

## Bewertung von Finanzanlagen

Von Bernd Kuckenburger, Fachanwalt für Familien- und Steuerrecht, Mediator, vereidigter Buchprüfer, Hannover

Das Gesetz trifft keine Regelung, wie Vermögenswerte zu bewerten sind und behilft sich mit dem unbestimmten Rechtsbegriff des »Wertes« nach § 1376 BGB.<sup>1</sup> Wenn eine Bewertung zu erfolgen hat, hat der Tatrichter die Bewertungsmethode, gegebenenfalls sachverständig beraten, einzelfalladäquat auszuwählen.<sup>2</sup> Dabei hat das Gericht letztlich die Verpflichtung, den Wert zu schätzen (§ 738 Abs. 2 BGB; §§ 105 Abs. 3, 161 Abs. 2 HGB; § 260 Abs. 2 Satz 3 AktG). Das Gericht entscheidet dabei nach seiner freien Überzeugung (§ 287 Abs. 2 ZPO; § 260 Abs. 2 Satz 1 AktG; § 17 Abs. 1 SpruchG; § 37 Abs. 1 FamFG).<sup>3</sup>

Wenn die Rechtsprechung den wahren Wert, also den Verkehrswert, zugrunde legen will, scheiden Bewertungsregeln des Handelsrechts nach § 253 HGB, mit der Obergrenze des Anschaffungskostenprinzips, des Bewertungsgesetzes nach § 11 BewG, das sich an Vereinfachungs- und Fiskalaspekten orientiert und das vereinfachte Ertragswertverfahren nach § 199 BewG aus.<sup>4</sup>

### I. Grundsätze zur Bewertung von Finanzanlagen

#### 1. Selbstständig bewertbarer Vermögensgegenstand

Die **Finanzanlage** muss, wie alle anderen Vermögensgegenstände, selbstständig bewertbar sein.<sup>5</sup> Dies ist schon dann nicht der Fall, wenn sie Betriebsvermögen und damit Teil eines anderen Gesamtvermögenswertes sind, was die Unternehmensbewertung erforderlich macht.

Ein Ansatz als Teil einer Bewertungseinheit ist auch bei (finanzierten) Kapitalanlagen<sup>6</sup> relevant:

- finanzierte Fondsbeteiligungen,
- Grund- und dazu abgeschlossenes Sicherungsgeschäft (sog. hedge accounting),
- in andere Anlagen eingebettete Derivate,
- bei abgetretenen und mit aufgeteilten Bezugsrechten versehene Lebensversicherungen.<sup>7</sup>

Problematisch ist dabei insbesondere der erst **zukünftig realisierbare Vermögenswert** mit einer Ungewissheit über das Ob und die Höhe des Werts,<sup>8</sup> wie z.B. bei Anwartschaftsrechten, »Exspektanzen«, bei Kapitalanlagen wie Aktienoptionen,<sup>9</sup> aber auch z.B. bei geschlossenen Fonds mit Totalverlustrisiko und langfristiger Bindung.

#### 2. Vergleichswertorientierte Marktpreisableitung

Beobachtete Marktpreise können ähnlich dem sog. stichtagnahen Veräußerungspreis eine Bewertung ersetzen und zumindest der Plausibilisierung der Wertermittlung dienen.

**Bewertungsquellen** können sein:<sup>10</sup>

- Amtliche/öffentliche Börsen,
- Internethandelsplattform/virtuelle Handelsplätze,
- sog. Zweitmarkt Börsen/Makler,
- Händler/professionelle Ankäufer/Finanzintermediäre (Finanzintermediäre – englisch **financial intermediaries** – sind Unternehmen, die auf dem Finanzmarkt als Vermittler zwischen Nachfrage und Angebot der Wirtschaftssub-

jekte nach Finanzin- und Finanzierungsinstrumenten treten, diese ausgleichen und es dabei umwandeln,

- anbietergestützte oder anbietereigene Zweitmarktnotierungen,
- Rückkaufswerte der Emittenten/Anbieter/Fondsgesellschaft,
- Marktpreise vergleichbarer Kapitalanlagen bzw. Finanzinstrumente.

Derartige Kurse/Preise sollten von einer Börse, einem kommerziellen Händler, einer Preisagentur oder einer Aufsichtsbehörde gestellt werden (sog. Zweitmarkt). Angaben von singulären Erwerbern oder Erwerbsinteressenten können dabei nur nachrangig berücksichtigt werden. Diese marktorientierten Kurse/Preise müssen tatsächliche Transaktionen im ordentlichen Geschäftsgang und nicht »Notverkäufe« oder unverbindliche »asking prices« repräsentieren.

### 3. Bewertungsmethoden

Wenn Preise nicht feststellbar sind, muss der **wahre Wert/»fair value«** festgestellt werden. Dieses kann bei Fonds bspw. nach der Nettoinventarmethode geschehen bzw. aus Buchwerten abgeleitet werden, falls diese nach IFRS ermittelt worden sind.

Ansonsten erfolgt eine sogenannte direkte Bewertung nach Effektivzinsmethoden auf Basis der **Ertragswertverfahren** unter Antizipation aller künftigen Zahlungsströme, Abzinsung auf den Stichtag und unter besonderer Berücksichtigung der **Steuerauswirkungen** (Steuervorteile, Steuernachteile, latente Steuer).

Bei der **direkten Anteilsbewertung** wird auf die Sicht des einzelnen Anteilseigners und damit nicht auf die Werte des Unternehmens/Emittenten als Ganzes abgestellt. Der Anteilswert wird aus den Zahlungsströmen zwischen Unternehmen und dem Anteilseigner abgeleitet. Diese Bewertung ist typisch bei der Anteilsbewertung von Publikumsgesellschaften, indem dem einzelnen Gesellschafter in keiner Weise die Informationen (nur Geschäftsberichte statt Jahresabschlüsse, keine Beteiligung bei Gesellschaftsbeschlüssen, Einblick in das Rechnungswesen) zur Verfügung stehen, die sonst dem Mitunternehmer zustehen.<sup>11</sup>

1 Klein/Kuckenburger, HB FamVerm 2, 2. Aufl. 2015, Kap. 2, Rn. 1409 ff.

2 BGH FamRZ 1999, 361; 2011, 622 und 1367; 2014, 98; Klein/Kuckenburger, Rn. 1415 m.w.N.

3 Klein/Kuckenburger, Rn. 1434 f. m.w.N.

4 Schulz/Hauß, Vermögensauseinandersetzung bei Trennung und Scheidung, 6. Aufl. 2015, Rn. 118 m.w.N.; Büte, Zugewinn und Ehescheidung, 4. Aufl. 2012, Rn. 58; Jonas, WPg 2011, 299 ff., 302; Klein/Kuckenburger, Rn. 1414.

5 BGH FamRZ 2011, 183–188.

6 Zacher, DAV-Skript, Familienrecht 2015, S. 14.

7 BGH FamRZ 1992, 1155, Klein FuR 1995, 307 f.

8 BGH FamRZ 2011, 183 ff.

9 Bejahend Kogel FamRZ 2007, 950.

10 Zacher, S. 15 f.

11 WP-Handbuch II, A 34 ff.; vgl. ausführlich, auch zur indirekten Anteilsbewertung: Klein/Kuckenburger, Rn. 1612 m.w.N.

#### 4. Marktfähigkeit und Abschlagsfaktoren

Wie bei der Unternehmensbewertung muss stets **Marktfähigkeit** gegeben und festgestellt werden.<sup>12</sup> »**Aufgeschobene Realisierbarkeit**« des Vermögenswerts kann zu einem Wertabschlag führen.<sup>13</sup> Gleiches hat bei Rückzahlungs- und Nachschusssrisiken bei **geschlossenen Fonds** zu gelten (§ 172 Abs. 4 HGB).

**Wertabschläge** bei »zu niedrigen« Marktpreisen bzw. Börsenkursen von Kapitalanlagen werden vom BGH abgelehnt.<sup>14</sup> Wie bei der Unternehmensbewertung sind Größenabschläge, Liquiditätsabschläge, Fungibilitätsabschläge, Diversifikationsabschläge oder Länderabschläge abzulehnen.<sup>15</sup> Letztlich sind **Veräußerungskosten** wie z.B. Bankspesen, Makler- und Brokerkosten abzusetzen.<sup>16</sup>

#### 5. Wertzuschläge und Wertaufhellung

Zunächst sind zukünftige Steuervorteile denkbar. Zur Ermittlung des Wertes einer **Abschreibungsgesellschaft** die i.d.R. in Form einer KG betrieben wird, wird in der Literatur empfohlen, den zu erwartenden Veräußerungserlös bei Beendigung der Beteiligung zu ermitteln. Hierzu sind die bis dahin noch zu erwartenden Steuervorteile hinzuzurechnen. Abzuziehen sind noch offene Zahlungsverpflichtungen sowie die mit der Veräußerung ausgelösten Steuern.<sup>17</sup> So urteilt auch der BGH,<sup>18</sup> soweit ein Stichtagsbezug gegeben ist.

Allerdings sind die überkommenen, verlustträchtigen und nur auf Steuervorteilen aufbauenden Anlageformen (z.B. Medienfonds, Schiffsfonds, Flugzeugfonds, manche Immobilienfonds, Leasingfonds) durch die sogenannte **Totalüberschussprognose** seit der Geltung des § 15b EStG obsolet. Über die Veranlagungsoption bei den Einkünften aus Kapitalvermögen sind spätere Steuererstattungen aus Verlusten zu berücksichtigen.

Wie bei der Unternehmensbewertung ist eine sogenannte spätere Wertaufhellung nur in ganz eingeschränktem Maße, ähnlich der Abgrenzung wertbeeinflussender und wertaufhellender Umstände des Jahresabschlusses gem. § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB, zu berücksichtigen. Dies setzt aber eine Stichtagsverknüpfung zwingend voraus.

Bei fehlgeschlagenen und defizitären Kapitalanlagen sind etwaige Schadensersatzansprüche bzw. Rückabwicklungsansprüche gegen Emittenten, Banken und Finanzdienstleister zu berücksichtigen.

#### 6. Latente Steuern

Wie bei der Bewertung aller Vermögensgegenstände im Zugewinn hat der Abzug der latenten (genauer fiktiven) individuellen stichtagsrelevanten **Veräußerungsgewinnbesteuerung** zu erfolgen.<sup>19</sup>

#### 7. Bewertungsquellen und Bewertungsmaterial (Auskunftsdocuments)

Auskunft und Informationen sind wie bei anderen Vermögenswerten gem. § 1379 BGB zu beschaffen. Informationsquellen, auch für die Existenz der Finanzanlage, können dabei auch Mail- oder Papierkorrespondenz sein.

Als Informationsquellen der Bewertungspraxis sind insbesondere zu nennen:<sup>20</sup>

- Bank- und Depotauszüge, Ertragnismitteilungen, Ankaufs- und Verkaufsbestätigungen,
- Jahresendzusammenfassungen/-depotübersichten/Ertragnisaufstellungen der Banken,

- Internet-/virtuelle Depots bei eBanking,
- Steuererklärungen bzw. -bescheide (ggf. auch bei Abgeltungsteuer über die Veranlagungsoption); bei der Gesellschaft das Betriebsstättenfinanzamt und Wohnsitzfinanzamt beim Ehegatten,
- Auskünfte durch den Steuerberater als Erfüllungsgehilfen (§ 278 BGB; problematisch wegen steuerlicher Sichtweise und Verschwiegenheitsverpflichtung<sup>21</sup>),
- Schrift- bzw. Emailverkehr und Auskünfte von einzelnen Anbietern, Emittenten, Banken, freien Finanzdienstleistern, Vermögensverwaltern,
- Jahresberichte, Jahresabschlüsse, Quartalsberichte, Rundschreiben,
- Börsennotierungen,
- Internethandelsplattformen und Finanzportale, z.B.
  - www.onvista.de,
  - www.finanzen.net,
  - www.oanda.com,
  - www.marketwatch.com,
  - www.investing.com,
  - www.godmade-trader.de,
- Zweitmarktbörsen (geschl. Fonds), z.B.
  - www.zweitmarkt.de,
  - www.deutscher-zweitmarkt.de,
  - www.zweitmarktboerse.de,
- (andere) Finanzmakler/Banken/Finanzintermediäre,
- Professionelle Ankäufer bzw. Zweitmarktfonds, z.B.
  - www.asuco.de,
  - www.htb-zweitmarkt.de,
- Sachverständige unter Berücksichtigung familienrechtlicher Besonderheiten und betriebswirtschaftlicher Methoden.

## II. Bewertung von Finanzanlagen / Assets

Die folgende Darstellung ist nur beispielhaft und kann somit nicht abschließend sein.

Durch das ab dem 22.07.2013 geltende Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) sind neue Begrifflichkeiten eingeführt worden, die sich nur beschränkt durchsetzen:

- **geschlossene Fonds** = geschlossene inländische Publikums-AIF (alternative investment funds) und
- **offene Investmentfonds** von Wertpapieren = OGAW (Organismen für gemeinsame Anlage von Wertpapieren).

### 1. Geschlossene (Publikums-) Fonds / Sachwertfonds

Die **geschlossenen Publikumsfonds**, oder auch Sachwertfonds genannt, werden als Publikumpersonengesellschaften (meist in Form der GmbH & Co KG oder auch als GbR), betrieben, welche kollektiv Kapital der Anlegergesellschaften in konkret oder nur abstrakt (sog. Blind Pools) definierte Anla-

12 BGH FamRZ 2011, 1367 ff., Rn. 49 mHa BGH FamRZ 1978, 332; 2008, 761, Rn. 20.

13 BGH FamRZ 2003, 153 ff. = FuR 2002, 501 ff., Rn. 15 f.

14 BGH FamRZ 2012, 1479 ff., Rn. 21 ff.; anders teilweise die Lit.: MüKoBGB/Koch, § 1376 Rn. 14.

15 Klein/Kuckenburg, Rn. 1520 m.w.N.

16 BGH FamRZ 1989, 1276 ff., Rn. 17.

17 Schröder, Bewertung im Zugewinnausgleich, 4. Aufl., Rn. 153, m.w.N. unter Hinweis auf ein nicht veröffentlichtes Urteil des OLG Hamm v. 20.03.1984 – 1 UF 233/82.

18 BGH FamRZ 2011, 183, Rn. 24 ff.

19 BGH FamRZ 2011, 1367, Rn. 47; Klein/Kuckenburg, Rn. 1529 m.w.N.

20 Zacher, S. 18 f.

21 Zustimmend LG Münster DSr 2014, 919 f. mit Anm. Wacker.

gegenstände investieren. Der Beitritt und Zeichnungsphase sind zeit- und kapitalmäßig begrenzt (»geschlossen«).

Ursprünglich waren sie oft stark steuerlich motiviert (sog. »**Abschreibungsgesellschaften**«) wobei die Verlustverrechnungsmöglichkeiten immer weiter, zuletzt über die Totalüberschussprognose nach § 15b EStG, eingeschränkt werden.

#### Beispiele von Sachwertfonds:

- Immobilienfonds,
- Medienfonds,
- Schifffonds,
- sonstige Mobilien bzw. Leasing-Fonds,
- Lebensversicherungsfonds,
- Private Equity Fonds.

Auch wenn sie oft zum Stichtag nicht fungibel, d.h. kündbar sind, ist der Wert im Zugewinnausgleichsverfahren anzusetzen.<sup>22</sup>

Der BGH<sup>23</sup> führt unter ausdrücklicher Bezugnahme auf § 287 ZPO aus, dass geschlossene Immobilienfonds, die als Kommanditgesellschaft betrieben werden, einer besonderen Bewertung unterliegen. Zwar handelt es sich regelmäßig um eine KG mit der Folge, dass die Unternehmensbewertung nach allgemeinen Grundsätzen, insbesondere nach der Ertragswertmethode des IDW, angezeigt wäre.<sup>24</sup> Die Rechte an dieser Mitunternehmenschaft sind aber nach dieser Rechtsprechung des BGH überhaupt nicht oder nur schlecht veräußerbar.

Diese Prämisse des BGH verkennt aber das Bestehen des o.g. mit Fundstellen bezeichneten sog. Zweitmarktes für geschlossene Immobilienfonds. Trotz der angeblich eingeschränkten Verkehrsfähigkeit sind diese Beteiligungen nach Ansicht des BGH gleichwohl nicht wertlos. Der Wert liegt nach Ansicht des BGH in einer langfristigen Investition und Aussicht auf Steuervorteile, die in Hinblick auf die Dauer der Beteiligung erzielt werden. Dies kann aber zu einer Wertlosigkeit führen, wenn die Steuervorteile vor dem Stichtag bereits teilweise oder gar vollständig in Anspruch genommen worden sind und keine oder nur eine geringe Schlusszahlung zu erwarten ist.

Entsprechend der Ermittlung des Wertes von Abschreibungsgesellschaften, die ebenfalls regelmäßig in Form einer KG betrieben werden, ermittelt sich der Wert nach BGH<sup>25</sup> wie folgt:

- Veräußerungserlös bei Beendigung der Beteiligung,
- zuzüglich noch zu erwartender Steuervorteile,
- abzüglich (Nach-) Zahlungsverpflichtungen,
- abzüglich mit der Veräußerung ausgelöste Steuern (auch hier latente Steuerlast oder Verlustvortrag).

Da der tatsächliche Veräußerungserlös bei derartigen Anlagen oftmals nicht dem prognostizierten entspricht, liegt hier ein besonders schwieriges Prognoseproblem, dass der BGH unter Anwendung von § 287 ZPO (§ 37 Abs. 2 FamFG) umgeht. Die genannte Methode liefert nach Ansicht des BGH einen verlässlichen Rückschluss auf den zum maßgeblichen Stichtag bestehenden Wert.

Richtiger dürfte eine Verkehrswertermittlung nach Zweitmarktnotierungen sein. Auch können die Grundsätze der Unternehmensbewertung ohne Berücksichtigung einer Abfindungsregelung im Gesellschaftsvertrag<sup>26</sup> herangezogen werden.

Nach welcher Bewertungsmethode man auch vorgeht, es muss wegen der mitunternehmerischen Beteiligung eine

etwaige **Nachschussverpflichtung** oder **Rückzahlungsverpflichtung** (§ 172 Abs. 4 HGB bzw. § 735 BGB, trotz § 707 BGB) berücksichtigt werden.

Gleiches gilt für steuerliche Anerkennungsriskien, bei ggf. rückwirkendem Wegfall der gewährten Steuervorteile und etwaiger Schadensersatzansprüche gegen Dritte (sog. Prospekt-, Banken- und Vermittlerhaftung).

## 2. Offene (Publikums-) Fonds / Investmentfonds

Die **offenen Investment-** bzw. **Publikumsfonds** haben ein variables Sondervermögen einer Kapitalanlagegesellschaft, das aus dem Kapital seiner Anleger gegen Ausgabe von Anteilsscheinen gebildet und i.d.R. nach dem Prinzip der Risikomischung investiert wird.<sup>27</sup>

Die **Kapitalverwaltungsgesellschaft** (vor Einführung des **KAGB** im Juli 2013: Kapitalanlagegesellschaft) sammelt das Geld der **Anleger**, bündelt es in einem **Sondervermögen** – dem Investmentfonds – und investiert es in einem oder mehreren Anlagebereichen.

Das Geld im Fonds wird nach vorher festgelegten Anlageprinzipien z.B. in **Aktien**, **festverzinslichen Wertpapieren**, am **Geldmarkt** und/oder in **Immobilien** angelegt. Investmentfonds müssen im Regelfall bei der Geldanlage den Grundsatz der Risikomischung beachten, d.h., es darf nicht das gesamte Fondsvermögen in nur eine Aktie oder nur eine Immobilie investiert werden. Durch die Streuung des Geldes auf verschiedene Anlagegegenstände (**Diversifikation**) wird das Anlagerisiko reduziert.

#### Beispiele:

- Aktienfonds,
- Renten- bzw. Anleihefonds,
- gemischte Fonds,
- Spezial-Fonds,
- Dachfonds,
- VV-(vermögensverwaltende) Fonds,
- globale Fonds,
- Regionenfonds,
- Länderfonds,
- Fonds mit und ohne Laufzeitbegrenzung,
- Ausschüttung oder Thesaurierung,
- Eurofonds bzw. Fremdwährungsfonds.

Offene Publikumsfonds sind selbständig mit ihrem **Verkehrswert** anzusetzen. **Die Anteilscheine können in der Regel börsentäglich (Marktpreis) gehandelt werden.**

Meistens liegen also Kurswerte bzw. Marktnotierungen im Handel vor, die Marktunsicherheiten beinhalten. Hilfsweise sind die Ausgabe- und Rücknahmepreise der Fondsgesellschaftsanteile heranzuziehen.

22 BGH FamRZ 2011, 622; Kuckenburg, Unternehmensbewertung der freiberuflichen Praxis und des geschlossenen Fonds im Zugewinnausgleichsverfahren, FuR 2011, 512 ff., 514 f.; Klein/Müting, HB FamVermR, 2. Aufl., Kap. 2, Rn. 1393, »geschlossener Immobilienfonds«; vgl. auch Schulz/Hauß, Rn. 544.

23 BGH FamRZ 2011, 622.

24 Vgl. B; Klein/Kuckenburg, Rn. 1409 ff.

25 BGH FamRZ 2011, 622; Kuckenburg, Unternehmensbewertung der freiberuflichen Praxis und des geschlossenen Fonds im Zugewinnausgleichsverfahren, FuR 2011, 512 ff., 514 f.

26 BGH FamRZ 1999, 361 ff.

27 Zacher, S. 34; Wikipedia: offene Investmentfonds.



Hilfsweise kann der **Inventarwert** herangezogen werden. Dies ist die Summe der im Sondervermögen enthaltenen Vermögenswerte, wobei der Ausgabepreis durch den anteiligen Inventarwert plus Aufgabeeaufschlag (Agio) zur Abdeckung der Vertriebskosten und der Emittentenmarge gebildet wird:

Ausgabepreis = anteiliger Inventarwert + Ausgabeeaufschlag/Agio

Bei privaten Veräußerungsgeschäften bzw. -gewinnen ist die **latente Steuer**<sup>28</sup> in Abzug zu bringen.

### 3. Aktien

**Aktien** sind verbriefte Mitgliedschaftsrechte (Wertpapiere) an einer AG, SE, KGaA oder einer anderen vergleichbaren Kapitalgesellschaftsform. Der Wert für die familienrechtliche Beurteilung leitet sich aus dem Verkehrswert, **Kurswert** ab.<sup>29</sup>

Da es sich dabei häufig um Börsenpapiere handelt, die auch als vertretbare Kapitalwertpapiere oder Effekten bezeichnet werden, wird der Verkehrswert durch den mittleren Tageskurs zum Stichtag (strenges Stichtagsprinzip ohne Berücksichtigung von Kursschwankungen) zzgl. etwa bis zum Stichtag aufgelaufener Zinsen bestimmt.<sup>30</sup> Gegebenenfalls sind sogenannte **Paketzuschläge** zu berücksichtigen.<sup>31</sup>

In der Bewertungslehre IDW S 1 und in der gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung ist aber unbestritten, dass der **Börsenkurs nicht dem Verkehrswert** repräsentiert. Dieser stellt nur die **Wertuntergrenze**<sup>32</sup> dar. So werden ausscheidende Aktionäre bei einem **Squeeze out** nicht nach dem Börsenkurs, sondern nach dem Anteilswert im Zuge einer Unternehmensbewertung abgefunden. Dies hat seinen Grund darin, dass die überwiegend im Streubesitz befindlichen Anteile einem Minderheitsabschlag (»minority discount«) bei Börsenkurs unterliegen.<sup>33</sup>

Da der BGH<sup>34</sup> auch im Familienrecht eine Verkehrswertbewertung verlangt, darf der Anspruchsberechtigte im Zugewinnausgleich nicht schlechter gestellt werden als der gesellschaftsrechtlich Berechtigte. Ist die AG nicht börsennotiert, kann der Verkehrswert ohnehin nur durch die Unternehmensbewertung ermittelt werden. Bei vinkulierten Aktien (Namensaktien) kommt ein Abschlag wegen fehlender Handelbarkeit in Betracht.

Da eine Veräußerung zum Stichtag unterstellt wird, ist die latente Steuer<sup>35</sup> auf Veräußerungsgewinne gem. § 20 Abs. 2 Nr. 1 EStG in Abzug zu bringen. Denkbar sind aber auch dem Unternehmenswert gegenzurechnende Steuervorteile bei Verlusten (§ 20 Abs. 6 EStG). Bei Arbeitnehmeraktien erfolgt keine Besteuerung nach § 20 Abs. 8 EStG. Die Versteuerung folgt § 19 EStG.

### 4. Anleihen und Pfandbriefe

Bei Anleihen und **Pfandbriefen** handelt es sich um mittel- und langfristige Kreditaufnahmen von Unternehmen, Staaten u.a. gegen Schuldverschreibungen (Wertpapiere) mit meistens fester oder auch variabler Verzinsung (»Floating-Rate-Notes«).<sup>36</sup>

Sog. »Junk-Bonds« sind Anleihen von Emittenten mit zweifelhafter Bonität bei meist entsprechend höherer Verzinsung. Pfandbriefe (»Covered-Bonds« oder gedeckte Schuldverschreibungen) werden als Anleihen definiert, die durch Hypotheken

(Hypothekenpfandbriefe) oder öffentliche Kredite (Öffentliche Pfandbriefe) besonders gedeckt sind. Diese dürfen in Deutschland nur von Banken gemäß Pfandbriefgesetz ausgegeben werden. Sie bieten hohe Sicherheit bei meist niedriger Verzinsung.<sup>37</sup>

Der Bewertungsansatz erfolgt nach Kurswerten bei vorhandenen Marktnotierungen; hilfsweise durch Diskontierung der zu erwartenden Zahlungsströme. Gegebenenfalls haben Abschläge bei zweifelhafter Bonität des Emittenten zu erfolgen. Die latente Steuer folgt den üblichen Regeln.

### 5. Aktien-, Wandel- und Optionsanleihen

**Aktienanleihen** (»Reverse-Convertible-Bonds«) werden dadurch charakterisiert, dass der **Emittent** am Ende der Laufzeit das Wahlrecht zur Rückzahlung oder zur Lieferung von einer vorher festgelegten Anzahl von Aktien – zusätzlich zur laufenden Zinszahlung – hat.

Bei **Wandelanleihen** (»Convertible-Bonds«) kann der **Anleger**/Gläubiger nach der Verzinsungsphase (statt Rückzahlung) die Anleihe gegen Aktien (gegebenenfalls mit Zuzahlung) eintauschen.

Bei **Optionsanleihen** wird dieses u.U. in einem selbstständig handelbaren Optionsschein verbrieft.<sup>38</sup>

Der Bewertungsansatz erfolgt nach Kurswerten bei vorhandenen Marktnotierungen und hilfsweise durch Kombination aus Diskontierung der Zahlungsströme und Bewertung des Wandlung-/Optionsrechts.<sup>39</sup> Anpassungen sind eventuell wegen zweifelhafter Bonität und der Unsicherheit des Umtauschswerts bei Wandelanleihen/Optionsanleihen geboten, falls diese nicht bereits eingepreist sind. Die latente Steuer folgt bei Anlagen im Privatvermögen aus § 20 Abs. 2 EStG.

### 6. Genussrechte / Genusscheine

**Genussrechte** gewähren einen Anspruch auf Teilhabe am laufenden Gewinn und gegebenenfalls am (Betriebs-)Vermögen, wobei auch eine Verlustbeteiligung möglich ist. Es liegt eine relativ freie inhaltliche Gestaltungsfreiheit als sog. **Mezzaninekapital**<sup>40</sup> an der Grenze zwischen Eigenkapital und Fremdkapital vor.

Genusscheine sind verbrieftene Genussrechte, die als Wertpapiere handelbar sind.<sup>41</sup>

Der Bewertungsansatz erfolgt nach Kurswerten bei vorhandenen Marktnotierungen (Genusscheine). Ansonsten hat eine Unternehmensbewertung oder Barwertermittlung über

28 BGH FamRZ 2011, 622 und 1367.

29 Klein/Mütting, Kap. 2, Stichwort: Wertpapiere.

30 BGH FamRZ 2001, 413; Palandt/Brudermüller, § 1376 Rn. 24.

31 MüKoBGB/Koch, § 1376, Rn. 14.

32 BVerfG AG 2011, 873; BVerfG AG 2011, 128; BGHZ 186, 229; OLG Karlsruhe AG 2015, 789; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2016, Rn. 201, 283, 291, 293, 309; IDW S 1, Tz. 14–16, 142.

33 Großfeld, Rn. 293 ff.

34 St. Spr. des BGH FamRZ 2011, 622 und 1367.

35 BGH FamRZ 2011, 1367.

36 Zacher, S. 31.

37 Zacher, S. 31.

38 Zacher, S. 32.

39 Zacher, S. 32.

40 Mezzanine-Kapital oder Mezzanine-Finanzierungen (italienisch mezzo »halb«; französisch Zwischengeschoss) beschreibt als Sammelbegriff Finanzierungsarten, die in ihren rechtlichen und wirtschaftlichen Ausgestaltungen eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital darstellen.

41 Zacher, S. 33.

Diskontierung der zu erwartenden Zahlungsströme unter Berücksichtigung der latenten Steuer zu erfolgen.<sup>42</sup>

## 7. Zertifikate

Ursprünglich wurde der Begriff des **Zertifikats** allgemein für Anteilsscheine von Investmentfonds im Sinne einer Urkunde für ausgegebene oder hinterlegte Wertpapiere verwendet. Der Begriff wird heute im engeren Sinne für spezielle Schuldverschreibungen (Anleihen) eines Emittenten (regelmäßig Kreditinstitute) verwandt, bei denen der Anleger zunächst oder statt einer (meist relativ geringen) Verzinsung an der Wertentwicklung anderer Vermögenswerte (Aktien, Indices, Währungen, Rohstoffe oder Waren etc.), dem sog. »**Underlying**« partizipiert.<sup>43</sup>

Unter einem »Underlying« (bzw. deutsch: Basiswert) versteht man ein Handelsobjekt bzw. Kassamarktinstrument, das einem Termin-, Terminkontrakt- oder Optionsgeschäft zugrunde liegt (z.B. Options- oder Futureskontrakte). Dieses »Underlying« ist die Basis für die Bewertung dieses Termin- oder Optionsgeschäfts, somit auch für die Preisfindung des Produktes. Generell ist für die Wertermittlung weniger der Wert des »Underlying«, sondern die Struktur der Wette hierauf entscheidend.

Diese erfolgt nach Kurswerten bei vorhandenen Marktnotierungen, hilfsweise durch Barwertermittlung durch Diskontierung der Zahlungsströme und gegebenenfalls kombiniert mit der Bewertung der Rückzahlungsmodalitäten im Einzelfall (Wertentwicklung des »Underlying«). Falls nicht schon im Kurswert eingepreist, sind zweifelhafte Bonität des Emittenten und Unsicherheit der Entwicklung der Schlusszahlung (Totalverlust möglich) zu beachten.<sup>44</sup> Die latenten Steuern folgen den am Stichtag geltenden allgemeinen Besteuerungsregeln.

## 8. Optionen und Futures / Forwards

Unter **Option** versteht man das Recht, eine vorab bestimmte Menge eines Basiswerts in einem bestimmten Tarif oder innerhalb einer bestimmten Zeitspanne zu einem bestimmten Preis zu kaufen (Call-Optionen) bzw. zu verkaufen (Put-Optionen).<sup>45</sup> Dieses Recht wird regelmäßig in Optionsscheinen verbrieft, die einen eigenen Marktwert haben und oft selbstständig an Börsen oder außerbörslich gehandelt werden.

**Futures** sind unbedingte Termingeschäfte, die die Verpflichtung zur Lieferung/Abnahme eines bestimmten Anlagegegenstandes zu einem fest vereinbarten Preis in der Zukunft beinhalten.

**Forwards** sind im Gegensatz zu Futures außerbörslich unbedingte Termingeschäfte.<sup>46</sup>

Auch hier sind verschiedene Basisprodukte (»Underlyings«) denkbar. Der Bewertungsansatz erfolgt zum **Marktpreis**, soweit ein Handel möglich und feststellbar ist. Hilfsweise kann eine Einzelbewertung aus der Differenz zwischen dem Wert des Basiswerts (»Underlying«) und Optionsprämien zum Stichtag mit dem **Zeitwert des Optionsscheins**<sup>47</sup> erfolgen:

Kurs des Basiswerts zum Stichtag

– Optionsprämie (Strike Price)

– Anpassung wegen Abzinsung (Höhe des Diskontierungssatzes?) über Restlaufzeit (Zeitpunkt der Ausübung der Option?)

– Anpassung wegen Unsicherheit der Wertentwicklung (Restlaufzeit/Volatilität)

= Zeitwert

Die Schwierigkeiten bei der Bewertung liegen bei der Abzinsung und den Unsicherheitsfaktoren über die weitere Wertentwicklung. Die latente Steuer ist wie üblich zu berücksichtigen.

## 9. Swaps

Unter »**Swaps**« (englisch für Tausch/Austausch) versteht man den Tausch von Verbindlichkeiten mit unterschiedlichen Konditionen im Rahmen eines strukturierten Produkts zwischen zwei oder mehreren Vertragsparteien (im Regelfall Anleger/Bank). Es werden Zahlungsströme über eine bestimmte Periode ausgetauscht (Unterschied zu »Futures/Forwards«, die zeitpunktbezogen sind).<sup>48</sup>

### Beispiele für Swaps:

- Zinsswaps,
- Währungsswaps,
- kombinierte Zins- und Währungsswaps,
- weitere Mischformen bzw. um zusätzliche Komponenten erweiterte Swaps-Produkte.

Der Bewertungsansatz<sup>49</sup> erfolgt, soweit es sich nicht nur um ein Sicherungsgeschäft handelt, über Marktpreise, soweit diese im Einzelfall vorliegen (CFD<sup>50</sup>-Broker, wie www.onvista.de). Falls keine Marktpreise ermittelbar sind, kann der Wert nur durch finanzmathematische Berechnungs- und Simulationsmodelle ermittelt werden (www.much-net.com). Dabei werden das Swaps-Geschäft »zerlegt« und die möglichen Deckungsgeschäfte bewertet. Dieses beinhaltet regelmäßig Unsicherheitsfaktoren. Die latente Steuer ist wie üblich zu berücksichtigen.

## 10. Produkte des »Grauen« Kapitalmarkts

Es gibt naturgemäß keine einheitliche Definition für den »**Grauen**« **Kapitalmarkt**. Hierzu gehören manche unregulierte Genussrechtsemissionen, aber auch kollektive partiarische Darlehen. Hinter vielen verbergen sich reine Schneeballsysteme, bei denen die vermeintlichen Renditen, manchmal über Jahre hinweg, aus dem frisch erworbenen Geld der neu hinzugetretenen Anleger an die bisher beigetretenen Anleger ausgezahlt werden.

Fraglich ist, ob hier ein Vermögenswert vorliegt, wenn gegen Kapitalanlageregelungen verstoßen wird. Auch sind negative Werte denkbar. Regelmäßig wird ein Marktpreis nicht feststellbar sein. Falls Werthaltigkeit überhaupt gegeben ist, kommt die Unternehmensbewertung und/oder die Bewertung von Anleihen in Betracht.<sup>51</sup>

Zu bedenken sind deshalb diverse Unsicherheitsfaktoren, zukünftige Fälligkeit, Rückzahlungsverpflichtungen der Anleger, Steuerbarkeit und Steuerhöhe (selbst bei Schneeballsystem), werthaltige Schadensersatzansprüche gegenüber Dritten. Die latente Steuer folgt allgemeinen Regeln.

42 Zacher, S. 33.

43 Zacher, S. 36.

44 Zacher, S. 36.

45 Zacher, S. 37 f.

46 Zacher, S. 37 f.

47 Zacher, S. 37 f.

48 Zacher, S. 38 f.

49 Zacher, S. 39.

50 CFD: Contracts For Difference.

51 Zacher, S. 40 f.