



www.nwb.de

▶ **nwb** E-BOOK

Henselmann · Kniest

Unternehmensbewertung: Praxisfälle mit Lösungen

5. Auflage

Henselmann/Kniest
Unternehmensbewertung:
Praxisfälle mit Lösungen

NWB Studium Betriebswirtschaft

Unternehmensbewertung: Praxisfälle mit Lösungen

Von

Prof. Dr. Klaus Henselmann

Dipl.-Kfm. Wolfgang Kniest, CVA

5., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage

Kein Produkt ist so gut, dass es nicht noch verbessert werden könnte. Ihre Meinung ist uns wichtig! Was gefällt Ihnen gut? Was können wir in Ihren Augen noch verbessern? Bitte verwenden Sie für Ihr Feedback einfach unser Online-Formular auf:

www.nwb.de/go/campus

Als kleines Dankeschön verlosen wir unter allen Teilnehmern einmal pro Quartal ein Buchgeschenk.

ISBN 978-3-482-**51125-7**

eISBN 978-3-482-00124-6

5., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage 2015

© NWB Verlag GmbH & Co. KG, Herne 2010

www.nwb.de

Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Buch und alle in ihm enthaltenen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Mit Ausnahme der gesetzlich zugelassenen Fälle ist eine Verwertung ohne Einwilligung des Verlages unzulässig.

Druck: medienHaus Plump GmbH, Rheinbreitbach

Vorwort zur 5. Auflage

Fünfzehn Jahre nach dem Erscheinen der ersten Auflage wird mit dem vorliegenden Buch eine umfassende Überarbeitung und Erweiterung vorgelegt. Rahmenbedingungen, Bewertungspraxis und wissenschaftlicher Erkenntnisstand haben sich gegenüber der Voraufgabe verschoben.

Dem neuen Praxishinweis 1/2014 des IDW und der BStBK zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen wurde in einem eigenen neuen Kapitel J „Besonderheiten der Bewertung von KMU“ Rechnung getragen. Die bisherigen Kapitel „Grundfragen und Sonderfragen von Ertragswerten“ wurden grundlegend neu strukturiert und in die Kapitel „Analyse und Planung“, „Restwert“ und „Risiko und Kapitalkosten“ aufgeteilt.

Auch der Einsatz von Unternehmens- und Anteilsbewertungen weitet sich immer mehr aus. Schlagworte sind bspw. Fair Value, Kaufpreisallokation und Impairment Test nach IFRS 3 und IAS 36, Fairness Opinions (nach DVFA Standard und IDW S 8) sowie nicht zuletzt Bewertungen für Zwecke der Erbschaft- und Schenkungssteuer (vereinfachtes Ertragswertverfahren nach den §§ 199 ff. BewG, Bewertungsgutachten nach einer „üblichen“ Methode).

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat ebenfalls ihre Spuren hinterlassen. Von höherer Bedeutung bei wachsender Unsicherheit sind alternative Cash Flow-Szenarien. Über die künftige Marktrisikoprämie wird zunehmend diskutiert. Der Fokus liegt vermehrt auf den langfristigen Zukunftsaussichten und somit dem Terminal Value.

Grundsätzlich wurde die bewährte Konzeption beibehalten.

Nürnberg/Frankfurt, im Juli 2015

Klaus Henselmann

Wolfgang Kniest

Vorwort zur 1. Auflage

In den letzten Jahren hat der praktische Stellenwert von Unternehmensbewertungen rasch zugenommen. Akquisitionen und Fusionen stellen anerkannte Instrumente der Geschäftsstrategie dar. Eine Nachfolgeregelung verbunden mit der Abfindung weichender Erben wird bei vielen Betrieben erforderlich. Wertorientiertes Controlling und entsprechende Vergütungssysteme finden immer mehr Verbreitung. Bei allen genannten Anlässen müssen Unternehmen oder Unternehmensanteile bewertet werden.

Daher besteht an einer entsprechenden Aus- und Weiterbildung großes Interesse. Jedoch fällt es nicht immer leicht, Übungsaufgaben und Fälle zu finden, die auch für ein Selbststudium geeignet sind. Diese Lücke soll der vorliegende Band schließen. Er beruht auf Lehrveranstaltungen, die von uns an der Universität Bayreuth und an der TU Chemnitz zur Unternehmensbewertung durchgeführt wurden, auf unseren praktischen Erfahrungen mit Unternehmensbewertungen und Bewertungsgutachten sowie auf unserer Forschungstätigkeit.

Um den Leserinnen und Lesern den Einstieg in dieses schwierige Teilgebiet der Betriebswirtschaftslehre zu erleichtern, haben wir die Fälle grundsätzlich nach zunehmender Schwierigkeit und Realitätstreue gesteigert sowie neben Rechenaufgaben auch verbale Fragen zu den Grundkonzepten, den Anwendungsbedingungen und zur Auswahl von Unternehmensbewertungsverfahren aufgenommen.

Für Anregungen, Hinweise und Kritik sind wir jederzeit dankbar.

Chemnitz, im Juli 1999

Klaus Henselmann

Wolfgang Kniest

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Inhaltsverzeichnis	7
Abkürzungsverzeichnis	17
Symbolverzeichnis	23
A. Einführung in die Unternehmensbewertung	27
FALL 1: Anlässe der Unternehmensbewertung.....	27
FALL 2: Grundpositionen der Unternehmensbewertung	29
FALL 3: Subjektiver Wert einer Erfindung	31
FALL 4: Verfahrens- und Methodenüberblick	36
FALL 5: Funktionenlehre	38
FALL 6: Objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1 (Deutschland) bzw. KFS BW 1 (Österreich).....	43
FALL 7: Preisbildung und Wertarten im Sprachgebrauch	49
FALL 8: Prozess der Unternehmensbewertung	54
B. Grundfragen von Ertragswerten	57
FALL 9: Finanzmathematische Grundlagen	57
FALL 10: Verfahren der Investitionsrechnung	60
FALL 11: Investitionsbeurteilung mit der Kapitalwertmethode	62
FALL 12: Investitionsbeurteilung mit einem Finanzplan	63
FALL 13: Kalkulationszinsfuß, Unternehmenswert und Entnahmeströme	64
FALL 14: Bewertung einer Ölquelle	66
FALL 15: Malerunternehmen Blau.....	67

FALL 16: Diskontierung bei unterjährigem Bewertungsstichtag und Zahlungszufluss	69
C. Analyse und Planung.....	75
FALL 17: Wahl der Zahlungsüberschüsse.....	75
FALL 18: Berücksichtigung von Fremdkapital	77
FALL 19: Unternehmenswert bei Kreditaufnahme	79
FALL 20: Unternehmensbewertung bei jährlich wechselndem Verschuldungsgrad.....	85
FALL 21: Prognose von Markt-Zahlungsüberschüssen	93
FALL 22: Indirekte Ableitung von Zahlungen	96
FALL 23: Indirekte Ableitung von Zahlungen mit Unternehmensteuern	99
FALL 24: Zahlungsüberschüsse und vorgelagerte Werttreiber	101
FALL 25: Umsatz-Umsatzrendite-Modelle.....	103
FALL 26: Kapitaleinsatz-Kapitalrendite-Modelle	109
FALL 27: Umsatz- und kapitalbezogene Werttreiber-Modelle im Vergleich	111
FALL 28: Integrierte Planung und Analyse	115
FALL 29: Vergangenheitsanalyse	120
FALL 30: Vergangenheitsanalyse und Erfolgsspaltung.....	122
FALL 31: Einfache integrierte Erfolgs-, Bilanz- und Finanzplanung	124
FALL 32: Wert AG: Historische Werttreiber	129
FALL 33: Wert AG: Planung der künftigen Werttreiber	137
FALL 34: Wert AG: Ableitung der künftigen Zahlungsüberschüsse.....	140
FALL 35: Wert AG: Bewertung der Wert AG	144
FALL 36: Wert AG: Verfeinerungen der integrierten Planung	147
FALL 37: Wert AG: Ausschüttungs- und Finanzierungsprämissen in der integrierten Planung.....	149

FALL 38: Segmentbildung bei der Überschussprognose	150
FALL 39: Rechnerische Erfassung der Kosten der Unternehmenszentrale bei der Überschussprognose	152
FALL 40: Synergieeffekte.....	154
FALL 41: Grenz-Umtauschverhältnisse bei Verschmelzungen	156
FALL 42: Typisierte Aufteilungsregeln für den Synergieeffekt bei Verschmelzung.....	160
FALL 43: Ermittlung der baren Zuzahlung bei Verschmelzungen.....	163
D. Restwert.....	167
FALL 44: Bedeutung des Restwerts bei der Unternehmensbewertung	167
FALL 45: Restwertmethoden im Überblick	169
FALL 46: Restwert bei unterschiedlichen Wachstumsannahmen	173
FALL 47: Methoden der Inflationsberücksichtigung.....	180
FALL 48: Projektbeurteilung bei Inflation.....	182
FALL 49: Unternehmensbewertung bei Inflation	183
FALL 50: Unternehmensbewertung bei Inflation und unterschiedlichen Wachstumsannahmen	185
FALL 51: Konvergenz von Werttreibern bei Wachstumsunternehmen	191
FALL 52: Ertragswert bei Wachstum und Verlusten unter Konvergenzbedingungen.....	192
E. Risiko und Kapitalkosten	195
FALL 53: Kalkulationszins: Ermittlung des Basiszinssatzes.....	195
FALL 54: Risikozuschlag zum Zins oder Sicherheitsäquivalent	203
FALL 55: Kalkulationszins: Verfahren der Risikoberücksichtigung im Überblick	205
FALL 56: Risikoberücksichtigung: Einwertige Verfahren.....	208
FALL 57: Risikoberücksichtigung: Szenario-Technik	209

FALL 58: Risikoberücksichtigung: Risikoanalyse	211
FALL 59: Risikoberücksichtigung: Erwartungswert und Standardabweichung.....	213
FALL 60: Mehrwertige Planung bei Risikoneutralität	216
FALL 61: Mehrwertige Planung mit Sicherheitsäquivalenten	217
FALL 62: Mehrwertige Planung mit einem Risikoprofil	219
FALL 63: Mehrwertige Planung mit Risikonutzenfunktion	222
FALL 64: Risikozuschlag zum Zins im Überblick	225
FALL 65: Pauschaler Risikozuschlag	232
FALL 66: Risikozuschlag aufgrund typisierter Unternehmensmerkmale.....	233
FALL 67: Ableitung des impliziten Kalkulationszinssatzes am Kapitalmarkt	235
FALL 68: Risikozuschlag nach dem Capital Asset Pricing Model.....	237
FALL 69: Ableitung impliziter Marktrisikoprämien	243
FALL 70: Betafaktor und Risiko	244
FALL 71: CAPM und Leverage Effekt nach <i>Modigliani / Miller</i> (verschuldete und unverschuldete Betafaktoren).....	245
FALL 72: Betafaktoren durch Regression historischer Aktienrenditen	247
FALL 73: Aus welchen Einzelteilen setzt sich ein Betafaktor zusammen?.....	257
FALL 74: Kapitalmarktorientierte Sicherheitsäquivalente und Risikozuschläge	259
FALL 75: Betafaktoren: Analogiemethode	263
FALL 76: Betafaktoren: Anpassung an den Verschuldungsgrad	266
FALL 77: Peer Group-Beta: Analogiemethode.....	269
FALL 78: CAPM und Leverage Effekt bei ausfallbedrohtem Fremdkapital (Debt-Beta).....	271
FALL 79: Peer Group-Beta: Analogiemethode – mit Debt-Beta	273

FALL 80: Analogiemethode bei Konzernen mit Mono-Branchen- Vergleichsunternehmen.....	275
FALL 81: Analogiemethode bei Konzernen mit Multi-Branchen- Vergleichsunternehmen.....	278
FALL 82: Eingeschränkte Diversifikation der Anteilseigner, Anpassungen des CAPM: Modifiziertes CAPM und Build-Up-Modelle	280
FALL 83: Accounting Betas	291
FALL 84: Diskontierungszinssätze bei jungen Unternehmen.....	294
F. Ertragswerte und Besteuerung.....	297
FALL 85: Einflüsse der Besteuerung auf den Unternehmenswert	297
FALL 86: Investitionsrechnung mit Steuern	302
FALL 87: Investitionsrechnung mit Steuern als Vorbereitung auf die Unternehmensbewertung mit Steuern.....	304
FALL 88: Kauf eines Einzelunternehmens.....	309
FALL 89: Verkauf eines Einzelunternehmens.....	315
FALL 90: Abfindungsbemessung von Mitunternehmern und Steuereinfluss.....	321
FALL 91: Bewertung einer Kapitalgesellschaft (einfach).....	327
FALL 92: Kapitalwertmethode bei einfacher Gewinnsteuer und Verschuldung.....	330
FALL 93: Einflüsse von Finanzierung und Besteuerung auf den Unternehmenswert.....	334
FALL 94: Die zinszahlungsbedingten Steuerwirkungen der Fremdfinanzierung (Tax Shield).....	353
FALL 95: Bewertung der Wert-AG mit der APV-Methode	355
FALL 96: Bewertung der Wert-AG mit der WACC-Methode.....	360
FALL 97: Bewertung der Wert-AG mit der FTE-Methode	365
FALL 98: Bewertung der Wert-AG bei Annahme einer Zielkapitalstruktur	367

FALL 99: Die zinszahlungsbedingten Steuerwirkungen der Fremdfinanzierung nach persönlicher Einkommensteuer (Tax Shield).....	373
FALL 100: Die gesamten Steuerwirkungen der Fremdfinanzierung nach persönlicher Einkommensteuer (Tax Shield).....	376
FALL 101: TAX-CAPM: Allgemein.....	379
FALL 102: TAX-CAPM: Marktrisikoprämie vor und nach persönlicher Einkommensteuer	382
FALL 103: TAX-CAPM: Ausschüttungsprämisse und Wertbeitrag aus Thesaurierung.....	385
FALL 104: TAX-CAPM: Umsetzung beim Ertragswert.....	390
FALL 105: Steuerliche Verlustvorträge	395
G. Unternehmensbewertung und Performance-Messung	399
FALL 106: Investitionsbeurteilung mit Residualgewinnen	399
FALL 107: Unternehmensbewertung mit Residualgewinnen bei Neugründung.....	401
FALL 108: Bewertung eines laufenden Unternehmens mit Residualgewinnen	404
FALL 109: Zahlungsüberschuss- und Residualgewinnkonzept im Vergleich.....	405
FALL 110: Investitionsplanung und -kontrolle mit Zahlungsüberschüssen und Residualgewinnen (Nettomethode).....	407
FALL 111: Investitionsplanung und -kontrolle mit Zahlungsüberschüssen und Residualgewinnen (Bruttomethode)	409
FALL 112: Investitionsplanung und -kontrolle mit Zahlungsüberschüssen und Residualgewinnen (Steuern)	411
FALL 113: Cash Flow Return on Investment und Cash Value Added.....	413
FALL 114: Korrekte Restwertschätzungen?	418
FALL 115: Alternative Restwertannahmen und Restwertformeln.....	429
H. Liquidationswerte und Substanzwerte	439
FALL 116: Begriff des Liquidationswerts.....	439

FALL 117: Liquidationswert	441
FALL 118: Begriff und Ermittlung von Substanzwerten	443
FALL 119: Vergleich zwischen Kauf und Neugründung.....	445
FALL 120: Aussagekraft des Substanzwerts	447
FALL 121: Teilreproduktionswert.....	448
FALL 122: Bedeutung der Substanz für den Ertragswert	451
FALL 123: Substanzwert, Firmenwert und Ertragswert.....	453
I. Marktpreisorientierte Bewertung.....	457
FALL 124: Einsatzgebiete von Marktwerten.....	457
FALL 125: Grundmodell der preisbasierten Verkehrswertprognose	458
FALL 126: Quotaler Anteilswert und Paketzuschlag.....	464
FALL 127: Bezugsgrößen und Fungibilität	467
FALL 128: Auswahl der Bezugsgröße für Multiplikatoren	472
FALL 129: Beschreibung und Beurteilung gängiger Multiplikatoren	476
FALL 130: Zeitliche Abgrenzung des EBIT als Erfolgsgröße	478
FALL 131: Probleme bei der Abgrenzung von Bezugsgrößen von gewinnbasierten Multiplikatoren.....	479
FALL 132: Enterprise Value (Marktwert des Gesamtkapitals)	481
FALL 133: Werteinfluss nicht konsolidierter Beteiligungen und Anteile Dritter	483
FALL 134: Werttreiber von EK- bzw. EV-Multiplikatoren.....	485
FALL 135: Mittelwertbildung	488
FALL 136: Wertbandbreiten der Wert-AG mit Multiplikatoren	490
FALL 137: Paralleler Einsatz mehrerer Bezugsgrößen	493
FALL 138: Statistische Analyse verschiedener Bezugsgrößen	494

FALL 139: Marktwert-Buchwert-Verhältnis.....	500
FALL 140: Umsatzmultiplikator	505
FALL 141: Firmenwertmultiplikator und Substanzwert	506
FALL 142: Bruttogewinnmultiplikator und Fremdkapital	508
FALL 143: Ableitung von Verkehrswerten mit der Ertragswertmethode.....	511
J. Besonderheiten der Bewertung von KMU	513
FALL 144: Verlautbarung des IDW und der BStBK	513
FALL 145: Besonderheiten von KMU	514
FALL 146: Bewertungsvorschriften im Gesellschaftsvertrag	515
FALL 147: Nicht geprüfte Unterlagen	516
FALL 148: Hilfe bei der Planungsrechnung	517
FALL 149: Liquidation nach begrenzter Lebensdauer	518
FALL 150: Verkauf nach einiger Zeit.....	519
FALL 151: Kapitalmarktdaten als Ausgangspunkt	520
FALL 152: Gebotene Anpassungen der Ausgangsdaten.....	521
FALL 153: Fehlende Diversifikation	522
FALL 154: Grundprinzip der übertragbaren Ertragskraft	524
FALL 155: Formen der Übertragbarkeit.....	525
FALL 156: Vollständig übertragbare Ertragskraft	526
FALL 157: Temporär übertragbare Ertragskraft	529
FALL 158: Besondere Finanzierungsrisiken von KMU.....	531
FALL 159: Beschränkte Haftung mit Stellung von Sicherheiten	531
FALL 160: Unbeschränkte Haftung.....	534

FALL 161: Nachrangiges Gesellschafterdarlehen	536
FALL 162: Liquidationswert bei höherer Haftung	540
FALL 163: Kalkulatorischer Unternehmerlohn	540
FALL 164: Berücksichtigung der Insolvenzwahrscheinlichkeit.....	542
K. Steuerliche Bewertungen.....	549
FALL 165: Steuerliche Anlässe für Bewertungen	549
FALL 166: Bewertungen für Zwecke der Erbschaft- und Schenkungsteuer	550
FALL 167: Für nichtsteuerliche Zwecke übliche Methoden.....	551
FALL 168: Vorgehensweise beim vereinfachten Ertragswertverfahren.....	553
FALL 169: Vereinfachtes Ertragswertverfahren (Grundfall).....	555
FALL 170: Vereinfachtes Ertragswertverfahren (Erweiterung des Grundfalls).....	556
FALL 171: Betriebsvermögen bei Personengesellschaften	558
FALL 172: „Substanzwert“ als Mindestwert.....	559
FALL 173: Anforderungen an die Person des Bewerter.....	561
FALL 174: Einflussmöglichkeiten bei der erbschaftsteuerlichen Bewertung	563
L. Auswahl von Bewertungsverfahren	567
FALL 175: Pauschale Wertkorrekturen	567
FALL 176: Stuttgarter Verfahren	569
FALL 177: Bewertung des Einzelunternehmens „Tom Schwarz“: Ertragswert, Substanzwert und/oder Marktwert?.....	573
FALL 178: Bedeutung des Bewertungsumfelds.....	579
FALL 179: Bewertungsanlässe und Objektivierung der Unternehmensbewertung	581
FALL 180: Maßnahmen zur Objektivierung von Unternehmenswerten.....	582
FALL 181: Bewertungsanlässe und Akzeptanz des Bewertungsverfahrens.....	583

FALL 182: Maßnahmen zur Sicherung der Verfahrensakzeptanz	584
FALL 183: Personenbezug von Bewertungsverfahren.....	585
FALL 184: Wahrheitsgehalt von Unternehmenswerten.....	587
FALL 185: Bewertungstechniken bei Argumentationswerten	588
FALL 186: Verfügbarkeit von Daten	589
FALL 187: Situative Unternehmensbewertung: Wahl der Geschäftsfeldstrategie	592
FALL 188: Situative Unternehmensbewertung: Entscheidung über die Markterschließung von Auslandsmärkten	594
FALL 189: Situative Unternehmensbewertung: Schiedswerte in den USA und Deutschland	595
FALL 190: Situative Unternehmensbewertung: Argumentationswerte beim internationalen Unternehmenskauf.....	598
Anhang.....	601
Berufsverbände, Organisationen und Standardsetter in Deutschland.....	601
Berufsverbände, Organisationen und Standardsetter International.....	603
Berufsverbände, Organisationen und Standardsetter im Private Equity Sektor.....	605
Finanzmathematische Tabellen.....	607
Nützliche Excel-Funktionen bei der Unternehmensbewertung.....	611
Literaturverzeichnis	619
Stichwortverzeichnis	625

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
abzgl.	abzüglich
AER	American Economic Review
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
APT	Arbitrage Pricing Theory
APV	Adjusted Present Value
BB	Betriebs-Berater
BewG	Bewertungsgesetz
BewP	BewertungsPraktiker
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGBI	Bundesgesetzblatt
BMG	Bemessungsgrundlage
bspw.	beispielsweise
BStBK	Bundessteuerberaterkammer
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzgl.	bezüglich
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	Contemporary Accounting Research
CF	Cash Flow
CF biz	Corporate Finance biz
CFROI	Cash Flow Return on Investment

c. p.	ceteris paribus
CVA	Cash Value Added
CVA	Certified Valuation Analyst
DB	Der Betrieb
DCF	Discounted Cash Flow
DStR	Deutsches Steuerrecht
d. h.	das heißt
DVFA /SG	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management /Schmalenbach Gesellschaft
€	Euro
EACVA	European Association of Certified Valuers and Analysts
EBT	Earnings before Taxes
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBIDT	Earnings before Interest, Depreciation and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ErbStG	Erbschaft- und Schenkungsteuergesetz
ErbStR	Erbschaftsteuerrichtlinie
ESt	Einkommensteuer
EStG	Einkommensteuergesetz
EV	Enterprise Value
FAUB	Fachausschuss Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
f.	folgende
FB	Finanz Betrieb
FCF	Free Cash Flow

ff.	fortfolgende
FS	Festschrift
FTE	Flow to Equity
GB	Geschäftsbereich
gem.	gemäß
GewSt	Gewerbsteuer
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz)
HFA	Hauptfachausschuss
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
i. d. F.	in der Fassung
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinne
i. H.	in Höhe
i. S.	im Sinne
JFQA	Journal of Financial and Quantitative Analysis
JoACF	Journal of Applied Corporate Finance
JBf	Journal of Banking and Finance
JoF	The Journal of Finance
Jura	Juristische Ausbildung
KapGes	Kapitalgesellschaft
KGv	Kurs-Gewinn-Verhältnis

KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KSt	Körperschaftsteuer
LiFo	Last in First out
LuL	Lieferungen und Leistungen
Max.	Maximum
MCAPM	Modifiziertes CAPM
Min.	Minimum
Mio.	Million
Mod.	Modus, Modalwert
naBA	nicht abziehbare Betriebsausgaben
NOPAT	Net Operating Profit after Tax (operatives Ergebnis nach fiktiven Steuern auf das operative Ergebnis)
Nr.	Nummer
OHG	offene Handelsgesellschaft
p. a.	per anno
pers.	persönlich
PersGes	Personengesellschaft
RWZ	Österreichische Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen
S.	Seite
s. o.	siehe oben
SolZ	Solidaritätszuschlag
SolZG	Solidaritätszuschlaggesetz
TCF	Total Cash Flow
Tz.	Textziffer

u. a.	unter anderem
u. U.	unter Umständen
UmwG	Umwandlungsgesetz
vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WISU	Das Wirtschaftsstudium
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
ZBAF	Zero Bond Abzinsungsfaktor
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfhF	Zeitschrift für handelswirtschaftliche Forschung

Symbolverzeichnis

a	Konvergenzfaktor
Abf.	Abfindung
AfA	Absetzung für Abnutzung (Abschreibung)
AHK	Anschaffungs- und Herstellungskosten
AK	Anschaffungskosten
AV	Anlagevermögen
b	Einbehaltungsquote, auch (Erweiterungs-)Investitionsrate oder Netto-Investitionsrate
B	Bezugsgröße
B_0	Barwert
BIB	Brutto-Investitionsbasis
BW	Buchwert
CF	Cash Flow
Cov	Covarianz
C_0	Kapitalwert
e	Eulersche Zahl (=2,7182818)
E	Erwartungswert
EK	Eigenkapital (Marktwert)
EW	Ertragswert
f	Inflationsrate
FCF	Free Cash Flow
FE	Fertige Erzeugnisse

FK	Fremdkapital (Marktwert)
g	geometrische Wachstumsrate
G	Goodwill
Gew	Gewinn
GK	Gesamtkapital (Marktwert)
GL	Gesamtleistung
GP	Grenzpreis
i	Zinssatz allgemein, auch Diskontierungszins
i_{rf}	risikofreier Zinssatz
I	Investition
k	Kapitalkosten, Rendite
k_v	variable Stückkosten
K_f	Fixkosten
ln	natürlicher Logarithmus
m	Übergewinndauer
M	Multiplikator
MÜ	freier Markt-Zahlungsüberschuss
MW	Marktwert
n	Jahre
NI	Netto-Investitionen, Erweiterungsinvestitionen
NnaA	Nettowert der nicht abnutzbaren Aktiva
P	Preis
p	Wahrscheinlichkeit

q	Aufzinsungsfaktor ($q = 1 + i$)
r	Rendite allgemein
r_M	Rendite des Marktportfolios
r_u	Aktienrendite
R^2	Bestimmtheitsmaß
RBF	Rentenbarwertfaktor
RG	Residualgewinn
RHB	Roh-, Hilfs-, Betriebsstoffe
RL	Rücklagen
ROE	Return on Equity (Eigenkapitalrendite)
RONE	Return on New Equity (Eigenkapitalrendite der neuen Investitionen, Grenzrendite)
ROIC	Return on Invested Capital (Gesamtkapitalrendite)
RONIC	Return on New Invested Capital (Gesamtkapitalrendite der neuen Investitionen, Grenzrendite)
ROS	Return on Sales (Umsatzrendite)
RW	Restwert
s	Steuersatz
SÄQ	Sicherheitsäquivalent
SW	Substanzwert
t	Zeit (Index)
T	Zeit (Planungshorizont)
TS	Tax Shield (periodisch)
TW	Teilwert

u	Nutzen
U	Unternehmen
UE	Unfertige Erzeugnisse
Ü	Überschuss eines Rechenwerks allgemein, insbesondere auch Zahlungsüberschuss
UV	Umlaufvermögen
UW	Unternehmenswert (allgemein)
V	Endwert
Var	Varianz
VG	Verschuldungsgrad ($VG = FK / EK$) in Marktwerten
VGew	Veräußerungsgewinn
w	relatives Gewicht ($\sum w_i = 1$)
WBTS	Wertbeitrag des Tax Shield
WC	Working Capital
x	Absatzmenge
ZÜ	Zahlungsüberschuss
α	durchschnittliches unsystematisches Risiko
β	Betafaktor im CAPM (systematisches Risiko)
ε	Störgröße
λ	Marktpreis des Risikos
μ	Erwartungswert
ρ	Korrelationskoeffizient
σ	Standardabweichung

A. Einführung in die Unternehmensbewertung

FALL 1: Anlässe der Unternehmensbewertung

Aufgabe:

Zählen Sie einige Anlässe auf, bei denen Unternehmensbewertungen zu erstellen sind.

Lassen sich diese Anlässe sinnvoll in Gruppen einteilen?

Lösung:

Als Beispiele für Bewertungsanlässe können genannt werden:

- ▶ Verkauf/Kauf eines Unternehmens oder Unternehmensanteils
- ▶ Festsetzung des Emissionskurses (auch der Bookbuilding Spanne) bei einer Börseneinführung (sog. Initial Public Offering)
- ▶ Gründung einer Gesellschaft mit Einbringung von Gesellschaftsanteilen
- ▶ Eintritt neuer Gesellschafter in eine bestehende Gesellschaft
- ▶ Fusion bestehender Unternehmen
- ▶ Spaltung bzw. Realteilung von Gesellschaften
- ▶ Austritt eines Gesellschafters aus einer Personengesellschaft nach Kündigung
- ▶ Bewertungen aufgrund von gesellschaftsrechtlich vereinbarten Abfindungsklauseln
- ▶ Barabfindung von Minderheitsgesellschaftern (§§ 304, 305 AktG, § 320 AktG, § 327b AktG, § 174 UmwG, §§ 190 und 207 UmwG)
- ▶ Abfindung von Minderheitsgesellschaftern in Aktien der Obergesellschaft (§ 305 AktG, § 320 AktG, §§ 19 und 29 UmwG)
- ▶ Angemessenheitsbeurteilung von Transaktionspreisen (Fairness Opinion)
- ▶ Bewertung von Beteiligungen im Jahresabschluss
- ▶ Bewertungen von immateriellen Werten im Rahmen von Kaufpreisallokationen
- ▶ Werthaltigkeitstest nach IFRS oder US-GAAP
- ▶ Entscheidungen über die Liquidation eines Unternehmens z. B. im Rahmen von Sanierungsverhandlungen
- ▶ Ermittlung des Werts nicht notierter Anteile an Kapitalgesellschaften für erbschaftsteuerliche Zwecke
- ▶ eherechtlicher Zugewinnausgleich
- ▶ Bewertungen im Rahmen der Funktionsverlagerung (§ 1 AStG)
- ▶ vorweggenommene Erbfolge und Erbaueinandersetzungen
- ▶ Wahl einer Geschäftsfeldstrategie beim wertorientierten Management
- ▶ unternehmenswertorientierte Vergütung von Managern

Eine Unterscheidung bietet sich danach an, ob mit dem Anlass ein Eigentumswechsel am zu bewertenden Unternehmen verbunden ist oder nicht.

- ▶ Innerhalb der ersten Gruppe (mit Eigentumswechsel) sind dominierte und nicht dominierte Bewertungssituationen gegeneinander abzugrenzen:
 - Bei **nicht dominierten Situationen** müssen sich beide Verhandlungsparteien einigen, da ansonsten kein Eigentumswechsel zustande kommt (z. B. Kauf/Verkauf, Eintritt neuer Gesellschafter, Fusion). Diese Einigung beinhaltet auch den Preis, mit dem das Unternehmen von beiden veranschlagt wird.
 - Bei **dominierten Situationen** kann eine Seite den Eigentumswechsel auch gegen den erklärten Willen der anderen Seite erzwingen (z. B. Austritt eines Gesellschafters bei Kündigung, Barabfindung von Minderheitsgesellschaftern, Squeeze-Out, Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages, Delisting). Als Kompensation für den Eigentumsübergang ist eine Ausgleichsleistung – z. B. die Abfindungszahlung – zu leisten. Die Höhe dieses Anspruchs ist nicht selten strittig und kann vor Gericht überprüft werden.
- ▶ Innerhalb der zweiten Gruppe (ohne Eigentumswechsel) kann man insbesondere nach Bewertungen als Basis einer Entscheidung oder als Grundlage von wertabhängigen Zahlungen differenzieren:
 - Im Rahmen der **Unternehmensbewertung als Entscheidungshilfe** berechnet man Werte für verschiedene Handlungsalternativen und wählt dann diejenige Alternative, die den höchsten Unternehmenswert¹ aufweist (z. B. bei Sanierungsfällen die Wahl zwischen Fortführung und Liquidation, bei einer unternehmenspolitischen Entscheidung die Wahl zwischen Abschöpfungspreis- und Penetrationspreisstrategie).
 - Teilweise sind auch **Zahlungen auf Basis des Unternehmenswerts oder der Wertveränderungen** zu leisten (z. B. Schenkung- und Erbschaftsteuer, Zugewinnausgleich, wertbezogene Vergütungssysteme).

Zu alternativen Systematisierungen vgl. *Henselmann, K.*: Unternehmensrechnungen und Unternehmenswert, 1999, S. 414 ff.; *Künnemann, M.*: Objektivierter Unternehmensbewertung, 1985, S. 52 ff.

1 Unter Unternehmenswert wird in diesem Buch der Wert aus Sicht der Eigenkapitalgeber (Equity Value) verstanden. Später wird noch zwischen dem Wert aus Sicht der Eigenkapitalgeber und dem Wert aus Sicht der Eigen- und Fremdkapitalgeber (auch Wert des Gesamtkapitals, Brutto-Unternehmenswert, Enterprise Value, Entity Value oder Marktwert des investierten Kapitals) zu unterscheiden sein. In der Praxis kommt es hier teils zu Missverständnisse, da bspw. im angelsächsischen Sprachraum und ihm folgend in der M&A Praxis/Investmentbanking der Wert des Gesamtkapitals, Enterprise Value als „Unternehmenswert“ verstanden wird.

FALL 2: Grundpositionen der Unternehmensbewertung

Aufgaben:

Nehmen Sie Stellung zu folgenden Aussagen:

1. „Aufgabe der Unternehmensbewertung muss es sein, den objektiven Wert des Unternehmens festzustellen.“
2. „Der Wert eines Unternehmens ist sein Preis.“

Lösungen:

zu 1.

Es gibt keinen allgemeingültigen, eindeutigen oder objektiven Wert von Unternehmen. Alle Dinge – wie auch Unternehmen – gewinnen nur dadurch an Wert, dass sie dazu beitragen, die Wünsche und Ziele einer bestimmten Person zu erfüllen.

Nach der früher verbreiteten – und heute überkommenen – „objektiven“ Auffassung der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre besitzen Dinge „einen Wert an sich“; der Wert gilt als Eigenschaft eines Gutes. Dies gilt auch für Unternehmen und Unternehmensanteile. Das Unternehmensvermögen oder der auf einen einzelnen Gesellschafter entfallende Teil dieses Vermögens können nach dieser Vorstellung allgemeingültig und eindeutig, d. h. „objektiv“, ermittelt werden. Der Wert stellt eine dem Unternehmen anhaftende Eigenschaft dar, die Bewertung ist folglich nur noch ein primär technisches Problem.

Die objektive Wertlehre konnte allerdings nicht erklären, warum in der Realität entgeltliche Eigentumswechsel vorkommen. Wechselt z. B. ein Unternehmen zum „objektiven“ Wert seinen Besitzer, so kann weder der Verkäufer noch der Käufer hierdurch einen Vorteil erzielen. Vielmehr fallen sogar Transaktionskosten an, die das Geschäft für beide Seiten eigentlich unattraktiv machen müssten. Dies zeigt deutlich, dass in Wirklichkeit – im Gegensatz zur Position der objektiven Wertlehre – dasselbe Objekt für verschiedene Subjekte (Personen, Eigentümer) Wertunterschiede aufweisen muss.

Nach heutigem Kenntnisstand weisen „Dinge“ keinen absoluten Wert auf. Diese Auffassung der modernen Unternehmensbewertung geht in ihren Wurzeln zurück bis auf CARL MENGER. Objekte erhalten ihren Wert für bestimmte Personen dadurch, dass sie einen Beitrag zur künftigen Erfüllung der Ziele dieser Person liefern:

„Die Güter, die unserer Verfügung unterworfen sind, haben nicht um ihrer selbst Willen für uns Werth. Wir haben vielmehr gesehen, dass zunächst nur die Befriedigung unserer Bedürfnisse für uns eine Bedeutung hat In allem Güterwerth tritt uns demnach lediglich

die Bedeutung entgegen, welche wir der Befriedigung unserer Bedürfnisse, also unserem Leben und unserer Wohlfahrt beimessen.“²

Diese Grundaussage gilt auch für Unternehmen. Da sich die individuellen Ziele (z. B. Grad an Risikoabneigung) und die Zukunftseinschätzungen (z. B. mögliche künftige Dividenden) von Person zu Person unterscheiden, ist der Wert eines Unternehmens grundsätzlich auch von Person zu Person verschieden. Der Wert ist somit stets die Folge einer Subjekt-Objekt-Beziehung, man spricht auch vom „subjektiven“ Wert.

Literaturhinweise: *Busse von Colbe, W.*: Der Zukunftserfolg, 1957, S. 16 ff.; *Engels, W.*: Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Lichte der Entscheidungstheorie, 1962, S. 39 f.; *Münstermann, H.*: Wert und Bewertung der Unternehmung, 1966, S. 11 ff. und 21 ff.

zu 2.

In der Unternehmensbewertung wird oft nicht klar zwischen Preis und Wert getrennt. Preis und Wert stellen jedoch zwei grundsätzlich völlig verschiedene Konzeptionen dar.

Käufer und Verkäufer haben i. d. R. unterschiedliche subjektive Vorstellungen vom Wert eines Unternehmens. Ursache für unterschiedliche Wertvorstellungen sind einerseits verschiedene Zukunftseinschätzungen, andererseits auch abweichende Ziele, unternehmenspolitische Visionen, Möglichkeiten zu Alternativinvestitionen usw. Diesen Unterschieden tragen die Ertragswerte der Parteien Rechnung. Für einen potenziellen Verkäufer legt sein Ertragswert des Unternehmens die Preisuntergrenze, für einen potenziellen Käufer sein Ertragswert die Preisobergrenze in den Preisverhandlungen fest. Daher stammt auch die leicht missverständliche, aber verbreitete Bezeichnung als „Grenzpreis“ (besser wäre: Preisgrenze) oder „Entscheidungswert“.

International entspricht dem subjektiven Entscheidungswert der sog. „Investment Value“. Nach dem International Glossary of Business Valuation Terms ist der Begriff „Investment Value“ wie folgt definiert:

„the value to a particular investor based on individual investment requirements and expectations. [Note: in Canada, the term used is „Value to the Owner.“]“

(Markt-)Preise sind demgegenüber das bezahlte Einigungsergebnis bei erfolgreichen Verhandlungen zwischen zwei Parteien. Bei einer Verhandlungssituation ohne Einigungszwang – wie einer Unternehmensakquisition – wird nur dann ein Abschluss erfolgen, wenn überhaupt ein Einigungsbereich besteht, d. h. die Preisuntergrenze des Verkäufers unter der Preisobergrenze des Käufers liegt. Die Einigung wird allerdings allenfalls zufällig in der Mitte dieses Bereichs erfolgen. Eine Vorhersage der Aufteilung des Einigungsspielraums ist schwierig. Preise werden – ebenso leicht missverständlich – auch „Tauschwerte“ genannt.

2 Menger, C., Grundsätze der Volkswirtschaftslehre, 1871, S. 87.

Werte besitzen somit eine unmittelbare Ein-Personen-Orientierung (entweder bzgl. des bisherigen Eigentümers/Verkäufers oder des Käufers), (Markt-)Preisen wohnt nur eine mittelbare Zwei-Personen-Orientierung (Käufer und Verkäufer) inne.

FALL 3: Subjektiver Wert einer Erfindung

Sachverhalt:

Der Erfinder E hat ein bahnbrechendes neues Produkt entwickelt, das er auf den Markt bringen möchte. Für das zugehörige Unternehmen schätzt er in t_0 folgende künftige Zahlungsüberschüsse (berechnet nach Abzug einer angemessenen Geschäftsführervergütung für ihn selbst):

Phase	Dauer	jährlicher Überschuss/Defizit
Einführung	bis t_3	-100
Reife	ab t_4 (bis ewig)	+200

E hat bereits Geldgeber gefunden, die ihm Mittel zur Finanzierung seines risikoreichen Projekts zu 12% p. a. zur Verfügung stellen würden. Bei einer Vermarktung unter eigenem Namen würde in der Öffentlichkeit die technische Leistung des E sicher breite Anerkennung finden.

Der Unternehmer U ist am Kauf der Firma des E für seinen Konzern interessiert. U könnte durch Nutzung bestehender Distributionskanäle und unter Einsatz seines bekannten Markennamens statt des unbekanntenen Namens von E die Dauer der Einführungsphase von drei Jahren auf ein Jahr verkürzen. Die lukrative Reifephase könnte damit schon in t_2 beginnen. U hat die Möglichkeit einer Finanzierung zu 8% p. a., da potenzielle Geldgeber aufgrund der großen Erfahrung von U und seinen Mitarbeitern sowie seiner erwiesenen Seriosität von einem geringeren Ausfallrisiko für ihr Kapital ausgehen.

Aufgaben:

1. Berechnen Sie auf t_0 bezogen den rein finanziellen Wert, den das Unternehmen für E und U besitzt.
2. Berücksichtigen Sie nun neben der Zielart/Nutzenart Vermögensmaximierung auch die Zielart/Nutzenart Ansehensmaximierung. Gehen Sie zur Lösung von Zielkonflikten davon aus, dass E seiner eigenen Aussage nach indifferent zwischen 300 Geldeinheiten und der Berühmtheit als Erfinder ist.
3. Im Gegensatz zu den oben getroffenen Annahmen sollen E und U verschiedene Vorstellungen von der künftigen Marktentwicklung für das Produkt haben. E geht davon aus, dass das

Produkt einen dauerhaft vorhandenen und sogar steigenden Bedarf befriedigt. So soll der Überschuss von 200 in t_4 künftig jährlich um 5% wachsen. U nimmt hingegen an, dass die Konkurrenz bei der Entwicklung von Ersatzprodukten nicht schläft und das Produkt daher nach t_{10} keinerlei Absatzchancen mehr besitzt. Bis dahin sollen die Absatzzahlen in etwa konstant bleiben. Berechnen Sie die neuen Unternehmenswerte für E und U.

4. Grenzen Sie die Begriffe Typisierung und Objektivierung voneinander ab.

Lösungen:

zu 1.

Bzgl. des Subjektbezugs unterscheiden sich der Erfinder E und der Unternehmer U in folgenden Punkten:

	Erfinder E	Unternehmer U
Dauer der Einführungsphase	3 Jahre	1 Jahr
Finanzierungskosten	12%	8%
„Wert“ des Ziels: Ansehen	wird mit 300 quantifiziert	Null

Ohne den Wert des Ziels „Ansehen“ ergibt sich für den Erfinder E ein Unternehmenswert (Preisuntergrenze) nach folgender Rechnung:

Zeitpunkt	t_0	t_1	t_2	t_3	ab t_4
Zahlungsüberschuss		-100	-100	-100	(+200)
Restwert					+1.666,67
Barwertfaktor ($i = 12\%$)		0,8929	0,7972	0,7118	
Einzelbarwert		-89,29	-79,72	-71,18	+1.186,30
Preisuntergrenze E		+946,12			

Der Restwert ergibt sich aus der unendlichen Rente des Zahlungsüberschusses ab t_4 :

$$\text{Restwert}_3 = \frac{Z\ddot{U}_4}{i} = \frac{+200}{0,12} = +1.666,67$$

Um zu dem Gesamtunternehmenswert zu gelangen, ist der Restwert noch auf den Bewertungszeitpunkt t_0 abzuzinsen.

$$\text{Restwert}_{t_0} = \frac{\text{Restwert}_{t_3}}{(1+i)^3} = \frac{+1.666,67}{1,12^3} = +1.186,30$$

Zusammen mit dem Barwert der Zahlungsüberschüsse des Detailprognosezeitraums ergibt sich dann der Unternehmenswert. Die Preisuntergrenze des Erfinders E beträgt somit 946,12.

Der potenzielle Wert für den Käufer U (Preisobergrenze) liegt nach folgender Rechnung bei 2.222,16.

Zeitpunkt	t_0	t_1	ab t_2
Zahlungsüberschuss		-100	(+200)
Restwert		+2.500	
Barwertfaktor ($i = 8\%$)		0,9259	
Einzelbarwert		-92,59	
		+2.314,81	
Preisobergrenze U	+2.222,22		

Damit ergibt sich ein Einigungsbereich zwischen der Preisuntergrenze des Verkäufers i. H. von 946,12 und der Preisobergrenze des Käufers i. H. von 2.222,22.

Die unterschiedlichen Preisgrenzen sind Ausdruck des „Subjektbezugs der Bewertung“, da bei Käufer und Verkäufer auf die individuelle subjektive Situation abzustellen ist.

zu 2.

Der Verkäufer E würde sich in seiner ökonomischen Position dann verschlechtern, wenn die Verkaufsverhandlungen zu einem Verhandlungsergebnis (Preis) von z. B. 1.000 führen.

Berücksichtigt E nämlich auch den Ansehensverlust durch den Verkauf, den er mit 300 veranschlagt, so ergibt sich eine Preisuntergrenze für E von 1.246,12 (946,12 + 300). Er muss also mindestens 1.246,12 als Verkaufspreis erzielen, damit er sich durch den Verkauf nicht in seiner Nutzenposition verschlechtert.

zu 3.

Die unterschiedlichen Planungsannahmen über die künftige Marktentwicklung wirken sich auf die Preisgrenzen folgendermaßen aus:

Zeitpunkt	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	ab t ₄
Zahlungsüberschuss		-100	-100	-100	(+200)
Restwert				+2.857,14	
Barwertfaktor (i = 12%)		0,8929	0,7972	0,7118	
Einzelbarwert		-89,29	-79,72	-71,18	+2.033,66
Barwertsumme	+1.793,47				
+ Wert des Ansehensverlustes	+300,00				
= Preisuntergrenze E	+2.093,47				

Der Restwert ergibt sich aus der unendlichen Rente der Zahlungsüberschüsse ab t₄. Allerdings sollen diese um eine konstante Wachstumsrate „g“ jährlich steigen:³

$$\text{Restwert}_3 = \frac{\text{ZÜ}_4}{i-g} = \frac{+200}{0,12-0,05} = +2.857,14$$

Um zu dem Gesamtunternehmenswert zu gelangen, ist der Restwert noch auf den Bewertungszeitpunkt t₀ abzuzinsen.

$$\text{Restwert}_0 = \frac{\text{Restwert}_3}{(1+i)^3} = \frac{+2.857,14}{1,12^3} = +2.033,66$$

Zusammen mit dem Barwert der Zahlungsüberschüsse des Detailprognosezeitraums und dem Wert des Ansehensverlustes ergibt sich dann der Unternehmenswert. Die Preisuntergrenze des Erfinders E beträgt somit 2.093,47.

Für den Verkäufer errechnet sich folgende Preisobergrenze:

Zeitpunkt	t ₀	t ₁	t ₂₋₁₀	ab t ₁₁
Zahlungsüberschuss		-100	(+200)	(0)
Rentenbarwertfaktor (9 Jahre/i = 8%)			6,2469	
Rentenwert (t ₂ bis t ₁₀)		+1.249,38		
Barwertfaktor (i= 8%)		0,9259		
Einzelbarwert		-92,59	+1.156,80	
Preisobergrenze U	+1.064,21			

³ Die Zahlungsüberschüsse ab t₄ wachsen in einer unendlichen geometrischen Reihe mit der Wachstumsrate „g“ (sog. Gordon-Wachstumsmodell).

Der Rentenbarwertfaktor 6,2469 berechnet sich mit

$$RBF_i^{n\text{Jahre}} = \frac{(1+i)^n - 1}{i \cdot (1+i)^n} = \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} = \frac{1 - (1+8\%)^9}{8\%}$$

Die Preisuntergrenze des Verkäufers E steigt unter Berücksichtigung des Ansehensverlustes auf 2.093,47 und die Preisobergrenze des Käufers U fällt auf 1.064,21. Es liegt folglich kein positiver Einigungsbereich vor.

Der Grund ist in den unterschiedlichen Planungsannahmen über die künftige Entwicklung zu sehen. Hierin wird die „Subjektivität des Bewerter“ (individuelle Ermessens- und Schätzspielräume) deutlich.

zu 4.

Der Subjektbezug der Bewertung (Bewertungssubjektivität) ist strikt zu trennen von der Subjektivität des Bewerter (Bewertersubjektivität).

Es ist heute unstrittig, dass eine Unternehmensbewertung subjektbezogen – genauer: eignerbezogen – ausgerichtet sein muss, um den finanziellen und nicht-finanziellen Nutzen widerzuspiegeln, den eine bestimmte Person mit dem Bewertungsobjekt „Unternehmung“ verbindet. Bei der Bewertung ist folglich grundsätzlich auf die subjektiven Ziele und Präferenzen des Bewertungssubjektes abzustellen. Im obigen Beispiel zeigt sich der Subjektbezug der Bewertung

- ▶ in den unterschiedlichen Finanzierungskosten,
- ▶ in der Dauer der Einführungsphase und
- ▶ in der Stellung des Ziels „Ansehen“.

Allerdings sind Situationen denkbar, in denen an Durchschnittsverhältnissen orientierte *Typisierungen* notwendig sind. Bspw. dann, wenn der Eigentümer (z. B. als Inhaberaktionär) nicht direkt bekannt ist, wenn nicht alle seine bewertungsrelevanten Merkmale (z. B. seine Risikoeinstellung oder sein Einkommensteuersatz) bekannt sind oder wenn z. B. von einer Entscheidung auf Unternehmensebene eine Mehrzahl von Eignern gleichzeitig betroffen ist.

Die Subjektivität des Bewerter resultiert aus der Aufgabe des Bewertens. Bewerten bedeutet letztlich ein Urteilen über die Bedeutung wertrelevanter Eigenschaften durch den Bewerter. Diese Urteile sind stets subjektiv.

Die Subjektivität des Bewerter kann durch geeignete *Objektivierungen* eingeschränkt werden. Objektivierung in diesem Sinne bedeutet, dass die Annahmen zur Wertfindung durch Dritte nachprüfbar sein müssen.

Literaturhinweise: *Henselmann, K.*: Gründe und Formen typisierter Unternehmenswerte, BFuP 2006, S. 149 ff.; *Moxter, A.*: Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl.,

1983, S. 23 ff.; *Sigloch, J.*: Ökonomische Grundfragen der Unternehmensbewertung, Jura 1987, S. 586.

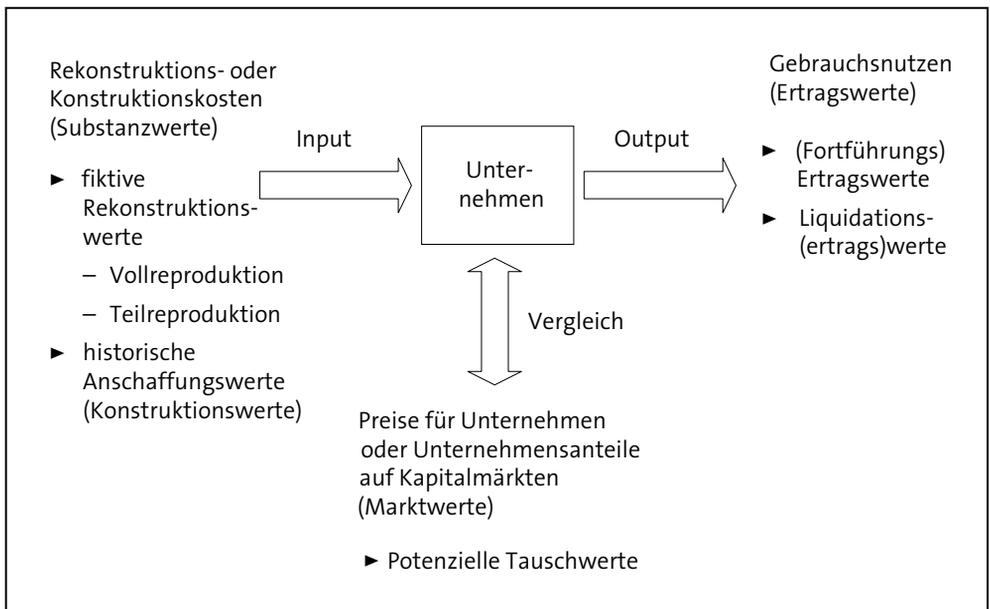
FALL 4: Verfahrens- und Methodenüberblick

Aufgabe:

Systematisieren Sie die unterschiedlichen Bewertungsmethoden.

Lösung:

Für die Bewertung von Unternehmen sind grundsätzlich drei verschiedene Ansatzpunkte denkbar:



- ▶ Die Summe des Gebrauchsnutzens, den der Eigentümer als Output aus dem Unternehmen bezieht (= **outputorientierter Gebrauchswert**).

Der subjektive Wert kann als Gebrauchswert oder Nutzwert, als Grenzpreis oder Entscheidungswert bezeichnet werden. Da er von den künftigen Zielbeiträgen („Erträgen“) ausgeht, spricht man auch vom Ertragswert⁴, Zukunftsertragswert oder Zukunftserfolgswert. Die Ertragswerte der Parteien tragen den subjektiven Unterschieden Rechnung.

Da der Ertragswert von den durch die künftige Nutzung des Unternehmens ermöglichten Zielbeiträgen ausgeht, sind Annahmen hinsichtlich der Art und Dauer dieser Nutzung von entscheidender Bedeutung. Neben

- dem eben skizzierten (Fortführungs-)Ertragswert, der auf der Annahme einer Fortführung der Unternehmenstätigkeit in unveränderter oder modifizierter Form beruht,
- kommt dem Liquidations(ertrags)wert als Extremform der Nutzung des Unternehmens eine besondere Rolle zu. Hier geht man von einer Zerschlagung des Unternehmens unter Veräußerung aller verkehrsfähigen Einzelgüter aus.

- ▶ Die Ausgaben, die ein Investor heute für einen exakten Nachbau des Unternehmens „auf der grünen Wiese“ begleichen müsste oder die früher tatsächlich bezahlt wurden (= **input-orientierte Werte**).

Rekonstruktionswerte nennt man auch Reproduktions- oder Substanzwerte. Es treten die Varianten des Voll- und Teilrekonstruktionswerts auf:

- Für den Vollrekonstruktionswert setzt man alle Faktoren an, die man beim Nachbau des Gesamtunternehmens benötigt. Dabei handelt es sich sowohl um materielle Bestandteile (z. B. Gebäude, Büroeinrichtung, Warenlager, Geldanlagen) als auch um immaterielle Komponenten (z. B. technisches Know-how, Marktkenntnisse, Bekanntheitsgrad und Image bei potenziellen Kunden, Kundenstamm). Der Vollrekonstruktionswert stellt zumindest eine Obergrenze für die Bewertung des Unternehmens dar, da kein Käufer für ein Gut mehr bezahlen würde, als er selbst dafür aufwenden müsste. Die hiermit verbundenen Zahlungen sind aber nur sehr schwer abschätzbar.
- Eine Vereinfachung stellt der Teilrekonstruktionswert dar (auch Substanzwert i. e. S.), der die Summe aller Ausgaben bei Beschaffung aller einzeln verkehrsfähigen Wirtschaftsgüter umfasst.

Bei den als Anschaffungswerte oder Konstruktionswerte bezeichneten Bewertungstechniken geht man davon aus, was die Eigentümer für die Beschaffung oder Errichtung der einzelnen Wirtschaftsgüter früher tatsächlich ausgegeben haben (im Unterschied zum Teilrekonstruktionswert, der angibt, was man heute fiktiv „hineinstecken“ müsste). In diese Kategorie fallen bspw. die bilanziellen Anschaffungs- und Herstellungskosten. Ihre Aussagekraft für die Unternehmensbewertung ist äußerst gering.

- ▶ Der **potenzielle Tauschwert**, den das Unternehmen oder der Unternehmensanteil auf den Kapitalmärkten im Falle einer Eigentumsaufgabe besitzt, und der durch Vergleich mit anderen Preisen abgeschätzt wird (= marktbezogene Tauschwerte, marktorientierte Werte).

4 Ertragswert verstehen wir hier in einem allgemeinen übergeordneten Begriffsverständnis und damit synonym mit Zukunftserfolgswert.

FALL 5: Funktionenlehre

Sachverhalt:

Die Funktionenlehre wurde als Ergebnis des Streits zwischen der subjektiven Wertlehre und der objektiven Bewertungslehre entwickelt. Nachdem sich der subjektive Wertbegriff grundsätzlich etabliert hatte, kam es zum Widerstand gegen dessen Allgemeingültigkeitsanspruch. Seine Vertreter mussten schließlich zugestehen, dass bei verschiedenen Bewertungsanlässen zu Recht auch andere Wertkategorien – wie bspw. der Verkehrswert – gefordert werden. Als Ergebnis der Diskussion kristallisierte sich die Funktionenlehre heraus. Nach der Funktionenlehre kommt es für die konkrete Durchführung der Bewertung auf die Funktion des Werts, d. h. seinen Zweck oder seine Zielsetzung an.

Aufgaben:

1. Stellen Sie die Funktionenlehre der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre dar.
2. Vergleichen Sie diese mit der Funktionenlehre des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) und des Österreichischen Standards KFS BW 1.
3. Diskutieren Sie eine mögliche Neuordnung der Funktionenlehre.

Lösungen:

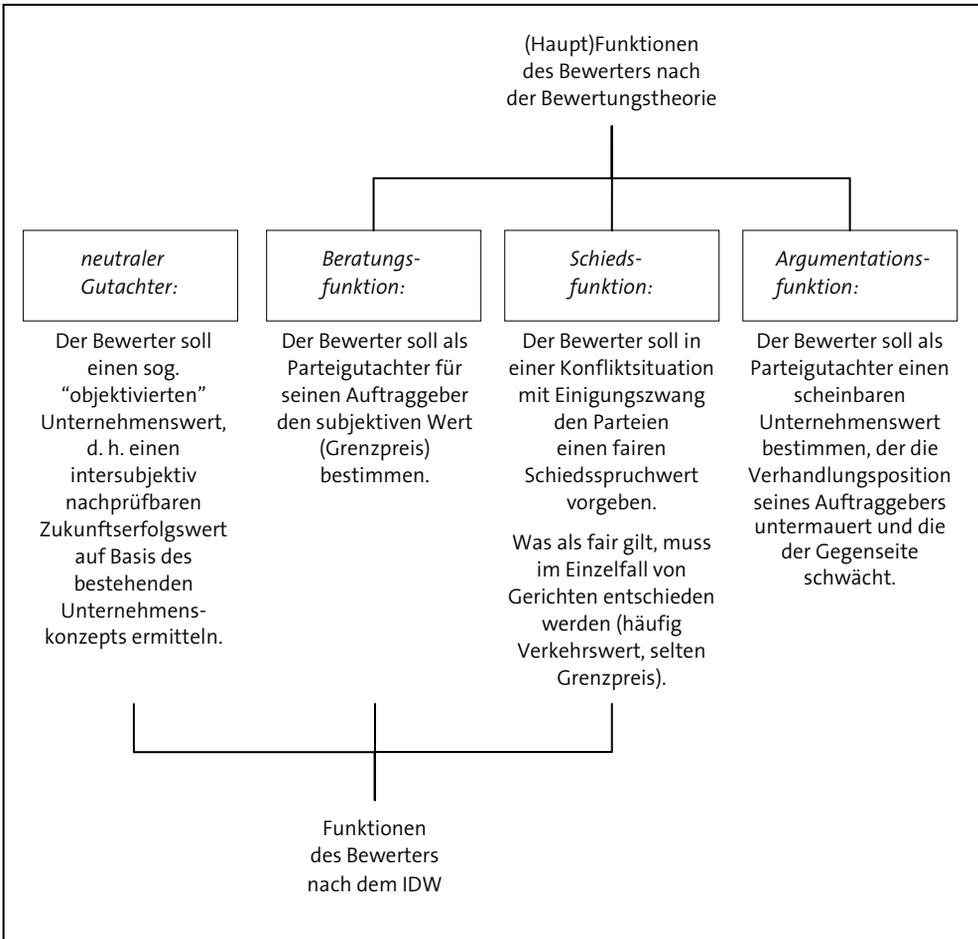
zu 1.

Nach Auffassung der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie – der sog. Kölner Schule – kann der Bewerter zunächst in der Rolle eines **Parteiberaters** unter Berücksichtigung der subjektiven Möglichkeiten des Käufers oder Verkäufers den jeweiligen Grenzpreis ermitteln.

Als neutraler **Schiedsgutachter** hat er die Aufgabe, bei Konfliktsituationen (z. B. Bestimmung der Höhe des Pflichtteils) eine vermittelnde Position zwischen den beteiligten Parteien einzunehmen und unter Einbeziehung von Gerechtigkeitserwägungen einen fairen Unternehmenswert vorzuschlagen. Hierbei handelt es sich nur ausnahmsweise um Grenzpreise (so insbesondere im Entschädigungsrecht, in dem der Geschädigte nicht schlechter gestellt werden soll, als er ohne Eintritt des schadenstiftenden Ereignisses gestanden hätte), meist wird hingegen auf den sog. Verkehrswert abgestellt. Welcher Wert im Einzelnen als gerecht anzusehen ist, muss von Fall zu Fall durch Gesetzgeber und Gerichte festgesetzt werden. Der Schiedsgutachter hat dann die Aufgabe, das vorgegebene Bewertungsziel (z. B. Verkehrswert) mit Hilfe einer geeigneten Bewertungsmethode umzusetzen.

Drittens kann der Bewerter i. S. eines **Parteiberaters** zu Argumentationszwecken bei Verhandlungen auch scheinbare Werte berechnen, die gar nicht seinen persönlichen Erwartungen entsprechen. Ziel ist es jedoch, diese Werte an die Verhandlungsgegenseite zu übermitteln und

damit eine Veränderung der Einstellungen der Gegenpartei zu erreichen. Dieser sog. Argumentationswert ist somit lediglich ein scheinbarer Unternehmenswert, der aus Gründen der Verhaltenssteuerung der Verhandlungsgegner berechnet wird.



zu 2.

Die Funktionen eines Bewerter nach dem Institut der Wirtschaftsprüfer sind nur teilweise mit denen der Bewertungstheorie deckungsgleich. Einvernehmen besteht hinsichtlich der Funktionen als **Parteiberater** zur Bestimmung von Grenzpreisen sowie als **neutraler Schiedsgutachter** (vgl. IDW S 1 (2008), Tz. 12).

Die Berechnung von **Argumentationswerten** wird hingegen nicht als Aufgabe des Wirtschaftsprüfers – als Unternehmensbewerter – genannt. Ursache für diesen Unterschied ist vermutlich die Tatsache, dass die Ermittlung „täuschender“ Werte dem Berufsbild und der Berufsethik von

Wirtschaftsprüfern entgegenläuft. Da der Wirtschaftsprüfer neben seiner möglichen Betätigung als Unternehmensbewerter in der Hauptsache andere Aufgaben erfüllt, bei denen die Überzeugung von seiner Seriosität zwingend erforderlich ist, wäre es zumindest sehr gefährlich, sich offiziell zur Berechnung von entsprechenden Unternehmenswerten zu bekennen.

Auf der anderen Seite nennt das IDW i. S. eines Vermittlers und **neutralen Gutachters** auch noch die Aufgabe, einen objektivierten Unternehmenswert (siehe auch Fall 6) festzustellen (IDW S 1 (2008) Tz. 12 und 29).

Der Bewerter soll mit dem sog. „objektivierten Unternehmenswert“ einen „intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner“ ermitteln. „Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren“.

Bei dieser Bewertungsaufgabe wurde häufig kritisch hinterfragt, ob die vom IDW vorgeschlagene Technik zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nicht in Wirklichkeit den Verkäufer benachteiligt, da sie im Wesentlichen seinen Grenzpreis widerspiegelt.⁵ Als typisierende Referenzgruppe der Eigentümer wird beim objektivierten Unternehmenswert die Menge aller Kapitalmarktteilnehmer verwendet. Damit gehen lediglich die durchschnittlichen Erwartungen und Präferenzen von typischen Geldanlegern in die Bewertung ein.

Vom IDW wird vorgebracht, dass der objektivierte Unternehmenswert lediglich den Abschluss eines ersten Bewertungsschritts darstellt und auch bei Tätigwerden in der Bratungsfunktion im zweiten Schritt subjektive Bewertungskomponenten in die Bewertung einfließen können. Zwar handelt es sich bei dieser Zweiteilung der Bewertung um eine theoretisch unnötige Aufspaltung des Bewertungsvorgangs, da man ja unmittelbar die richtigen subjektiven Werte hätte einsetzen können, allerdings ist diese Vorgehensweise auch aus der Perspektive des Wirtschaftsprüfers durchaus verständlich. Der Wirtschaftsprüfer als Unternehmensbewerter handelt als Beauftragter. Daher ist es für ihn erforderlich, dass er sich gegen mögliche Einwände seines Auftraggebers absichern kann. Durch den Rückgriff auf objektivierte Bewertungsgrundlagen und Annahme der Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts im ersten Bewertungsschritt wird diese Absicherung erleichtert. Auch kann der Auftraggeber die einzelnen Bewertungsschritte nachvollziehen, da der Wirtschaftsprüfer eine entsprechende Dokumentation anlegt und im ersten Bewertungsschritt lediglich von Fakten, hingegen nicht von bloßen subjektiven Vermutungen und subjektiven Erwartungen ausgeht.

⁵ Vgl. *Schildbach, T.*: Der Verkäufer und das Unternehmen „wie es steht und liegt“, ZfbF 1995, S. 620-632.

Nach IDW S 1 ist vorgesehen, dass die Funktion in welcher der Wirtschaftsprüfer tätig wird, die relevante Wertart (objektivierter Unternehmenswert, subjektiver Unternehmenswert, Schiedswert) bestimmt. In der Funktion des neutralen Gutachters hat der deutsche Wirtschaftsprüfer danach zwingend einen objektivierten Unternehmenswert zu ermitteln.

Der für österreichische Wirtschaftstreuhandler relevante Standard KFS BW 1 (2014) sieht dagegen keine starre Koppelung der Funktion des Bewerter und der Wertart vor. Nach KFS BW 1 (2017) Tz. 21. kann der Wirtschaftstreuhandler z. B. auch als Berater einen objektivierten Unternehmenswert ermitteln. Damit soll insbesondere die primäre Maßgeblichkeit des Bewertungszweckes und der damit verbundenen Wertart betont werden. Die Funktion, in der der Wirtschaftstreuhandler tätig wird, tritt in den Hintergrund.⁶

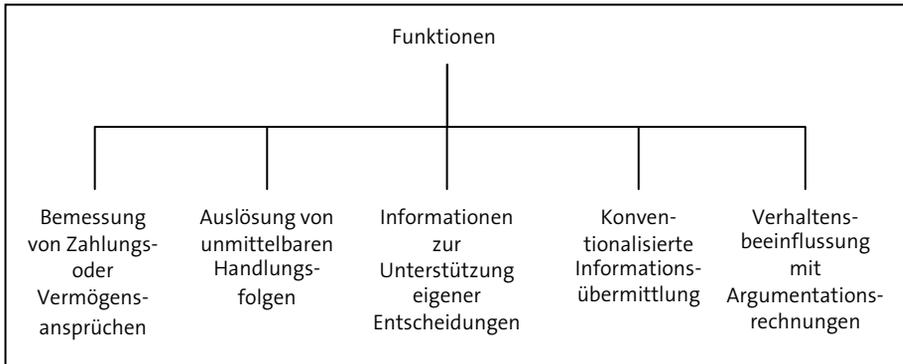
zu 3.

Bei der betriebswirtschaftlichen Funktionenlehre tritt neben die genannten drei Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung (Beratungsfunktion, Schiedsfunktion und Argumentationsfunktion) eine Reihe von Nebenfunktionen wie z. B. Steuerbemessungsfunktion, Bilanzfunktion, Informationsfunktion, Kommunikationsfunktion, Vertragsgestaltungsfunktion.

- ▶ Hier werden im Gegensatz zu den Hauptfunktionen auch periodische Bewertungsanlässe – wie z. B. die Aufstellung von Steuerbilanzen und Handelsbilanzen – erfasst.
- ▶ Die vorgeschlagenen Nebenfunktionen überschneiden sich teilweise. Bspw. treffen Bilanzfunktion und Steuerbemessungsfunktion bei der Steuerbilanz zusammen und die Informations- und Kommunikationsfunktion sind teilweise deckungsgleich.
- ▶ Neuere Entwicklungen, bei denen die Unternehmensbewertung als laufende Rechnung zur Planung und Kontrolle des Unternehmensgeschehens ohne Eigentumswechsel Einsatz findet – z. B. wertorientiertes Management -, lassen sich zumindest in den Hauptfunktionen nicht wiederfinden.
- ▶ Bewertungen, die mit dem Ziel einer Auslösung von Rechtsfolgen über die bloße Feststellung von Zahlungen hinaus – z. B. Überschuldungsprüfung – stattfinden, fehlen in der Funktionenlehre bislang völlig.

Eine Neuordnung der Bewertungsfunktionen könnte daher folgendermaßen aussehen:

6 Vgl. Mandl, G. / Rabel, K.: Gegenüberstellung der neuen Fachgutachten IDW S 1 und KFS BW1, RWZ 2006, S. 102-107.



Im Einzelnen gilt:

► **Bemessung von Zahlungs- oder Vermögensansprüchen:**

In vielen Fällen sind monetäre Ansprüche zwischen zwei Parteien dem Grunde nach unstrittig, allerdings muss der genaue Betrag noch festgesetzt werden. Hierauf weisen bereits die „Schiedsfunktion“ und die „Steuerbemessungsfunktion“ der klassischen Funktionenlehre hin. Unternehmensbewertungen dienen hier dazu, die Höhe des Anspruchs oder der Verpflichtung genauer zu konkretisieren. Ansprüche können in Form von Zahlungen (z. B. Abfindungen) oder sonstigen mittelbar werthaltigen Ansprüchen (z. B. Umtauschverhältnisse von Aktien bei Fusionen) auftreten.

► **Auslösung von unmittelbaren Handlungsfolgen:**

Ergebnisse von Unternehmensbewertungen können unmittelbar Handlungsgebote oder -verbote für die Unternehmensleitung und Eingriffsrechte dritter Personen auslösen. Sobald etwa festgestellt wird, dass eine Kapitalgesellschaft „überschuldet“ ist (d. h. die Schulden nicht vom Vermögen gedeckt werden), muss die Geschäftsführung die Eröffnung des Insolvenzverfahrens beantragen (§ 64 Abs. 1 GmbHG, § 92 Abs. 2 AktG), es liegt ein Insolvenzgrund vor (§ 19 Abs. 1 InsO). Ist ferner die im Rahmen der Privatautonomie vereinbarte Abfindung beim Ausscheiden eines Gesellschafters aus dem Unternehmen sehr niedrig, so liegt faktisch eine unzulässige Kündigungsbeschränkung vor. Per Gericht kann die Anpassung des Abfindungsbetrags erwirkt werden.

► **Lieferung von Informationen zur Unterstützung eigener Entscheidungen:**

Eine häufige Aufgabe von Unternehmensrechnungen besteht in der Bereitstellung von Informationen zur eigenen Entscheidungsunterstützung. Die „Beratungsfunktion“ der klassischen Funktionenlehre soll bei Unternehmenskäufen denjenigen Betrag ermitteln, den ein Käufer höchstens bezahlen kann bzw. ein Verkäufer mindestens erhalten muss, will er sich nicht schlechter stellen als bei Unterlassung der Transaktion. Aus heutiger Sicht ist aber der Kreis von Entscheidungen, die durch Unternehmensbewertungen unterstützt werden sollen, sehr viel weiter zu fassen. Einige Beispiele sind: Angemessenheitsbeurteilungen von angebotenen Transaktionspreisen (Fairness Opinion), Entscheidungen über die Gesamtunternehmensstrategie, insbesondere das künftige Portfolio an Geschäftsfeldern; im Rahmen der Geschäftsfeldstrategie z. B. die Neueinführung, Variation und Elimination von Produkten, die Wahl der Finanzierungsstrategie und konkreter Finanzierungsformen.

► **Konventionalisierte Informationsübermittlung:**

Auch die Entscheidungen außen stehender Eigentümer, Fremdkapitalgeber, Kunden und Lieferanten können und sollten durch die Rechnungslegung unterstützt werden. Die klassische Funktionenlehre trägt diesen Anforderungen im Rahmen der als „Informations-“, „Bilanz-“ oder „Kommunikationsfunktion“ bezeichneten Nebenfunktionen Rechnung. Es ist zu beachten, dass bei der Lieferung von Informationen zur Unterstützung von Entscheidungen Dritter gravierende Probleme auftreten: So existieren Interessenkonflikte zwischen dem Bewerter (z. B. Geschäftsleitung) und dem Adressaten. Deshalb empfiehlt es sich, Bewertungskonventionen einzuführen, die zwar (wie der bilanzielle Buchwert des Vermögens) den tatsächlichen Unternehmenswert nur grob wiedergeben, die aber weniger leicht vom Bewerter „manipuliert“ werden können. Werden diese Regeln nicht stets von Neuem ausgehandelt, sondern durch Vorschriften zur Rechnungslegung (z. B. im HGB oder nach IFRS) normiert, so lassen sich Kostenvorteile erzielen.

► **Verhaltensbeeinflussung mit Argumentationsrechnungen:**

Nicht selten werden Bewertungen speziell mit dem Anliegen angefertigt, beim Adressaten die Einstellung und letztlich sein Verhalten in eine bestimmte Richtung zu lenken. Bspw. versucht ein Kaufinteressent für ein Unternehmen, der dem potenziellen Verkäufer eigene niedrigere Wertberechnungen vorlegt, mit Hilfe dieser „Argumentationswerte“ die Preisforderung des Verkäufers zu „drücken“. Im Falle von Vertragsverhandlungen besteht kein Einigungszwang. Ein Abschluss erfolgt nur, wenn sich alle Seiten einen Nutzen davon versprechen. Außerdem können Unternehmensbewertungen auch den vorteilhaften Ausgang von Anspruchsstreitigkeiten, z. B. über eine Abfindungshöhe, begünstigen. Zunächst wird i. d. R. eine gütliche Einigung angestrebt. Scheitern jedoch die Verhandlungen über einen Kompromiss, so wird der Konflikt einem (Schieds-)Richter übertragen, der über die konkrete Anspruchsbemessung entscheiden muss. Die Betroffenen werden dabei regelmäßig versuchen, durch Argumente das Urteil des Richters zu ihren Gunsten zu beeinflussen.

FALL 6: Objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1 (Deutschland) bzw. KFS BW 1 (Österreich)

Aufgabe:

Was ist der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1, wie hat sich das inhaltliche Verständnis seit 1983 weiterentwickelt und welchen zentralen Unterschied weist der objektivierte Unternehmenswert nach KFS BW 1 für Österreich auf? Welche wesentlichen Änderungen haben sich durch den KFS BW 1 in Österreich ergeben?

Lösung:

Die Wertart **objektivierter Unternehmenswert** ist in Deutschland im IDW S 1 sowie in Österreich in KFS BW 1 geregelt. Jedoch gibt es zwischen beiden Unterschiede im Detail. Im „FEE BV Stan-

dard for Small and Medium Sized Enterprises 2001⁷, der ansonsten Parallelen zum IDW S 1 2000 aufweist, wird auf den objektivierten Unternehmenswert (und die Funktion des Wirtschaftsprüfers als neutraler Gutachter) nicht eingegangen.⁸

Der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 wird als ein Ertragswert verstanden, der mit einer nachvollziehbaren Methodik einen von den individuellen Parteien unabhängigen Wert des Unternehmens ausdrücken soll.⁹

Der frühere HFA 2/83 B 4 a) und b) definierte den objektivierten Unternehmenswert wie folgt:

„Der objektivierte Unternehmenswert drückt den Wert des im Rahmen des vorhandenen Unternehmenskonzeptes fortgeführten Unternehmens, bezogen auf eine Alternativinvestition am Kapitalmarkt, aus. Er stellt damit den Wert des unverändert belassenen Unternehmens ‘so, wie es steht und liegt’ dar.“

In seiner Funktion als neutraler Gutachter sollte der Wirtschaftsprüfer den objektivierten Unternehmenswert als Ausgangsgrundlage für Preisverhandlungen vorlegen.

IDW S 1 (2000) Tz. 12 konkretisiert den Begriff des objektivierten Unternehmenswerts wie folgt:

„... Der objektivierte Unternehmenswert ist ein typisierter Zukunftserfolgswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen seiner Marktchancen und -risiken, finanziellen Möglichkeiten sowie sonstigen Einflußfaktoren ergibt.“

Über einzelne Typisierungsannahmen wurde der Begriff des objektivierten Unternehmenswerts weiter inhaltlich konkretisiert. Nach IDW S 1 (2000) waren dies insbesondere:

- ▶ Zum Stichtag bereits eingeleitete Maßnahmen
- ▶ Sog. unechte Synergieeffekte
- ▶ Vollausschüttungsannahme
- ▶ Typisierte Managementfaktoren
- ▶ Ertragsteuern der Unternehmenseigner
- ▶ Maßgeblichkeit des Sitzlandes des zu bewertenden Unternehmens
- ▶ Kapitalisierungszinssatz bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte

Wesentlichste Änderungen gegenüber HFA 2/83 war die Verankerung der generellen Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern sowie die Konkretisierung der Berücksichtigung zum Stichtag bereits eingeleiteter Maßnahmen bei Ertragswertermittlungen nach IDW S 1.

7 Die FEE ist eine Interessenvereinigung der europäischen Wirtschaftsprüfer, www.fee.be. Zu nationalen und internationalen Standards im Überblick wird auf den Anhang verwiesen.

8 Relevant sind im FEE-Standard lediglich die Beratungs- und die Schiedsfunktion.

9 IDW S 1 2008, 2005 und 2000 jeweils Tz. 12.

Mit der Fassung 2005 wurde die konkretisierende Definition des objektivierten Unternehmenswerts räumlich den einzelnen Typisierungsannahmen für die finanziellen Überschüsse in Tz. 41 vorangestellt sowie um inhaltlich klarstellende Aspekte (wie die intersubjektive Nachprüfbarkeit und die Perspektive einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner) erweitert:

„Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen typisierten und intersubjektiv nachprüf-
baren Zukunftserfolgswert aus der Perspektive einer inländischen, unbeschränkt steuer-
pflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unter-
nehmens in unverändertem Konzept und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im
Rahmen der Marktchancen, – risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens
sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt.“

In IDW S 1 (2005) wurden die einzelnen Typisierungsannahmen insbesondere hinsichtlich des neu eingeführten TAX-CAPM angepasst. Darüber hinaus wurde auch die Berücksichtigung von noch nicht begonnenen, aber zumindest bereits im Unternehmenskonzept dokumentierten Maßnahmen zugelassen:

- ▶ Zum Stichtag bereits eingeleitete oder im Unternehmenskonzept dokumentierte Maß-
nahmen
- ▶ Sog. unechte Synergieeffekte
- ▶ Ausschüttungsannahme
- ▶ Typisierte Managementfaktoren
- ▶ Ertragsteuern der Unternehmenseigner
- ▶ Maßgeblichkeit des Sitzlandes des zu bewertenden Unternehmens
- ▶ Kapitalisierungszinssatz bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte

Zeitgleich zur Verabschiedung des IDW S 1 (2005) wurde mit IDW RS HFA 10 (2005) erstmals ein Bewertungsstandard zur Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses verabschiedet. In Tz. 4 findet sich mit Bezug zu IDW S 1 die folgende Definition des objektivierten Unternehmenswerts:

„Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen typisierten Zukunftserfolgswert aus der
Perspektive eines potenziellen inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners
bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept auf sog. Stand-Alone-Basis
dar. Er kann zugleich als der Wert interpretiert werden, den ein beliebiger potenzieller Er-
werber als Ausgangspunkt für die Ermittlung des Kaufpreises der Beteiligung zugrunde le-
gen würde.“

Der zweite Satz der obigen Definition greift den Gedanken aus HFA 2/83 wieder auf, wo explizit der objektivierte Unternehmenswert als Ausgangspunkt von Preisverhandlungen benannt wurde. In IDW S 1 2000/2005/2008 findet sich diese Konkretisierung des Bewertungszwecks dagegen nicht mehr explizit.

Mit IDW S 1 (2008) Tz. 29 folgt die Definition des objektivierten Unternehmenswerts der Weiterentwicklung des IDW Standards.

„Der objektivierter Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbarer Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des objektivierter Unternehmenswerts anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich.“

Dabei wurden die einzelnen Typisierungsannahmen insbesondere hinsichtlich der neu eingeführten anlassbezogenen Trennung nach mittelbarer und unmittelbarer Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner weiterentwickelt:

- ▶ Zum Stichtag bereits eingeleitete oder im Unternehmenskonzept dokumentierte Maßnahmen
- ▶ Sog. unechte Synergieeffekte
- ▶ Ausschüttungsannahme
- ▶ Managementfaktoren
- ▶ Ertragsteuern der Unternehmenseigner
- ▶ Kapitalisierungszinssatz bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte

In Österreich erlaubt der Begriff des „objektivierter Unternehmenswerts“ in KFS BW 1 (2014) Tz. 16 noch wesentlich mehr Flexibilität bei den Bewertungsannahmen:

„Der objektivierter Unternehmenswert wird unter typisierenden Annahmen mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens ermittelt. Er repräsentiert jenen Unternehmenswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie der sonstigen Einflussfaktoren ergibt. Bestehen rechtliche Vorgaben für die Wertermittlung, richten sich der Blickwinkel der Bewertung sowie der Umfang der erforderlichen Typisierungen und Objektivierungen nach den für die Wertermittlung relevanten rechtlichen Regelungen.“

Diese Definition sieht somit einen anlassbezogenen Umfang von Typisierungen und Objektivierungen in Abhängigkeit der jeweils für den konkreten Bewertungsanlass geltenden rechtlichen Regelungen vor. Insbesondere soll der Zweck der rechtlichen Regelung maßgeblich sein, für den Umfang von Typisierungen und Objektivierungen. Die Typisierungen sollen sich dabei auf ein vom konkreten Bewertungsanlass abhängiges Bewertungsobjekt beziehen. Damit ist auch die Berücksichtigung individueller Bewertungsfaktoren nicht per Definition ausgeschlossen. Je nach Zweck der rechtlichen Regelungen unterschiedlicher Bewertungsanlässe

kann es daher unterschiedliche „objektivierte Unternehmenswerte“ zum gleichen Stichtag geben, da sich der Umfang von Typisierungen und Objektivierungen unterscheiden kann.¹⁰

Wie bereits erwähnt, wurde mit Einführung der mittelbaren und unmittelbaren Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner in IDW S 1 2008 auch hier ein anlassbezogen teilweise unterschiedlicher Typisierungsumfang geschaffen.

Gegen unterschiedslose Typisierungen spricht folgendes: Grundsätzlich sind Werte zunächst subjektbezogen. Nun gibt es zahlreiche Bewertungsanlässe, in denen subjektive Entscheidungswerte für einzelne Personen nicht relevant sind bzw. nicht ermittelt werden können. Nur ein Beispiel von vielen sind Abfindungen im Rahmen eines Squeeze-Outs für eine Mehrzahl von Minderheitsaktionären. Die Normierung eines objektivierten Unternehmenswerts macht zwar Einschränkungen der Subjektivität der Bewertung durch **Typisierungen** sowie der Subjektivität des Bewerbers durch **Objektivierungen** notwendig. Es liegt aber in der Natur der Sache, dass Umfang und konkrete Ausgestaltung von Typisierungen und Objektivierungen streitanfällig sind und nur vor dem Hintergrund des Bewertungsanlasses beurteilt werden können.

Die in IDW S 1 normierten Merkmale des objektivierten Unternehmenswerts sind stark ausgerichtet an Bewertungen für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen. Zugleich gibt es zahlreiche Rechtsentscheidungen in diesem Bereich.¹¹

Auch vor diesem Hintergrund werden insbesondere folgende Kritikpunkte an den (unterschiedlichen) Normierungen des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 geäußert:

- ▶ Vernachlässigung des Einfluss echter Synergieeffekte;
- ▶ Komplexitätssteigerung durch Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer, damit verbunden ist ein Aufbau von Kommunikationshürden insbesondere im grenzüberschreitenden Bereich, da in der internationalen Bewertungspraxis persönliche Einkommensteuerwirkungen regelmäßig ausgeblendet werden;
- ▶ Normierung einer Ausschüttungsquote in der ewigen Rente;
- ▶ Normierung einer Wiederanlagerendite auf Thesaurierungen in der Phase der ewigen Rente.

Mit der Neufassung des KFS BW 1 (2014) sind Änderungen in mehreren Punkten erfolgt. Damit unterscheiden sich die Bewertungen gemäß KFS BW 1 teilweise deutlich von den Bewertungen im Sinne von IDW S 1:¹²

- ▶ Abkehr von der Dominanz von Zukunftserfolgsverfahren über z.B. marktpreisorientierten Bewertungsmethoden (Abschnitt 2.3).

10 Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Gegenüberstellung der neuen Fachgutachten IDW S 1 und KFS BW 1, RWZ 2006, S. 102-107.

11 Vgl. Adolff, J.: Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, München 2007.

12 Vgl. Mandl, G.: Das Fachgutachten KFS BW 1 aus 2014, RWZ 2014, S. 193-197; Rabel, K.: Die Neufassung des österreichischen Fachgutachtens KFS/BW 1, BewP 2014, S. 84-89.

- ▶ Zwingende Plausibilisierung von auf Basis von Diskontierungsverfahren ermittelten objektivierten und subjektiven Unternehmenswerten (Tz. 17) mit Multiplikatormethoden (Tz. 118-131), aber auch bspw. mit Transaktionspreisen (Vorerwerbspreisen).
- ▶ Bei Kleinstunternehmen (unterhalb der Buchführungsgrenze des § 189 Abs. 1 Ziffer 2 UGB, derzeit T€ 700) kann der objektivierte Unternehmenswert dann vereinfachend alleine mit Hilfe von Multiplikatorverfahren auf Basis von Erfahrungssätzen ermittelt werden, wenn a) eine allgemeine Verkehrsauffassung zu diesen Erfahrungssätzen besteht und b) diese Erfahrungssätze mit ausreichender Sicherheit eine verlässliche Grundlage der Bewertung bieten.
- ▶ Integrierte Planung auf Basis eines Drei-Phasenmodells (Tz. 59-64). Dabei kann die Zwischenschaltung einer Grobplanungsphase zur Abbildung von bspw. nicht abgeschlossenen Investitionszyklen, längerfristigen Produktlebenszyklen, überdurchschnittlichen Wachstumsraten, Steuereffekten und anderen Sondereffekten genutzt werden. Beschränkt auf die Modellierung der wesentlichen unternehmensspezifischen Werttreiber (wie z.B. Wachstum und Renditen) können in der Grobplanungsphase auch Konvergenzprozesse von z.B. Renditen umgesetzt werden (Tz. 64).
- ▶ Zwingende Abstimmung der Annahmenkonsistenz hinsichtlich Renditeerwartung, Wachstumsrate sowie im Rahmen der Wachstumsannahme notwendiger Thesaurierungen in der Phase der ewigen Rente.
- ▶ Keine zwingende kapitalwertneutrale Wiederanlageprämisse einbehaltener Mittel im Zeitraum der ewigen Rente (Tz. 64), jedoch sind die maßgeblichen Gründe hierfür zu erläutern.
- ▶ Expliziter Hinweis, dass die künftigen Zahlungsüberschüsse als Erwartungswerte auch bewertungsrelevante Insolvenzrisiken berücksichtigen sollen (Tz. 67); siehe hierzu Fall 164.
- ▶ Hinsichtlich der persönlichen Einkommensteuer erfolgt nun eine Ausweitung der Vereinfachungsregelung auf Personengesellschaften. Bereits in KFS BW 1 (2006) konnte bei Kapitalgesellschaften (vereinfachend) generell auf die Erfassung persönlicher Steuern verzichtet werden. Dies ist nun auch bei Personengesellschaften möglich, wenn vereinfachend eine fiktive Unternehmenssteuer (analog Kapitalgesellschaften) eingeplant wird (Tz. 86).
- ▶ Ergänzend zur zwingenden Forderung der Plausibilisierung in Tz 17, wird in Tz. 68-78 nunmehr die formelle und materielle Plausibilisierung beschrieben, sowie Hinweise auf das Vorgehen bei fehlenden bzw. mangelhaften Planungsrechnungen gegeben.
- ▶ Synergieeffekte werden nun in realisierte und unrealisierte Synergieeffekte unterteilt. Nur erstere sind beim objektivierten Unternehmenswert bewertungsrelevant (Tz. 88).
- ▶ Der Basiszins ist künftig ausschließlich aus der Zinsstrukturkurve des Bewertungsstichtags (ohne Durchschnittsbildung und Rundungsregelung) abzuleiten; siehe hierzu Fall 53.
- ▶ Das CAPM dient weiter als vorrangig Methode zur Ableitung von Eigenkapitalkosten. Nur im begründeten (!) Ausnahmefall können die Eigenkapitalkosten nach Tz. 111 auch nach anderen üblichen und anerkannten Verfahren hergeleitet werden.
- ▶ Weichen die laufzeitäquivalenten Fremdkapitalkosten wesentlich vom Basiszins ab, ist bei den Anpassungsformeln für die Betafaktoren nach Tz. 107 das sog. Debt-Beta zu berücksichtigen; siehe hierzu Fall 79.
- ▶ Als Diskontierungszinssatz der finanzierungsbedingten Steuerwirkungen (Tax Shields) bei Anwendung der Adjusted-Present Value Methode ist ein risikoäquivalenter Zinssatz zu verwenden. Neben den Fremdkapitalkosten können dies auch die Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens sein (Tz. 44); siehe hierzu Fall 93.

- ▶ Im Rahmen der Berichterstattung ist im Gutachten nach Tz. 116 zu begründen, welche Finanzierungspolitik und welcher Risikogehalt der Tax-Shield unterstellt worden ist.
- ▶ Wird vereinfachend die DCF-WACC Methode mit konstanter Kapitalstrukturprämisse verwendet, sind im Gutachten zwingend die damit verbundenen impliziten Fremdkapitalbestände der Planung sowie die resultierenden Zahlungsüberschüsse an die Eigenkapitalgeber (Flows to Equity) offenzulegen. Die Plausibilität dieser Annahme ist zu beurteilen (Tz. 42); siehe hierzu Fall 98.

Literaturhinweise: *Berger, K. / Knoll, L.*: Objektivierte Unternehmensbewertung und internationale Bewertungsstandards, BewP 4/2009, S. 2 ff.; *Henselmann, K.*: Gründe und Formen typisierter Unternehmenswerte, BFuP 2006, S. 149 ff.; *Künemann, M.*: Objektivierte Unternehmensbewertung, 1985; *Nicklas, J.*: Vergleich nationaler und internationaler Standards der Unternehmensbewertung, 2008; *Wollny, C.*: Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., 2010, insb. S. 35 ff.

FALL 7: Preisbildung und Wertarten im Sprachgebrauch

Aufgabe:

Beschreiben Sie die folgenden Wertarten:

- ▶ Beizulegender Zeitwert (Fair Value)
- ▶ Fair Market Value
- ▶ Verkehrswert
- ▶ Gemeiner Wert
- ▶ Teilwert
- ▶ Beizulegender Wert
- ▶ Nutzungswert (Value in Use)

Lösung:

Unterschiede zwischen Wert und Preis können in der praktischen Anwendung zu Missverständnissen führen. International ist überwiegend ein Wertverständnis vorherrschend, welches den Wert als den Preis versteht, der an einem (funktionsfähigen) Markt zustande kommt. Liegen solche Preise nicht vor, sind sie mit Hilfe von Bewertungsverfahren möglichst marktnah zu approximieren. Beispiele hierfür sind der **Fair Value (beizulegender Zeitwert)** nach IFRS oder US-GAAP oder auch der „Fair Market Value“.

IFRS 13 (Fair Value Measurement) definiert den Begriff Fair Value für Zwecke der IFRS¹³ Rechnungslegung wie folgt:

„... the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date... ”

Insbesondere folgende Typisierungen bestimmen den Fair Value nach IFRS:

- ▶ Ergebnis einer geregelten Transaktion
- ▶ Absatzmarktorientierung (Exit Price)
- ▶ Marktbasierte (durchschnittlicher Markterwerber) statt unternehmensspezifische Bewertungsperspektive
- ▶ Berücksichtigung der Qualität von Inputfaktoren nach der Fair Value Hierarchie

Die Wertart Fair Value ist international neben der Rechnungslegung auch noch in anderen Bewertungssituationen relevant. Die US-amerikanische Rechtsprechung zum „shareholder dispute“, aber auch zum Scheidungsrecht verwendet (teilweise) den Begriff Fair Value. Die inhaltliche Ausgestaltung ist jedoch maßgeblich geprägt von der bundesstaatlichen Rechtsprechung zum jeweiligen Bewertungsanlass (case law) und keineswegs einheitlich.

Auch die Bewertungs- und Berichterstattungsstandards im Privat Equity-Bereich¹⁴ nehmen Bezug auf den Fair Value, teils mit identischer, teils mit abweichenden Definitionen im Vergleich zur internationalen Rechnungslegung.

Durch das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) wurde der beizulegende Zeitwert als bilanzieller Bewertungsmaßstab in § 255 Abs. 4 HGB verankert:

„Der beizulegende Zeitwert entspricht dem Marktpreis. Soweit kein aktiver Markt besteht, anhand dessen sich der Marktpreis ermitteln lässt, ist der beizulegende Zeitwert mit Hilfe allgemein anerkannter Bewertungsmethoden zu bestimmen. Lässt sich der beizulegende Zeitwert weder nach Satz 1 noch nach Satz 2 ermitteln, sind die Anschaffungs- oder Herstellungskosten gem. § 253 Abs. 4 HGB fortzuführen. Der zuletzt nach Satz 1 oder 2 ermittelte beizulegende Zeitwert gilt als Anschaffungs- oder Herstellungskosten im Sinn des Satzes 3.“

Die Wertart **Fair Market Value** ist der maßgebliche Wert im Zusammenhang mit steuerlichen Bewertungsanlässen in den USA und Kanada.

Nach dem International Glossary of Business Valuation Terms ist der Begriff Fair Market Value bspw. wie folgt definiert:

¹³ Zur identischen Definition nach US-GAAP siehe ASC 820.

¹⁴ Eine Übersicht über die Standards finden Sie im Anhang.

Fair Market Value „is the price, expressed in terms of cash equivalents, at which property would change hands between a hypothetical willing and able buyer and a hypothetical willing and able seller, acting at arms length in an open and unrestricted market, when neither is under compulsion to buy or sell and when both have reasonable knowledge of the relevant facts. [Note: In Canada, the term „price“ should be replaced with the term „highest price.“]“

Der Fair Market Value ist ein hypothetischer Transaktionspreis zwischen vertragswilligen, sachkundigen Transaktionspartnern. Hier zeigt sich bereits ein länderspezifischer Unterschied, da in Kanada die Definition „highest price“ bereits auf die Berücksichtigung möglicher Synergiepotenziale hindeutet.

Der vorstehenden Definitionen ist gemeinsam, dass es sich um die Abschätzungen *hypothetischer fairer Marktpreise* handelt. Diese sind von tatsächlich gezahlten Preisen zu unterscheiden, lassen sich aber ggf. daraus ableiten. Liegen keine vergleichbaren Preise vor, wird regelmäßig auf modellbasierte Bewertungsverfahren zurückgreifen. Dabei handelt es sich regelmäßig um typisierte und objektivierte Ertrags- bzw. DCF-Bewertungen.

In Deutschland wird hierfür der Begriff **Verkehrswert** verwendet (siehe auch Fall 166). Zielsetzung ist auch hier die Ermittlung eines hypothetischen fairen Preises, der „im gewöhnlichen Geschäftsverkehr unter normalen Umständen“ zu erzielen wäre und zwar:

- ▶ unabhängig von bestimmten Käufern oder Verkäufern,
- ▶ bestehender Kauf- bzw. Verkaufsbereitschaft und
- ▶ ohne außergewöhnliche Umstände.

Im Deutschen Steuerrecht sind insbesondere die beiden Wertarten gemeiner Wert und Teilwert relevant.

Nach § 9 BewG ist der **gemeine Wert**

„... durch den Preis bestimmt, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach der Beschaffenheit des Wirtschaftsgutes bei einer Veräußerung zu erzielen wäre. Dabei sind alle Umstände, die den Preis beeinflussen, zu berücksichtigen. Ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse sind nicht zu berücksichtigen.“

Der gemeine Wert ist der zentrale Wertmaßstab im Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht. Im Ertragsteuerrecht kommt er z. B. bei bestimmten einmaligen Vorgängen wie Umwandlungen zur Anwendung. Zum Nachweis im Inland steuerpflichtiger stiller Reserven und nachfolgender Verlustnutzung nach einem Anteilerwerb verweist § 8c Abs. 1 Satz 7 KStG auf den gemeinen Wert. Im Außensteuerrecht ist er bspw. im Rahmen der Wegzugsbesteuerung nach § 6 AStG relevant. Auch der gemeine Wert ist eine Verkehrswertkonzeption.

Anders dagegen der **Teilwert**. Nach § 6 Abs. 1 Nr. 1 Satz 3 EStG bzw. § 10 BewG ist der „Teilwert“

„... der Betrag, den ein Erwerber des ganzen Unternehmens im Rahmen des Gesamtkaufpreises für das einzelne Wirtschaftsgut ansetzen würde. Dabei ist davon auszugehen, daß der Erwerber das Unternehmen fortführt.“

Der Teilwert ist im Rahmen des Einkommen- und Körperschaftsteuerrechts insbesondere bei Abschreibungen von Beteiligungen bei dauernder Wertminderung bzw. Überprüfung dieser Abschreibung auf Wertaufholung sowie (offenen und verdeckten) Einlagen und Entnahmen relevant.

Bei Ermittlung des Teilwerts werden die Wirtschaftsgüter unter Berücksichtigung ihrer Verbundenheit mit anderen Vermögenswerten des Betriebsvermögens bewertet. Hier liegt die Vorstellung zugrunde, dass Wirtschaftsgüter in einem lebenden Betrieb wertmäßig von der Ertragskraft des Betriebs profitieren und deshalb ihr Wert im Zusammenhang mit einem rentablen Betrieb höher ist, als wenn sie aus dem Betriebszusammenhang losgelöst wären.

Die Rechtsprechung hat zur Konkretisierung der Teilwertermittlung sog. *widerlegbare Teilwertvermutungen* aufgestellt.

Für nicht börsengehandelte Anteile an Kapitalgesellschaften (als nicht abnutzbarer Anlagegegenstand) entspricht der Teilwert zunächst den Anschaffungs- und Herstellungskosten. Diese Vermutung ist insbesondere dann widerlegbar, wenn sich diese Beteiligung als Fehlmaßnahme herausstellt. Ein weiteres Kriterium wären gesunkene Wiederbeschaffungskosten. Bei der Ermittlung des Teilwerts der Beteiligung ist auch zu berücksichtigen, dass ggf. ein Wert für die funktionale oder sonstige wirtschaftliche Bedeutung der Beteiligung für den Betrieb des Mutterunternehmens zu berücksichtigen ist. Damit entspricht der Teilwert konzeptionell eher einer subjektiven Wertkonzeption als einer Verkehrswertkonzeption und hat damit große Ähnlichkeit zum **niedrigeren beizulegenden Wert** im Handelsrecht.

Nach § 253 Abs. 1 Satz 1 HGB sind Beteiligungen im Handelsrecht mit ihren Anschaffungskosten zu bewerten. Ist einer Beteiligung (Finanzanlage) am Abschlussstichtag ein niedrigerer Wert beizulegen, so darf gem. § 253 Abs. 3 Satz 4 HGB eine außerplanmäßige Abschreibung auf diesen vorgenommen werden; sie muss vorgenommen werden, wenn die Wertminderung voraussichtlich dauerhaft ist (§ 253 Abs. 3 Satz 3 HGB).

Nach IDW RS HFA 10 ist der beizulegende Wert aus dem Ertragswert abzuleiten, wenn kein verbindliches Kaufangebot vorliegt. Liegt ein solches nicht vor und ist ein Verkauf der Beteiligung geplant, ist zur Ermittlung des beizulegenden Werts auf den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 abzustellen.

Soll die Beteiligung weiterhin gehalten werden, ist der beizulegende Wert i. S. des **IDW RS HFA 10** als *subjektiver Wert aus Sicht der die Beteiligung haltenden Gesellschaft*¹⁵ zu interpretieren. Dabei sind insbesondere echte Synergieeffekte dann zu berücksichtigen, wenn sie

- ▶ durch die bilanzierende Gesellschaft,
- ▶ die zu bewertende Beteiligungsgesellschaft oder
- ▶ Tochterunternehmen dieser beiden Gesellschaften

realisiert werden können. Da auf die bilanzierende Unternehmung als Bewertungssubjekt abgestellt wird, handelt es sich bei dem subjektiven Wert nach IDW RS HFA 10 um einen Wert vor persönlicher Einkommensteuer. Es erfolgt kein „Durchrechnen“ bis auf die, hinter der bilanzierenden Unternehmung stehenden, Anteilseigner.

Eine vergleichbare Bewertungsperspektive nimmt der „**Nutzungswert**“ (Value in Use) nach IAS 36, der neben dem beizulegenden Wert abzgl. Verkaufskosten (Fair Value less cost to sale) den erzielbaren Betrag (recoverable amount) für die Folgebewertung bestimmt. Der Nutzungswert ist ausführlich in IAS 36.30 bis 36.57 sowie Anhang A zu IAS 36 konkretisiert. Für die Ermittlung der bewertungsrelevanten Zahlungsüberschüsse können (analog IDW RS HFA 10) echte Synergieeffekte berücksichtigt werden. Da der Nutzungswert den Wert des Vermögensgegenstandes in seinem gegenwärtigen Zustand widerspiegeln soll, dürfen Effekte aus künftigen Erweiterungsinvestitionen und Restrukturierungen nicht berücksichtigt werden. Darüber hinaus sollen Finanzierungswirkungen unberücksichtigt bleiben. Die beim beizulegenden Zeitwert (Fair Value) einzunehmende Perspektive des durchschnittlichen Markterwerbers wird beim Nutzungswert durch die Perspektive der bilanzierenden Unternehmung ersetzt.

Bereits hier wird deutlich, wie wichtig ein Verständnis der jeweiligen Bewertungssituation für die Anwendung von Bewertungsregeln ist. Die Bewertungssituation wird, neben dem Bewertungsanlass, auch ganz wesentlich vom jeweiligen Bewertungsumfeld geprägt (siehe auch Fall 178).

Literaturhinweis: *Ballwieser, W. / Beyer, S. / Zelger, H.*: Unternehmenskauf nach IFRS und HGB, 3. Aufl. 2014; *Beumer, J. / Duscha, H.*: Steuerliche Bewertungsanlässe, in: *Peemöller, V. (Hrsg.)*, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2015, S. 1411 ff.; *Gerling, C.*: Unternehmensbewertung in den USA, 1985; *Larson, S. M.*: Bewertungen im M&A-Markt für kleine und mittlere Unternehmen in den USA, in: *Seiler, K.*: Unternehmensbewertung, 2004; *Nicklas, J.*: Vergleich nationaler und internationaler Standards der Unternehmensbewertung, 2008; *Schmidt, I.*: Umfassende Bilanzbewertung zum Fair Value: in *Egner, T. / Henselmann, K. / Schmidt, L.*: Steuern und Rechnungslegung – Festschrift für Jochen Sigloch zum 65. Geburtstag, 2009, S. 767 ff. m. w. N.; *Wollny, C.*: Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., 2010, insb. S. 41 ff.

15 In diesem Verständnis wird die bilanzierende Unternehmung als „Bewertungssubjekt“ verstanden. Subjektive Werte kann es im eigentlichen Sinne allerdings nur aus der Perspektive von Personen als Subjekte zu Unternehmungen geben.

FALL 8: Prozess der Unternehmensbewertung

Aufgabe:

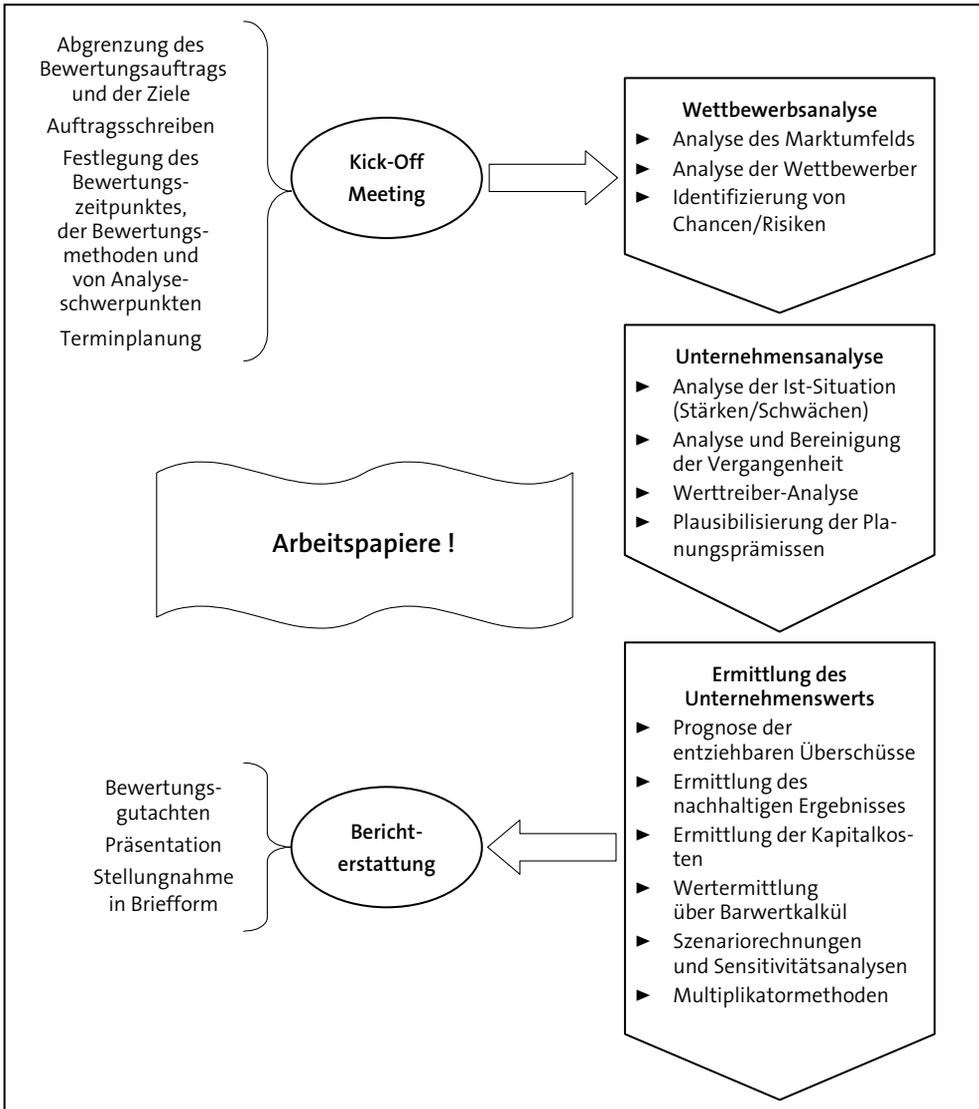
1. Skizzieren Sie die wesentlichen Schritte eines Prozesses der Unternehmensbewertung vom Auftrag bis zur Berichterstattung.
2. Welche Funktion haben Arbeitspapiere im Rahmen einer Bewertung?

Lösung:

zu 1.

Der Prozess der Unternehmensbewertung lässt sich wie folgt skizzieren:

Im Anschluss an Auftragserteilung und Klärung grundsätzlicher Fragen (nicht selten in Form eines Kick-Off Meetings) finden Wettbewerbsanalysen, Unternehmensanalysen und die eigentliche Ermittlung des Unternehmenswerts statt. Hierzu erfolgt eine Berichterstattung. Den gesamten Prozess begleitet die Anlage von Arbeitspapieren (siehe folgende Abbildung).



zu 2.

Arbeitspapiere sind eine notwendige Maßnahme zur Durchführung und Qualitätssicherung eines Bewertungsprojektes. Sie zwingen das Bewerterteam empfangene Unterlagen sowie durchgeführte Analysen und Berechnungen über den gesamten Zeitzyklus des Bewertungsprojektes vollständig festzuhalten sowie geordnet abzulegen und damit nachweisbar zu dokumentieren.

Arbeitspapiere sollten klar und übersichtlich strukturiert sein und einen Rückschluss darauf zulassen,

- ▶ wer, wann, was von wem bekommen hat,
- ▶ wer, wann, was analysiert bzw. berechnet hat,
- ▶ welche Quellen dafür herangezogen wurden und
- ▶ was die Schlussfolgerung für die Bewertung daraus ist.

Sie sollten so aufgebaut und abgelegt sein, dass sich ein sachkundiger Dritter in angemessener Zeit

- ▶ ein Bild über die Projektabwicklung machen kann,
- ▶ das Bewertungsergebnis nachvollziehen kann und
- ▶ die Auswirkungen der getroffenen Annahmen auf den Unternehmenswert abschätzen kann (siehe auch IDW S 1 Tz. 174)

Es empfiehlt sich, die Ablage der Arbeitspapiere inhaltlich in ähnlicher Form wie die Berichterstattung im Bewertungsgutachten bzw. den Prozessschritten (siehe Teilaufgabe 1) zu strukturieren.

Arbeitspapiere helfen dem Bewerter bei der Beantwortung von Rückfragen und sind eine wichtige Nachweisquelle in Haftungsfällen.

Im Rahmen der Projektüberwachung sollten Arbeitspapiere auch einer Durchsicht unterzogen werden. Für den Projektleiter sind Arbeitspapiere eine wichtige Informationsquelle über die Art und Weise, wie sich Mitarbeiter organisieren und wie sie Aufgabenstellungen inhaltlich umgesetzt haben.

B. Grundfragen von Ertragswerten

FALL 9: Finanzmathematische Grundlagen

Aufgaben:

1. **Aufzinsen einzelner Zahlungen:** Herr Meier besitzt heute einen Geldbetrag von 40.000, den er für 3 Jahre nicht benötigt. Eine Bank macht ihm ein Angebot (für die kommenden 3 Jahre) jeweils 6% Zinsen jährlich für den angelegten Betrag zu gewähren. Wenn Meier zwischenzeitlich gewährte Zinsen immer wieder anlegt, welcher Geldbetrag steht ihm dann nach 3 Jahren zur Verfügung?
2. **Abzinsen einzelner Zahlungen:** Der Vater von Frau Schmidt erwartet in 5 Jahren die Auszahlung einer größeren Summe aus einer Lebensversicherung. Er hat ihr angekündigt, dass sie daraus von ihm einen Betrag von 20.000 erhält. Sie möchte aber schon heute eine Weltreise machen. Welchen Betrag könnte Frau Schmidt dafür ausgeben, wenn die Bank 7% Zinsen pro Jahr verlangt und Tilgung sowie Zinsen des Kredits vollständig aus der Zahlung von 20.000 in 5 Jahren erfolgen sollen?
3. **Abzinsen von Zeitrenten:** Frau Schlau hat in einer Quizsendung als ersten Preis eine jährliche Rente von 25.000, gezahlt jeweils nachschüssig am Jahresende, für eine Dauer von 4 Jahren gewonnen. Bestimmen Sie den Wert des Preises im Vergleich zu einer sofortigen Auszahlung, wenn Geldanlagen am Kapitalmarkt zu 5% möglich sind.
4. **Abzinsen ewiger Renten:** Wie hoch wäre der Wert der Rente von Frau Schlau, wenn diese an sie selbst bzw. ihre Erben für die Dauer von 10 Jahren, 20 Jahren, 100 Jahren oder ewig gezahlt würde?
5. **Abzinsen steigender ewiger Renten:** Im Unterschied zu 4. sei zusätzlich vorgesehen, dass die ewige Rente zum Inflationsausgleich um 3% pro Jahr angehoben wird (also 25.000, 25.750, 26.522,50 usw.).

Lösungen:

zu 1.

Es ist der Vermögensendwert am $31.12.t_3$ zu berechnen. Der Aufzinsungsfaktor für 3 Jahre = $(1+i)^3$ zinst den in t_0 verfügbaren Kapitalbetrag von 40.000 unter Berücksichtigung von Zins und Zinseszinsseffekten auf den in t_3 verfügbaren Kapitalbetrag i. H. von 47.641 auf:

$$V^3 = ZÜ_0 \cdot (1+i)^3 = 40.000 \cdot (1+0,06)^3 = 40.000 \cdot 1,1910 = 47.641$$

Zeitpunkt	t_0	t_1	t_2	t_3
Geldanlage Stand 01.01.		40.000	42.400	44.944
Zinszahlung ($i = 6\%$)		+2.400	+2.544	+2.697
Geldanlage Stand 31.12.	40.000	42.400	44.944	47.641
Entnahmen	0	0	0	Alles

zu 2.

Der Abzinsungsfaktor (Diskontierungsfaktor) für 5 Jahre = $(1+i)^{-5} = \frac{1}{(1+i)^5}$ zinst den in t_5 verfügbaren Kapitalbetrag 20.000 unter Berücksichtigung von Zins und Zinseszinsseffekten auf den in t_0 verfügbaren Betrag 14.260 ab.

$$C_0^{i=7\%} = \frac{Z\ddot{U}_5}{(1+i)^5} = \frac{20.000}{(1+0,07)^5} = \frac{20.000}{1,4026} = 20.000 \cdot 0,7130 = 14.260$$

Zeitpunkt	t_0	t_1	t_2	t_3	t_4	t_5
Kredit Stand 01.01.		-14.260	-15.258	-16.326	-17.469	-18.692
Zinsen ($i = 7\%$)		-998	-1.068	-1.143	-1.223	-1.308
Kredit Stand 31.12.	-14.260	-15.258	-16.326	-17.469	-18.692	-20.000
Tilgung (endfällig)	0	0	0	0	0	Alles

zu 3.

Der Rentenbarwertfaktor (4 Jahre) = $\frac{(1+i)^4 - 1}{i \cdot (1+i)^4} = \frac{1 - (1+i)^{-4}}{i}$ zinst die Reihe gleich hoher Zahlungen (25.000) mit der Laufzeit 4 Jahre unter Berücksichtigung von Zins und Zinseszinsseffekten auf den in t_0 verfügbaren Kapitalbetrag 88.649 ab.

$$C_0 = 25.000 \cdot \frac{(1+0,05)^4 - 1}{0,05 \cdot (1+0,05)^4} = 25.000 \cdot 3,5460 = 88.649$$

Zeitpunkt	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄
Rentenzahlung		+25.000	+25.000	+25.000	+25.000
Barwertfaktor (i = 5%)		0,9524	0,9070	0,8638	0,8227
Summe der Barwertfaktoren	3,5460				
Einzelbarwert der Rentenzahlungen		23.809,52	22.675,74	21.595,94	20.567,56
Summe Einzelbarwerte	88.649				

zu 4.

Rentenzahlungsdauer	10 Jahre	20 Jahre	100 Jahre	ewig
Rentenhöhe p. a.	+25.000	+25.000	+25.000	+25.000
Rentenbarwertfaktor (i = 5%, n Jahre)	7,7217	12,4622	19,8479	20,0000
Wert der Rente per t ₀	193.043	311.555	496.198	500.000

Mit Zunahme der Laufzeit (n) nimmt der Faktor (1+i)⁻ⁿ in der Rentenbarwertformel immer weiter ab. Für die unendliche Laufzeit wird er Null und der Rentenbarwertfaktor vereinfacht sich zu

$$RBF_{\infty}^{i\%} = \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} = \frac{1 - (1+i)^{-\infty}}{i} = \frac{1}{i} = \frac{1}{0,05} = 20$$

zu 5.

Zeitpunkt	t ₀	t ₁	t ₂	usw.	... ewig
Rentenhöhe 01.01.		25.000	25.750
nachschüssiges Wachstum der Rente (g = 3%)		750	772,50
Rentenhöhe 31.12.	25.000	25.750	26.522,50

Hierbei handelt es sich um eine unendlich geometrisch wachsende, nachschüssige Reihe (mit der Wachstumsrate g hier = Inflationsrate 3%). Der Barwert dieser Reihe errechnet sich nach:

$$C_0 = \frac{Z\ddot{U}_1}{i-g} = \frac{Z\ddot{U}_0 \cdot (1+g)}{i-g} = \frac{25.000 \cdot (1+0,03)}{0,05-0,03} = \frac{25.750}{0,02} = 1.287.500$$

FALL 10: Verfahren der Investitionsrechnung

Aufgabe:

Geben Sie einen kurzen Überblick über die Verfahren der Investitionsrechnung.

Lösung:

Die Methoden der Investitionsrechnung lassen sich in drei Gruppen einteilen:

- ▶ Vollständiger Finanzplan (mit beliebigen Zielzahlungsstrukturen)
- ▶ Dynamische Investitionsmodelle (mit drei typischen Zielzahlungsstrukturen als Kapitalwertmethode, als Annuitätenmethode und als Endwertmethode)
- ▶ Statische Investitionsmodelle (Gewinnvergleichsrechnung entsprechend der Zielzahlungsstruktur der Annuitätenmethode)

Bereits der vollständige Finanzplan nimmt verschiedene Vereinfachungen gegenüber der Realität vor: Das Modell umfasst nur einen begrenzten (Detail)Planungshorizont von z. B. 8 Jahren; die Zahlungszeitpunkte des zu beurteilenden Objekts (Investitionsprojekt, Unternehmen) werden vereinfacht (z. B. nur zum Jahresende) und zum Vergleich mit dem zu beurteilenden Objekt zieht man nur eine begrenzte Anzahl von anderen Investitions- und Finanzierungsalternativen heran.

Ausgangspunkt ist ein gegebener Kassenbestand an Finanzmitteln sowie der prognostizierte Zahlungsüberschuss der Investition. Gesucht wird eine Zielzahlungsreihe (Entnahme von Geldern für Konsumzwecke), bei der man sich auf eine bestimmte zeitliche Struktur innerhalb des Planungszeitraums festlegen muss. Typischerweise wählt man eine der folgenden Strukturen:

- ▶ maximaler Konsum zum Ende des Zeitraums in t_N und kein Konsum in den anderen Jahren (Vermögensendwertstreben);
- ▶ maximaler Konsum gleichmäßig verteilt über alle Jahre des Planungszeitraums von t_1 bis t_N und keine besonderen Konsumentnahmen zu Beginn oder Ende (Entnahmestreiben);
- ▶ maximaler Konsum gleich zu Beginn der Investition in t_0 und Verzicht auf jegliche Konsumentnahmen später (Vermögensbarwertstreben).

Durch die gegebenen Finanzierungs-, Finanzanlage- und sonstigen Vergleichsinvestitionsalternativen formt man Anfangskassenbestand und Objektzahlungsreihe in die gewünschte Zielzahlungsstruktur um.

Werden zwei Investitionen A und B verglichen, so ist dann diejenige vorzuziehen, die z. B. die höheren Konsumentnahmen in t_0 erlaubt (bei identischem Verzicht auf Entnahmen von t_1 bis t_N).

Die dynamischen Verfahren der Investitionsrechnung vereinfachen noch weiter. Anstelle der verschiedenen Finanzierungs- und Investitionsmöglichkeiten des Vollständigen Finanzplans tritt hier nur der Kalkulationszinssatz i . Der Kalkulationszins hat somit die Aufgabe, die Finanzierung und (Wieder)Anlage (unsichtbar im Hintergrund) ablaufen zu lassen. Damit wird ein sog. vollkommener Kapitalmarkt unterstellt: Zu dem Zinssatz i können in beliebiger Höhe Kredite aufgenommen und Gelder angelegt werden. Transaktionskosten gibt es nicht.

Mit dieser Annahme vereinfacht sich die Rechnung erheblich. Da der anfängliche Kassenbestand unter diesen Bedingungen keinen Einfluss auf die Vorteilhaftigkeit einer Investitionsalternative hat, braucht man ihn in der Rechnung nicht mit zu berücksichtigen. Zeitliche Verschiebungen zwischen Objektzahlungsreihe und gewünschter Zielzahlungsstruktur lassen sich einfach durch Auf- und Abzinsen mit i erreichen:

Beispiel:

- ▶ Kalkulationszinssatz $i = 20\%$
- ▶ Objekt-Zahlungsüberschuss in t_3 : $ZÜ_3 = 400$

Gesucht ist der Barwert dieser Zahlung in t_0 :

$$B_0 \cdot (1 + i)^3 = ZÜ_3$$

$$B_0 = \frac{ZÜ_3}{(1 + i)^3} = \frac{400}{1,20^3} = \frac{400}{1,728} = 231,48$$

Alternativ könnte man die Zahlung auch z. B. auf den Endzeitpunkt t_8 aufzinsen:

$$ZÜ_3 \cdot (1 + i)^5 = V_8$$

$$V_8 = ZÜ_3 \cdot (1 + i)^5 = 400 \cdot 1,2^5 = 400 \cdot 2,48832 = 995,33$$

Bezieht man alle Objekt-Zahlungsüberschüsse auf t_0 (Vermögensbarwertstreben), so spricht man von der sog. Kapitalwertmethode.

Der Kapitalwert C_0 ist definiert als:

$$C_0 = \sum_{t=0}^N \frac{ZÜ_t}{(1+i)^t}$$

Formt man alle Zahlungen nach t_N um (Vermögensendwertstreben), so gibt dies die sog. Endwertmethode wieder. Bei einer gleichmäßigen Verteilung über t_1 bis t_N (Entnahmestreiben) entspricht dies der sog. Annuitätenmethode.

Die statischen Verfahren der Investitionsrechnung pauschalisieren noch weiter, indem sie auch alle unregelmäßigen Zahlungen (wie Investitionsausgabe oder Restveräußerungserlöse)

gleichmäßig über alle Planungsperioden zu verteilen suchen. Dabei treten Fehler auf, welche die Aussagekraft der Ergebnisse einschränken. Da sie außerdem für die Unternehmensbewertung als besonderem Anwendungsfall der Investitionsrechnung nicht anwendbar sind, können sie im Folgenden vernachlässigt werden.

FALL 11: Investitionsbeurteilung mit der Kapitalwertmethode

Sachverhalt:

Investor Schnell steht vor der Entscheidung, eine Maschine mit einer Nutzungsdauer von 3 Jahren anzuschaffen. Anschaffungskosten, Liquidationserlös und laufende Überschüsse vor Steuern sind der folgenden Aufstellung zu entnehmen:

Zeitpunkt	t_0	t_1	t_2	t_3
Zahlung bei Anschaffung	-2.000			
Laufender Zahlungsüberschuss		+200	+700	+1.200
Liquidationserlös				+500

Der Zinssatz am vollkommenen Kapitalmarkt beträgt 10%.

Aufgaben:

1. Lohnt sich die Investition, wenn keine Steuern erhoben werden?
2. Was könnte Herr Schnell maximal für die Maschine bezahlen, damit der Kapitalwert gerade gleich null wäre?

Lösungen:

zu 1.

Zeitpunkt	t_0	t_1	t_2	t_3
Objekt-Zahlungsreihe	-2.000	+200	+700	+1.700
Barwertfaktoren ($i=10\%$)	1,00	0,9091	0,8264	0,7513
Einzelbarwerte	-2.000,00	181,82	578,51	1.277,24
Kapitalwert $C_0^{10\%}$	+37,57			

Es ergibt sich ein Kapitalwert von +37,57. Die Investition wäre folglich unter den getroffenen Annahmen gegenüber der Alternative vorteilhaft.

zu 2.

Zeitpunkt	t_0	t_1	t_2	t_3
Objekt-Zahlungsreihe	?	+200	+700	+1.700
Barwertfaktoren ($i = 10\%$)		0,9091	0,8264	0,7513
Einzelbarwerte		181,82	578,51	1.277,24
Barwertsumme	+2.037,57			

Bei einer Anschaffungsauszahlung von 2.037,57 beträgt der Kapitalwert null.

**FALL 12:
Investitionsbeurteilung mit einem Finanzplan**

Aufgabe:

Es gelten die gleichen Angaben wie im vorherigen Fall. Zeigen Sie durch explizite Berücksichtigung der Finanzierung, dass der Kalkulationszins 10% in der Kapitalwertmethode der korrekte Diskontierungszinsfuß ist. Gehen Sie davon aus, dass Herr Schnell keine eigenen freien Finanzmittel besitzt und daher eine völlige Fremdfinanzierung erfolgt.