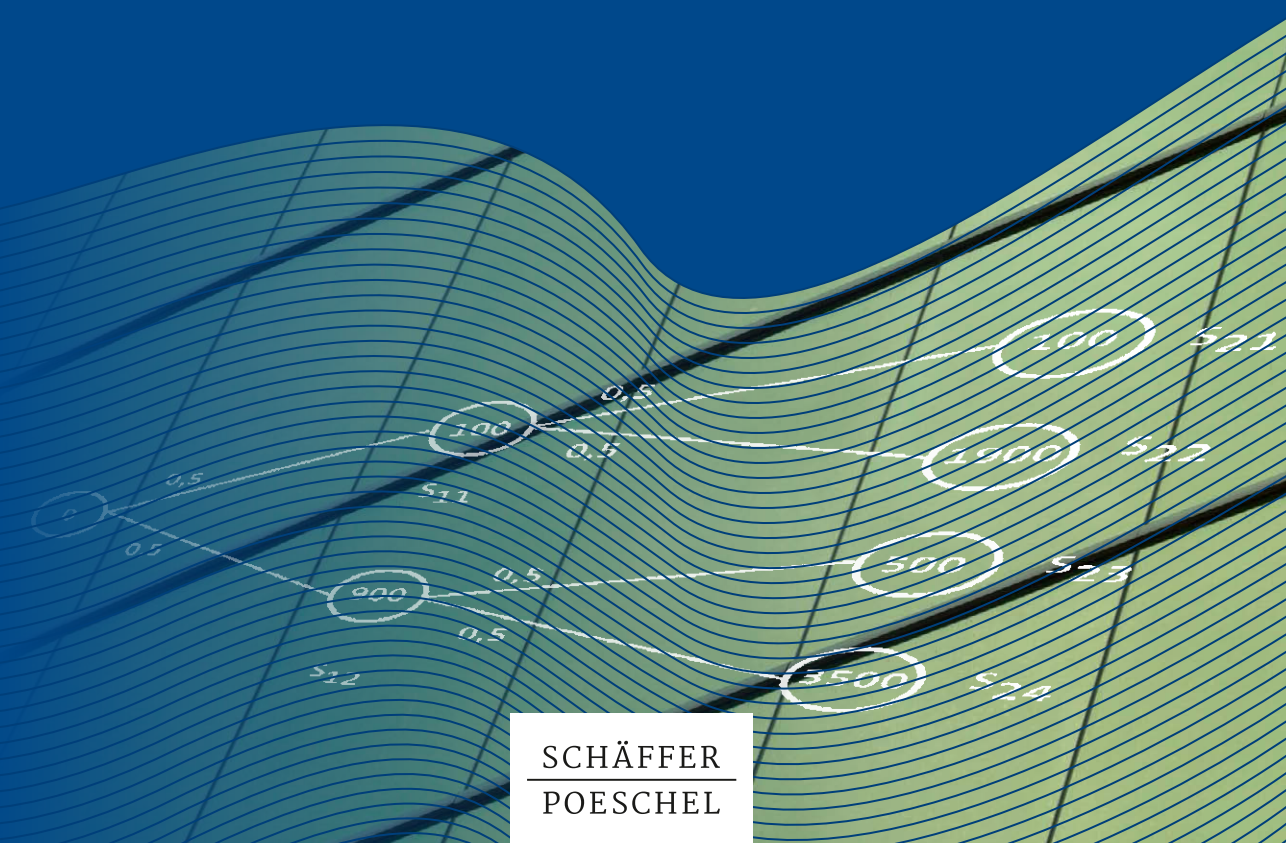
LEHRBUCH

Wolfgang Ballwieser | Dirk Hachmeister

Unternehmens-bewertung

Prozess, Methoden und Probleme

6. Auflage



SCHÄFFER
POESCHEL

Hinweis zum Urheberrecht:

Alle Inhalte dieses eBooks sind urheberrechtlich geschützt.

Bitte respektieren Sie die Rechte der Autorinnen und Autoren, indem sie keine ungenehmigten Kopien in Umlauf bringen.

Dafür vielen Dank!

Unternehmensbewertung

Wolfgang Ballwieser/Dirk Hachmeister

Unternehmensbewertung

Prozess, Methoden und Probleme

6., überarbeitete Auflage

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Autoren:
Prof. Dr. Dr. h. c. Wolfgang Ballwieser, Fakultät für Betriebswirtschaft,
Ludwig-Maximilians-Universität, München
Prof. Dr. Dirk Hachmeister, Lehrstuhl für Rechnungswesen und Finanzierung,
Universität Hohenheim

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Print: ISBN 978-3-7910-5079-9 Bestell-Nr. 20018-0003
ePDF: ISBN 978-3-7910-5080-5 Bestell-Nr. 20018-0152

Wolfgang Ballwieser/Dirk Hachmeister
Unternehmensbewertung
6., überarbeitete Auflage, Oktober 2021

© 2021 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH
www.schaeffer-poeschel.de
service@schaeffer-poeschel.de

Bildnachweis (Cover): © H Dillon, shutterstock

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Alle Rechte, insbesondere die der Vervielfältigung, des auszugsweisen Nachdrucks, der Übersetzung und der Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen, vorbehalten. Alle Angaben/Daten nach bestem Wissen, jedoch ohne Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit.

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart
Ein Unternehmen der Haufe Group SE

Vorwort zur sechsten Auflage

In den fünf Jahren seit Erscheinen der letzten Auflage ist die Diskussion von Unternehmensbewertungsfragen noch detailreicher als in früheren Jahrzehnten geworden. Das zeigte sich insbesondere im Zusammenhang mit der Digitalisierung, der Covid-19-Pandemie, der Erfassung von Insolvenzrisiken, der Risikoanalyse und des zunehmenden Bezugs in der Praxis auf implizite Kapitalkostenschätzungen. Wir haben der Versuchung widerstanden, jedes der angesprochenen Themen in der Neuauflage zu berücksichtigen. Zur Digitalisierung haben wir jüngst ein eigenständiges Werk vorgelegt (*Ballwieser*/*Hachmeister* 2019) und viele Auseinandersetzungen mit der Covid-19-Pandemie betreffen die Nachhaltigkeit bisheriger Geschäftsmodelle, Schätzungsprobleme zukünftiger Zahlungsströme und Änderungen von Kapitalkosten. Deshalb werden diese beiden Aspekte nicht in eigenständigen Abschnitten behandelt. Hingegen gehen wir neu auf eine Risikoanalyse, vertieft auf Insolvenzrisiken, implizite Kapitalkosten und die Gewinnung von Peers sowie aktualisiert auf die Rechtsprechung ein.

Es war uns erneut ein großes Vergnügen, die verlegerische und technische Unterstützung von Frau *Marita Rollnik-Mollenhauer*, Frau *Claudia Knapp* und (erstmals) Frau *Heike Münzenmaier* zu erhalten. Dafür danken wir herzlichst.

München/Hohenheim, im August 2021 *Wolfgang Ballwieser/Dirk Hachmeister*

Vorwort zur fünften Auflage

Die fünfte Auflage hat ihre wesentlichen Änderungen durch zwei neue Kapitel 10 und 11 zu Besonderheiten der Unternehmensbewertung für die Steuerbemessung und zur Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung (über den früheren Abschnitt zu Zinsfüßen hinaus) erfahren. Darüber hinaus wurde der gesamte Text im Lichte neuer Literatur überarbeitet, teilweise ergänzt und – soweit geboten – korrigiert, ohne den konzeptionellen Aufbau des Buches zu ändern.

Unser herzlicher Dank gebührt einmal wieder Frau *Marita Rollnik-Mollenhauer* für ihre stets aufmerksame und gleichermaßen engagierte wie zuverlässige verlegerische Unterstützung.

München/Hohenheim, im Februar 2016 *Wolfgang Ballwieser/Dirk Hachmeister*

Vorwort zur vierten Auflage

Die vierte Auflage wurde gegenüber der Vorauflage, für die noch allein einer der jetzigen Autoren verantwortlich zeichnete, intensiv überarbeitet, ergänzt und korrigiert, ohne konzeptionell geändert zu werden. Sie enthält neben der Aktualisierung der Literatur insbesondere eine Hervorhebung der gestuften Ertragsprognose in Kapitel 4.3.4 und der Ausschüttungspolitik in Kapitel 4.3.9. Ergänzungen zur Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos in Kapitel 4.6.6.4, ein neues Kapitel 4.6.6.9 zur Erfassung des Insolvenzrisikos, Änderungen bei der Darstellung von Multiplikatoren in Kapitel 9 und Aktualisierungen der Urteilswiedergaben in Kapitel 4.6.9.

Frau *Marita Rollnik-Mollenhauer* hat uns gewohnt engagiert und zuverlässig verlegerisch unterstützt, wofür wir sehr herzlich danken.

München/Hohenheim, im Juli 2013 *Wolfgang Ballwieser/Dirk Hachmeister*

Vorwort zur dritten Auflage

Die dritte Auflage wurde gegenüber der Vorauflage intensiv überarbeitet und ergänzt, ohne konzeptionelle Änderungen zu erfahren. Sämtlichen Beispielrechnungen liegt nun das durch die Unternehmensteuerreform 2008 geänderte Steuerrecht zugrunde. Eingefügt wurde ein neues Kapitel 10 zum vereinfachten Ertragswertverfahren, das Ausfluß der im Jahr 2008 vorgenommenen Änderung des Erbschaft- und Schenkungsteuerrechts ist, welche u. a. das Stuttgarter Verfahren abgeschafft hat. Auf dessen Darstellung wurde dennoch nicht verzichtet, weil es noch zahlreichen Verträgen zugrunde liegt. Umfangreich ergänzt wurden die Ausführungen zum Risikozuschlag als wichtigem Bestandteil des Diskontierungszinses. Hierzu wurden die neuen Abschnitte 4.6.6.5 bis 4.6.6.8 eingefügt, die sich mit mangelnder Fungibilität des Unternehmens, geringer Unternehmensgröße, fehlender Diversifikation des Unternehmenseigentümers als besonderem Problem der Bewertung von kleineren Unternehmen und dem Länderrisiko beschäftigen. Aktualisiert wurden die Urteilswiedergaben in Abschnitt 4.6.9 und die Literatur.

Ich danke *Andreas Hofherr, Anne Kretzschmar* und *Jörg Wiese* sehr herzlich für die kritische Durchsicht von Teilen des Manuskripts sowie die immerwährende Gelegenheit zur Diskussion wesentlicher Punkte.

Frau *Marita Rollnik-Mollenhauer* gebührt erneut mein herzlicher Dank für die vorzügliche verlegerische Betreuung.

München, im September 2010 *Wolfgang Ballwieser*

Vorwort zur zweiten Auflage

Obwohl nur drei Jahre seit Erscheinen der ersten Auflage dieses Buches verstrichen sind, hat sich bei der Unternehmensbewertung – nicht zuletzt durch die Aktivitäten der Wirtschaftsprüfer und ihre Überarbeitung von IDW S 1 – viel getan. Dank der Bemühungen des Steuergesetzgebers ist zu erwarten, daß sich dies auch in Zukunft nicht ändert. Obwohl diese Aktivitäten eine gewisse Unsicherheit für die Neufassung verursachen, erschien es mir geboten, das am Markt gut aufgenommene Werk zu überarbeiten.

Die zweite Auflage behält das Konzept des Buches bei, ist aber in wesentlichen Teilen verändert. Die Änderungen betreffen insbesondere die Abschnitte zur Ermittlung des risikolosen Zinses (4.6.3), zu den Ex-Ante-Eigenkapitalkosten (4.6.6) und zum Komponentenverbund (4.6.8), bei dem intensiver als früher auf das Tax-CAPM wie auch das Vorgehen der Wirtschaftsprüfer eingegangen wird. Wegen der geplanten Steuerreform wurde ein neues Kapitel (6) über deren mögliche Auswirkungen aufgenommen. Schließlich wurden neben der Beseitigung von Schreibfehlern und weiteren Unzulänglichkeiten die Urteilswiedergaben aktualisiert (4.6.9) und neue Literatur eingearbeitet.

Ich danke *Raimo Reese* und *Jörg Wiese* sehr herzlich für die kritische Durchsicht des Manuskripts und die Gelegenheit zur Diskussion und zur Verbesserung wesentlicher Punkte.

Wie immer war ich bei Frau *Marita Rollnik-Mollenhauer* in gewohnt guter verlegerischer Hand.

München, im Mai 2007 *Wolfgang Ballwieser*

Vorwort zur ersten Auflage

Warum ein weiteres Buch zur Unternehmensbewertung? Die Antwort liegt in persönlichen und sachlichen Gründen:

Die Theorie der Unternehmensbewertung beschäftigt mich seit dem Sommer 1970, als ich die erste Vorlesung über Bewertungsgutachten bei *Adolf Moxter* hörte und von der Breite der Fragestellungen, dem Praxisbezug, der Vielfalt der Probleme und der Darbietung des Meisters begeistert war. Das Gebiet faszinierte mich so, daß ich es gerne für die Habilitationsschrift übernahm, die ich 1981 der *Johann Wolfgang Goethe*-Universität vorlegen konnte.

Seitdem hat sich viel getan. Zum einen lernte ich bei praktischer Unternehmensbewertung die oftmals geringen Skrupel vieler Bewerter kennen, an theoretisch gut begründeten Lösungen vorbeizugehen. Zum anderen befand ich mich mit an deutschen Universitäten gelerntem Wissen plötzlich in Verteidigungsstellung. Denn mit der Orientierung am wertorientierten Management waren Discounted-Cash-Flow-Kalküle en vogue, die als fortschrittlicher als die Ertragswertmethode ausgegeben wurden (man kennt das Phänomen auch aus dem Bereich der Rechnungslegung). Die Praktiker waren durch die Hinwendung zu den DCF-Kalkülen überrumpelt; sie fragten, ob und wann sich dieselben Werte wie nach der Ertragswertmethode ergaben. Die Verwirrung war so groß, daß neue Zeitschriften entstanden, die sich überwiegend Details der Unternehmensbewertung widmen. Auslöser der Hinwendung zu DCF-Kalkülen waren amerikanische Investmentbanken und Unternehmensberater. Ergänzt wurde der »Angriff« auf das im deutschen Sprachraum Entwickelte durch die Zunahme der Börsengänge und die (insbesondere) von Investmentbankern geliebten Multiplikatoren. Warum Fundamentalbewertungen vornehmen, wenn es durch den Zugriff auf Marktdaten schneller, einfacher und leichter verständlich geht? Ich habe Zweifel daran, daß dies in der Mehrzahl der Fälle zutrifft, und drücke sie hier auch aus.

Die Literatur ist durch die beschriebenen Entwicklungen angeregt und bereichert worden. *Gerwald Mandl* und *Klaus Rabel* legten 1997 ein Buch vor, das ich mir von der Ausrichtung ganz ähnlich aus eigener Feder hätte vorstellen können, aber seinerzeit nicht vorangetrieben hatte. *Jochen Drukarczyk* publizierte im selben Jahr die erste Auflage seines finanzierungstheoretisch geprägten Werks zur Unternehmensbewertung. Es folgten die kompakte Einführung von *Joachim Krag* und *Rainer Kasperzak* (2000) und das Übungsbuch von *Michael Hommel* und *Inga Braun* (2002). Zudem erschienen die Dissertationen von *Dirk Hachmeister* (Erstauflage 1995) und *Wolfgang Schultze* (Erstauflage 2001) zu DCF-Verfahren sowie die Habilitationsschriften von *Thomas Hering* (1999) und *Frank Richter* (2002) zur kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung. In diesem Jahr legte *Klaus Spremann* sein Buch Valuation vor. Vorausgegangen waren die ersten Auflagen der didaktisch vorzüglichen Werke von *Alfred Rappaport* (1986) und *Tom Copeland*, *Tim Koller* und *Jack Murrin* (1991). Auch gab es das umfangreiche Werk des

Praktikers *Karl Born* (in der Erstauflage 1995) und das von Praktikern und Theoretikern verfaßte Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, welches *Volker Peemöller* erstmals im Jahr 2001 herausgab.

Trotz dieser Vielfalt empfand ich eine Lücke, die es zu schließen galt. Beispielsweise gehen *Mandl* und *Rabel* nur knapp und *Drukarczyk* und *Spremann* gar nicht auf den Prozeß der Vergangenheitsanalyse ein (sie gehen dafür in anderen Bereichen tiefer als ich). *Rappaport* sowie *Copeland, Koller* und *Murrin* legen ihren Kalkülen amerikanische Verhältnisse zugrunde und vernachlässigen persönliche Steuern. *Krag* und *Kasperzak* sowie *Hommel* und *Braun* stellen einführende und didaktische Aspekte stärker als theoretische Fragen in den Vordergrund. Die genannten Dissertationen und Habilitationsschriften sind umfangreich, aber nicht vorrangig an Studenten orientiert. *Born* verbindet die DCF-Methoden nur unvollständig. All dies hat mich veranlaßt, ein anders strukturiertes Buch als die genannten vorzulegen, das sich an Studenten und an solche Praktiker wendet, die nicht vor jeder Formel fliehen.

Mein Ausgangspunkt ist der Prozeß der Unternehmensbewertung, bei dem es um die Datenbeschaffung für die Vergangenheitsanalyse, die Prognose künftiger Zahlungen und deren Diskontierung geht. Ich starte mit der Ertragswertmethode, die ich aber nicht mit derjenigen des IDW gleichsetze, und wende mich anschließend den DCF-Verfahren zu. Sie werden zwar alle behandelt, aber in unterschiedlicher Tiefe, weil ich den WACC-Ansatz mit seiner wertorientierten Finanzierungspolitik nicht als praxisrelevant ansehe. Vielmehr ist eine autonome Verschuldungspolitik mein Ausgangspunkt. Die Bewertung wird dementsprechend über den APV-Ansatz vorgenommen, zu dem die formale Äquivalenz nach WACC-DCF und Ertragswertverfahren hergestellt wird. Ich bleibe bei der Darstellung aller Kalküle nicht auf der abstrakten Ebene stehen, sondern verwende ein Beispiel, das zunehmend komplexer wird. Es beginnt mit der unendlichen Rente ohne persönliche Steuern und endet im Phasenmodell mit persönlichen Steuern. Ich ergänze die DCF- und Ertragswertkalküle gleichermaßen durch in der Praxis geläufige weitere Verfahren, speziell durch Multiplikatoren.

Mein Ziel, deutlich weniger Formeln als *Jochen Drukarczyk* zu haben, ist nicht erreicht. Dennoch hoffe ich, daß ich sein Buch angemessen ergänzen kann. Mit den Formeln soll das Unsicherheitsproblem der Unternehmensbewertung nicht kaschiert werden (ein Vorwurf, der gern von Juristen vorgebracht wird, aber auch von Praktikern, welche eine tiefergehende Analyse scheuen). Aber soweit man sich zur Akzeptanz von als vertrauenswürdig angesehenen Daten durchgerungen hat, muß man richtig rechnen. Wie dies geschieht, wird gezeigt.

Meine Dankesschulden sind groß. Meine Assistenten *Michael Dobler, Silvia Hettich, Raimo Reese, Christian Schaffer, Christian Wappenschmidt* und *Jörg Wiese* haben mir als Diskutanten jederzeit zur Verfügung gestanden, mir manchen guten Rat gegeben und mich bei der Überprüfung der Rechnungen und des Textes unterstützt. Die studentischen Hilfskräfte *Benjamin Schimmel* und *Michael Seifert* haben Korrektur gelesen und mir, zusammen mit meiner Sekretärin *Bar-*

bara Kober, bei der technischen Erstellung geholfen. Die Last des ganzen Werks trugen aber in besonderem Maße meine Frau *Sigrid* und unsere Kinder *Dennis* und *Alice*, für die ich wegen der Beschäftigung mit dem Manuskript, das in dem letzten Forschungssemester entstand, als Gesprächspartner kaum zur Verfügung stand, auch wenn ich anwesend war.

Marita Rollnik-Mollenhauer hat mich wie immer perfekt betreut und meine Wünsche berücksichtigt. Ich danke ihr für die Nachhaltigkeit, mit der sie mich zu diesem Projekt ermuntert hat.

München, im Mai 2004 *Wolfgang Ballwieser*

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur sechsten Auflage ... V
Vorwort zur fünften Auflage ... VI
Vorwort zur vierten Auflage ... VII
Vorwort zur dritten Auflage ... VIII
Vorwort zur zweiten Auflage ... IX
Vorwort zur ersten Auflage ... X
Tabellenverzeichnis ... XIX
Abbildungsverzeichnis ... XXI
Symbolverzeichnis ... XXII

1 Unternehmensbewertung als Mittel zum Zweck ... 1
1.1 Zweckadäquanzprinzip ... 1
1.2 Literaturüberblick ... 3

2 Unternehmensbegriff für Zwecke der Unternehmensbewertung ... 7
2.1 Unternehmensabgrenzung ... 7
2.2 Literaturüberblick ... 8

3 Verfahren zur Unternehmensbewertung im Überblick ... 9
3.1 Verfahrenseinteilung ... 9
3.2 Literaturüberblick ... 12

4 Ertragswert ... 15
4.1 Komponenten des Ertragswerts ... 15
4.1.1 Ertragswertkomponenten und Basisannahmen ... 15
4.1.2 Literaturüberblick ... 19
4.2 Vorbereitungen einer Ertragswertermittlung ... 19
4.2.1 Vergangenheitsanalyse ... 19
4.2.2 Lageanalyse ... 49
4.2.3 Literaturüberblick ... 50
4.3 Ertragsprognose ... 53
4.3.1 Ertragsdefinition ... 53
4.3.2 Ertrag als Kombination aus Geschäftspolitik und Umweltentwicklung ... 53
4.3.3 Mehrwertigkeit künftiger Erträge ... 56
4.3.4 Gestufte Ertragsprognose ... 57
4.3.5 Zeit-, Zustands- und Wahrscheinlichkeitsabhängigkeit künftiger Erträge ... 58
4.3.6 Umsatzprognose ... 61
4.3.7 Umsatzkostenprognose ... 61

4.3.8 Prognose der umsatzunabhängigen Kosten ... 61
4.3.9 Planung der Finanzierung und der Zinszahlungen ... 61
4.3.10 Ausschüttungspolitik ... 63
4.3.11 Einhaltung rechtlicher und faktischer Nebenbedingungen ... 65
4.3.12 Integrierte Unternehmensplanung ... 66
4.3.13 Technische Unterstützung durch Bewertungssoftware ... 66
4.3.14 Literaturüberblick ... 67
4.3.15 Notwendige Verarbeitung der Ertragsprognosen in Bewertungsformeln ... 71
4.4 Ertragswert bei Sicherheit ... 72
4.4.1 Überblick ... 72
4.4.2 Variables Ausschüttungsmodell ... 73
4.4.3 Unendliches Rentenmodell ... 75
4.4.4 Unendliches Wachstumsmodell ... 75
4.4.5 Phasenmodelle ... 75
4.4.6 Problem des Fortführungswerts in den Phasenmodellen ... 78
4.5 Ertragswert bei Unsicherheit ... 79
4.5.1 Überblick über Möglichkeiten der Erfassung der Unsicherheit ... 79
4.5.2 Sicherheitsäquivalente nach der Bernoulli-Theorie ... 80
4.5.3 Grade der Risikoscheu ... 83
4.5.4 Probleme der Aggregationsreihenfolge und des Bezugs für ein Sicherheitsäquivalent ... 86
4.5.5 Ertragswertformeln mit Sicherheitsäquivalenten (Risikoabschlagsmethode) ... 90
4.5.6 Einwendungen gegen Ertragswertformeln mit Sicherheitsäquivalenten ... 93
4.5.7 Ertragswertformeln mit risikoangepassten Zinsfüßen (Risikozuschlagsmethode) ... 95
4.6 Bestimmung des Zinsfußes ... 99
4.6.1 Äquivalenzprinzipien ... 99
4.6.2 Währungsäquivalenz ... 99
4.6.3 Laufzeitäquivalenz und Bestimmung des risikolosen Zinsfußes ... 100
4.6.4 Kapitaleinsatzäquivalenz ... 108
4.6.5 Geldwertäquivalenz ... 109
4.6.6 Risikoäquivalenz ... 109
4.6.7 Verfügbarkeitsäquivalenz ... 150
4.6.8 Komponentenverbund ... 152
4.7 Risikoanalyse ... 157
4.8 Literaturüberblick ... 161

5 Discounted-Cash-Flow-Verfahren ... 165
5.1 Übersicht ... 165
5.2 Adjusted-Present-Value-Verfahren (APV) ... 167
5.2.1 Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell ... 167
5.2.2 Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem ... 169

5.2.3 Einbezug persönlicher Steuern ... 174
5.2.4 Hauptproblem des APV-Ansatzes ... 185
5.2.5 Endlichkeitskalkül ohne persönliche Steuern ... 187
5.2.6 Phasenmodelle ... 189
5.2.7 Beispiel im Phasenmodell ... 189
5.3 Free-Cash-Flow-Verfahren (FCF) ... 198
5.3.1 Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell ... 198
5.3.2 Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem ... 199
5.3.3 Bedingung für die Ergebnisübereinstimmung ... 200
5.3.4 Einbezug persönlicher Steuern ... 201
5.3.5 Hauptproblem des FCF-Ansatzes ... 206
5.3.6 Endlichkeitskalkül ... 206
5.3.7 Beispiel im Phasenmodell vor persönlichen Steuern ... 207
5.3.8 Beispiel im Phasenmodell mit persönlichen Steuern ... 215
5.4 Total-Cash-Flow-Verfahren (TCF) ... 226
5.4.1 Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell ... 226
5.4.2 Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem ... 226
5.4.3 Bedingung für die Ergebnisübereinstimmung ... 227
5.4.4 Möglicher Einbezug persönlicher Steuern ... 227
5.4.5 Hauptproblem des TCF-Ansatzes ... 228
5.5 Flow-to-Equity-Verfahren (FTE) ... 229
5.5.1 Ertragswertentsprechung ... 229
5.5.2 Beispiel im Rentenmodell ohne persönliche Steuern ... 230
5.5.3 Beispiel im Rentenmodell mit persönlichen Steuern ... 230
5.5.4 Beispiel im Phasenmodell ohne persönliche Steuern ... 231
5.5.5 Beispiel im Phasenmodell mit persönlichen Steuern ... 232
5.5.6 Hauptproblem des FTE-Ansatzes ... 236
5.6 Modellvergleich und Ergebnisidentität ... 237
5.7 Literaturüberblick ... 238

6 Liquidationswert ... 243

7 Substanzwert ... 245

8 Mischverfahren ... 247
8.1 Bestimmungsgleichung ... 247
8.2 Mittelwertverfahren ... 247
8.3 Einfaches Übergewinnverfahren ... 248
8.4 Stuttgarter Verfahren ... 248

8.5 Residual Income Method (RIM) ... 249
8.5.1 Darstellung ... 249
8.5.2 Vermeintliche Vorteile ... 250
8.5.3 Würdigung ... 251

9 Überschlagsrechnungen ... 253
9.1 Varianten ... 253
9.2 Verwendung tatsächlicher Preise ... 254
9.2.1 Verwendung realisierter Preise für Anteile des zu bewertenden Unternehmens ... 254
9.2.2 Verwendung realisierter Preise für Anteile vergleichbarer Unternehmen ... 255
9.3 Verwendung fiktiver Preise ... 258
9.3.1 Fiktiver Preis des zu bewertenden Unternehmens als Grundlage ... 258
9.3.2 Fiktive Preise vergleichbarer Unternehmen als Grundlage ... 259
9.3.3 Analytische Verbindungen von Gewinnmultiplikatoren und Ertragswerten ... 259
9.3.4 Empirische Verknüpfung von Multiplikatoren und Börsenkursen ... 261
9.4 Würdigung ... 262
9.5 Literaturüberblick ... 263

10 Steuerliche Unternehmenswerte ... 265
10.1 Bedeutung von Ertragswerten im Steuerrecht ... 265
10.2 Vereinfachtes Ertragswertverfahren ... 267
10.3 Bewertung von Transferpaketen ... 271

11 Methodenbezogene Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung ... 277
11.1 Fragestellungen ... 277
11.2 Grundsatz der Beachtung einer vorgelegten Unternehmensplanung ... 281
11.3 Grundsätze der Entnahmeplanung ... 286
11.4 Strukturierung des Planungshorizonts ... 289
11.5 Entnahmeprognose und Ausschüttungsannahmen in der Fortführungsphase ... 290
11.6 Wachstumsrate der Entnahmen in der Fortführungsphase ... 293
11.7 Typisierung persönlicher Steuern in der Fortführungsphase ... 297
11.8 Zinsfüße ... 300
11.9 Einzelfragen zur Ermittlung des Basiszinses ... 305
11.10 Umsetzung von CAPM und Tax-CAPM ... 306
11.11 Bedeutung des Liquidationswerts ... 310

12 Häufige Bewertungsfehler ... 315

Anhang 1: Ableitung der Ertragswertformel für eine unendliche Rente 319
Anhang 2: Ableitung der Ertragswertformel für eine geometrisch wachsende Ertragsreihe 320
Anhang 3: Eigenkapitalkosten nach Modigliani/Miller im Rentenmodell mit einfacher Gewinnsteuer 321
Anhang 4: Ableitung der Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern des verschuldeten Unternehmens $r^{v}_{EK,s}$ 323
Anhang 5: Ableitung der Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern des verschuldeten Unternehmens $r^{v}_{EK,s,t}$ 325
Anhang 6: Zinsfüße in der Rechtsprechung (Entscheidungen seit 2000 mit Bewertungsstichtagen vor 2010) 327

Abkürzungsverzeichnis der Zeitschriften 345
Literaturverzeichnis 347
Rechtsprechungsverzeichnis 375
Namensverzeichnis 383
Stichwortverzeichnis 385

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Bewertungszwecke und Bewertungseigenschaften ... 2
Tab. 2: Marktformen ... 24
Tab. 3: Typische Zusammenhänge zwischen Marktphase und Unternehmertypus und anderen Größen ... 25
Tab. 4: GuV einer großen Kapitalgesellschaft nach § 275 HGB ... 29
Tab. 5: Beispielhafte Bereinigung in einer GuV nach Gesamtkostenverfahren ... 38
Tab. 6: Bereinigte Bruttoergebnisse und zu kapitalisierende Ergebnisse des Unternehmensbereichs Stahl und Stahlveredelung von Hoesch ... 42
Tab. 7: Bereinigte Bruttoergebnisse und zu kapitalisierende Ergebnisse von Krupp Industries ... 43
Tab. 8: Mindestgliederungen der Kapitalflussrechnung nach DRS 21, Anlage 1 ... 46
Tab. 9: GuV nach Umsatzkostenverfahren und Geschäftspolitikeinfluss ... 55
Tab. 10: Eigenschaften von Risikonutzenfunktionen für risikoscheue Bewerter ... 85
Tab. 11: Risikonutzenfunktionen und Umkehrfunktionen ... 86
Tab. 12: Barwerte für Zustandsbaum nach Abbildung 7 ... 89
Tab. 13: Parameter für Zinsstrukturkurve ... 104
Tab. 14: Grundlagen für die Berechnung eines barwertidentischen Einheitszinses ... 107
Tab. 15: Barwertvergleich ... 108
Tab. 16: Maximale und pragmatische Risikozuschläge ... 113
Tab. 17: Historische Schätzungen der Marktrisikoprämie ... 121
Tab. 18: Steuerwirkungen ... 151
Tab. 19: Bezüge zwischen Cash-Flow-Begriffen ... 166
Tab. 20: Bilanz ... 170
Tab. 21: GuV mit deutschem Steuersystem ... 170
Tab. 22: Direkte Ermittlung des Free Cash Flow ... 171
Tab. 23: Indirekte Ermittlung des Free Cash Flow ... 171
Tab. 24: APV-Werte im Rentenmodell ... 185
Tab. 25: Unternehmenswert vor persönlichen Steuern ... 191
Tab. 26: Unternehmenswert des eigenfinanzierten Unternehmens nach persönlichen Steuern ... 192
Tab. 27: Vorläufige Steuervorteile ... 193
Tab. 28: Unternehmenswert nach persönlichen Steuern bei Präferenz für Zahlungen aus unverschuldetem Unternehmen ... 196
Tab. 29: Unternehmenswert nach persönlichen Steuern bei Präferenz für Zahlungen aus verschuldetem Unternehmen ... 197
Tab. 30: APV-Werte im Phasenmodell ... 198
Tab. 31: Free Cash Flows und Fremdkapital ... 207
Tab. 32: APV-Werte ... 210
Tab. 33: Vorläufige FCF-Werte ... 210
Tab. 34: Unterschiede ... 210
Tab. 35: FCF-Werte ... 215

Tab. 36: FCF nach persönlichen Steuern und Fremdkapital ... 216
Tab. 37: Fremdkapitalvorteile nach persönlichen Steuern ... 217
Tab. 38: FCF-Werte nach persönlichen Steuern ... 221
Tab. 39: FCF nach persönlichen Steuern und Fremdkapital ... 221
Tab. 40: Barwerte der Steuervorteile nach persönlichen Steuern ... 223
Tab. 41: FCF-Werte nach persönlichen Steuern ... 225
Tab. 42: Ausschüttungen und Barwerte ... 231
Tab. 43: APV-Werte ... 231
Tab. 44: Vorläufige FCF-Werte ... 231
Tab. 45: FTE-Werte ... 232
Tab. 46: FTE-Werte nach persönlichen Steuern ... 232
Tab. 47: Vorläufige FTE-Berechnung ... 233
Tab. 48: Mögliche FTE-Berechnung (1) nach persönlichen Steuern ... 234
Tab. 49: Mögliche FTE-Berechnung (2) nach persönlichen Steuern ... 234
Tab. 50: Richtige FTE-Berechnung (1) ... 235
Tab. 51: Richtige FTE-Berechnung (2) ... 236
Tab. 52: Richtige FTE-Berechnung (3) ... 236
Tab. 53: Fiktive Umsatzmultiplikatoren ... 257
Tab. 54: Zinsfüße in der Rechtsprechung ... 305
Tab. 55: Zinsfüße in der Rechtsprechung (Entscheidungen ab 2000 mit Bewertungsstichtagen ab 1988) ... 343

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Bewertungsverfahren ... 9
Abb. 2: Ertragskomponenten ohne Verbundeffekte ... 15
Abb. 3: Produkt- oder Marktlebenszyklus ... 23
Abb. 4: Entscheidungsbaum ... 59
Abb. 5: Logarithmusfunktion ... 82
Abb. 6: Aggregationsmöglichkeiten ... 86
Abb. 7: Zustandsbaum ... 87
Abb. 8: Ertragsverteilungen für t = 1 und t = 2 ... 92
Abb. 9: Zinsstrukturkurve für spot rates am 19. Juni 2006 ... 103
Abb. 10: Zinsstrukturkurve für spot rates am 30. April 2009 und 30. April 2010 ... 104
Abb. 11: Schätzung von ungewichteten Marktrisikoprämien mit Ex-Ante-Modellen ... 146
Abb. 12: Schätzung von gewichteten Marktrisikoprämien mit Ex-Ante-Modellen ... 147
Abb. 13: DCF-Varianten ... 165
Abb. 14: Überschlagsrechnungen ... 253
Abb. 15: Unterschiedliche Werte ... 257
Abb. 16: Bezugsgrößen für Multiplikatoren ... 257
Abb. 17: Prämien (in Prozent auf die Börsenkapitalisierung) ... 259

Symbolverzeichnis

a_i	Handlungsalternative i
Ab	Planmäßige Abschreibungen
APV	Adjusted Present Value
AV	Anlagevermögen
b	Gewichtungsfaktor bei Mischverfahren
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Cash Flow vor Zinsen und Unternehmensteuern
cov	Kovarianz
e	Eulersche Zahl (2,718)
e_t	Zufallsfehler in Periode t
E_{ij}	Ergebnis bei Handlungsalternative i und Umweltzustand j
E_t	Ertrag in Periode t (im Sinne der Ertragswertmethode)
E_{tj}	Ertrag in Periode t bei Umweltzustand j
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EBT	Gewinn vor Steuern
EK	»Marktwert« des Eigenkapitals des verschuldeten Unternehmens in t = 0
$EK_{BW,t}$	Buchwert des Eigenkapitals in t
EK_s	»Marktwert« des Eigenkapitals des verschuldeten Unternehmens nach persönlichen Steuern in t = 0
$EK_{t,s}$	»Marktwert« des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern in Periode t
EKQ	Eigenkapitalquote
EVA	Economic Value Added
EW	Ertragswert
EW_b	Ertragswert brutto (vor Steuern)
EW_n	Ertragswert netto (nach Steuern)
FCF	Free Cash Flow
FCF_s	Free Cash Flow nach persönlichen Steuern
FCF_t	Free Cash Flow in Periode t
$FCF_{t,s}$	Free Cash Flow in Periode t nach persönlichen Steuern
FK	»Marktwert« des Fremdkapitals in t = 0
FK_{uv}	Unverzinsliches Fremdkapital
FK_v	Verzinsliches Fremdkapital
FKQ	Fremdkapitalquote
FTD	Flow to Debt
FTE	Flow to Equity
FTE_s	Flow to Equity nach persönlichen Steuern
G	Gewinn
G_t	Gewinn in Periode t
G*	Barwertvorteil aus Fremdfinanzierung gegenüber Eigenfinanzierung

GK	Gesamtkapital oder »Marktwert« des Gesamtkapitals
GK_s	»Marktwert« des Gesamtkapitals nach persönlichen Steuern
GK_t	»Marktwert« des Gesamtkapitals in Periode t
$GK_{t,s}$	»Marktwert« des Gesamtkapitals in Periode t nach persönlichen Steuern
GK^u	»Marktwert« des Gesamtkapitals des unverschuldeten Unternehmens
GK_s^u	»Marktwert« des Gesamtkapitals des unverschuldeten Unternehmens nach persönlichen Steuern
GK^v	»Marktwert« des Gesamtkapitals des verschuldeten Unternehmens
GK_s^v	»Marktwert« des Gesamtkapitals des verschuldeten Unternehmens nach persönlichen Steuern
GSt	Gewerbesteuer
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GW	Geschäftswert (Goodwill)
i	Sicherer Zinsfuß
i_{0t}	spot rate für Periode zwischen 0 und t
i_d	diskrete spot rate
i_s	stetige spot rate
IC	Invested Capital
JÜ	Jahresüberschuss
k	WACC (gewogene durchschnittliche Kapitalkosten) im Free-Cash-Flow-Verfahren
k_{APV}	gewogene durchschnittliche Kapitalkosten für den APV-Ansatz
k_s	WACC (gewogene durchschnittliche Kapitalkosten) nach persönlichen Steuern im Free-Cash-Flow-Verfahren
k_t	WACC (gewogene durchschnittliche Kapitalkosten) in Periode t im Free-Cash-Flow-Verfahren
$k_{t'}$	WACC (gewogene durchschnittliche Kapitalkosten) in Periode t‘ im Free-Cash-Flow-Verfahren
$k_{t,s}$	WACC (gewogene durchschnittliche Kapitalkosten) nach persönlichen Steuern in Periode t im Free-Cash-Flow-Verfahren
k_{TCF}	WACC (gewogene durchschnittliche Kapitalkosten) im Total-Cash-Flow-Verfahren
$k_{TCF,s}$	WACC (gewogene durchschnittliche Kapitalkosten) nach persönlichen Steuern im Total-Cash-Flow-Verfahren
KP	Kaufpreis
KSt	Körperschaftsteuer
M	Marktportfolio
m_g	Gewinnmultiplikator
M_t	Mindestwert der Ertragsverteilung in Periode t
n	Anzahl an Perioden für einen Übergewinn
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
OCF	Operating Cash Flow
R_a	Absolute Risikoaversionsfunktion

R	Relative Risikoaversionsfunktion
R_t	Residualgewinn in Periode t
r_j	Rendite des Wertpapiers j
r_M	Rendite des Marktportfolios
Rbf	Rentenbarwertfaktor
r^u_{EK}	Renditeforderung der Eigentümer
$r_{EK,t'}$	Renditeforderung der Eigentümer in Periode t'
r^u_{EK}	Renditeforderung der Eigentümer eines unverschuldeten Unternehmens
$r^u_{EK,s}$	Renditeforderung der Eigentümer eines unverschuldeten Unternehmens nach persönlichen Steuern
r^v_{EK}	Renditeforderung der Eigentümer eines verschuldeten Unternehmens
$r^v_{EK,s}$	Renditeforderung der Eigentümer eines verschuldeten Unternehmens nach persönlichen Steuern
r_{FK}	Zins auf Fremdkapital
$r_{FK,s}$	Zins auf Fremdkapital nach persönlichen Steuern
r_{GK}	Gesamtkapitalrendite
RIM	Residual Income Method (Residualgewinnmethode)
ROIC	Return on Invested Capital
s	Unternehmensbezogener Gewinnsteuersatz für den Steuervorteil (Tax Shield) des Fremdkapitals
s_A	Persönlicher Steuersatz aus Abgeltungsteuer und Solidaritätszuschlag
s_g	Gewerbesteuersatz
s_j	Umweltzustand j
s_{ks}	Kombinierter Satz für Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag
S_0	Sicherer Betrag in Periode t = 0
s_{tj}	Umweltzustand j in Periode t
SÄ	Sicherheitsäquivalent
Soli	Solidaritätszuschlag auf Unternehmensebene
SW	Substanzwert
t	Zeitindex
T	Planungshorizont
T_t	Tilgungsbetrag (falls positiv) oder Fremdkapitalaufnahme (falls negativ) in Periode t
TCF	Total Cash Flow
TCF_s	Total Cash Flow nach persönlichen Steuern
TS	Unternehmenssteuervorteil aus Verschuldung; Tax Shield
TS_s	Steuervorteil aus Verschuldung nach Unternehmens- und persönlichen Steuern
tsm	Tax Shield-Multiplikator
u (·)	Risikonutzenfunktion
u^{-1} (·)	Umkehrfunktion der Risikonutzenfunktion u (·)
UV	Umlaufvermögen
UW	Unternehmenswert in t = 0

UW_s	Unternehmenswert nach persönlichen Steuern in t = 0
V^s	Wert der Steuervorteile aus Unternehmensteuern wegen Verschuldung in t = 0
V^s_s	Wert der Steuervorteile aus Unternehmensteuern und persönlichen Steuern in t = 0
$V^s_{s,t}$	Barwert der Steuervorteile nach Unternehmen- und persönlichen Steuern in Periode t
$V^s_{a,t}$	Steuervorteil aus Ausschüttungsdifferenz in Periode t
$V^s_{k,t}$	Steuervorteil aus Kapitalstruktur in Periode t
V^u	Wert des unverschuldeten Unternehmens in t = 0
V^u_s	Wert des unverschuldeten Unternehmens in t = 0 nach persönlichen Steuern
var	Varianz
w	Wachstumsrate
WACC	Gewogene durchschnittliche Kapitalkosten; weighted average cost of capital
$WACC_s$	Gewogene durchschnittliche Kapitalkosten (weighted average cost of capital) nach persönlichen Steuern
X_t	Zufallsvariable in Periode t
z	Risikozuschlagssatz
Z	Zinsen auf Unternehmensebene
z_{max}	Maximaler Risikozuschlagssatz
$z_{max,t}$	Maximaler Risikozuschlagssatz in Periode t
z_{prag}	Pragmatischer Risikozuschlagssatz
$z_{prag,t}$	Pragmatischer Risikozuschlagssatz in Periode t
β^u	Beta eines unverschuldeten Unternehmens
β^v	Beta eines verschuldeten Unternehmens
β_j	Beta der Gesellschaft j
μ	Erwartungswert
σ	Standardabweichung
σ_j	Standardabweichung der Rendite des Wertpapiers der Gesellschaft j
σ_M	Standardabweichung der Rendite des Marktportfolios
σ^2	Varianz
σ^2_M	Varianz der Rendite des Marktportfolios
ρ	Korrelationskoeffizient
ρ_{jM}	Korrelationskoeffizient für Rendite des Wertpapiers der Gesellschaft j und des Marktportfolios

1 Unternehmensbewertung als Mittel zum Zweck

1.1 Zweckadäquanzprinzip

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

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

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

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

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

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

Dasselbe gilt für Bewertungen für die Besteuerung. Sie sind nötig, soweit Unternehmen oder deren Anteile Bestandteile von Steuerbemessungsgrundlagen sind. Da es um Massenverfahren

geht, werden leicht zu bewältigende und gut nachprüfbare Bewertungen gesucht. Sie haben Kostenvorteile und erschweren Verfahrensfehler, gehen aber meist zu Lasten der Aussagefähigkeit des Unternehmenswertes für andere Zwecke, speziell für die Vorbereitung von Entscheidungen.

Neben der Bewertung zur Ermittlung von Steuerbemessungsgrundlagen gibt es die Bewertung zur Überprüfung handelsrechtlicher Bilanzansätze, insbesondere von Beteiligungen und – nach § 253 Abs. 3 Satz 5 HGB, den International Financial Reporting Standards IFRS 3 und IAS 36 sowie der US-amerikanischen Accounting Standards Codification (ASC) 350 (Intangibles – Goodwill and Other) – von entgeltlich erworbenem Goodwill. Hier gelten die Ausführungen wie zur Besteuerung.

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

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

Tab. 1: Bewertungszwecke und Bewertungseigenschaften

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

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

1.2 Literaturüberblick

Die Zweckadäquanz der Unternehmensbewertung wird heute allgemein betont[2]. Die Bewertungszwecke oder Bewertungsfunktionen werden hingegen verschieden abgegrenzt:

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

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

Der für die Unternehmensbewertung aktuelle Band der WP Handbuch Edition setzt Bewertungszweck mit Bewertungsfunktion gleich und unterscheidet zwischen der Entscheidungs- oder auch Beratungsfunktion, der Vermittlungs- und der Argumentationsfunktion[6].

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

- als neutraler Gutachter: Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts i. R. d. Kommunikationsfunktion,
- als Berater: Unterstützung bei der Entscheidungsfindung, bspw. durch die Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte i. R. d. Beratungsfunktion oder
- als Schiedsgutachter: Ermittlung eines Schiedswerts i. R. d. Vermittlungsfunktion.«[7]

Während die Beratungs- und die Vermittlungsfunktion den obigen Zwecken der Entscheidungsvorbereitung und Vermittlung entspricht, ist der Ausdruck Kommunikationsfunktion neu. Die Kommunikationsfunktion wird inhaltlich folgendermaßen beschrieben: »Den Verhandlungspartnern sollen komprimierte Informationen über die Ertragskraft des Unternehmens vermit-

2 Vgl. Sieben 1966, S. 8; Sieben 1977, S. 28–30; Moxter 1983, S. 5: »Zweckadäquanzprinzip«; Mandl/Rabel 1997, S. 15–17; Coenenberg/Schultze 2002, S. 599; Matschke 2013, S. 40 und S. 49 (dort mit Bezug auf Schmalenbach); Matschke/Brösel 2013, S. 15, S. 22–25.
3 Vgl. Sieben 1983, S. 539 f.
4 Vgl. Moxter 1983, S. 9–22.
5 Vgl. Moxter 1983, S. 64–73.
6 Vgl. IDW 2018, S. 15.
7 IDW 2018, S. 16; im Original z. T. hervorgehoben.

telt werden. Aus dieser Situation der Praxis heraus ist die Funktion des neutralen Gutachters entstanden, der einen objektivierten, d. h. einen von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängigen Unternehmenswert ermittelt.«[8]

Dieser Wert wird auch als typisierter Unternehmenswert beschrieben, weil er sich »bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept und mit allen realistischen Zukunftserwartungen i. R. seiner Marktchancen und Marktrisiken, finanziellen Möglichkeiten sowie sonstigen Einflussfaktoren nach den Grundsätzen betriebswirtschaftlicher Unternehmensbewertung unter einer anlassbezogenen Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bestimmen lässt.«[9]

Die Kritik an dem (bereits seit 1981 bekannten) objektivierten Unternehmenswert[10] setzt an folgenden Punkten an:

1. Sofern der objektivierte Unternehmenswert zum Beispiel die Berechnung der angemessenen Abfindung von Minderheitsgesellschaftern nach § 305 AktG oder das Umtauschverhältnis von Anteilen bei Verschmelzungen (d. h. die Berechnung von Verschmelzungswertrelationen) gemäß § 5 Abs. 1 UmwG determiniert, kann nicht mehr von Kommunikationsfunktion gesprochen werden. Tatsächlich geht es um die Vermittlungsfunktion. Zu prüfen ist, ob der objektivierte Unternehmenswert die Vermittlungsfunktion erfüllen kann[11].
2. Es ist fraglich, welcher Aussagegehalt einem Unternehmenswert zukommen kann, der von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängig ist[12].

Auch geht die Typisierung bei der Berechnung des objektivierten Unternehmenswerts weit über die oben zitierte Fortführung in unverändertem Konzept und mit realistischen Zukunftserwartungen hinaus. Zugrunde gelegt werden ferner eine typisierte Ausschüttungspolitik (grundsätzlich Teilausschüttung[13]) und eine typisierte Rendite auf thesaurierte Gewinne in der sog. Fortführungsphase[14].

8 IDW 2018, S. 17.
9 IDW 2018, S. 17; im Original z. T. hervorgehoben.
10 Vgl. IDW 1981, S. 1268.
11 Das verneinen insbesondere Moxter 1983, S. 28 (offenkundige und schwerwiegende Verletzung des Neutralitätsprinzips); Schildbach 1993, S. 30–33 (konzeptionelle Unklarheiten und fehlende Neutralität); Böcking 1994, S. 1419–1430 (keine angemessene Synergieberücksichtigung); Ballwieser 1995a, S. 126–129 (Inkonsistenz von Bewertungsziel und Wertermittlung; fehlende Neutralität); Matschke 2013, S. 43–46 (objektivierter Unternehmenswert ausschließlich Resultat einer Konvention, Übertragbarkeit einer Ertragskraft steht nicht an, willkürliche Übertragungsvorgabe, systematische Benachteiligung der Abzufindenden). Vgl. auch Ballwieser 2001b, S. 4–6, sowie insb. die sehr frühe Quelle von Matschke 1969.
12 »Ähnlich wie der objektive Wert ist der objektivierte Wert theoretisch anfechtbar und meistens nichtssagend. Er ist eine Hilfskonstruktion, damit ein neutraler Gutachter den Wert eines Unternehmens, dessen langfristige Strategie der Gutachter nicht kennt, errechnen kann. Der objektivierte Wert setzt einen fiktiven kaum definierbaren normalen Käufer oder Verkäufer mit normalen Zukunftserwartungen voraus.« Born 2003, S. 19.
13 Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel 2004, S. 895; IDW 2008, S. 277, Tz. 37; IDW 2018, S. 96 f.
14 Vgl. IDW 2018, S. 98; IDW 2008, S. 277, Tz. 37.

Schließlich muss die anlassbezogene Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner überraschen, da mit ein und demselben Anlass verschiedene Bewertungszwecke verbunden sein können und insofern die zweckbezogene Typisierung geboten wäre.

Mandl/Rabel nennen als weiteren Zweck die Marktwertermittlung[15]. »Unter dem ›Marktwert‹ einer Unternehmung ist der Unternehmenswert aus der Sicht des Kapitalmarktes, d. h. der auf dem Kapitalmarkt operierenden Eigen- und Fremdkapitalgeber, zu verstehen.«[16] Die Marktwertermittlung sei im Rahmen der Wertsteigerungsanalyse, aber auch bei Neuemissionen von Aktien relevant[17]. Letzteres passt nicht zur eingangs gegebenen Definition des Marktwertes einer Unternehmung, weil bei der Neuemission von Aktien allein der Wert des Eigenkapitals interessiert[18]. Auch ist der Marktwert als Kapitalwert berechnet und stellt insofern allenfalls einen potenziellen Marktpreis dar. Wir verzichten im Folgenden auf diesen eigenständigen Bewertungszweck, weil er bereits unter den Zweck der Vorbereitung eigener oder fremder Entscheidungen subsumiert werden kann.

Coenenberg/Schultze unterscheiden als Bewertungszwecke[19]

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

Zur gutachterlichen Bewertung wird die Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers als neutraler Gutachter oder Schiedsgutachter gezählt. Beratungsorientierte Bewertung ist der Oberbegriff für die Grenzpreisermittlung und die Erfüllung der Argumentationsfunktion. Mit der relativen Bewertung am Kapitalmarkt verbinden *Coenenberg/Schultze* Vergleiche am Kapitalmarkt, »um aus Fehlbewertungen von Wertpapieren relativ zu anderen zu profitieren«[20]. Es gehe um einen relativen Vorteilhaftigkeitsvergleich. Die Bewertung für das wertorientierte Controlling wird mit der Wertsteigerungsanalyse verbunden. Schließlich habe sich »(d)ie frühere Nebenfunktion der Bewertung, die Bilanzierung, (…) zu einer Hauptfunktion entwickelt.«[21] Hintergrund dieser These ist die Notwendigkeit, für die Bilanzierung nach IFRS Fair Values ermitteln und beim Goodwill aus Kapitalkonsolidierung einen Werthaltigkeitstest vornehmen zu müssen.

15 Vgl. Mandl/Rabel 1997, S. 18–21.
16 Mandl/Rabel 1997, S. 18.
17 Vgl. Mandl/Rabel 1997, S. 19.
18 So auch explizit Mandl/Rabel 1997, S. 19.
19 Vgl. Coenenberg/Schultze 2002, S. 599 f.; vgl. auch Schultze 2003a, S. 10.
20 Coenenberg/Schultze 2002, S. 600.
21 Coenenberg/Schultze 2002, S. 600.

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

2 Unternehmensbegriff für Zwecke der Unternehmensbewertung

2.1 Unternehmensabgrenzung

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

1. weniger als 100 %-Anteile an einer Rechtseinheit Unternehmen,
2. Betriebe als technisch-organisatorisch abgegrenzte Bestandteile von Unternehmen[22],
3. Unternehmensteile, die weniger als einen Betrieb darstellen[23],
4. Unternehmensverbünde, die aus mehreren rechtlich selbstständigen Unternehmen bestehen, wie es bei einem Konzern der Fall ist[24].

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

Zum Teil werden heute Verfahren der Unternehmensbewertung auch auf die Bewertung von Kundenstamm[25], Marken[26] und Immobilien[27] angewendet. Dies ist naheliegend, weil es sich um Verfahren der Investitionstheorie handelt und das Investitionsobjekt variieren kann. Da es sich jedoch nur um einzelne Vermögenswerte eines Unternehmens handelt, wird im Folgenden darauf kein Bezug genommen.

22 In diesem Sinne auch Helbling 1998, S. 58.
23 Sie lassen sich auch als virtuelle Einheiten bezeichnen. Vgl. Helbling 1998, S. 58.
24 Vgl. Schmidbauer 2002.
25 Vgl. Burmann 2003.
26 Vgl. Aders/Wiedemann 2001; Franzen 1994.
27 Vgl. insbesondere Paul 2019; IDW 2018, S. 639–688; IDW 2013; von Rechberg/Stöckl/Gräslund 2014; Leopoldsberger/Thomas/Naubereit 2008; Beck 2004; Tillmann 2003.

2.2 Literaturüberblick

Nach der WPH Edition ist das nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt für die Bewertungsaufgabe entscheidend. »Die Durchführung einer Unternehmensbewertung setzt nicht voraus, dass das Bewertungsobjekt im rechtlichen oder wirtschaftlichen Sinne tatsächlich bereits vorhanden ist.«[28] Beispielsweise kann im Rahmen einer beabsichtigten Transaktion »das Bewertungsobjekt erst aus einer bestehenden unternehmerischen wirtschaftlichen Einheit herauszulösen und anschließend zu übertragen sein. Voraussetzung für die Durchführung einer Unternehmensbewertung ist in diesem Fall, dass unter Berücksichtigung einer Unternehmenskonzeption eine neue wirtschaftliche Einheit entstehen kann.«[29]

28 IDW 2018, S. 22.
29 IDW 2018, S. 22.

3 Verfahren zur Unternehmensbewertung im Überblick

3.1 Verfahrenseinteilung

Die Verfahren zur Unternehmensbewertung lassen sich folgendermaßen systematisieren:

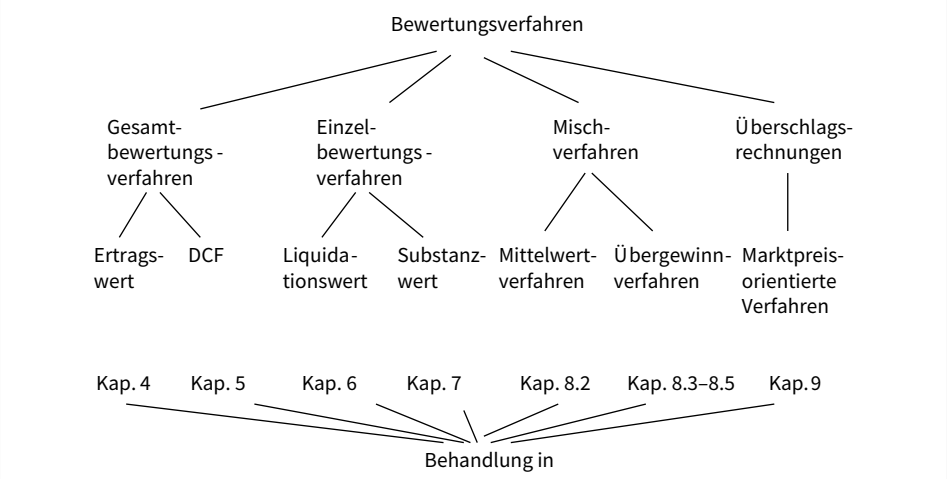


Abb. 1: Bewertungsverfahren

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

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

Einige Klarstellungen zu den Gesamtbewertungsverfahren erscheinen geboten:

1. Die Verfahren heißen Gesamtbewertungsverfahren, weil sie den Unternehmenswert nicht als Saldo aus den Werten der im Unternehmen vorhandenen einzelnen Aktiva (Vermögensgegenstände oder Vermögenswerte) und Passiva (Schulden) berechnen, sondern die aus der Nutzung aller Aktiva und Passiva resultierenden gesamten finanziellen Vorteile für den Eigentümer der Wertermittlung zugrunde legen. Das für die Eigentümer finanziell insgesamt »Herausholbare« wird bewertet[30]. Soweit Verbundeffekte im Unternehmen vorhanden sind oder soweit sie durch Verbindung mit bereits vorhandenen Unternehmen entstehen, werden diese Verbundeffekte mitberücksichtigt. Das Gegenteil der Gesamtbewertung ist die der Rechnungslegung eigene Einzelbewertung.
2. Die zu diskontierenden Größen stellen Nettogrößen dar, welche um Kapitaleinlagen und persönliche Steuern der Eigentümer zu vermindern sind. »Netto« hat deshalb zwei Bedeutungen: Erstens sind Ausschüttungen oder Entnahmen einer Periode um Einlagen zu kürzen; zweitens ist die persönliche Steuer von diesem Saldo abzuziehen.
3. Ertragswert und DCF können auf verschiedenen Annahmen basieren. So kennen die Wirtschaftsprüfer das Konzept des objektivierten Unternehmenswerts[31], der zum Beispiel sog. echte Synergieeffekte vernachlässigt[32] und eine typisierte Ausschüttungspolitik erfasst[33]. Dieses Konzept stimmt im Allgemeinen nicht mit Darstellungen des Ertragswerts oder des DCF aus der Feder von Vertretern der Bewertungstheorie überein[34] und bindet diese auch nicht bei der Ermittlung von Unternehmenswerten, soweit sie nicht zugleich Wirtschaftsprüfer sind[35]. Vielmehr wird das Ertragswertverfahren in Form des objektivierten Unternehmenswerts nach dem Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW) zu Recht als eine spezielle Variante der Berechnung des Ertragswerts gekennzeichnet[36].
4. Der DCF existiert in vier rechentechnisch verschiedenen Varianten[37], deren unreflektierte Anwendung nicht zu identischen Unternehmenswerten führen muss.
5. Der Ertragswert ist auch Bestandteil rechtlicher Regelungen. Man vergleiche §§ 78–82 BewG zur Ermittlung des Wertes von Grundstücken im Rahmen der Einheitsbewertung und § 1376 Abs. 4 BGB zur Bewertung eines land- oder forstwirtschaftlichen Betriebs bei der Berechnung des Zugewinnausgleichs. Mit diesen rechtlichen Vorgaben werden wir uns im Folgenden nicht weiter beschäftigen. Hingegen gehen wir in Kapitel 10.2 auf das vereinfachte

30 Vgl. Moxter 1977, S. 254; bereits früher zur Aktienbewertung Williams 1938, S. 57: »In short, a stock is worth only what you can get out of it.«
31 Vgl. oben Kapitel 1 und Fn. 6–13.
32 Vgl. IDW 2018, S. 95. Echte Synergieeffekte gehen auf die konkrete Transaktion zurück, beruhen auf subjektiven Faktoren, beispielsweise spezieller Kaufinteressenten, und sind nicht durch Kooperation des zu bewertenden Unternehmens mit nahezu beliebigen Partnern realisierbar.
33 Vgl. IDW 2018, S. 98 f.; IDW 2008, S. 277, Tz. 37.
34 Vgl. insbesondere Moxter 1983, S. 75–202; Mandl/Rabel 1997, S. 31–42 und S. 108–257; Ballwieser/Coenenberg/Schultze 2002, Sp. 2417–2426; Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese 2019. Matschke 2013, S. 43, schreibt von »einer IDW-spezifischen Deutung des Ertragswertverfahrens«.
35 Wirtschaftsprüfer sind an die Verlautbarungen des Berufsstandes gebunden und müssen Abweichungen hiervon begründen.
36 Vgl. Peemöller/Kunowski 2019, S. 342 f.
37 Vgl. zu einem ersten Überblick Ballwieser 1998.

Ertragswertverfahren gemäß §§ 199–203 BewG ein, das für die Erbschaft- und Schenkungsteuer relevant und mit BMF-Schreiben vom 22.09.2011 auch für ertragsteuerliche Bewertungen zulässig ist[38].

6. Die Gesamtbewertungsverfahren gelten allein für das fortzuführende Unternehmen. Dem fortzuführenden Unternehmen liegen das betriebsnotwendige Vermögen und die betriebsnotwendigen Schulden zugrunde. Neben betriebsnotwendigem Vermögen gibt es regelmäßig nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Hierzu zählen z. B. Beteiligungen an anderen Unternehmen ohne Bezug zum Betriebszweck, Reservegrundstücke, die man erwartungsgemäß nicht (mehr) beanspruchen wird, oder brauereieigene Gaststätten[39]. Nicht betriebsnotwendige Schulden können unter Umständen in Gesellschafterdarlehen oder Pensionslasten gesehen werden. Der Unternehmenswert resultiert dann aus dem Ertragswert oder DCF für das betriebsnotwendige Vermögen und die betriebsnotwendigen Schulden sowie den gesondert ermittelten Werten des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und der nicht betriebsnotwendigen Schulden. Da man sich von nicht betriebsnotwendigen Posten annahmegemäß trennt, spielen für diese Posten Verkaufs- oder Ablösepreise eine Rolle, die unter Umständen durch einen Barwertkalkül angenähert werden. Die Abzinsung auf den Bewertungsstichtag wird nötig, wenn die relevanten Beträge erst nach dem Bewertungsstichtag erzielt werden können oder geleistet werden müssen.

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

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

Mischverfahren bauen auf dem Substanzwert als Basis auf und mischen ihn mit dem Ertragswert. Sie können damit nur so gut sein wie der Substanzwert selbst. Mit dem Mittelwert- und

38 Vgl. BMF v. 22.09.2011, IV C 6 – S 2170/10/10001.

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

diversen Übergewinnverfahren werden Varianten von Mischverfahren angesprochen. Zu den Übergewinnverfahren zählt das bis einschließlich 2009 erbschaftsteuerlich relevante und oftmals auch heute noch in Gesellschaftsverträgen zu findende Stuttgarter Verfahren.

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

3.2 Literaturüberblick

Die obige Einteilung der Verfahren ist heute Allgemeingut[40]. Ausnahmen betreffen die folgenden Punkte:

1. Teile der Literatur setzen unberechtigterweise das Ertragswertverfahren mit der Variante der Methode der Wirtschaftsprüfer zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes gleich[41] und bauen einen Gegensatz zu einer Variante des DCF-Kalküls auf. Die Methode der Wirtschaftsprüfer zur Bestimmung des objektivierten Unternehmenswerts ist aber nur eine bestimmte Ausprägung der Anwendung der Ertragswertmethode.
2. Persönliche Steuern als Abzugsfaktor bei den Erträgen oder Cash Flows und beim Kapitalisierungszinsfuß werden nicht immer berücksichtigt.
3. Der Substanzwert wird gelegentlich auch als Liquidationswert verstanden[42]. Das ist unzweckmäßig, weil dem Substanzwert die Prämisse der Unternehmensfortführung zugrunde liegt, die von der Annahme der Liquidation zu trennen ist.
4. Der Ausdruck Überschlagsrechnungen (insbesondere Multiplikatorverfahren) signalisiert, dass bei ihnen Bewertungsungenauigkeiten in Kauf genommen werden. In Teilen der Literatur werden die hier als Überschlagsrechnungen bezeichneten Verfahren hingegen als genau so gut wie die Gesamtbewertungsverfahren angesehen und insbesondere für aktienrechtliche Abfindungsfälle als relevant aus Sicht eines »marktypischen Unternehmenserwerbers« apostrophiert[43].

40 Vgl. insbesondere Mandl/Rabel 1997, S. 30; Drukarczyk/Schüler 2016, S. 10.

41 Vgl. Schneider 1988; Richter 2005, S. 347; Born 2003, S. 10, S. 75 und S. 17. Spremann/Ernst 2010, S. 103 f., verstehen den Ertragswert sogar fälschlicherweise als Barwert diskontierter (aus der Vergangenheit fortgeschriebener) Gewinne.

42 Vgl. OLG Düsseldorf v. 08.07.2003 – 19 W 6/00 AktE (Veba). In: AG, 48. Jg. (2003), S. 691; OLG Düsseldorf v. 27.02.2004 – 19 W 3/00 AktE (Eisenbahn Verkehrsmittel AG für Transport und Lagerung EVA). In: AG, 49. Jg. (2004), S. 327. Gleichermaßen gilt dies für § 11 Abs. 2 BewG (Substanzwert als Wertuntergrenze) in Verbindung mit der Definition des gemeinen Wertes in § 9 Abs. 2 Satz 1 BewG (gemeiner Wert als Einzelveräußerungspreis im gewöhnlichen Geschäftsverkehr), wobei das Mengengerüst nicht auf die einzelveräußerbaren Vermögensgegenstände abstellt.

43 Vgl. DVFA 2012, S. 6 und S. 10 f.; kritisch hierzu Ruthardt 2014, S. 276–280; Olbrich/Rapp 2012, S. 233, 234 f.

5. *Schultze* unterscheidet bei den Gesamtbewertungsverfahren neben Vergleichswerten Zukunftserfolgswerte und fächert diese in Dividend Discount Model (DDM), DCF, Ertragswertmethode und Residualgewinnmodell (RIM) auf[44]. Beim Residualgewinnmodell wird auf den Buchwert des Eigenkapitals im Bewertungszeitpunkt der Barwert zukünftiger Residualgewinne addiert. Residualgewinne entstehen (in dem Eigenkapital- oder Nettoansatz) als Saldo von künftigem Gewinn und Eigenkapitalverzinsung[45]. Sofern alle Erfolge durch die GuV laufen (mithin das Kongruenzprinzip und – strenger – die clean surplus relation erfüllt sind), liefern Ertragswertmethode und Residualgewinnmodell identische Ergebnisse[46]. Entsprechendes lässt sich für den Gesamtkapital- oder Bruttoansatz und die DCF-Verfahren zeigen.

Zum einen lässt sich das Residualgewinnmodell in Form des Eigenkapitalansatzes als Mischverfahren klassifizieren, weil der Buchwert des Eigenkapitals als Ausdruck der Unternehmenssubstanz (und so verstandener Substanzwert) angesehen werden kann, auf den der Barwert von Übergewinnen (im Sinne von Gewinnen, welche die Normalverzinsung des Eigenkapitals übersteigen) addiert wird. Es handelt sich dann um ein Übergewinnverfahren.

Zum anderen erscheint die Trennung von Dividend Discount Model und Ertragswertmethode künstlich. *Schultze* sieht für letztere die detaillierte Planung des operativen Geschäfts als typisch an[47], während bei dem Dividend Discount Model diese Planung fehle[48]. Warum das so sein muss, lässt er offen.

44 Vgl. Schultze 2003a, S. 72.
45 Vgl. Schultze 2003a, S. 111.
46 Vgl. z. B. Ewert/Wagenhofer 2000, S. 10 f.
47 Vgl. Schultze 2003a, S. 76.
48 Vgl. Schultze 2003a, S. 75 f.