

# Unternehmensbewertung

Prozess, Methoden und Probleme

Bearbeitet von  
Wolfgang Ballwieser, Dirk Hachmeister

5. überarbeitete Auflage 2016. Buch. 344 S. Hardcover  
ISBN 978 3 7910 3554 3

[Wirtschaft > Unternehmensfinanzen > Rating, Due Diligence](#)

Zu [Inhaltsverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei

  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die Online-Fachbuchhandlung beek-shop.de ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

**SCHÄFFER**  
**POESCHEL**

# 1. Unternehmensbewertung als Mittel zum Zweck

## 1.1. Zweckadäquanzprinzip

Richtige Unternehmenswerte sind zweckgerechte Werte. Unternehmen haben keinen Wert an sich, unabhängig von einem Bewertungszweck. Wichtige Zwecke der Bewertung sind

- (1) die Vorbereitung eigener oder fremder Entscheidungen,
- (2) die Unterstützung von Argumentationen,
- (3) die Vermittlung zwischen streitenden Parteien,
- (4) die Ermittlung von Besteuerungsgrundlagen,
- (5) die Ermittlung von Bilanzwerten.

Eigene oder fremde Entscheidungen können sich auf den Erwerb oder den Verkauf von Unternehmen – oder wesentlicher Anteile hiervon – beziehen. Sie müssen aber nicht notwendigerweise mit einem erwogenen Eigentumswechsel einhergehen. Denkbar sind zum Beispiel auch Prüfungen der Kreditwürdigkeit, der Sanierungsfähigkeit oder des Strategiewechsels, den das Management eines Unternehmens erwägt.

Wer eigene Entscheidungen vorbereitet, hat keinen Grund, sich selbst zu täuschen, und wird seine Entscheidungsgrundlagen geheim halten, um seine Verhandlungsposition nicht preiszugeben. Auch muss seine Entscheidungsgrundlage nur begrenzt nachprüfbar gestalten, weil er die Konsequenzen seiner Entscheidung selbst trägt. Die vermiedene Selbsttäuschung und die Geheimhaltung gelten gleichermaßen für sorgfältige Berater, die Dritte in ihren Entscheidungen unterstützen. Die Berater benötigen aber auch die Nachprüfbarkeit der Bewertungsannahmen und Bewertungsergebnisse, weil sie die Risiken einer Fehlentscheidung nicht selbst tragen. Entsprechendes gilt für Sachverständige vor Gericht, die dessen Entscheidungen unterstützen sollen. Ein Sachverständiger muss nachprüfbare Bewertungen vorlegen und zugleich sein Wissen offenbaren, damit die Richter und die Parteien ihm folgen können.

Bewertungen zur Unterstützung von Argumentationen sollen gute Verhandlungsergebnisse erzeugen. Sie müssen offenbart werden, weil sie sonst keine Argumentationskraft entfalten können. Anders als bei der Vorbereitung eigener Entscheidungen können sie unter bewusster Vernachlässigung bewertungsrelevanter Sachverhalte entstehen und werden regelmäßig einseitig sein.

Bei der Vermittlung zwischen sich streitenden Parteien geht es darum, die von diesen vorgenommenen Bewertungen oder bewertungsrelevanten Sachverhalte einzuschätzen und gegebenenfalls zu ändern sowie einen Vermittlungsvorschlag zu unterbreiten. Die Nachprüfbarkeit der Bewertung ist auch hier zentral.

Dasselbe gilt für Bewertungen für die Besteuerung. Sie sind nötig, soweit Unternehmen Bestandteile von Steuerbemessungsgrundlagen sind. Da es um Massenverfahren geht, werden leicht zu bewältigende und gut nachprüfbare Bewertungen gesucht. Sie haben Kostenvorteile und erschweren Verfahrensfehler, gehen aber meist zu Lasten der

Aussagefähigkeit des Unternehmenswertes für andere Zwecke, speziell für die Vorbereitung von Entscheidungen.

Neben der Bewertung zur Ermittlung von Steuerbemessungsgrundlagen gibt es die Bewertung zur Überprüfung handelsrechtlicher Bilanzansätze, insbesondere von Beteiligungen und – nach § 253 Abs. 3 Satz 3 HGB, den International Financial Reporting Standards IFRS 3 und IAS 36 sowie der US-amerikanischen Accounting Standards Codification (ASC) 350 (Intangibles – Goodwill and Other) – von Goodwill. Hier gelten die Ausführungen wie zur Besteuerung.

Die folgende Tabelle 1 fasst die Eigenschaften der Bewertungen in Abhängigkeit der diskutierten Bewertungszwecke zusammen:

<b>Eigenschaften</b>	<b>gewünschter Grad der Fehlervermeidung mit dem entscheidungsrelevanten Wert als Maßstab</b>	<b>gewünschter Grad der Nachprüfbarkeit</b>	<b>Offenlegung des Werts</b>
<b>Bewertung zur eigenen Entscheidungsvorbereitung</b>	hoch	niedrig	nein
<b>Vorbereitung der Entscheidungen Dritter</b>	hoch	hoch	ja
<b>Unterstützung von Argumentationen</b>	niedrig	niedrig	ja
<b>Vermittlung zwischen streitigen Parteien</b>	hoch	hoch	ja
<b>Ermittlung von Steuerbemessungsgrundlagen</b>	niedrig	hoch	ja
<b>Überprüfung von Handelsbilanzwerten</b>	niedrig	hoch	ja

Tab. 1: Bewertungszwecke und Bewertungseigenschaften

Der Argumentationszweck wird im Folgenden vernachlässigt, weil sich aus ihm zweckgerechte Bewertungsverfahren regelmäßig nicht ableiten lassen<sup>1</sup>. Vielmehr ist grundsätzlich jedes Verfahren geeignet, sofern es die zu überzeugende Partei nicht zum Anlass nimmt, die Gespräche oder Verhandlungen abubrechen. Auf Bewertungen für die anderen Zwecke wird hingegen eingegangen.

<sup>1</sup> Die Ableitung gelingt nur, wenn man das Verfahren der Verhandlung normiert. Vgl. Wagenhofer 1988a und 1988b.

## 1.2. Literaturüberblick

Die Zweckadäquanz der Unternehmensbewertung wird heute allgemein betont<sup>2</sup>. Die Bewertungszwecke oder Bewertungsfunktionen werden hingegen verschieden abgegrenzt:

*Sieben* unterscheidet zwischen Haupt- und Nebenfunktionen der Bewertung. Er nennt die als abschließend bezeichneten Hauptfunktionen der Beratung, der Vermittlung und der Argumentation. Als exemplarisch charakterisiert er die Nebenfunktionen der Bilanzierung, der Steuerbemessung und der Vertragsgestaltung<sup>3</sup>.

*Moxter* unterscheidet zwischen der Ermittlung von Grenzpreisen (das entspricht dem Zweck der Vorbereitung von Entscheidungen) und der Ermittlung von Schiedspreisen (das entspricht dem Zweck der Vermittlung)<sup>4</sup>. Auf die Ermittlung von Steuerbemessungsgrundlagen geht er im Zusammenhang mit Bewertungsverfahren mit Vereinfachungs- und Objektivierungsdominanz ein<sup>5</sup>, während der Argumentationszweck – wie hier – ausgespart bleibt.

Das Wirtschaftsprüfer-Handbuch 2008 setzt Bewertungszweck mit Bewertungsfunktion gleich und unterscheidet zwischen der Beratungs-, der Vermittlungs- und der Argumentationsfunktion<sup>6</sup>.

»Die von der Theorie definierten Funktionen werden von der Bewertungspraxis dem breiten Spektrum der Bewertungsanlässe mit gewissen Modifikationen zugrunde gelegt. Der WP kann danach als Sachverständiger bei der Bewertung von Unternehmen in folgenden Funktionen gutachtlich tätig werden:

- als neutraler Gutachter: Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts im Rahmen der Kommunikationsfunktion,
- als Berater: Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte im Rahmen der Beratungsfunktion oder
- als Schiedsgutachter: Ermittlung eines Schiedswerts im Rahmen der Vermittlungsfunktion.«<sup>7</sup>

Während die Beratungs- und die Schiedsgutachterfunktion den obigen Zwecken der Entscheidungsvorbereitung und Vermittlung entspricht, ist der Ausdruck Kommunikationsfunktion neu. Die Kommunikationsfunktion wird inhaltlich folgendermaßen beschrieben:

»Den Verhandlungspartnern sollen komprimierte Informationen über die Ertragskraft des Unternehmens vermittelt werden. Aus dieser Situation heraus ist die Funktion des neutralen Gutachters entstanden, der einen objektivierten, d.h. einen von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängigen Unternehmenswert ermittelt.«<sup>8</sup>

2 Vgl. *Sieben* 1966, S. 8; *Sieben* 1977, S. 28–30; *Moxter* 1983, S. 5: »Zweckadäquanzprinzip«; *Mandl/Rabel* 1997, S. 15–17; *Coenenberg/Schultze* 2002, S. 599; *Matschke* 2013, S. 40 und S. 49 (dort mit Bezug auf *Schmalenbach*); *Matschke/Brösel* 2013, S. 15, S. 22–25.

3 Vgl. *Sieben* 1983, S. 539 f.

4 Vgl. *Moxter* 1983, S. 9–22.

5 Vgl. *Moxter* 1983, S. 64–73.

6 Vgl. IDW 2007, S. 7.

7 IDW 2007, S. 8; im Original z. T. hervorgehoben.

8 IDW 2007, S. 9.

Dieser Wert wird auch als typisierter Unternehmenswert beschrieben, weil er sich »bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen seiner Marktchancen und -risiken, finanziellen Möglichkeiten sowie sonstigen Einflussfaktoren nach den Grundsätzen betriebswirtschaftlicher Unternehmensbewertung und unter einer anlassbezogenen Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bestimmen lässt.«<sup>9</sup>

Die Kritik an dem objektivierten Unternehmenswert setzt an folgenden Punkten an:

- (1) Sofern der objektivierter Unternehmenswert zum Beispiel die Berechnung der angemessenen Abfindung von Minderheitsgesellschaftern nach § 305 AktG oder das Umtauschverhältnis von Anteilen bei Verschmelzungen (d. h. die Berechnung von Verschmelzungswertrelationen) gemäß § 5 Abs. 1 UmwG determiniert, kann nicht mehr von Kommunikationsfunktion gesprochen werden. Tatsächlich geht es um die Vermittlungsfunktion. Zu prüfen ist, ob der objektivierter Unternehmenswert die Vermittlungsfunktion erfüllen kann<sup>10</sup>.
- (2) Es ist fraglich, welcher Aussagegehalt einem Unternehmenswert zukommen kann, der von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängig ist<sup>11</sup>.

Auch geht die Typisierung bei der Berechnung des objektivierten Unternehmenswerts weit über die oben zitierte Fortführung in unverändertem Konzept und mit realistischen Zukunftserwartungen hinaus. Zugrunde gelegt werden ferner eine typisierte Ausschüttungspolitik (grundsätzlich Teilausschüttung<sup>12</sup>) und eine typisierte Rendite auf thesaurierte Gewinne in der sog. Fortführungsphase<sup>13</sup>.

Mandl/Rabel nennen als weiteren Zweck die Marktwertermittlung<sup>14</sup>. »Unter dem »Marktwert« einer Unternehmung ist der Unternehmenswert aus der Sicht des Kapitalmarktes, d. h. der auf dem Kapitalmarkt operierenden Eigen- und Fremdkapitalgeber, zu verstehen.«<sup>15</sup> Die Marktwertermittlung sei im Rahmen der Wertsteigerungsanalyse, aber auch bei Neuemissionen von Aktien relevant<sup>16</sup>. Letzteres passt nicht zur eingangs gegebenen Definition des Marktwertes einer Unternehmung, weil bei der Neuemission allein der Wert des Eigenkapitals interessiert<sup>17</sup>. Auch ist der Marktwert als Kapitalwert berechnet und stellt insofern allenfalls einen potentiellen Marktpreis dar. Wir verzichten im

<sup>9</sup> IDW 2007, S. 9.

<sup>10</sup> Das verneinen insbesondere Moxter 1983, S. 28 (offenkundige und schwerwiegende Verletzung des Neutralitätsprinzips); Schildbach 1993, S. 30–33 (konzeptionelle Unklarheiten und fehlende Neutralität); Böcking 1994, S. 1419–1430 (keine angemessene Synergieberücksichtigung); Ballwieser 1995a, S. 126–129 (Inkonsistenz von Bewertungsziel und Wertermittlung; fehlende Neutralität); Matschke 2013, S. 43–46 (objektivierter Unternehmenswert ausschließlich Resultat einer Konvention, Übertragbarkeit einer Ertragskraft steht nicht an, willkürliche Übertragungsvorgabe, systematische Benachteiligung der Abzufindenden). Vgl. auch Ballwieser 2001b, S. 4–6. Vgl. insb. auch die sehr frühe Quelle von Matschke 1969.

<sup>11</sup> »Ähnlich wie der objektive Wert ist der objektivierter Wert theoretisch anfechtbar und meistens nichtssagend. Er ist eine Hilfskonstruktion, damit ein neutraler Gutachter den Wert eines Unternehmens, dessen langfristige Strategie der Gutachter nicht kennt, errechnen kann. Der objektivierter Wert setzt einen fiktiven kaum definierbaren normalen Käufer oder Verkäufer mit normalen Zukunftserwartungen voraus.« Born 2003, S. 19.

<sup>12</sup> Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel 2004, S. 895; IDW 2007, S. 32; IDW 2008, S. 277, Tz. 37.

<sup>13</sup> Vgl. IDW 2007, S. 32; IDW 2008, S. 277, Tz. 37.

<sup>14</sup> Vgl. Mandl/Rabel 1997, S. 18–21.

<sup>15</sup> Mandl/Rabel 1997, S. 18.

<sup>16</sup> Vgl. Mandl/Rabel 1997, S. 19.

<sup>17</sup> So auch explizit Mandl/Rabel 1997, S. 19.

Folgenden auf diesen eigenständigen Bewertungszweck, weil er bereits unter den Zweck der Vorbereitung eigener oder fremder Entscheidungen subsumiert werden kann.

*Coenenberg/Schultze* unterscheiden als Bewertungszwecke<sup>18</sup>

- (1) die gutachterliche Bewertung,
- (2) die beratungsorientierte Bewertung bei Unternehmenskäufen,
- (3) die relative Bewertung zum Kapitalmarkt,
- (4) die Bewertung für das wertorientierte Controlling,
- (5) die Fair-Value-Ermittlung im Reporting.

Zur gutachterlichen Bewertung wird die Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers als neutraler Gutachter oder Schiedsgutachter gezählt. Beratungsorientierte Bewertung ist der Oberbegriff für die Grenzpreisermittlung und die Erfüllung der Argumentationsfunktion. Mit der relativen Bewertung am Kapitalmarkt verbinden *Coenenberg/Schultze* Vergleiche am Kapitalmarkt, »um aus Fehlbewertungen von Wertpapieren relativ zu anderen zu profitieren«<sup>19</sup>. Es gehe um einen relativen Vorteilhaftigkeitsvergleich. Die Bewertung für das wertorientierte Controlling wird mit der Wertsteigerungsanalyse verbunden. Schließlich habe sich »(d)ie frühere Nebenfunktion der Bewertung, die Bilanzierung, (...) zu einer Hauptfunktion entwickelt.«<sup>20</sup> Hintergrund dieser These ist die Notwendigkeit, für die Bilanzierung nach IFRS Fair Values ermitteln und beim Goodwill aus Kapitalkonsolidierung einen Werthaltigkeitstest vornehmen zu müssen.

Die Grenzpreisermittlung und die Erfüllung der Argumentationsfunktion lassen sich zwar als beratungsorientiert zusammenfassen. Die Zusammenfassung verdeckt aber, dass unterschiedliche Fehlergrade der Wertermittlung bei der Erfüllung der Zwecke in Kauf genommen werden. Das spricht gegen die Bündelung der beiden Zwecke. Die Bewertung für das wertorientierte Controlling deckt sich mit dem oben genannten Zweck der Entscheidungsvorbereitung. Das Konzept der relativen Bewertung zum Kapitalmarkt bleibt blass, weil das Profitieren aus Fehlbewertungen von Wertpapieren nicht konkretisiert wird.

<sup>18</sup> Vgl. *Coenenberg/Schultze* 2002, S. 599 f.; vgl. auch *Schultze* 2003a, S. 10.

<sup>19</sup> *Coenenberg/Schultze* 2002, S. 600.

<sup>20</sup> *Coenenberg/Schultze* 2002, S. 600.

## 2. Unternehmensbegriff für Zwecke der Unternehmensbewertung

### 2.1. Unternehmensabgrenzung

Die zu bewertenden Unternehmen werden wirtschaftlich, nicht rechtlich abgegrenzt. Danach kann ein zu bewertendes Unternehmen eine Rechtseinheit darstellen, muss es aber nicht. Die Verfahren der Unternehmensbewertung werden zum Beispiel gleichermaßen angewendet auf

- (1) weniger als 100 %-Anteile an einer Rechtseinheit Unternehmen,
- (2) Betriebe als technisch-organisatorisch abgegrenzte Bestandteile von Unternehmen<sup>21</sup>,
- (3) Unternehmensteile, die weniger als einen Betrieb darstellen<sup>22</sup>,
- (4) Unternehmensverbünde, die aus mehreren rechtlich selbständigen Unternehmen bestehen, wie es bei einem Konzern der Fall ist<sup>23</sup>.

Nicht von Unternehmensbewertung sei im Folgenden gesprochen, wenn es sich um die Bewertung einzelner Aktien handelt. Der Grund liegt darin, dass für einzelne Aktien im Allgemeinen keine Verbundeffekte bestehen, die bei einem Aktienpaket vorliegen können. Ab wann von einem Aktienpaket gesprochen werden soll, lässt sich nur konventionell festlegen. Wir gehen im Folgenden hiervon erst bei Vorliegen einer Beteiligung im Sinne des HGB aus, d. h. bei mindestens zwanzig Prozent des Nennkapitals einer Gesellschaft (vgl. die Beteiligungsvermutung in § 271 Abs. 1 Satz 3 HGB).

Zum Teil werden heute Verfahren der Unternehmensbewertung auch auf die Bewertung von Kundenstamm<sup>24</sup>, Marken<sup>25</sup> und Immobilien<sup>26</sup> angewendet. Dies ist naheliegend, weil es sich um Verfahren der Investitionstheorie handelt und das Investitionsobjekt variieren kann. Da es sich jedoch nur um einzelne Vermögenswerte eines Unternehmens handelt, wird im Folgenden darauf kein Bezug genommen.

<sup>21</sup> In diesem Sinne auch Helbling 1998, S. 58.

<sup>22</sup> Sie lassen sich auch als virtuelle Einheiten bezeichnen. Vgl. Helbling 1998, S. 58.

<sup>23</sup> Vgl. Schmidbauer 2002.

<sup>24</sup> Vgl. Burmann 2003.

<sup>25</sup> Vgl. Aders/Wiedemann 2001; Franzen 1994.

<sup>26</sup> Vgl. insbesondere Paul 2012; Leopoldsberger/Thomas/Naubereit 2008; Tillmann 2003; Beck 2004.



## 2.2. Literaturüberblick

Nach dem Wirtschaftsprüfer-Handbuch 2008 ist »das nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt«<sup>27</sup> für die Bewertungsaufgabe entscheidend. »Die Durchführung einer Unternehmensbewertung setzt nicht voraus, dass das Bewertungsobjekt im rechtlichen oder wirtschaftlichen Sinne tatsächlich bereits vorhanden ist. Beispielsweise kann im Rahmen einer beabsichtigten Transaktion das Bewertungsobjekt erst aus einer bestehenden unternehmerischen Einheit herauszulösen und anschließend zu übertragen sein. Voraussetzung für die Durchführung einer Unternehmensbewertung ist in diesem Falle, dass unter Berücksichtigung einer Unternehmenskonzeption eine neue wirtschaftliche Einheit entstehen kann.«<sup>28</sup>

---

<sup>27</sup> IDW 2007, S. 16; im Original z. T. hervorgehoben.

<sup>28</sup> IDW 2007, S. 16.

### 3. Verfahren zur Unternehmensbewertung im Überblick

#### 3.1. Verfahrenseinteilung

Die Verfahren zur Unternehmensbewertung lassen sich folgendermaßen systematisieren:

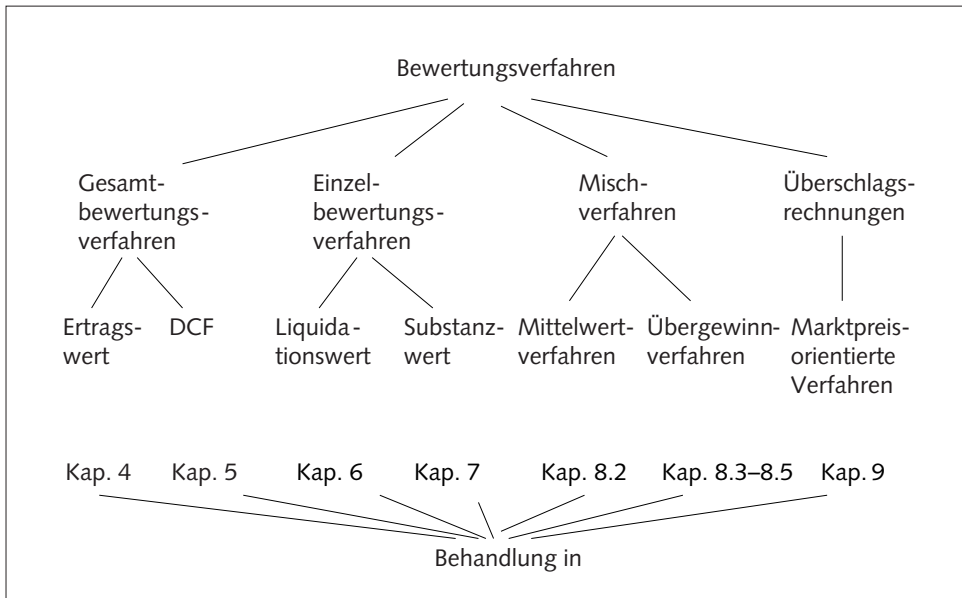


Abb. 1: Bewertungsverfahren

Die Details dieser Verfahren und ihre weiteren Untergliederungen, speziell der Discounted-Cash-Flow-<sup>29</sup>, der Übergewinn-<sup>30</sup> und der marktpreisorientierten Verfahren<sup>31</sup>, sind den Kapiteln 4 bis 9 vorbehalten. Hier geht es um einen ersten Überblick:

**Gesamtbewertungsverfahren** basieren auf dem Kapitalwertkalkül der Investitionstheorie. Unternehmen werden als Investitionsobjekte betrachtet, die dem Eigentümer Mittel zufließen lassen, was – bei Verbundeffekten mit einem bereits vorhandenen Unternehmen – auch auf Ausgabenersparnis zurückgehen kann. Der Mittelzufluss bringt in deutscher Sprache einen Ertrag, in englischer Sprache einen Cash Flow. Da zukünftige Mittelzuflüsse interessieren, sind sie auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.

<sup>29</sup> Vgl. hierzu S. 140–205.

<sup>30</sup> Vgl. hierzu S. 209–214.

<sup>31</sup> Vgl. hierzu S. 215–225.

Man errechnet einen Bruttokapitalwert, der Ertragswert oder Discounted Cash Flow (DCF) heißt.

Einige Klarstellungen zu den Gesamtbewertungsverfahren erscheinen geboten:

- (1) Die Verfahren heißen Gesamtbewertungsverfahren, weil sie den Unternehmenswert nicht als Saldo aus den Werten der im Unternehmen vorhandenen einzelnen Aktiva (Vermögensgegenstände oder Vermögenswerte) und Passiva (Schulden) berechnen, sondern die aus der Nutzung aller Aktiva und Passiva resultierenden gesamten finanziellen Vorteile für den Eigentümer der Wertermittlung zugrunde legen. Das für die Eigentümer finanziell insgesamt »Herausholbare« wird bewertet<sup>32</sup>. Soweit Verbundeffekte im Unternehmen vorhanden sind oder soweit sie durch Verbindung mit bereits vorhandenen Unternehmen entstehen, werden diese Verbundeffekte mitberücksichtigt. Das Gegenteil der Gesamtbewertung ist die der Rechnungslegung eigene Einzelbewertung.
- (2) Die zu diskontierenden Größen stellen Nettogrößen dar, welche um Kapitaleinlagen und persönliche Steuern der Eigentümer zu vermindern sind. »Netto« hat deshalb zwei Bedeutungen: Erstens sind Ausschüttungen oder Entnahmen einer Periode um Einlagen zu kürzen; zweitens ist die persönliche Steuer von diesem Saldo abzuziehen.
- (3) Ertragswert und DCF können auf verschiedenen Annahmen basieren. So kennen die Wirtschaftsprüfer das Konzept des objektivierten Unternehmenswerts<sup>33</sup>, der zum Beispiel sog. echte Synergieeffekte vernachlässigt<sup>34</sup> und eine typisierte Ausschüttungspolitik erfasst<sup>35</sup>. Dieses Konzept stimmt im Allgemeinen nicht mit Darstellungen des Ertragswerts oder des DCF aus der Feder von Vertretern der Bewertungstheorie überein<sup>36</sup> und bindet diese auch nicht bei der Ermittlung von Unternehmenswerten, soweit sie nicht zugleich Wirtschaftsprüfer sind<sup>37</sup>. Vielmehr wird das Ertragswertverfahren in Form des objektivierten Unternehmenswerts nach dem Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) zu Recht als eine spezielle Variante der Berechnung des Ertragswerts gekennzeichnet<sup>38</sup>.
- (4) Der DCF existiert in vier rechentechnisch verschiedenen Varianten<sup>39</sup>, deren unreflektierte Anwendung nicht zu identischen Unternehmenswerten führen muss.
- (5) Der Ertragswert ist auch Bestandteil rechtlicher Regelungen. Man vergleiche §§ 78–82 BewG zur Ermittlung des Wertes von Grundstücken im Rahmen der Einheitsbewertung und § 1376 Abs. 4 BGB zur Bewertung eines land- oder forstwirtschaftlichen Betriebs bei der Berechnung des Zugewinnausgleichs. Mit diesen rechtlichen

32 Vgl. Moxter 1977, S. 254; bereits früher zur Aktienbewertung Williams 1938, S. 57: »In short, a stock is worth only what you can get out of it.«

33 Vgl. oben Kapitel 1 und Fn. 6–13.

34 Vgl. IDW 2007, S. 29. Echte Synergieeffekte gehen auf die konkrete Transaktion zurück, beruhen auf subjektiven Faktoren, beispielsweise spezieller Kaufinteressenten, und sind nicht durch Kooperation des zu bewertenden Unternehmens mit nahezu beliebigen Partnern realisierbar.

35 Vgl. IDW 2007, S. 32; IDW 2008, S. 277, Tz. 37.

36 Vgl. insbesondere Moxter 1983, S. 75–202; Mandl/Rabel 1997, S. 31–42 und S. 108–257; Ballwieser/Coenenberg/Schultze 2002, Sp. 2417–2426; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz 2012. Matschke 2013, S. 43 schreibt von »einer IDW-spezifischen Deutung des Ertragswertverfahrens«.

37 Wirtschaftsprüfer sind an die Verlautbarungen des Berufsstandes gebunden und müssen Abweichungen hiervon begründen.

38 Vgl. Peemöller/Kunowski 2012, S. 283.

39 Vgl. zu einem ersten Überblick Ballwieser 1998.

Vorgaben werden wir uns im Folgenden nicht weiter beschäftigen. Hingegen gehen wir in Kapitel 10 auf das vereinfachte Ertragswertverfahren gemäß §§ 199–203 BewG ein, das für die Erbschaft- und Schenkungsteuer relevant ist und dessen Bedeutung derzeit zum Teil auch auf das Ertragsteuerrecht zu übertragen versucht wird (vgl. BMF-Schreiben v. 22.9.2011).

- (6) Die Gesamtbewertungsverfahren gelten allein für das fortzuführende Unternehmen. Dem fortzuführenden Unternehmen liegen das betriebsnotwendige Vermögen und die betriebsnotwendigen Schulden zugrunde. Neben betriebsnotwendigem Vermögen gibt es regelmäßig nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Hierzu zählen z.B. Beteiligungen an anderen Unternehmen ohne Bezug zum Betriebszweck, Reservegrundstücke, die man erwartungsgemäß nicht (mehr) beanspruchen wird, oder brauereieigene Gaststätten<sup>40</sup>. Nicht betriebsnotwendige Schulden können unter Umständen in Gesellschafterdarlehen oder Pensionslasten gesehen werden. Der Unternehmenswert resultiert dann aus dem Ertragswert oder DCF für das betriebsnotwendige Vermögen und die betriebsnotwendigen Schulden sowie den gesondert ermittelten Werten des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und der nicht betriebsnotwendigen Schulden. Da man sich von nicht betriebsnotwendigen Posten annahmegemäß trennt, spielen für diese Posten Verkaufs- oder Ablösepreise eine Rolle, die unter Umständen durch einen Barwertkalkül angenähert werden. Die Abzinsung auf den Bewertungsstichtag wird nötig, wenn die relevanten Beträge erst nach dem Bewertungsstichtag erzielt werden können oder geleistet werden müssen.

**Einzelbewertungsverfahren** haben das Schema von Bilanz oder Inventar als Grundlage, ohne die rechtlichen Grenzen für den Ansatz einzelner Posten zwingend zu übernehmen. In der Bilanz werden Aktiva und Passiva einzeln bewertet und die Wertsummen von Bruttovermögen (Aktivseite) und Schulden (Passivseite ohne Eigenkapital) saldiert, um zum Eigenkapital zu gelangen.

Bei den Einzelbewertungsverfahren sind der Liquidationswert, der auf die Zerschlagung des Unternehmens abstellt, und der Substanzwert, der von der Fortführung des Unternehmens ausgeht, zu unterscheiden. Während der Liquidationswert Aussagekraft hat, wenn liquidiert werden darf und soll, ist dies beim Substanzwert nur ganz eingeschränkt der Fall. Als Grundlage seiner Ermittlung wird grundsätzlich ein Unternehmensnachbau in der vorhandenen bilanziellen Struktur unterstellt (man trennt sich gedanklich nur von nicht betriebsnotwendigem Vermögen und bewertet dieses zu Einzelveräußerungspreisen), was meist unrealistisch sein wird. Weiterhin fehlen ihm Verbundeffekte und selbstgeschaffener (originärer) Geschäfts- oder Firmenwert. Liegen diese Größen bei einem zu bewertenden Unternehmen vor (wovon man regelmäßig ausgehen darf), ist der Substanzwert auch aus diesem Grund aussagegelos.

**Mischverfahren** bauen auf dem Substanzwert als Basis auf und mischen ihn mit dem Ertragswert. Sie können damit nur so gut sein wie der Substanzwert selbst. Mit dem Mittelwert- und diversen Übergewinnverfahren werden Varianten von Mischverfahren angesprochen. Zu den Übergewinnverfahren zählt das bis einschließlich 2009 erbschaftsteuerlich relevante und oftmals in Gesellschaftsverträgen zu findende Stuttgarter Verfahren.

40 Vgl. BayObLG, Beschluss vom 19.10.1995 – 3 Z BR 17/90 (»Paulaner«). In: AG, 41. Jg. (1996), S. 127–131, hier S. 128: »Das zeigt, daß brauereieigene Gaststätten in aller Regel nicht betriebsnotwendig sind.«

**Überschlagsrechnungen** sind auf Marktdaten basierende Bewertungen. Beispielsweise lassen sich die Marktpreise für gehandelte Beteiligungen an zu bewertenden oder an vergleichbaren Unternehmen aus vergangenen Transaktionen verwenden, um zu gegenwärtigen Wert einschätzungen für das Unternehmen zu gelangen (transactions approach oder Prepaids-Methode). Auch kann man versuchen, die Preise für Aktien von vergleichbaren Unternehmen heranzuziehen, um ein Unternehmen zu bewerten (comparable company approach oder Trading-Methode).

## 3.2. Literaturüberblick

Die obige Einteilung der Verfahren ist heute Allgemeingut<sup>41</sup>. Ausnahmen betreffen die folgenden Punkte:

- (1) Teile der Literatur setzen unberechtigterweise das Ertragswertverfahren mit der Variante der Methode der Wirtschaftsprüfer zur Ermittlung des objektivierte Unternehmenswertes gleich<sup>42</sup> und bauen einen Gegensatz zu einer Variante des DCF-Kalküls auf. Die Methode der Wirtschaftsprüfer zur Bestimmung des objektivierte Unternehmenswertes ist aber nur eine bestimmte Ausprägung der Anwendung der Ertragswertmethode.
- (2) Persönliche Steuern als Abzugsfaktor bei den Erträgen werden nicht immer berücksichtigt.
- (3) Der Substanzwert wird gelegentlich auch als Liquidationswert verstanden<sup>43</sup>. Das ist unzumänglich, weil dem Substanzwert die Prämisse der Unternehmensfortführung zugrunde liegt, die von der Annahme der Liquidation zu trennen ist.
- (4) Der Ausdruck Überschlagsrechnungen signalisiert, dass bei ihnen Bewertungsungenauigkeiten in Kauf genommen werden. In Teilen der Literatur werden die hier als Überschlagsrechnungen bezeichneten Verfahren hingegen als genau so gut wie die Gesamtbewertungsverfahren angesehen.
- (5) *Schultze* unterscheidet bei den Gesamtbewertungsverfahren neben Vergleichswerten Zukunftserfolgswerte und fächert diese in Dividend Discount Model (DDM), DCF, Ertragswertmethode und Residualgewinnmodell (RIM) auf<sup>44</sup>. Beim Residualgewinnmodell wird auf den Buchwert des Eigenkapitals im Bewertungszeitpunkt der Barwert zukünftiger Residualgewinne addiert. Residualgewinne entstehen (in dem Eigenkapital- oder Nettoansatz) als Saldo von künftigen Gewinn und Eigenkapitalverzinsung<sup>45</sup>. Sofern alle Erfolge durch die GuV laufen (mithin das Kongruenzprinzip oder – strenger – die clean surplus relation erfüllt sind), liefern Ertragswertme-

41 Vgl. insbesondere Mandl/Rabel 1997, S. 30; Drukarczyk/Schüler 2009, S. 89.

42 Vgl. Schneider 1988; Richter 2005, S. 347; Born 2003, S. 10, S. 75 und S. 174.

43 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 8.7.2003 – 19 W 6/00 AktE. In: AG, 48. Jg. (2003), S. 691; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.2.2004 – 19 W 3/00 AktE. In: AG, 49. Jg. (2004), S. 327. Gleichmaßen gilt dies für § 11 Abs. 2 BewG (Substanzwert als Wertuntergrenze) in Verbindung mit der Definition des gemeinen Wertes in § 9 Abs. 2 Satz 1 BewG (gemeiner Wert als Einzelveräußerungspreis im gewöhnlichen Geschäftsverkehr).

44 Vgl. Schultze 2003a, S. 72.

45 Vgl. Schultze 2003a, S. 111.