Finanzwirtschaft
Finanzdienstleistungen
Empirische Wirtschaftsforschung

herausgegeben von
WILHELM SCHMEISSER · HORST ZÜNDORF
PETER ECKSTEIN · DIETER KRIMPHOVE

Wilhelm Schmeisser, Bennet Görlitz, Julia Spree,
Lydia Clausen, Falko Schindler (Hrsg.)

Einführung in die Unternehmensbewertung

Rainer Hampp Verlag

Wilhelm Schmeisser, Bennet Görlitz, Julia Spree, Lydia Clausen, Falko Schindler (Hg.):

Einführung in die Unternehmensbewertung

Finanzwirtschaft – Finanzdienstleistungen – Empirische Wirtschaftsforschung,
hrsg. von Wilhelm Schmeisser · Horst Zündorf · Peter Eckstein · Dieter Krimphove, Band 10
ISBN 978-3-86618-289-9, Rainer Hampp Verlag, München u. Mering 2008, 196 S., € 24.80

Mit der Einführung in die Unternehmensbewertung wird Studenten/innen und Praktikern eine theoretisch sowie sehr praktische Einführung an die Hand gegeben, die sie befähigen sollen, ein grundlegendes Modell des Finanz- und Investitionsmanagements kennen zu lernen, um es später nicht nur beim Kauf und Verkauf von Unternehmen oder bei der externen Unternehmensanalyse einschließlich der Aktienanalyse anwenden zu können. Sie sollen begreifen, dass das Modell Unternehmensbewertung geeignet ist, auch weitere betriebswirtschaftliche Anwendungsbereiche zu erschließen. Beispielhaft lassen sich hier die unterschiedlichen Innovationserfolgsrechnungen, Innovationsfinanzierungsrechnungen, Patentbewertungsrechnungen und Bilanzansätze immaterieller Vermögenswerte nach IFRS, aber auch das Berliner Humankapitalbewertungsmodell im Rahmen des Berliner Balanced Scorecard Ansatzes nennen.

Schlüsselwörter: Unternehmensbewertung, Shareholder Value, Unternehmensbewertung nach IDW S 1, Substanzwertverfahren, Multiplikatormethode, Discounted Cash Flow-Methode, Ertragswertverfahren, Capital Asset Pricing Model

Prof. Dr. habil. Wilhelm Schmeisser, Professor an der FHTW Berlin für BWL, insbesondere für Finanzierung und Investition sowie Unternehmensführung und ist an der Universität Duisburg tätig. Er ist Direktor des Kompetenzzentrums „Internationale Innovations- und Mittelstandsforschung“, Berlin. www.mittelstandsforschung-berlin.de.

Dipl.-Kfm. Bennet Görlitz, freier wissenschaftlicher Mitarbeiter, Forschungsschwerpunkte Finanzierung und Investition, Wirtschaftsprüfung, Internationales Management.

Dipl.-Kffr. Lydia Clausen, freie wissenschaftliche Mitarbeiterin, Forschungsschwerpunkte: Controlling, Finanzierung und Investition, Finanzorientierte Personalwirtschaft, Innovationserfolgsrechnung.

Dipl.-Kfm. Falko Schindler, freier wissenschaftlicher Mitarbeiter, Forschungsschwerpunkte: Finanzierung und Investition, Statistik, Finanzorientierte Personalwirtschaft, Innovationserfolgsrechnung.

Dipl.-Kffr. Julia Spree, freie wissenschaftliche Mitarbeiterin Forschungsschwerpunkte: Finanzierung und Investition, Statistik, Finanzorientierte Personalwirtschaft.

Finanzwirtschaft
Finanzdienstleistungen
Empirische Wirtschaftsforschung

herausgegeben von
WILHELM SCHMEISSER · HORST ZÜNDORF
PETER ECKSTEIN · DIETER KRIMPHOVE

Band 10

Wilhelm Schmeisser, Bennet Görlitz, Julia Spree,
Lydia Clausen, Falko Schindler
(Hrsg.)

Einführung in die Unternehmensbewertung

Rainer Hampp Verlag München und Mering 2008

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

ISBN 978-3-86618-289-9
Finanzwirtschaft, Finanzdienstleistungen, empirische Wirtschaftsforschung:
ISSN 1861-0811
DOI 10.1688/9783866182899
1. Auflage, 2008

© 2008 Rainer Hampp Verlag München und Mering
Marktplatz 5 D – 86415 Mering

www.Hampp-Verlag.de

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne schriftliche Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Mikroverfilmungen, Übersetzungen und die Einspeicherung in elektronische Systeme.

∞ *Dieses Buch ist auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier gedruckt.*

Liebe Leserinnen und Leser!
Wir wollen Ihnen ein gutes Buch liefern. Wenn Sie aus irgendwelchen Gründen nicht zufrieden sind, wenden Sie sich bitte an uns.

Vorwort der Herausgeber

In der Schriftenreihe *Finanzwirtschaft, Finanzdienstleistungen und Empirische Wirtschaftsforschung* erscheinen Beiträge und Arbeiten, die im Wesentlichen aus eigenen Forschungsprojekten oder einer Auftragsforschung entstanden sind. Dies gilt für Qualifizierungsarbeiten aus dem Hochschulbereich, für die betriebs-wirtschaftlichen Forschungsergebnisse von Kompetenzzentren bzw. (An-) Instituten sowie für Ergebnisse aus internationalen Kooperationsprojekten.

Eine finanzorientierte und/oder empirische Sichtweise wie sie von Unternehmen, der Kreditwirtschaft, von Versicherungen und anderen finanznahen Dienstleistungsunternehmen bevorzugt wird, soll das charakteristische Merkmal der Reihe sein. Anhand praktischer Problemstellungen der Betriebswirtschaftslehre werden mathematisch-statische Verfahren verstärkt angewandt.

Die einzelnen Bände der Reihe folgen dabei bewusst keiner funktionalen, institutionellen oder paradigmen-orientierten Sichtweise der Betriebswirtschaftslehre. Die Schriftenreihe gibt aber auch interdisziplinären „Grenzthemen" eine philosophische, wissenschaftstheoretische und theoretische Plattform, insofern damit zukunftsweisende, betriebswirtschaftliche Problemstellungen angesprochen werden, die neue, weitergehende wissenschaftliche Fragen in der betriebswirtschaftlichen Forschung aufwerfen.

Die Schriftenreihe wendet sich an Fachhochschulen und Universitäten, an die Kreditwirtschaft, die Versicherungswirtschaft, an Unternehmen und an alle fachinteressierte Studenten/Studentinnen sowie Manager/innen in Industrie, Verwaltung und Politik.

Mit der **Einführung in die Unternehmensbewertung** wird Studenten/innen eine theoretisch sowie sehr praktische Einführung an die Hand gegeben, die sie befähigen sollen ein grundlegendes Modell des Finanz- und Investitionsmanagements kennen zu lernen, um es später nicht nur beim Kauf und Verkauf von Unternehmen oder bei der externen Unternehmensanalyse einschließlich der Aktienanalyse anwenden zu können. Sie sollen begreifen, dass das Modell Unternehmensbewertung geeignet ist, auch weitere betriebswirtschaftliche Anwendungsbereiche zu erschließen. Beispielhaft lassen sich hier die unterschiedlichen Innovationserfolgsrechnungen, Patentbewertungsrechnungen und Bilanzansätze immaterieller Vermögenswerte nach IFRS, Portfoliomanagement im Asset Management, Aktienoptionsmodelle aber auch das Berliner Humankapitalbewertungsmodell im Rahmen des Berliner Balanced Scorecard Ansatzes nennen.

Ausgewählte Literatur zur angewandten Unternehmensbewertung:

Schmeisser, W. / Schindler, F. /Clausen, L./Lukowsky, M./ Görlitz, B.: Einführung in den Berliner Balanced Scorecard Ansatz. Ein Weg zur wertorientierten Performancemessung für Unternehmen. München und Mering 2006

Schmeisser, W. / Lesener, L. / Tscharntke, Ch.: Unternehmensnachfolge durch Unternehmensverkauf. Eine Analyse der Erfolgsfaktoren von nachfolgeinduzierten Buy-out-Transaktionen unter besonderer Berücksichtigung der Banken. München und Mering 2007

Schmeisser, W. / Clermont, A. / Hummel, Th. R.. / Krimphove, D.(Hrsg.): Einführung in die finanz- und kapitalmarktorientierte Personalwirtschaft. Hampp Verlag, München und Mering 2007

Schmeisser, W. Finanzorientierte Personalwirtschaft. Oldenbourg-Verlag. München 2008

Schmeisser, W. / Mohnkopf, H. / Hartmann, M. / Metze, G. (Hrsg.): Innovationserfolgsrechnung. Springer Verlag. Berlin Heidelberg 2008 (erscheint auch in Englisch 2009)

Schmeisser, W.: Rating bzw. Bonitätsprüfung als Innovationserfolgsrechnung bei innovativen Technologieorientierten (Gründungs-) Unternehmen (TU). In: Schmeisser, W. / Mohnkopf, H. / Hartmann, M. / Metze, G. (Hrsg.): Innovationserfolgsrechnung. Springer Verlag. Berlin Heidelberg 2008, S. 49-73

Schmeisser, W.: Innovationserfolgsrechnungen bei der Bewertung pharmazeutischer FuE-Projekte. In: Schmeisser, W. / Mohnkopf, H. / Hartmann, M. / Metze, G. (Hrsg.): Innovationserfolgsrechnung. Springer Verlag. Berlin Heidelberg 2008, S. 75-131

Schmeisser, W./ Bertram,S.: Zur Integration des Target Costing und der Prozesskostenrechnung in den Berliner Balanced Scorecard Ansatzes bei Entwicklungs- und Konstruktionsvorhaben in der Automobil- und Maschinenbauindustrie. In: Schmeisser, W. / Mohnkopf, H. / Hartmann, M. / Metze, G. (Hrsg.): Innovationserfolgsrechnung. Springer Verlag. Berlin Heidelberg 2008, S. 421-461

Schmeisser, W./Clausen, L / Schindler, F.: Innovationsmarketingerfolgsrechnungen im Rahmen des Berliner Balanced Scorecard Ansatzes aus der Sicht einer finanzorientierten Kundenwertanalyse. In: Schmeisser, W. / Mohnkopf, H. / Hartmann, M. / Metze, G. (Hrsg.): Innovationserfolgsrechnung. Springer Verlag. Berlin Heidelberg 2008, S. 465-514

Schmeisser, W. / Geißler, J. A. / Schütz, K. (Hrsg.): Zum Wandel der Finanzdienstleistungsmärkte. München und Mering 2008

Berlin, Hamburg, Nürnberg, Paderborn Die Herausgeber

Objektivierte Unternehmensbewertung im Spiegel der Steuerreform 2008 1

1. Einleitung 1

2. Einführung in die Unternehmensbewertung 4

2.1 Theorien zur Unternehmensbewertung 4
2.2 Funktionen der Unternehmensbewertung 9
2.3 Anlässe der Unternehmensbewertung 16

3. Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 18

3.1 Äquivalenzgrundsätze 19
3.2 Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes 22
3.2.1 CAPM und Tax-CAPM 23
3.2.2 Anwendungsbeispiel 34
3.3 Ermittlung zu diskontierender Zuflüsse 37
3.3.1 Ausschüttungen und Thesaurierungen 38
3.3.2 Anwendungsbeispiel 43

4. Unternehmensteuerreform 2008 47

5. Auswirkungen auf die objektivierte Unternehmensbewertung 52

5.1 Auswirkungen auf den Kapitalisierungszinssatz 56
5.1.1 Auswirkungen auf die Ermittlungsmodelle 56
5.1.2 Auswirkungen auf die Höhe der Alternativrenditen 64
5.2 Auswirkungen auf die zu diskontierenden Zuflüsse 71
5.2.1 Auswirkungen auf die Ermittlungsmodelle 71
5.2.2 Auswirkungen auf die Höhe der zu diskontierenden Zuflüsse 75
5.3 Auswirkungen auf die Höhe des Unternehmenswertes 79

6. Fazit 83

Literaturverzeichnis 87

Unternehmensbewertung in praktischer Anwendung 93

1. Unternehmensbewertung 93

1.1 Einleitung 93
1.2 Anlässe für Unternehmensbewertungen 93
1.3 Annahmen, Erwartungen, Ziele 95

1.4 Bewertungsverfahren ... 96
1.4.1 Direkt beobachtete Kapitalmarktdaten ... 96
1.4.2 Börsenanalytische Vergleichsverfahren ... 98
1.5 Traditionelle Bewertungsverfahren ... 101
1.5.1 Substanzwertverfahren ... 101
1.5.2 Liquidationswertverfahren ... 104
1.5.3 Ertragswertverfahren ... 105
1.5.4 Kombinationsverfahren ... 108
1.5.4.1 Mittelwertverfahren ... 108
1.5.4.2 Übergewinnverfahren ... 109
1.5.4.3 Stuttgarter Verfahren ... 111
1.6 Multiplikatormethode ... 112
1.7 Grundlagen der Barwertverfahren ... 117
1.7.1 Prämissen der Zukunftserfolgswertmethoden ... 118
1.7.2 Ermittlung der zukünftigen Zahlungsströme ... 118
1.7.2.1 Globale Sensitivitätsanalyse: ... 120
1.7.2.2 Regressionsansätze ... 121
1.7.3 Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ... 123
1.7.3.1 Ermittlung des Basiszinssatzes ... 123
1.7.3.2 Berücksichtigung des Risikos im Kapitalisierungszins ... 124
1.7.3.2.1 Grundlagen ... 124
1.7.3.2.2 Capital Asset Pricing Model ... 125
1.7.4 Einfluss Kapitalstruktur auf den Unternehmenswert ... 127
1.7.5 Einfluss der Steuern auf den Unternehmenswert ... 129
1.7.5.1 Ertragssteuern des Unternehmens ... 129
1.7.5.2 Persönliche Ertragsteuern der Eigentümer ... 131
1.8 Discounted Cash Flow – Verfahren ... 132
1.8.1 Brutto- und Nettokapitalisierungsansätze ... 133
1.8.2 Ermittlung der bewertungsrelevanten Cash Flows ... 134
1.8.2.1 Definitionen von Cash Flows ... 134
1.8.2.2 Direkte und indirekte Cash Flow - Ermittlung ... 137
1.8.3 Equity-Methode ... 138
1.8.4 Exkurs: Ertragswertmethode ... 139
1.8.5 Entity-Methode ... 140
1.8.5.1 Weighted Average Cost of Capital - Ansatz ... 142
1.8.5.1.1 Free Cash Flow - Ansatz ... 142

1.8.5.1.2 Total Cash Flow Ansatz 144
1.8.5.2 Adjusted Present Value – Ansatz (APV) 145
1.9 Economic Value Added-Methode (EVA) 148

2. Fazit 152

3. Unternehmenswertermittlung am Beispiel Volkswagen Konzern 153
3.1 Direkt beobachtete Kapitalmarktdaten 154
3.2 Substanzwertverfahren 156
3.3 Ertragswertmethode 158
3.4 DCF-Verfahren 159

4. Ergänzungen 161

Literatur- und Quellenverzeichnis 163

Ermittlung der Datenbasis für Investitionsrechnungen: Von der Buchhaltung, über die Kostenrechnung zur Investitionsrechnung.. 170

1. Einleitung 170

2. Terminologische Grundlagen 171
2.1 Zum Begriff der Investition 171
2.2 Investitionsarten 171
2.3 Investitionsentscheidungen 171
2.4 Investitionsrechenverfahren 172
2.5 Zur Höhe des Kalkulationszinssatzes 172

3. Beurteilung eines Investitionsprojektes 173
3.1 Zur Ermittlung einer Zahlungsreihe 173
3.1.1 Begriff 174
3.1.2 Kapitalwert bei konstanten Einzahlungsüberschüssen 176
3.1.3 Kapitalwert bei geometrisch- steigenden Einzahlungsüberschüssen 176
3.1.4 Kapitalwertfunktion 177
3.1.5 Kapitalwertrate 177
3.1.6 Äquivalente Annuität 177
3.1.7 Kapitalwert bei unterjährlicher und stetiger Diskontierung 178
3.2 Interner Zinsfuß 179
3.3 Interne Zinsfuß-Methode oder Kapitalwertmethode 180
3.4 Interne Zinsfußmethode und Differenzinvestitionen 182

3.5 Irreguläre Investitionen 182
3.6 Investitionsobjekte mit unterschiedlicher Lebensdauer 182
3.7 Optimale Nutzungsdauer 182

4. Fazit 183

5. Literaturverzeichnis 184

Objektivierte Unternehmensbewertung im Spiegel der Steuerreform 2008

Wilhelm Schmeisser / Bennet Görlitz

1. Einleitung

Der Deutsche Bundestag hat am 6. Juli 2007 einer umfassenden Reform des deutschen Steuersystems zugestimmt. Die Reform will den Investitionsstandort Deutschland im internationalen Wettbewerb stärken und die Basis für Steuereinnahmen nachhaltig sichern.[1] Durch die Gesetzesänderung ergeben sich im Jahr 2008 bedeutende Veränderungen in der Unternehmensbesteuerung. Neben einer erheblichen Senkung der Unternehmensteuersätze wird die steuerliche Bemessungsgrundlage verbreitert sowie Steuergestaltungsmöglichkeiten eingeschränkt. Zudem erhöht sich ab 2009 die Partizipation des Staates an Erträgen aus privatem Kapitalvermögen. Mit Einführung der Abgeltungssteuer werden Dividendeneinkünfte höher belastet und realisierte Kursgewinne generell steuerpflichtig.[2]

Diese Maßnahmen haben weit reichende Konsequenzen auf Ermittlungsmodelle und Bewertungsparameter objektivierter Unternehmenswerte. So werden nicht nur die bewertungsrelevanten Zuflüsse sondern auch der Kapitalisierungszinssatz von der Reform tangiert. Die in diesem Zusammenhang geführte öffentliche Diskussion spiegelt die Unsicherheiten über die genauen Auswirkungen sehr deutlich wider. Während einige Praktiker über 45 Prozent höhere Unternehmenswerte kalkulieren, erwartet das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) keine wesentlichen Veränderungen.

Der Einfluss und die Berücksichtigung von Steuern bei der Unternehmensbewertung sind seit jeher Streitgegenstand diverser Veröffentlichungen.[3] Zu Zeiten der bis Anfang der 1960er Jahre weitläufig vertretenen objektiven Unternehmenswertlehre war z.B. die Vernachlässigung von persönlichen Steuern der Gesellschafter schon aufgrund der Wertkonzeption nachvollziehbar. Der Unternehmenswert leitete sich aus dem Substanzwert, d.h. der Summe einzelner Vermögensgegenstände ab. Als bewertungsrelevant wurden daher nur die Steuern auf der Ebene der Gesellschaft und nicht auf der Gesellschafterebene angesehen.[4] Bei den heute dominierenden Verfahren bestimmt sich der Wert aus der künftigen Ertragskraft, d.h. aus den für die Eigentümer zukünftig entziehbaren finanziellen Überschüssen. In der deutschsprachigen Literatur überwiegt daher auch die Ansicht, dass persönliche Einkommensteuern in den Kalkül

---

1 Vgl. BMF (2007b), S. 1 ff.

2 Vgl. zum Unternehmenssteuerreformgesetz 2008 BMF (2007a), S. 1 ff.

3 Vgl. Aders, C. (2007), S. 2 ff.

4 Vgl. Wameling, H. (2004), S. 1.

zu berücksichtigen sind.[5] Damit können nicht nur steuerrechtliche Änderungen auf der Unternehmensebene, sondern ebenfalls solche auf der Ebene der Anteilseigner den Unternehmenswert beeinflussen.

Eine wichtige Rolle in den geführten Diskussionen spielen in Deutschland die Verlautbarungen des IDW. Deren Fachausschuss für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) entwickelt aus den Auffassungen der Theorie, Praxis und Rechtsprechung allgemeine Grundsätze für die Unternehmensbewertung. Die in diesem Zusammenhang wichtigste Verlautbarung ist der IDW Standard 1 (IDW S1). Das IDW betont, dass Steuern bei der Wertermittlung zu berücksichtigen sind. So bestimmen sich die wertrelevanten finanziellen Überschüsse für die Eigentümer nach Ertragsteuern des Unternehmens und grundsätzlich auch nach den persönlichen Ertragsteuern.[6]

Am 05. September 2007 hat das IDW auf die verabschiedete Steuerreform mit einem Entwurf zur Neufassung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW ES 1 i.d.F. 2007) reagiert. Dieser wurde bis zum 31. März 2008 zur Diskussion gestellt.[7] Mit dem Wirtschaftsprüfer-Handbuch 2008 wurden weitere Konkretisierungen zu den künftigen Verfahrensweisen bei objektivierten Bewertungen vorgenommen.

Die von Theoretikern und Praktikern geäußerten Vorschläge zur Modifikation der Ermittlungsmodelle und die sehr unterschiedlich hoch kalkulierten Unternehmenswerte werfen Fragen nach den Ursachen auf.

Mit dem vorliegenden Beitrag werden die Werttreiber und deren Faktoren der Steuerreform 2008/2009 auf objektivierte Unternehmenswerte identifiziert. Dies erfolgt in einer Analyse der möglichen Auswirkungen auf die Ermittlungsmodelle und den Wert von Nenner und Zähler des Bewertungskalküls. Die Werteffekte werden dabei an praktischen Beispielen illustriert. Zudem wird der bereits seit 2006 geführte Gedankenaustausch über die Folgen der Reform systematisiert. Vom Standpunkt der funktionalen Unternehmenswertlehre erfolgt ferner eine kritische Würdigung des IDW ES 1 i.d.F. 2007.

Die Untersuchung erfolgt dabei stets unter der Annahme einer unverschuldeten Kapitalgesellschaft und aus dem Blickwinkel eines inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen Investors. Zudem werden lediglich allgemein quantifizierbare steuerrechtliche Neuerungen in die Analyse einbezogen. Im jeweiligen Einzelfall können die steuerlichen Konsequenzen sehr stark von den hier aufgezeigten differieren. Die Ergebnisse können sich zudem bei Unterstellung von inflations- und mengenbedingtem Ertragswachstum des Unternehmens verändern.

---

5 Vgl. Moxter, A. (1990), S. 177; Peemöller, V. (2005) S. 32 f.

6 Vgl. IDW ES 1 (2007), Tz. 28.

7 Vgl. IDW ES 1 (2007), S. 1.

Aufbau des Beitrages

Das zweite Kapitel verschafft zunächst einen sehr zweckdienlichen Überblick über das in Theorie und Praxis entwickelte Fundament der Unternehmensbewertung in Deutschland. In 2.1 werden die Theorien zur Unternehmensbewertung in der Reihenfolge ihrer historischen Entwicklung erläutert. Aus der Verknüpfung objektiver und subjektiver Theorie ist die heute weit verbreitete Überzeugung zweck- bzw. funktionsabhängiger Unternehmenswerte entstanden. Im Anschluss erfolgt eine Systematisierung und Erklärung dieser den Unternehmenswert bestimmenden Zwecke bzw. Funktionen im Abschnitt 2.2. Das zweite Kapitel schließt mit einer Kategorisierung von Bewertungsanlässen, die es erlauben, Funktionen weiter zu konkretisieren. Die Aufteilung dieser Anlässe hat im IDW ES 1 i.d.F. 2007 praktische Bewertungsrelevanz und wird im Abschnitt 2.3 dargestellt. Im dritten Kapitel wird die Vorgehensweise der Bewertung nach dem bisherigen IDW Standard 1 dargestellt. In 3.1 werden die Äquivalenzgrundsätze erörtert. Diese sollen einen zu den Zahlungszuflüssen des Unternehmens äquivalenten Kapitalisierungszinssatz sicherstellen. In 3.2 werden die Modelle für eine kapitalmarktorientierte Bestimmung der Alternativrendite, namentlich das Standard-CAPM und das Tax-CAPM beschrieben. Hier wird vertiefend auf die Anpassung des Tax-CAPM an das deutsche Steuersystem und die Modifikationen, die eine praktische Anwendbarkeit ermöglichen, eingegangen. Dies geschieht vor dem Hintergrund der vorzunehmenden Anpassungen an die neuen steuerlichen Gegebenheiten. Der Abschnitt schließt mit einem Anwendungsbeispiel, das die modelltheoretischen Zusammenhänge illustriert. In 3.3 wird die bisherige Ermittlungsweise der zu diskontierenden Zuflüsse beschrieben. Analog zu 3.2 schleißt dieser Abschnitt mit einem praktischen Beispiel ab.

Kapitel vier stellt die wesentlichen Neuregelungen des Unternehmenssteuerreformgesetztes 2008 vor. Dabei werden zunächst die Veränderungen auf der Unternehmensebene und nachfolgend jene auf der Anteilseignerebene betrachtet.

Kapitel fünf bildet den Analyseteil. In 5.1 erfolgt zunächst eine Untersuchung der Auswirkungen der Steuerreform auf den Kapitalisierungszinssatz. Dabei werden eingangs die Modifikationen bei den Ermittlungsmodellen betrachtet. Ein wesentliches Problemfeld stellt hierbei die Einführung der Kursgewinnbesteuerung dar, auf die ausführlich eingegangen wird. Es folgt eine Analyse der möglichen Veränderungen in der Höhe der Alternativrenditen. In 5.2 werden die Implikationen der Reform auf die bewertungsrelevanten Zuflüsse erläutert. Neben erforderlichen Anpassungen in der Ermittlungsweise werden mögliche Änderungen in der Höhe der zu diskontierenden Größen aufgezeigt. Ferner werden im Gordon-Shapiro-Modell Werteffekte aufgezeigt, die aus der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung von thesaurierungsbedingtem Wachstum entstehen.

Im letzten thematischen Abschnitt 5.3 werden die Veränderungen im Zähler und Nenner des Unternehmensbewertungskalküls vernetzt und an einem praktischen Bei-

spiel modelliert. Der Einfluss der identifizierten, werttreibenden Faktoren wird so sichtbar.

2. Einführung in die Unternehmensbewertung

2.1 Theorien zur Unternehmensbewertung

In Deutschland hat sich die Auffassung im vergangenen Jahrhundert darüber geändert, wie der Wert eines Unternehmens zu bestimmen ist. .[8] Auch jetzt unterliegen die Verfahren einer stetigen Weiterentwicklung, die nicht zuletzt durch die zunehmende Internationalisierung vorangetrieben wird. Es werden zunehmend Bestandteile der angelsächsischen Theorie in deutsche Bewertungskalküle einbezogen.[9] Die hierzulande vorherrschende sog. "Funktionale Theorie der Unternehmensbewertung" ist aus einer Synthese zweier gegensätzlicher Ansätze zu Beginn der 70er Jahre entstanden.[10] Sie wird charakterisiert durch eine individualistische und bewertungszweckorientierte Sichtweise. D.h., Unternehmenswerte sind abhängig von individuellen Merkmalen der Bewertungsinteressenten und vom Bewertungszweck. Grundgedanken der funktionalen Unternehmenswertlehre und ihre Entwicklung aus den Konzepten der objektiven und subjektiven Werttheorie sind in Abbildung 1 zusammengefasst.

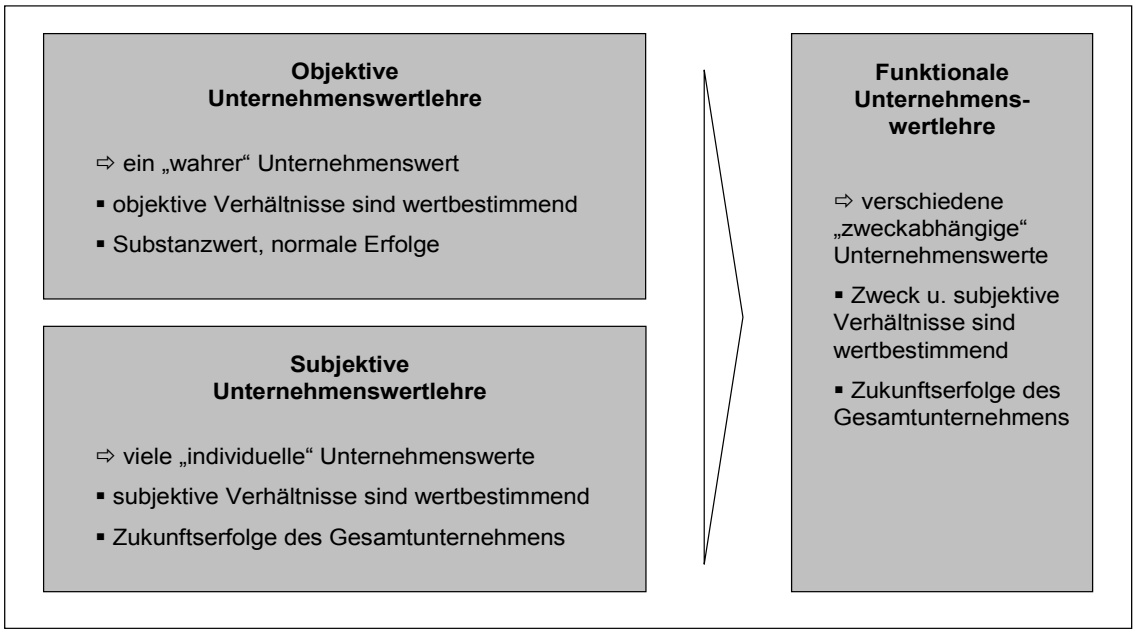

Abbildung 1: Theorien der Unternehmensbewertung und deren Merkmale.

---

8 Einen historischen Überblick über die sich ändernden Sichtweisen zur Unternehmensbewertung geben Drukarczyk, J./ Schüler A. (2007), S. 101.

9 Vgl. Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 25.

10 Vgl. Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 22.

Auf die Ansichten der einzelnen Wertlehren wird nachfolgend ausführlich eingegangen. Für ein tieferes Verständnis der in der wissenschaftlichen und praxisorientierten Theorie geführten Diskussionen zur Unternehmensbewertung ist eine Auseinandersetzung mit den prinzipiellen Denkrichtungen zweifelsohne sehr hilfreich.

Objektive Unternehmenswertlehre

Die historisch älteste und bis in die 1960er Jahre in der wissenschaftlichen Literatur dominierende Theorie zur Unternehmensbewertung ist die objektive Unternehmenswertlehre.[11] Ziel dieser Theorie ist es, den „wahren Wert" eines Unternehmens zu ermitteln. Dieser wird als unabhängig von den an der Bewertung interessierten Personen und als eine Art Eigenschaft gesehen, die dem Unternehmen anhaftet.[12] Bis heute gibt es in der Praxis die Vorstellung, diesen einen und richtigen Unternehmenswert bestimmen zu können.[13] Die genauen Interpretationen zu diesem Wert fallen indes sehr unterschiedlich aus. Einige Vertreter deuten ihn als einen von äußeren Faktoren unabhängigen Wert, der ausschließlich im Betrieb selbst zu suchen ist.[14] Aus dieser Ansicht lässt sich auch die große Bedeutung des Substanzwertes in der objektiven Werttheorie erklären. Dieser ergibt sich schließlich aus der „Substanz" eines Unternehmens, d.h. aus den Vermögensgegenständen und deren Wiederbeschaffungspreisen. Andere definieren den objektiven Wert hingegen als den Wert, den jedermann mit dem Unternehmen realisieren kann.[15] Hier sind die „Erfolgspotentiale"[16] bewertungsrelevant, die unter der Leitung eines jeden normalen Unternehmers generiert werden. „Normal" bedeutet dabei ohne Berücksichtigung von „individuellen Absichten, Fähigkeiten oder Möglichkeiten"[17]. Aus dieser Denkweise lässt sich die Einbeziehung des Ertragswertes in das objektive Bewertungskalkül nachvollziehen. Weitere Vertreter sehen den objektiven Wert als „Marktpreis"[18], der sich „ohne Berücksichtigung der individuellen Verhältnisse der beteiligten Personen"[19] ergibt. Schließlich wird der objektive Wert auch als vermittlungsorientierter Wert gesehen, der von einem Gutachter allein unter Rückgriff auf die objektiven Verhältnisse im Unternehmen und ohne Rücksichtnahme auf die Interessen der beteiligten Parteien ermittelt wird.[20]

---

11 Vgl. Peemöller, V. (2005), S. 5; Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 14.

12 Vgl. Peemöller, V. (2005), S. 4; Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 14.

13 Vgl. Wameling, H. (2004), S. 11; Peemöller, V. (2005), S. 6.

14 Vgl. Wameling, H. (2004), S. 9.

15 Vgl. Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 14; Wameling,H. (2004), S. 10; Peemöller, V. (2005), S. 4.

16 Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 15.

17 Wameling, H. (2004), S. 10.

18 Peemöller, V. (2005), S. 4.

19 Wameling, H. (2004), S. 11.

20 Vgl. Wameling, H. (2004), S. 11.

Alle Interpretationsweisen der objektiven Unternehmenswertlehre werden in der Literatur vielfach kritisiert.[21] Größte Kritikpunkte sind die Abstraktion von den an der Bewertung interessierten Personen und die starke Vergangenheitsorientierung. So ist ein Entscheidungs- bzw. Vermittlungsvorschlag durch den Gutachter nur dann sinnvoll, wenn die betroffenen Personen diesen als zufriedenstellend empfinden. Was für die jeweilige Person jedoch als zufriedenstellend empfunden wird, kann nicht losgelöst werden von deren individuellen Annahmen, die die Basis für die eigene Entscheidung bilden. Auch die Konzeption des „normalen" Unternehmers ist ungenau, da der Bewerter großen Spielraum für Annahmen hat, die er selbst als „normal" einstuft. Die starke Orientierung an vergangenen Zuständen kommt durch den Gebrauch von Substanzwert und Ertragswert für die Wertberechnung zum Ausdruck. Der Definition als Marktpreis wird entgegnet, dass es keinen allgemeinen Marktpreis für Unternehmen gibt, da es sich bei Unternehmen um „individuelle Güter"[22] handelt, die von „subjektiven Erwartungen abhäng[ig]"[23] sind. Zudem handelt es sich nach der heutigen Auffassung bei Unternehmenswerten um „potentielle Preis[e]"[24], die eine Entscheidungs-/Verhandlungsgrundlage darstellen. Diese sind zu unterscheiden von tatsächlich gezahlten (Markt)Preisen, die ein Entscheidungs-/Verhandlungsergebnis abbilden.[25]

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass sich aus der objektiven Unternehmenswertlehre keine befriedigenden Ergebnisse für die Unternehmenswerte ableiten lassen.

Subjektive Unternehmenswertlehre

Als Gegenentwurf zur objektiven Unternehmenswertlehre wurde Mitte der 60er Jahre die subjektive Unternehmenswertlehre Hauptgegenstand der wissenschaftlichen Diskussion.[26] Nach der subjektiven Werttheorie existiert für jeden Bewertungsinteressenten ein eigener Unternehmenswert. Dieser bestimmt sich nach dem erwarteten zukünftigen Nutzen für das gesamte Unternehmen für den jeweiligen Betrachter (z.B. Investor).[27] Dabei haben seine individuellen Absichten, Fähigkeiten und Möglichkeiten Einfluss auf den Unternehmenswert. Dieser ist auch bei identischen Erwartungen hinsichtlich der Erfolge aber z.B. durch die unterschiedlichen Möglichkeiten in der Finanzierung oder der Besteuerung für jeden Investor individuell.[28]

---

21 Vgl. Moxter, A. (1990), S. 29 ff.; Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 16; Peemöller, V. (2005), S. 5; Wameling, H. (2004), S. 9 ff.

22 Moxter, A. (1990), S. 31.

23 Peemöller, V. (2005), S. 5.

24 Moxter, A. (1990), S. 5.

25 Vgl. Wameling, H. (2004), S. 15; Moxter, A. (1990), S. 5.

26 Vgl. Wameling, H. (2004), S. 12; Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 18.

27 Vgl. Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 18 ff.

28 Vgl. Wameling, H. (2004), S. 12; Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 18.

Der Bezug auf den künftigen Nutzen bzw. die Zukunftserfolge ist in den heute gängigen Unternehmensbewertungsverfahren selbstverständlich. Dies leuchtet unmittelbar ein, denn ein Investor wird eher bereit sein für künftigen Nutzen aus einer Sache Geld zu investieren als für bereits vergangenen Nutzen.[29] Die Vergangenheit kann allerdings als Indikator für die Zukunft dienen. In der subjektiven Wertkonzeption erfolgt die Bewertung indem die Zukunftserfolge mit einem Kapitalisierungszinssatz diskontiert werden.[30] Dieser Zinssatz soll die Verzinsung der bestmöglichen alternativen Kapitalanlage für den Investor repräsentieren. Das Bewertungskalkül hat unter den vereinfachenden Annahmen jährlich konstanter und unendlich lange andauernder Erfolge folgende Form:

$$UW_{t0} = \frac{ZE}{r}$$

wobei:
UW_{t0} = Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag t_0
ZE = konstanter Zukunftserfolg
r = Kapitalisierungszinssatz; Verzinsung der alternativen Kapitalanlage

Die zukünftigen Erfolge werden demnach der alternativen Anlage des Investors gegenübergestellt. Die Erfolge der Alternativanlage werden i.d.R. in Form einer Verzinsung ausgedrückt. Sie könnten prinzipiell auch in nomineller Form dargestellt werden und zwar durch die Division von zukünftigen Erfolgen durch den Kapitalanlagebetrag. Der Gedanke der sich hinter dem Opportunitätskosten-Vergleich verbirgt, bezieht sich auf einen rational handelnden Investor. Dieser zahlt als Käufer nämlich maximal den Preis für die künftigen Erfolge aus dem Unternehmen, den er auch aufbringen müsste, um sich die gleichen Erfolge mit einer alternativen Anlage zu sichern. Als Verkäufer würde er mindestens den Preis verlangen, den er für eine alternative Anlage aufbringen müsste, die ihm den gleichen Nutzen verspricht.[31] Mit der subjektiven Unternehmensbewertung lassen sich demnach Verhandlungsgrenzen, d.h. der Maximalpreis für den Käufer und der Minimalpreis für den Verkäufer bestimmen.[32] Diese Preise werden aus diesem Grund auch als Grenzpreise bezeichnet.

Ein weiterer Aspekt der für die subjektive Unternehmensbewertung charakteristisch ist, ist das Unternehmen als wirtschaftliche Gesamtheit zu bewerten. D.h., es ist nicht die Summe einzelner Vermögensteile, sondern das Unternehmen als wirtschaftliche Einheit unter Berücksichtigung von wettbewerbsorientierten Wechselbeziehungen und Verbundeffekten zu bewerten.[33]

---

29 Vgl. Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 19.

30 Vgl. Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 20.

31 Vgl. Moxter, A. (1990), S. 9 f.

32 Vgl. Wameling, H. (2004), S. 16.

33 Vgl. Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 20.

Kritik an der subjektiven Unternehmenswertlehre gründet sich vor allem in der Subjektivität selbst. Denn die Ermittlung eines individuellen Unternehmenswertes für jeden Bewertungsinteressenten lässt sich intersubjektiv nicht nachvollziehen.[34] Auch in der Praxis ist „…die Vorstellung, ein Unternehmen hat so viele Werte, wie es Investoren gibt [...] z.T. befremdlich“[35]. Außerdem wird der Zweck der Unternehmensbewertung auf die Ermittlung von Grenzpreisen beschränkt.[36] Ein Gutachter muss jedoch auch einen von den Grenzpreisen der Bewertungssubjekte unabhängigen Wert bestimmen können, z.B. wenn er eine Einigung zwischen zwei konträren Parteien herstellen soll.[37] Die Aufgaben eines unparteiischen Gutachters werden daher nicht richtig berücksichtigt.[38]

Funktionale Unternehmenswertlehre

Das heute in der deutschen Theorie und Praxis weitläufig vertretene Konzept der funktionalen Unternehmenswertlehre ist aus einer Verzahnung zwischen Wissenschaftern und Anwendern Anfang der 70er Jahren entstanden. Ein Arbeitskreis der Schmalenbach-Gesellschaft sowie ein Arbeitskreis des IDW beschäftigten sich zu dieser Zeit mit Fragen der Unternehmensbewertung.[39] Aus diesen Arbeitskreisen sind zwei ähnliche Schulen hervorgegangen: Die sog. Kölner Funktionslehre und die Funktionslehre des IDW. Ihre Auffassungen und Interpretationen prägen auch heute die Verfahren zur Unternehmensbewertung.

Die funktionale Unternehmensbewertung enthält Annahmen aus der objektiven und der subjektiven Werttheorie und versucht deren Kritikpunkte zu überwinden.[40] Die grundlegenden Prinzipien der Bewertung zukünftiger Erfolge und des Unternehmens als wirtschaftliche Einheit wurden aus der subjektiven Werttheorie übernommen. Unternehmenswerte sind in der funktionalen Theorie abhängig vom Bewertungszweck und -subjekt. Durch eine klare Definition der Aufgabe bzw. des Zweckes der Bewertung sollen die subjektiven Entscheidungsgrundlagen der Bewertungsinteressenten intersubjektiv nachvollziehbar werden.[41] Damit kann der nach der subjektiven Unternehmenswertlehre für jeden Bewertungsinteressenten individuelle Unternehmenswert zudem noch je nach Bewertungszweck variieren.[42] Der Zweck bestimmt die Vorge-

---

34 Peemöller, V. (2005), S. 7.

35 Peemöller, V. (2005), S. 6.

36 Vgl. Peemöller, V. (2005), S. 7.

37 Vgl. Wameling, H. (2004), S. 16.

38 Vgl. Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 21.

39 Vgl. Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 22.

40 Vgl. Wameling, H. (2004), S. 16.

41 Vgl. Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 23; Peemöller, V. (2005), S. 7.

42 Vgl. Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 23.

hensweise bei der Bewertung, d.h. wie stark typisiert und objektiviert wird.[43] Typisieren bedeutet, dass vereinfachende Annahmen für Standards getroffen werden, da bestimmte Informationen nicht mit vertretbarem Aufwand zu beschaffen sind. Objektivieren heißt, dass der subjektive Einfluss des Bewertenden beschränkt wird.[44] So fließen in die Bewertung im Auftrag eines potentiellen Unternehmenskäufers andere Parameter ein als bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung für Minderheitsgesellschafter. Bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung wird stark objektiviert und das Ermessen des Bewertenden z.B. durch Rückgriff auf Vergangenheitsdaten eingeschränkt. Ferner können Vereinfachungen nötig sein, da nicht nur eine Person sondern ein Personenkreis betroffen ist. Es können z.B. typisierende Annahmen zur effektiven Ertragssteuerbelastung erforderlich sein. Bei der Feststellung des Maximalpreises für den Unternehmenskäufer darf hingegen möglichst wenig objektiviert und typisiert werden, da subjektive Entscheidungskriterien den individuellen Grenzpreis ausmachen. Soll hingegen nicht der Grenzpreis, sondern ein Wert zur Beeinflussung des Verkäufers (sog. Argumentationswert) oder eine objektivierte Informationsgrundlage für Kaufpreisverhandlungen ermittelt werden, sind wiederum andere Annahmen zu treffen.

Aus diesem Beispiel wird zumindest deutlich, dass sich das Vorgehen bei der Bewertung nur aus der Verknüpfung von Bewertungszweck und Bewertungsanlass hinreichend konkretisieren lässt.[45] Ein Bewertungsanlass kann mit verschiedenen Zwecken verbunden werden.[46] So kann der Zweck beim Unternehmenskauf die Ermittlung eines Entscheidungswertes, eines Argumentationswertes oder auch Einigungswertes zwischen den Konfliktparteien sein. Aufgaben bzw. Zwecke werden von der funktionalen Unternehmenswertlehre auch als Funktionen bezeichnet[47] und im nachfolgenden Teil des Beitrages beschrieben. Im Abschnitt 2.3 erfolgt dann eine zweckdienliche Kategorisierung von Bewertungsanlässen.

2.2 Funktionen der Unternehmensbewertung

Die Vertreter der funktionalen Unternehmensbewertung kategorisieren die Funktionen der Unternehmensbewertung z.T. uneinheitlich. Gründe hierfür sind unter anderem in den unterschiedlichen Adressatenkreisen und die Entstehung neuer Anwendungsgebiete für Unternehmensbewertungen zu finden. Es ergeben sich z.B. aus der

---

43 Vgl. Moxter, A. (1990), S. 5 f.

44 Vgl. Moxter, A. (1990), S. 25 f.

45 Nach Matschke, M.J./ Brösel, G. (2005), S. 75 muss „das Rechnungsergebnis [...] im Zusammenhang mit dem Rechnungszweck und dem Rechnungsanlaß beurteilt werden“.

46 Vgl. Wameling, H. (2004), S. 41.

47 Vgl. WP-Handbuch (2002), S. 11; Matschke, M.J. (2003), S. 10.