurl/ Rolf Greve, Aachen, S. 51-91.
- Theurl, T.* (2005): Genossenschaftliche Mitgliedschaft und Member Value als Konzepte für die Zukunft, in: ZfgG, 55. Jg., Heft 2, S. 136-145.
- Wagner, W.* (2007): Die Unternehmensbewertung, in: WP Handbuch 2008 – Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung, Band II, hrsg. vom IDW, 13. Aufl., Düsseldorf, S. 1-196.
- Wagner, W./Jonas, M./Ballwieser, W./Tschöpel, A.* (2006): Unternehmensbewertung in der Praxis – Empfehlungen und Hinweise zur Anwendung von IDW S 1, in: WPg, 59. Jg., Heft 16, S. 1005-1028.
- Weber, G.* (2006): Eigenkapitalkosten ausgewählter Unternehmen auf Basis der modernen Kapitalmarkttheorie – Eine empirische Anwendung des CAPM für die Holzverarbeitende Industrie, Druckmaschinen- und Papierindustrie, Diss., Wiesbaden.
- Wiese, J.* (2007): Unternehmensbewertung und Abgeltungssteuer, in: WPg, 60. Jg., Heft 9, S. 368-375.
- Zeidler, G. W./Schöniger, S./Tschöpel, A.* (2008): Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform 2008 auf Unternehmensbewertungskalküle, in: FB, 10. Jg., Heft 4, S. 276-288.
- Zensen, R.* (2002): Die Bewertung von deutschen Universalbanken unter Berücksichtigung rechtsformspezifischer Besonderheiten, Diss., Frankfurt am Main.