

4.4.3.3.	Finanzierungsannahmen.....	16
4.4.3.4.	Individuelle Managementfaktoren	17
4.4.3.5.	Ertragsteuern der Unternehmenseigner.....	17
4.5.	Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	17
4.6.	Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips.....	18
4.7.	Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze.....	19
5.	Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse	19
5.1.	Informationsbeschaffung.....	19
5.2.	Vergangenheitsanalyse.....	20
5.3.	Planung und Prognose (Phasenmethode)	20
5.4.	Plausibilitätsbeurteilung der Planungen	22
5.5.	Verwendung verlässlicher Bewertungsunterlagen	22
6.	Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse	22
6.1.	Grundlagen	22
6.2.	Berücksichtigung des Risikos	23
6.3.	Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um persönliche Ertragsteuern	24
6.4.	Berücksichtigung wachsender finanzieller Überschüsse	25
6.5.	Brutto- oder Nettokapitalisierung.....	26
7.	Bewertungsverfahren.....	26
7.1.	Anwendung von Ertragswert- oder DCF-Verfahren.....	26
7.2.	Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren.....	27
7.2.1.	Grundsätzliches Vorgehen.....	27
7.2.2.	Ermittlung der Ertragsüberschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen	27
7.2.2.1.	Bereinigung der Vergangenheitserfolgsrechnung.....	27
7.2.2.2.	Planung der Aufwendungen und Erträge	28
7.2.2.2.1.	Umsatzerlöse.....	28
7.2.2.2.2.	Aufwendungen.....	28
7.2.2.3.	Finanzplanung und Zinsprognose	30
7.2.2.4.	Persönliche Ertragsteuern	30
7.2.3.	Ermittlung der Überschüsse aus nicht betriebsnotwendigem Vermögen	30
7.2.4.	Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	31
7.2.4.1.	Kapitalisierungszinssatz bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte	31
7.2.4.2.	Kapitalisierungszinssatz bei der Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte	31
7.3.	Ermittlung des Unternehmenswerts nach den DCF-Verfahren.....	32
7.3.1.	Überblick.....	32
7.3.2.	Das Konzept der gewogenen Kapitalkosten (WACC-Ansatz).....	32
7.3.2.1.	Grundsätzliches Vorgehen	32
7.3.2.2.	Bestimmung der künftigen Cash flows.....	33

7.3.2.3.	Ermittlung des Residualwerts	34
7.3.2.4.	Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.....	34
7.3.2.5.	Ermittlung der Kapitalkosten.....	34
7.3.3.	Das Konzept des angepaßten Barwerts (APV-Ansatz)	35
7.3.4.	Das Konzept der direkten Ermittlung des Werts des Eigenkapitals (Equity-Ansatz)	35
7.3.5.	Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Unternehmenseigner.....	36
7.4.	Ermittlung von Liquidationswerten.....	36
7.5.	Anhaltspunkte für Plausibilitätsbeurteilungen	36
7.5.1.	Börsenpreis	36
7.5.2.	Vereinfachte Preisfindungen	37
8.	Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung	37
8.1.	Bewertung wachstumsstarker Unternehmen	37
8.2.	Bewertung ertragsschwacher Unternehmen	38
8.2.1.	Grundsätzliches	38
8.2.2.	Unternehmen mit Leistungserstellungszwecken	39
8.3.	Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen.....	39
8.3.1.	Abgrenzung des Bewertungsobjekts	40
8.3.2.	Bestimmung des Unternehmerlohns.....	40
8.3.3.	Eingeschränkte Informationsquellen.....	41
8.3.3.1.	Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse.....	41
8.3.3.2.	Analyse der Ertragskraft	41
8.3.4.	Vereinfachte Preisfindungen	41
8.4.	Substanzwert	42
9.	Dokumentation und Berichterstattung.....	43
9.1.	Arbeitspapiere	43
9.2.	Bewertungsgutachten	43
Anhang: Berücksichtigung der Besteuerung bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften unter Anwendung des körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahrens		

1. Vorbemerkungen

- (1) Dieser *IDW Standard* legt vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Die Ausführungen stellen wesentliche allgemeine Grundsätze dar. Jeder Bewertungsfall verlangt seine eigene fachgerechte Problemlösung. Insoweit können die Grundsätze nur den Rahmen festlegen, in dem die eigenverantwortliche Lösung im Einzelfall liegen muß.

- (2) Fälle vertraglicher oder auftragsgemäßer Wertfeststellungen, die sich nach abweichenden vorgegebenen Regelungen richten, bleiben von diesem *IDW Standard* unberührt. So können bspw. durch den Bewertungsauftrag andere Bewertungsverfahren, die Berücksichtigung nicht finanzieller Ziele, Besonderheiten des Prognoseverfahrens oder andere von diesem *IDW Standard* abweichende Vorgaben umschrieben sein.
- (3) Dieser *IDW Standard* ersetzt die *Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*² und die *Stellungnahme HFA 6/1997: Besonderheiten der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen*³.

2. Begriffliche Grundlagen

2.1. Inhalt des Unternehmenswerts

- (4) Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner). Demnach wird der Wert des Unternehmens allein aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.
- (5) Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert). Nur für den Fall, daß der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht.
- (6) Dagegen kommt dem Substanzwert bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.
- (7) Der Unternehmenswert kann als Zukunftserfolgswert nach dem Ertragswertverfahren (vgl. Abschn. 7.2.) oder nach den Discounted Cash Flow-Verfahren (vgl. Abschn. 7.3.) ermittelt werden.

² WPg 1983, S. 468 ff.

³ WPg 1998, S. 26 ff.

2.2. Bewertungsanlässe

- (8) Die Anlässe für Unternehmensbewertungen können grundsätzlich danach unterschieden werden, ob aufgrund gesetzlicher Vorschriften bzw. vertraglicher Vereinbarungen oder aus sonstigen Gründen zu bewerten ist.
- (9) Bewertungen aufgrund gesetzlicher Regelungen ergeben sich insbesondere aus den aktienrechtlichen Regelungen zum Abschluß von Unternehmensverträgen bzw. zur Eingliederung (Ermittlung des angemessenen Ausgleichs, der Abfindung in Aktien sowie der Barabfindung). Darüber hinaus sieht z.B. das Umwandlungsgesetz die Ermittlung von Barabfindungen sowie von Umtauschverhältnissen im Zusammenhang mit der Prüfung des Verschmelzungs- bzw. Spaltungsberichts vor.
- (10) Bewertungen auf vertraglicher Grundlage erfolgen insbesondere beim Eintritt und Austritt von Gesellschaftern aus einer Personengesellschaft, bei Erbaueinandersetzungen und Erbteilungen sowie bei Abfindungsfällen im Familienrecht.⁴
- (11) Daneben wird vielfach eine Unternehmensbewertung vor dem Hintergrund unternehmerischer Initiativen, wie z.B. Kauf oder Verkauf von Unternehmen, Fusionen, Zuführung von Eigen- oder Fremdkapital, Sacheinlagen (einschließlich der Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens), Börsengang, Management Buy Out oder im Rahmen von wertorientierten Managementkonzepten vorgenommen. Darüber hinaus werden Unternehmen aus handels- und steuerrechtlichen Gründen bewertet.

2.3. Funktionen des Wirtschaftsprüfers

- (12) Bei der Bewertung von Unternehmen kann der Wirtschaftsprüfer in verschiedenen Funktionen tätig werden:
- Neutraler Gutachter

In der Funktion als neutraler Gutachter wird der Wirtschaftsprüfer als Sachverständiger tätig, der mit nachvollziehbarer Methodik einen objektivierten, von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängigen Wert des Unternehmens ermittelt. 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.

⁴ Vgl. hierzu die *Stellungnahme HFA 2/1995: Zur Unternehmensbewertung im Familien- und Erbrecht*, in: WPg 1995, S. 522 ff.

- Berater

In der Beratungsfunktion ermittelt der Wirtschaftsprüfer einen subjektiven Entscheidungswert, der z.B. angeben kann, was - unter Berücksichtigung der vorhandenen individuellen Möglichkeiten und Planungen - ein bestimmter Investor für ein Unternehmen höchstens anlegen darf (Preisobergrenze) oder ein Verkäufer mindestens verlangen muß (Preisuntergrenze), um seine ökonomische Situation durch die Transaktion nicht zu verschlechtern.

- Schiedsgutachter/Vermittler

In der Schiedsgutachter-/Vermittlungsfunktion wird der Wirtschaftsprüfer tätig, der in einer Konfliktsituation unter Berücksichtigung der verschiedenen subjektiven Wertvorstellungen der Parteien einen Einigungswert als Schiedsgutachter feststellt oder als Vermittler vorschlägt.

2.4. Wert und Preis von Unternehmen und Unternehmensanteilen

- (13) Während sich der Unternehmenswert als Gesamtwert des Unternehmens auf alle Unternehmenseigner bezieht, entspricht der Wert eines Unternehmensanteils dem jeweiligen Anteil eines Unternehmenseigners am Unternehmen.

Der Wert für einen Unternehmensanteil kann direkt oder indirekt ermittelt werden. Bei der direkten Anteilsbewertung wird der Anteilswert direkt aus den Zahlungsströmen zwischen dem Unternehmen und dem einzelnen Anteilseigner abgeleitet. Bei der indirekten Anteilsbewertung wird der Wert des Unternehmensanteils aus dem Gesamtwert des Unternehmens abgeleitet.

Der objektiviert Wert des Unternehmensanteils entspricht dem quotalen Wertanteil am objektivierten Gesamtwert des Unternehmens. Der subjektive Wert eines Unternehmensanteils beinhaltet die Einschätzung des Wertes der Beteiligung an einem Unternehmen unter Berücksichtigung der individuellen persönlichen Verhältnisse und Ziele des (jeweiligen) Anteilseigners; Bewertungsparameter sind deshalb neben der Anteilsquote insbesondere der damit verbundene Einfluß des Anteilseigners auf die Unternehmenspolitik sowie erwartete Synergieeffekte.

Der Preis für Unternehmen und Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt und kann je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflußmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) mehr oder

weniger stark von dem Wert des gesamten Unternehmens oder dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwert abweichen.

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile sind wichtige Orientierungsgrößen zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten, ersetzen aber keine Unternehmensbewertung. Dies gilt auch für Börsenkurse.

3. Inhalt und Relevanz von Börsenkursen

- (14) Der nach den in diesem *IDW Standard* dargestellten Grundsätzen ermittelte Unternehmenswert bzw. Wert von Unternehmensanteilen ist zu unterscheiden von Börsenkursen bzw. einer auf Basis von Börsenkursen ermittelten Börsenkapitalisierung (Anzahl der Aktien multipliziert mit dem Börsenkurs): So beruhen Unternehmensbewertungen auf detailliert analysierten Daten zum Bewertungsobjekt, insbesondere dem Unternehmenskonzept und der Planungsrechnung, während Börsenkurse Tagespreise am Aktienmarkt sind, die den zum Umsatzmaximum führenden Preis darstellen, der sich an der Börse aufgrund aufeinandertreffender Nutzenschätzungen der Aktienanbieter und –nachfrager bildet. Der Unternehmenswert repräsentiert den Barwert sämtlicher prognostizierter finanzieller Überschüsse. Die Börsenkursbildung hängt dagegen von vielfältigen weiteren Einflußfaktoren (z.B. künftigen Entwicklungen und Möglichkeiten des Unternehmens, die von den Marktteilnehmern erwartet werden, Marktmenge, Spekulationen, Änderungen des Zinsniveaus, Währungskursen, politischen Ereignissen, psychologischen Momenten, allgemeiner Börsentendenz) ab.
- (15) Sofern für Unternehmensanteile Börsenkurse zur Verfügung stehen, sind diese bei Unternehmensbewertungen zur Plausibilitätsbeurteilung des nach den Grundsätzen dieses *IDW Standards* ermittelten Unternehmens- oder Anteilswerts heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen (z.B. geringer Anteil börsengehandelter Anteile, besondere Marktsituationen).

Sachlich nicht begründbare wesentliche Abweichungen zwischen dem ermittelten Zukunftserfolgswert und dem Börsenkurs sollten zum Anlaß genommen werden, die der Bewertung zugrunde liegenden Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu überprüfen (z.B. andere Einschätzung des Unternehmens durch den Markt).

- (16) Bei einigen speziellen Unternehmensbewertungsanlässen (Abfindung und Ausgleich gemäß §§ 304, 305 AktG sowie § 320b AktG) ist der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln. Grundsätzlich ist das

den Börsenkurs zu ermitteln. Grundsätzlich ist das Ertragswertverfahren auch in diesen Bewertungsanlässen höchstrichterlich anerkannt. Sofern in diesen Fällen der Ertragswert aber unter dem Börsenkurs liegt, ist der Börsenkurs als Mindestgröße heranzuziehen. Dies gilt jedoch nicht, wenn der Börsenkurs – z.B. bei fehlender Marktgängigkeit (über längere Zeit hat kein oder praktisch kein Handel stattgefunden) oder bei erkennbar durch Sonderfaktoren beeinflusster Kursentwicklung (z.B. spekulativ vor der beschlußfassenden Hauptversammlung beeinflusster Kursverlauf) – nicht dem Verkehrswert der Aktien entspricht. Stets ist beim Heranziehen des Börsenkurses auf einen geeigneten Referenzkurs vor Bekanntgabe der beabsichtigten Konzernierungsmaßnahme abzustellen. Die Länge des Referenzzeitraumes hängt grundsätzlich von den konkreten Gegebenheiten des Einzelfalls ab.

4. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten

4.1. Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks

- (17) In Abhängigkeit vom zu ermittelnden Unternehmenswert (objektivierter Unternehmenswert, subjektiver Entscheidungswert, Einigungswert) ergeben sich in der Regel unterschiedliche Annahmen hinsichtlich der Prognose und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse. Daher setzt eine sachgerechte Unternehmenswertermittlung voraus, daß im Rahmen der Auftragserteilung festgelegt wird, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer tätig wird, um daraus die dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Annahmen herleiten zu können.

4.2. Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit

- (18) Unternehmen sind zweckgerichtete Kombinationen von materiellen und immateriellen Werten, durch deren Zusammenwirken finanzielle Überschüsse erwirtschaftet werden sollen. Der Wert eines Unternehmens wird deshalb nicht durch die Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden bestimmt, sondern durch das Zusammenwirken aller Werte.
- (19) Bei der Abgrenzung des Bewertungsobjekts ist die Gesamtheit aller zusammenwirkenden Bereiche eines Unternehmens, wie z.B. Beschaffungs- und Absatzbeziehungen bzw. -märkte, Forschung und Entwicklung, Organisation, Finanzierung und Management zu erfassen, da alle Unternehmensbereiche gemeinsam zu den zukünftigen finanziellen Überschüssen beitragen (Gesamtbewertung). Das Bewertungsobjekt muß nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt (z.B. Konzern, Betriebsstätte, strategische Geschäftseinheit).

- (20) Hinsichtlich der Besonderheiten der Abgrenzung des Bewertungsobjekts bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen vgl. Abschn. 8.3.1.
- (21) Das Bewertungsobjekt umfaßt zum einen das betriebsnotwendige Vermögen, zum anderen das nicht betriebsnotwendige Vermögen.

4.3. Stichtagsprinzip

- (22) Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen. Mit dem vertraglich vereinbarten oder gesetzlich bestimmten Bewertungsstichtag wird zum einen festgelegt, welche finanziellen Überschüsse nicht mehr zu berücksichtigen sind, weil sie den bisherigen Eigentümern des Unternehmens bereits zugeflossen sind, und ab welchem Zeitpunkt zu erwartende bzw. schon realisierte finanzielle Überschüsse den künftigen Eigentümern zuzurechnen sind.
- (23) Zum anderen hängen die Erwartungen der an der Bewertung interessierten Parteien hinsichtlich der künftigen finanziellen Überschüsse sowohl des Bewertungsobjekts als auch der bestmöglichen Alternativinvestition von dem Umfang der im Zeitablauf zufließenden Informationen ab. Bei Auseinanderfallen des Bewertungsstichtags und des Zeitpunkts der Durchführung der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können. Dies gilt auch in bezug auf den Informationsstand über die Ertragsteuerbelastung der finanziellen Überschüsse.

4.4. Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens

4.4.1. Grundlagen der Ermittlung finanzieller Überschüsse

4.4.1.1. Zahlungsstromorientierung

- (24) Die zur Ermittlung des Unternehmenswerts abzuzinsenden Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner ergeben sich vorrangig aufgrund des Anspruchs der Unternehmenseigner auf Ausschüttung bzw. Entnahme der vom Unternehmen erwirtschafteten finanziellen Überschüsse abzüglich von den Eignern zu erbringender Einlagen. Ferner sind weitere mit dem Eigentum am Unternehmen verbundene Zahlungsstromveränderungen, z.B. persönliche Steuern der Unternehmenseigner, zu berücksichtigen (zur korrespondierenden Berücksichtigung der Besteuerung im Kapitalisierungszinssatz vgl. Abschn. 6.3.).
- (25) Die Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner hängen in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen

Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die als Nettoeinnahmen in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (Zuflußprinzip).

- (26) Die Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner können aufgrund einer auf Unternehmensebene durchgeführten Einnahmenüberschußrechnung oder Ertragsüberschußrechnung ermittelt werden. Dabei sind die Nebenbedingungen der gesellschaftsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit und der Finanzierung der Ausschüttungen zu beachten.
- (27) Bei der Ermittlung der Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner auf der Grundlage einer Einnahmenüberschußrechnung oder einer Ertragsüberschußrechnung auf Unternehmensebene ist folgendes zu beachten:

- Erfolgt die Bewertung auf Basis einer Einnahmenüberschußrechnung, so erfordert die Nebenbedingung der Ausschüttungsfähigkeit die ergänzende Berechnung handelsrechtlicher Ertragsüberschüsse. Ferner ist zu klären, inwieweit einer Ausschüttung von Einnahmenüberschüssen rechtliche Restriktionen, wie z.B. handelsrechtliche Verlustvorträge und die Bildung gesetzlicher Rücklagen, entgegenstehen.
- Liegt der Bewertung eine Ertragsüberschußrechnung zugrunde, so ist eine ergänzende Finanzbedarfsrechnung (Finanzplanung) erforderlich, die die finanziellen Konsequenzen der geplanten Ausschüttungen aufzeigt. Die Finanzplanung ermittelt aus der Gegenüberstellung von Finanzbedarf einschließlich Investitionen und Finanzdeckung den Finanzierungssaldo (finanzielle Über- oder Unterdeckung).

Je nach den zugrunde liegenden Annahmen über die Finanzierung bzw. über die Ausschüttungspolitik kann ein mittels der Finanzplanung festgestellter Mittelbedarf durch Fremdkapitalaufnahme, Thesaurierung oder Zuführung von Kapital durch die Eigentümer finanziert werden; umgekehrt kann ein Finanzmittelüberschuß zur Kredittilgung oder zur Ausschüttung an die Unternehmenseigner verwendet werden.

Die Finanzplanung dient somit auch als Ausgangsgrundlage für das entsprechend dem jeweiligen Bestand an liquiden Mitteln/Krediten zu veranschlagende Zinsergebnis, das wiederum in die Ertragsüberschußrechnung eingeht.

- (28) Eine ordnungsgemäße Unternehmensbewertung setzt sowohl bei der Bewertung auf Grundlage von Einnahmenüberschüssen als auch bei der Bewertung auf Grundlage von Ertragsüberschüssen voraus, daß aufeinander abgestimmte Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Finanzplanungen aufgestellt werden; somit erfordern beide Vorgehensweisen grundsätzlich die gleichen Rechenwerke.

- (29) Darüber hinaus können ergänzende Rechnungen zur Ermittlung der Bemessungsgrundlagen erfolgsabhängiger Steuern notwendig werden.
- (30) Einnahmenüberschuß- und Ertragsüberschußrechnung führen dann zum gleichen Ergebnis, wenn gleiche Finanzierungsannahmen und damit identische Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner unterstellt werden.

4.4.1.2. Substanzbezogenheit des Erfolges

- (31) Um die dem Unternehmenszweck entsprechenden betrieblichen Leistungen erbringen zu können, muß ein Unternehmen je nach Branche eine mehr oder weniger umfangreiche Substanz vorhalten. Deshalb ist die den angestrebten Erfolg sichernde Substanz unter Berücksichtigung der Annahmen über Erhalt, Wachstum oder Schrumpfung in den Investitions- und Finanzierungsannahmen zu berücksichtigen.

4.4.1.3. Ertragsteuerliche Einflüsse

- (32) Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der Nettozuflüsse an den Investor bestimmt, die er zu seiner freien Verfügung hat. Diese Nettozuflüsse sind unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln.

4.4.1.3.1. Ertragsteuern des Unternehmens

- (33) Bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse sind zunächst die Ertragsteuern, die das Unternehmen belasten, abzuziehen.
- (34) Die Gewerbeertragsteuer belastet das Unternehmen (unabhängig von der Rechtsform) als Steuersubjekt und ist daher bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse abzuziehen.
- (35) Unternehmen in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft sind selbständige Steuerobjekte und unterliegen der Körperschaftsteuer (ggf. zuzüglich Solidaritätszuschlag). Diese ist ebenfalls als Definitivsteuer, die die Kapitalgesellschaft belastet, in Abzug zu bringen. Dabei sind für den im Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (Steuersenkungsgesetz – StSenkG) vorgesehenen Übergangszeitraum ggf. bestehende Körperschaftsteuerguthaben zu berücksichtigen.

- (36) Wird das Unternehmen als Einzelunternehmen oder als Personengesellschaft betrieben, so unterliegt der Unternehmer bzw. der Gesellschafter mit seinen Einkünften der Einkommensteuer; das Unternehmen selbst wird durch die Einkommensteuer nicht belastet.

4.4.1.3.2. Ertragsteuern der Unternehmenseigner (persönliche Ertragsteuern)

- (37) Ertragsteuern der Unternehmenseigner (Einkommensteuer, ggf. Kirchensteuer, Solidaritätszuschlag), die mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbunden sind, müssen bei der Bewertung berücksichtigt werden.
- (38) Gewerbetreibende Einzelunternehmer und Mitunternehmer erzielen gewerbliche Einkünfte, Anteilseigner einer Kapitalgesellschaft erzielen Einkünfte aus Kapitalvermögen (bei Beteiligung an der Kapitalgesellschaft im Privatvermögen) oder gewerbliche Einkünfte (bei Beteiligung an der Kapitalgesellschaft im Betriebsvermögen); in der Regel unterliegen die Einkünfte aus dem Unternehmen bei den Unternehmenseignern nicht der Gewerbeertragsteuer.
- (39) Die offenen Ausschüttungen von Kapitalgesellschaften an natürliche Personen werden nur zur Hälfte der Ertragsteuer des Unternehmenseigners unterworfen (sog. Halbeinkünfteverfahren). Diese steuerliche Belastung ist bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse in Abzug zu bringen.
- (40) Bei der Bewertung eines Einzelunternehmens oder einer Personengesellschaft ist die Ertragsteuerbelastung des Unternehmenseigners unter Absetzung der anrechenbaren Gewerbeertragsteuer nach Maßgabe des festgesetzten Gewerbesteuermeßbetrages zu berücksichtigen.

4.4.2. Finanzielle Überschüsse bei Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts

4.4.2.1. Zum Stichtag bereits eingeleitete Maßnahmen

- (41) Die Bewertung eines Unternehmens basiert auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft. Grundsätzlich beruht die vorhandene Ertragskraft auf den zum Bewertungsstichtag vorhandenen Erfolgsfaktoren. Mögliche, aber noch nicht eingeleitete Maßnahmen (z.B. Erweiterungsinvestitionen/Desinvestitionen) sowie die daraus vermutlich resultierenden finanziellen Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unbeachtlich. Die bewertbare Ertragskraft beinhaltet nur solche Erfolgchancen, die zumindest durch zum Stichtag bereits ein-

geleitete Maßnahmen, d.h. durch Umsetzungsbeschlüsse der Geschäftsführung bzw. eines Aufsichtsorgans und dokumentierte Planungen, konkretisiert sind.

4.4.2.2. Sogenannte unechte Synergieeffekte

- (42) Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen.
- (43) Sogenannte unechte Synergieeffekte sind dadurch gekennzeichnet, daß sie sich ohne Berücksichtigung der Auswirkungen aus dem Bewertungsanlaß realisieren lassen oder mit einer nahezu beliebigen Vielzahl von Partnern erzielbar sind. Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen; jedoch nur insoweit, als die synergiestiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet sind.

4.4.2.3. Vollausschüttungsannahme

- (44) Grundsätzlich ist bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts von der Vollausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des unveränderten Unternehmenskonzeptes (Substanzerhaltung, Finanzierungsstruktur) und rechtlicher Restriktionen (z.B. Bilanzgewinn, ausschüttbarer handelsrechtlicher Jahresüberschuß) zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.
- (45) Darüber hinaus kann es im Einzelfall aus Sicht der Unternehmenseigner auch sachgerecht sein, weitere Überschüsse zu thesaurieren, weil sie z.B. allein bei Thesaurierung nicht zu versteuern sind, jedoch im Fall einer Ausschüttung von den Unternehmenseignern zu versteuern wären. Voraussetzung für die Berücksichtigung einer derartigen Thesaurierung ist, daß konkrete Anhaltspunkte für eine Thesaurierung vorliegen.

4.4.2.4. Typisierte Managementfaktoren

- (46) Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts ist die dem Unternehmen innewohnende und übertragbare Ertragskraft zu bewerten. Diese ist insbesondere davon abhängig, ob das bisher für die Unternehmensentwicklung verantwortliche Management auch in Zukunft für das Unternehmen tätig wird.
- (47) Das Verbleiben des Managements wird zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts grundsätzlich typisierend unterstellt, so daß eine Eliminierung personen-

bezogener Einflüsse auf die finanziellen Überschüsse grundsätzlich nicht notwendig ist.

- (48) Bei personenbezogenen Unternehmen sind jedoch die in der Person des Eigentümers begründeten positiven oder negativen Erfolgsbeiträge, die zukünftig nicht realisiert werden können, bei der Prognose künftiger finanzieller Überschüsse außer Betracht zu lassen. Soweit für die Mitarbeit der Inhaber in der bisherigen Ergebnisrechnung kein angemessener Unternehmerlohn berücksichtigt worden ist, sind die künftigen finanziellen Überschüsse entsprechend zu korrigieren. Die Höhe des Unternehmerlohns wird nach der Vergütung bestimmt, die eine nichtbeteiligte Geschäftsführung erhalten würde. Neben dem Unternehmerlohn kann auch fiktiver Lohnaufwand für bislang unentgeltlich tätige Familienangehörige des Eigentümers zu berücksichtigen sein.
- (49) Zu den zu eliminierenden Managementfaktoren gehören auch Einflüsse aus einem Unternehmensverbund oder aus sonstigen Beziehungen personeller oder familiärer Art zwischen dem Management des zu bewertenden Unternehmens und dritten Unternehmen, die im Rahmen eines Eigentümerwechsels nicht mit übergehen würden.
- (50) Steht die bisherige Unternehmensleitung künftig nicht mehr zur Verfügung und ist eine Unternehmensfortführung ohne die bisherige Unternehmensleitung nicht möglich, so ist regelmäßig davon auszugehen, daß der Unternehmenswert dem Liquidationswert entspricht. Dies gilt auch, wenn der Ertragswert aufgrund der Berücksichtigung eines angemessenen Unternehmerlohns den Liquidationswert unterschreitet. Im Familien- und Erbrecht können dagegen auch personenbezogene, nicht übertragbare Faktoren bei der Ermittlung des Ertragswerts einzubeziehen sein (vgl. im einzelnen *Stellungnahme HFA 2/1995*, Abschn. III.4.).

4.4.2.5. Ertragsteuern der Unternehmenseigner

- (51) Durch die Einbeziehung einer typisierten Steuerbelastung auf die Zuflüsse an die Unternehmenseigner wird dem möglichen unterschiedlichen Umfang und Zeitpunkt von Steuerzahlungen gegenüber der Vergleichsinvestition Rechnung getragen. Auch wenn die persönlichen steuerlichen Verhältnisse der Unternehmenseigner bekannt sind, ist bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ein typisierter Steuersatz zu verwenden, der bei voller Besteuerung der finanziellen Überschüsse für Deutschland in Höhe von 35% nach statistischen Untersuchungen als vertretbar angesehen werden kann. Auf diese Weise wird eine Typisierung vorgenommen, der die Verhältnisse eines im Inland ansässigen unbeschränkt steuerpflichtigen Unterneh-

menseigners und bei Kapitalgesellschaften eines Anteilseigners, der die Unternehmensanteile im Privatvermögen hält, zugrunde liegen.

Bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften ist ergänzend das Halbeinkünfteverfahren zu berücksichtigen. Demnach wird bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse eine gegenüber der Alternativinvestition verringerte typisierte Steuerbelastung in Ansatz gebracht.

Durch die Einbeziehung der typisierten Steuerbelastung wird vermieden, daß der objektivierte Unternehmenswert von - aufgrund unterschiedlicher Einkommensverhältnisse der Unternehmenseigner - individuell verschiedenen Steuersätzen abhängig gemacht wird. Eine zusätzliche Berücksichtigung des Solidaritätszuschlages und der Kirchensteuer scheidet bei dieser Typisierung aus.

4.4.2.6. Maßgeblichkeit des Sitzlandes des zu bewertenden Unternehmens

- (52) Die Ermittlung eines objektivierten Wertes erfolgt grundsätzlich unter der Annahme, daß die Unternehmenseigner im Sitzland des zu bewertenden Unternehmens ansässig sind. Hieraus ergeben sich Konsequenzen insbesondere für die nach den Gegebenheiten des jeweiligen Sitzlandes zu berücksichtigende typisierte Steuerbelastung sowie für die zugrunde zu legenden Verhältnisse hinsichtlich Kapitalmarkt, Risiko und Wachstum.

Dies führt bspw. bei grenzüberschreitenden Fusionen dazu, daß für das zu ermittelnde Umtauschverhältnis der Wert eines inländischen Unternehmens typisiert für den im Inland ansässigen inländischen Unternehmenseigner und der Wert des ausländischen Unternehmens typisiert für den im Ausland ansässigen ausländischen Unternehmenseigner zugrunde gelegt wird.

4.4.3. Finanzielle Überschüsse bei Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte

- (53) Im Rahmen der Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte ersetzt der Wirtschaftsprüfer in der Beratungsfunktion die bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erforderlichen Typisierungen durch individuelle auftraggeberbezogene Konzepte bzw. Annahmen.

4.4.3.1. Geplante, aber noch nicht eingeleitete Maßnahmen

- (54) Bei der Ermittlung eines subjektiven Entscheidungswerts für den potentiellen Erwerber eines Unternehmens sind nicht nur bereits eingeleitete Maßnahmen, sondern auch

solche strukturverändernden Vorhaben zu berücksichtigen, die (noch) nicht Bestandteil des bestehenden Unternehmenskonzepts sind. Dies können z.B. vom Erwerber beabsichtigte Erweiterungsinvestitionen, Desinvestitionen, Bereinigungen des Produktprogramms oder Veränderungen der strategischen Geschäftsfelder sein, deren Auswirkungen auf die künftigen finanziellen Überschüsse den Grenzpreis eines Erwerbers beeinflussen. Der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der rentabelsten Nutzung des Betriebs, die unter den voraussichtlichen individuellen Verhältnissen des Erwerbers möglich ist, bestimmt üblicherweise dessen subjektiven Wert.

- (55) Für den subjektiven Wert aus Sicht des potentiellen Veräußerers sind bereits erkannte und realisierbare Möglichkeiten auch dann zu berücksichtigen, wenn die entsprechenden Maßnahmen noch nicht eingeleitet sind.

4.4.3.2. Sogenannte echte Synergieeffekte

- (56) Für die Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte potentieller Käufer ist es unerheblich, ob zu erwartende Synergieeffekte und die zu ihrer Erschließung erforderlichen Maßnahmen bereits eingeleitet sind oder nicht. In den subjektiven Entscheidungswert eines Kaufinteressenten sind unechte, aber auch echte, sich unter Berücksichtigung der Auswirkungen aus dem Bewertungsanlaß ergebende Synergieeffekte in vollem Umfang einzubeziehen.
- (57) Für den subjektiven Entscheidungswert des Verkäufers bzw. der bisherigen Unternehmenseigner sind mögliche Synergieeffekte für die Ermittlung der Preisuntergrenze nur insoweit relevant, als sie ohne die Veräußerung realisierbar sind (sog. unechte Synergieeffekte) und für den Verkäufer nach der Transaktion wegfallen würden.

4.4.3.3. Finanzierungsannahmen

- (58) Für den Unternehmenseigner oder den potentiellen Erwerber des Unternehmens kann eine Veränderung der bisherigen Finanzierung (der Kapitalstruktur) des Bewertungsobjekts zu einer Änderung des Unternehmenswerts führen.
- (59) Falls der Eigentümer oder Erwerber bspw. Fremdkapital zu günstigeren Konditionen erhalten kann, als sie den laufenden Krediten zugrunde liegen, wird er soweit wie möglich Altkredite tilgen und zinsgünstigere Neukredite aufnehmen, so daß sein subjektiver Entscheidungswert gegenüber dem objektivierten Wert infolge geringerer Zinsbelastungen höher ist. Auch kann aufgrund einer anderen Risikoeinstellung oder infolge der Einbringung des Zielunternehmens in einen Unternehmensverbund eine veränderte Kapitalstruktur (Verschuldungsgrad) angestrebt werden. Neben den nach

den subjektiven Finanzierungsannahmen des Auftraggebers entstehenden Veränderungen der finanziellen Überschüsse sind auch die Auswirkungen eines veränderten Finanzierungsrisikos auf den Kapitalisierungszinssatz bei der Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte zu beachten.

- (60) Abweichend von der im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte in der Regel zu treffenden Vollausschüttungsannahme ist ferner insbesondere der vom Auftraggeber geplante Umfang der Innenfinanzierung durch Einbehaltung finanzieller Überschüsse sowie die Kapitalzuführung durch die Eigenkapitalgeber zu berücksichtigen.

4.4.3.4. Individuelle Managementfaktoren

- (61) Aus der Sicht eines Käufers ist allein ausschlaggebend, welche finanziellen Überschüsse mit der von ihm tatsächlich geplanten Besetzung der Geschäftsführung voraussichtlich erzielt werden. Dabei sind soweit wie möglich alle künftigen finanziellen Auswirkungen, z.B. auch aufgrund der Veränderung der Geschäftsführungsorganisation, zu berücksichtigen.
- (62) Der Grenzpreis eines potentiellen Verkäufers berücksichtigt nicht nur die übertragbare Ertragskraft des Bewertungsobjekts, sondern z.B. auch persönliche Erfolgsfaktoren.

4.4.3.5. Ertragsteuern der Unternehmenseigner

- (63) Die für Zwecke objektivierter Unternehmenswertermittlungen erforderlichen Typisierungen hinsichtlich der persönlichen Ertragsteuerbelastung der Unternehmenseigner sind - soweit bekannt - durch deren tatsächliche Steuerbelastung zu ersetzen. Anstatt eines typisierten Steuersatzes ist dann die von den jeweiligen Einkommensverhältnissen abhängige Steuerbelastung der einzelnen Unternehmenseigner zu verwenden.

4.5. Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

- (64) Neben dem betriebsnotwendigen Vermögen verfügt ein Unternehmen häufig auch über nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Solche Vermögensteile können frei veräußert werden, ohne daß davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium).

- (65) Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens zum Zukunftserfolgswert müssen die nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung gesondert bewertet werden. Sofern der Liquidationswert dieser Vermögensgegenstände den Barwert ihrer finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen übersteigt, stellt nicht die anderenfalls zu unterstellende Fortführung der bisherigen Nutzung, sondern die Liquidation die vorteilhaftere Verwertung dar. Für die Ermittlung des Gesamtwerts ist dann der Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens dem Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzufügen.
- (66) Bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens mit dem Liquidationswert sind die Kosten der Liquidation von den Liquidationserlösen abzusetzen sowie die steuerlichen Folgen auf Unternehmens- und Eigentümerebene zu berücksichtigen. Soweit nicht mit einer sofortigen Liquidation zu rechnen ist, muß ein Liquidationskonzept entwickelt, ein angemessener Liquidationszeitraum angesetzt und der Liquidationserlös abzüglich der Kosten der Liquidation auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden.
- (67) Soweit den nicht betriebsnotwendigen Vermögensteilen Schulden zuzurechnen sind, müssen diese mit den bei ihrer Ablösung anfallenden Ausgaben von den zu erzielenden Liquidationserlösen gekürzt werden.
- (68) Wird Vermögen, das der Kreditsicherung dient, als nicht betriebsnotwendiges Vermögen ausgesondert, ist zu beachten, daß eine Entnahme zur Veränderung der Finanzierungssituation des Unternehmens führen kann.

4.6. Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips

- (69) In seiner Funktion als neutraler Gutachter oder als Schiedsgutachter hat der Wirtschaftsprüfer das Gebot der Unparteilichkeit zu beachten. Das für die Bilanzierung verbindliche Vorsichtsprinzip bringt dagegen eine ungleiche Gewichtung der z.T. gegenläufigen Interessen von Gläubigern (Kapitalerhaltung durch Ausschüttungssperren) und Unternehmenseignern (Ausschüttung erwirtschafteter Gewinne) zugunsten des Gläubigerschutzes zum Ausdruck.

Die ungewisse künftige Entwicklung darf nicht in einer Weise in den ermittelten Unternehmenswert einfließen, die eine der beteiligten Parteien - das wären bei „vorsichtiger Schätzung“ der künftigen finanziellen Überschüsse der Verkäufer bzw. die abzufindenden Gesellschafter - einseitig benachteiligt.

- (70) Die Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips bedeutet nicht, daß von einer Risikoneutralität des Investors auszugehen ist (vgl. hierzu Abschn. 6.2.).

4.7. Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze

- (71) Gutachtlich ermittelte Unternehmenswerte basieren regelmäßig auf einer Vielzahl von Prämissen, die erheblichen Einfluß auf das Bewertungsergebnis haben. Dem Grundsatz der Klarheit der Berichterstattung entsprechend hat der Wirtschaftsprüfer in seinem Gutachten deutlich zu machen, auf welchen wesentlichen Annahmen der von ihm ermittelte Unternehmenswert beruht (vgl. hierzu Abschn. 9.2.).
- (72) Aus der Berichterstattung muß hervorgehen, ob es sich bei den getroffenen Annahmen um solche des Gutachters, des Managements des zu bewertenden Unternehmens oder sachverständiger Dritter handelt.

5. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse

- (73) Kernproblem einer jeden Unternehmensbewertung ist die Prognose der finanziellen Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen. Sie erfordert eine umfangreiche Informationsbeschaffung und darauf aufbauende vergangenheits-, stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensanalysen, die durch Plausibilitätsüberlegungen im Hinblick auf ihre Angemessenheit und Widerspruchsfreiheit zu überprüfen sind.

5.1. Informationsbeschaffung

- (74) Die inhaltliche Qualität einer Unternehmensanalyse wird durch Qualität und Umfang der verfügbaren Informationen bestimmt.
- (75) Für die Prognose der finanziellen Überschüsse sind grundsätzlich unternehmens- und marktorientierte, zukunftsbezogene Informationen erforderlich.⁵ Vergangenheits- und stichtagsbezogene Informationen sind nur insoweit von Bedeutung, als sie als Grundlage für die Schätzung künftiger Entwicklungen oder für die Vornahme von Plausibilitätsbeurteilungen dienen können.
- (76) Als unternehmensbezogene Informationen sind vor allem interne Planungsdaten sowie daraus entwickelte Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Plan-Kapitalflußrechnungen heranzuziehen. Als marktbezogene Daten können insbe-

⁵ Bei der Informationsbeschaffung kann der vom Arbeitskreis „Unternehmensbewertung“ entwickelte Erhebungsbogen zur Unternehmensbewertung herangezogen werden, der bei der IDW-Verlag GmbH, Postfach 32 05 80, 40420 Düsseldorf, erhältlich ist.

sondere Informationen über branchenspezifische Märkte und volkswirtschaftliche Zusammenhänge verwendet werden.

5.2. Vergangenheitsanalyse

- (77) Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen.
- (78) Zur Beurteilung der bisherigen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen des zu bewertenden Unternehmens sind in aller Regel Gewinn- und Verlustrechnungen, Kapitalflußrechnungen, Bilanzen und interne Ergebnisrechnungen heranzuziehen. Um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen erkennbar zu machen, sind die Vergangenheitsrechnungen zu bereinigen.
- (79) Da die bisherige leistungs- und finanzwirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens Resultat der Geschäftstätigkeit in bestimmten Märkten ist, müssen unternehmensbezogene Informationen über die erwiesene Ertragskraft sowie die Vermögens- und Finanzverhältnisse vor dem Hintergrund der vergangenen Markt- und Umweltentwicklungen (z.B. politische, gesamtwirtschaftliche und technische Entwicklungen, Branchenentwicklungen, Entwicklungen der Märkte und der Marktstellung des Unternehmens) analysiert werden.

5.3. Planung und Prognose (Phasenmethode)

- (80) Aufbauend auf der Vergangenheitsanalyse sind die künftigen finanziellen Überschüsse zu prognostizieren. Hierzu ist eine Analyse der erwarteten leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen des Unternehmens unter Berücksichtigung der erwarteten Markt- und Umweltentwicklungen erforderlich.
- (81) Dabei lassen sich für einen gewissen Zeitraum voraussichtliche Entwicklungen der finanziellen Überschüsse plausibler beurteilen und sicherer prognostizieren als für die nachfolgenden Jahre. Zwangsläufig ergibt sich damit ein Horizont für die Zukunftsbetrachtung, jenseits dessen die Quantifizierung der finanziellen Überschüsse nur noch auf globale Annahmen zu stützen ist. In der Praxis hat es sich daher als hilfreich erwiesen, die finanziellen Überschüsse in unterschiedlichen Zukunftsphasen zu planen und zu prognostizieren. Die Phasen können in Abhängigkeit von Größe, Struktur und Branche des zu bewertenden Unternehmens unterschiedlich lange Zeiträume umfassen.
- (82) In den meisten Fällen werden nur zwei Phasen eine Rolle spielen. Für die nähere erste Phase, die häufig einen überschaubaren Zeitraum von drei bis fünf Jahren um-

faßt, stehen dem Wirtschaftsprüfer zumeist hinreichend detaillierte Planungsrechnungen zur Verfügung. In dieser zeitlich näheren Phase werden die zahlreichen Einflußgrößen meist einzeln zur Prognose der finanziellen Überschüsse veranschlagt.

- (83) Die Planungsjahre der ferneren zweiten Phase basieren in der Regel auf mehr oder weniger pauschalen Fortschreibungen der Detailplanungen der ersten Phase. Dabei ist zu untersuchen, ob sich die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des zu bewertenden Unternehmens nach der Phase der detaillierten Planung im sog. Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet oder ob sich die jährlichen finanziellen Überschüsse zwar noch verändern, jedoch eine als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angesetzte Größe die sich ändernden finanziellen Überschüsse (finanzmathematisch) angemessen repräsentiert.
- (84) Wegen des starken Gewichts der finanziellen Überschüsse in der zweiten Phase kommt der kritischen Überprüfung der zugrunde liegenden Annahmen eine besondere Bedeutung zu. Dabei ist insbesondere das Unternehmenskonzept mit den erwarteten Rahmenbedingungen des Marktes und Wettbewerbs und deren Veränderungen abzustimmen. Ferner sind Branchenkennzahlen (z.B. Umsatzrenditen) zu analysieren.

Die Planansätze der ersten Phase sind im Hinblick auf ihre Eignung als Bezugsgröße für die finanziellen Überschüsse der zweiten Phase zu überprüfen, wobei insbesondere folgende ausgewählte Sachverhalte zu beachten und ggf. entsprechende Anpassungen vorzunehmen sind: Berücksichtigung wesentlicher Veränderungen auf dem Absatz- und Beschaffungsmarkt, Analyse des Produkt- und Marktpotentials auf Ausgewogenheit im Produktlebenszyklus, Analyse der Markt- und Wettbewerbspositionierung der Produkte und Leistungen im Hinblick auf noch nicht berücksichtigte zukünftige Marktchancen sowie Einbeziehung noch nicht berücksichtigter Kosten für die zukünftige Marktbearbeitung, Normalisierung wesentlicher Kostenkomponenten, wie z.B. Forschung und Entwicklung und Altersversorgung, Berücksichtigung nachhaltig wirkender Kostensenkungs- und Restrukturierungsmaßnahmen.

- (85) Aufgrund der Fülle von Einflußfaktoren kann es sich empfehlen, mehrwertige Planungen zu erstellen, um das Ausmaß der Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse zu verdeutlichen und erste Anhaltspunkte für die Berücksichtigung der Unsicherheit im Rahmen des Bewertungskalküls (vgl. hierzu Abschn. 6.2.) zu gewinnen.

5.4. Plausibilitätsbeurteilung der Planungen

- (86) Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse ist auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen.
- (87) Die einzelnen Teilplanungen (insbesondere Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Finanzplanungen) müssen aufeinander abgestimmt und in sich plausibel sein. Insbesondere ist im Rahmen der Planung der Gewinn- und Verlustrechnungen zu beachten, daß die Entwicklungen einzelner Positionen zueinander im Zeitablauf nachvollziehbar sind. Im Rahmen der Finanzplanung müssen die getroffenen Finanzierungsprämissen zutreffend umgesetzt sein.

5.5. Verwendung verlässlicher Bewertungsunterlagen

- (88) Der Wirtschaftsprüfer hat die Verlässlichkeit und Vollständigkeit der Bewertungsgrundlagen zu beurteilen.
- (89) Grundsätzlich sind die (bereinigten) Überschüsse der Vergangenheit unter Verwendung geprüfter Jahresabschlüsse abzuleiten. Sofern die vorgelegten Jahresabschlüsse nicht geprüft sind, muß sich der Wirtschaftsprüfer von der Verlässlichkeit der wesentlichen Basisdaten überzeugen und seine hierzu getroffenen Feststellungen im Bewertungsgutachten darlegen (vgl. hierzu Abschn. 9.2.).
- (90) Der Wirtschaftsprüfer hat von dem Unternehmen eine Vollständigkeitserklärung einzuholen.⁶ Diese entbindet jedoch nicht davon, daß sich der Wirtschaftsprüfer selbst ein Urteil über die Plausibilität der Planungen und Prognosen zu bilden hat.

6. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse

6.1. Grundlagen

- (91) Der Unternehmenswert (Zukunftserfolgswert) wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. In der Mehrzahl der Bewertungsfälle ist von einer unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens auszugehen. In bestimmten Fällen kann es aber auch sachgerecht sein, eine begrenzte Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens zu unterstellen.
- (92) Bei unterstellter unbegrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens entspricht der Unternehmenswert dem Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse

⁶ Das Muster einer Vollständigkeitserklärung zur Unternehmensbewertung ist bei der IDW-Verlag GmbH, Postfach 32 05 80, 40420 Düsseldorf, erhältlich.

aus dem betriebsnotwendigen Vermögen zuzüglich des Barwerts der künftigen finanziellen Überschüsse aus dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

- (93) Bei angenommener begrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens ist der Unternehmenswert zu berechnen als Summe aus dem Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen (bis zur Aufgabe des Unternehmens), dem Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse aus dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen (bis zur Aufgabe des Unternehmens) und dem Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse, die aus der Aufgabe (z.B. der Liquidation) des Unternehmens resultieren.

6.2. Berücksichtigung des Risikos

- (94) Die künftigen finanziellen Überschüsse können aufgrund der Ungewißheit der Zukunft nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelten; Theorie und Praxis gehen übereinstimmend davon aus, daß die Wirtschaftssubjekte zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen (Risikoaversion).
- (95) Unter Berücksichtigung dieser Risikoeinstellung kann die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse grundsätzlich durch zwei Vorgehensweisen in die Bewertung eingehen: Als Abschlag vom Erwartungswert der finanziellen Überschüsse (Sicherheitsäquivalenzmethode, Ergebnisabschlagsmethode) oder als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz (Zinszuschlagsmethode, Risikozuschlagsmethode).
- (96) Die national und international üblicherweise angewandte Zinszuschlagsmethode weist den Vorteil auf, daß sie sich auf empirisch beobachtbares Verhalten stützen kann; sie erlaubt eine marktorientierte Vorgehensweise bei der Bemessung von Risikozuschlägen. Im Hinblick auf die Problematik einer eindeutigen Abgrenzung sollte nicht zwischen unternehmensspeziellen und allgemeinen Risiken unterschieden und das (gesamte) Unternehmerrisiko ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Im Zähler der Bewertungsformeln sind dann die erwarteten finanziellen Überschüsse (Erwartungswerte) anzusetzen. Planungsrechnungen sind entsprechend zu korrigieren, wenn sie andere Werte widerspiegeln.
- (97) Die konkrete Höhe des Risikozuschlags wird in der Praxis insbesondere hinsichtlich des Grades der Risikoaversion vielfach nur mit Hilfe von Typisierungen festzulegen sein. Am Markt beobachtete Risikoprämien können dabei als Anhaltspunkte dienen, die an die Besonderheiten des Bewertungsfalls anzupassen sind. Eine bloße Über-

nahme beobachteter Risikoprämien scheidet insbesondere dann aus, wenn sich das zu bewertende Unternehmen hinsichtlich seiner - durch externe und interne Einflüsse (z.B. Standort-, Umwelt- und Brancheneinflüsse, Kapitalstruktur, Kundenabhängigkeit, Produktprogramm, Fungibilität der Unternehmensanteile) geprägten - spezifischen Risikostruktur von den Unternehmen unterscheidet, für die Risikoprämien am Markt beobachtet worden sind. Darüber hinaus müssen für die Vergangenheit beobachtete Risikoprämien angepaßt werden, wenn für die Zukunft z.B. andere Einflüsse erwartet werden. Dabei hat der unternehmensspezifische Risikozuschlag sowohl das operative Risiko aus der Art der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Kapitalstrukturrisiko abzudecken.

- (98) Eine marktgestützte Ermittlung des Risikozuschlags kann insbesondere nach den Grundsätzen des Kapitalmarktpreisbildungsmodells (Capital Asset Pricing Model, CAPM) vorgenommen werden (vgl. Abschn. 7.3.2.5.).

6.3. Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um persönliche Ertragsteuern

- (99) Die finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen sind mit den aus einer Alternativinvestition zu erzielenden finanziellen Überschüssen zu vergleichen. Dabei wird bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts in der Regel auf eine risikofreie Anlage am Kapitalmarkt abgestellt. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung des Unternehmenseigners unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz um die Steuerbelastung zu kürzen.

Diese Nachsteuerbetrachtung ermöglicht es, die Wirkungen des Halbeinkünfteverfahrens (vgl. Abschn. 4.4.2.5.) beim Unternehmenseigner zu berücksichtigen. Da die unterstellte Alternativinvestition der vollen Besteuerung unterliegt, ist der steuerangepaßte Kapitalisierungszinssatz unverändert zu übernehmen, wohingegen die finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen entsprechend geringer mit Steuern belastet sind.

Die Gewerbeertragsteuer ist im Kapitalisierungszinssatz nicht zu berücksichtigen, da anzunehmen ist, daß ein ökonomisch handelnder Eigentümer die Alternativanlage im Privatvermögen tätigen wird.

- (100) Der Risikozuschlag (vgl. Abschn. 6.2.) kann dann entweder als Brutto-Risikozuschlag auf einen (unversteuerten) risikofreien Basiszinssatz (risikofreien Bruttozinssatz) oder als Netto-Risikozuschlag auf den versteuerten risikofreien Basiszinssatz (risikofreien Nettozinssatz) veranschlagt werden. Beide Vorgehensweisen führen zum gleichen Kapitalisierungszinssatz und damit zu identischen Unterneh-

menswerten, wenn der Netto-Risikozuschlag dem um die persönliche Ertragsteuerbelastung geminderten Brutto-Risikozuschlag entspricht. Im Hinblick auf die am Markt zu beobachtenden Risikozuschläge, die regelmäßig Brutto-Risikozuschläge darstellen, sollten grundsätzlich Brutto-Risikozuschläge ermittelt werden.

6.4. Berücksichtigung wachsender finanzieller Überschüsse

- (101) Die finanziellen Überschüsse werden auch durch Preisänderungen beeinflusst. Zu erwartende Preissteigerungen können bei der Unternehmensbewertung sowohl direkt im Rahmen einer Nominalrechnung als auch indirekt im Rahmen einer Realrechnung berücksichtigt werden. Finanzielle Überschüsse und Kapitalisierungszinssatz sind in einer Nominalrechnung einschließlich erwarteter Preissteigerungen, in einer Realrechnung dagegen um Preissteigerungen bereinigt zu veranschlagen (Homogenitätsprinzip). Obwohl Nominal- und Realrechnung bei konsistenter Handhabung zu den gleichen Ergebnissen führen, sollte grundsätzlich von einer Nominalrechnung ausgegangen werden, da die finanziellen Überschüsse zur Berücksichtigung von Ertragsteuern ohnehin auf nominaler Basis veranschlagt werden müssen. Darüber hinaus enthält auch der landesübliche Zinssatz, der bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts als Basis für die Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes dient, eine Geldentwertungsprämie und ist damit eine Nominalgröße.
- (102) Ferner können nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen (Absatzausweitungen oder -einbrüche, Kosteneinsparungen) Ursachen für Veränderungen der nominalen finanziellen Überschüsse sein.
- (103) Für die Schätzung des künftigen (preis- und/oder mengenbedingten) nominalen Wachstums der finanziellen Überschüsse kann die erwartete Geldentwertungsrate daher nur ein erster Anhaltspunkt sein. Die Preissteigerungen, denen sich das Unternehmen auf den Beschaffungsmärkten gegenüber sieht, können mehr oder weniger stark von dieser Geldentwertungsrate abweichen und sind zudem meist für die jeweiligen Einsatzfaktoren unterschiedlich hoch. Darüber hinaus kann nicht ohne weiteres unterstellt werden, daß diese Preissteigerungen voll auf die Kunden überwältzt werden können. Vielmehr ist im konkreten Bewertungsfall eine Annahme darüber zu treffen, ob und in welcher Höhe Preissteigerungen überwältzt werden können und darüber hinaus Mengen- und Strukturänderungen zu erwarten sind.
- (104) Wachsen die finanziellen Überschüsse unendlich lange mit konstanter Rate, ist zur Barwertermittlung der erste finanzielle Überschuß dieser Reihe mit einem um die Wachstumsrate verminderten (nominalen, um persönliche Ertragsteuern gekürzten) Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren. Bei der Phasenmethode sind daher die in

der näheren Phase einzeln veranschlagten finanziellen Überschüsse mit einem (nur um persönliche Ertragsteuern gekürzten) nominalen Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren. Erst die finanziellen Überschüsse der ferneren Phase sind mit dem um einen Wachstumsabschlag geminderten, zuvor um persönliche Ertragsteuern gekürzten Kapitalisierungszinssatz auf den Zeitpunkt des Beginns dieser Phase zu diskontieren; die weitere Abzinsung auf den Bewertungsstichtag ist dann wiederum mit dem (nur um persönliche Ertragsteuern gekürzten) nominalen Kapitalisierungszinssatz vorzunehmen.

6.5. Brutto- oder Nettokapitalisierung

- (105) Der Unternehmenswert läßt sich rechentechnisch direkt (einstufig) durch Nettokapitalisierung ermitteln, indem die um Fremdkapitalkosten verminderten finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden (Ertragswertverfahren, Equity-Ansatz als eine Variante der DCF-Verfahren). Der Unternehmenswert läßt sich rechentechnisch aber auch indirekt (mehrstufig) durch Bruttokapitalisierung ermitteln, indem einzelne Komponenten der finanziellen Überschüsse mit unterschiedlichen Zinssätzen kapitalisiert werden oder indem nur die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit in einem Schritt diskontiert und anschließend um den Marktwert des Fremdkapitals gemindert werden. Diese Betrachtungsweise liegt dem Konzept des angepaßten Barwerts (Adjusted Present Value-Ansatz, APV-Ansatz) und auch dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital-Ansatz, WACC-Ansatz) zugrunde, die weitere Varianten der DCF-Verfahren darstellen. Bei diesen Verfahren sind die einzelnen Komponenten der finanziellen Überschüsse grundsätzlich mit einem risikoadäquaten Zinssatz zu kapitalisieren; Zähler und Nenner der Bewertungsformeln müssen auch insoweit aufeinander abgestimmt werden.

7. Bewertungsverfahren

7.1. Anwendung von Ertragswert- oder DCF-Verfahren

- (106) Ertragswert- und Discounted Cash Flow-Verfahren beruhen auf der gleichen konzeptionellen Grundlage (Kapitalwertkalkül); in beiden Fällen wird der Barwert zukünftiger finanzieller Überschüsse ermittelt. Konzeptionell können sowohl objektivierte Unternehmenswerte als auch subjektive Entscheidungswerte mit beiden Bewertungsverfahren ermittelt werden. Bei gleichen Bewertungsannahmen bzw. -vereinfachungen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, führen beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten. Beobachtet man in der Praxis unterschiedliche

Unternehmenswerte aufgrund der beiden Verfahren, so ist dies regelmäßig auf unterschiedliche Annahmen insbesondere hinsichtlich Zielkapitalstruktur, Risikozuschlag und sonstiger Plandaten zurückzuführen.

7.2. Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren

7.2.1. Grundsätzliches Vorgehen

(107) Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen (Ertragsüberschußrechnung) abgeleitet werden.

7.2.2. Ermittlung der Ertragsüberschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen

7.2.2.1. Bereinigung der Vergangenheitserfolgsrechnung

(108) Es empfiehlt sich, die Bereinigung der Vergangenheitserfolgsrechnung (vgl. Abschn. 5.2.) für die folgenden wesentlichen Tatbestände vorzunehmen:

- Eliminierung der Aufwendungen und Erträge des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (z.B. Erträge aus nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen)
- Bereinigung zur Ermittlung eines periodengerechten Erfolgsausweises (z.B. periodengerechte Bewertung halbfertiger Arbeiten zu anteiligen Erlösen, periodengerechte Zuordnung wesentlicher aperiodischer Aufwendungen und Erträge wie etwa aus der Bildung und Auflösung von Rückstellungen)
- Bereinigung aufgrund der Ausübung von Bilanzierungswahlrechten (z.B. Korrekturen der Ergebniswirkungen infolge der Änderung von Bewertungsmethoden)
- Bereinigung um personenbezogene und andere spezifische Erfolgsfaktoren (z.B. Berücksichtigung eines kalkulatorischen Unternehmerlohns für den tätigen Gesellschafter einer Personengesellschaft, Bereinigung um die Erfolgswirkungen aus besonderen Einkaufs- und Absatzbeziehungen im Rahmen eines Konzernverbands)
- Erfassung von Folgeänderungen vorgenommener Bereinigungsvorgänge (insbesondere notwendige Änderungen in bezug auf Vorjahre oder Folgejahre, Neuberechnung ergebnisabhängiger Aufwendungen wie Steuern und Tantiemen).

7.2.2.2. Planung der Aufwendungen und Erträge

- (109) Da die bereinigten Vergangenheitsergebnisse unter Verwendung handelsrechtlicher Gewinn- und Verlustrechnungen ermittelt werden, empfiehlt es sich, die künftigen finanziellen Überschüsse ausgehend von den Aufwands- und Ertragsplanungen für verschiedene Planungsphasen zu prognostizieren.
- (110) Soweit möglich werden Erfolgsanalysen der einzelnen Produkte und Produktbereiche sowie Analysen der Entwicklungstendenzen der Aufwendungen und Erträge im einzelnen vorgenommen, um daraus die Planungsrechnungen und Prognosen zu entwickeln. Hierfür kann es sinnvoll sein, eine Zuordnung der Aufwands- und Ertragsrechnung nach Erfolgsbereichen vorzunehmen.

7.2.2.2.1. Umsatzerlöse

- (111) Die künftigen Erträge eines Unternehmens umfassen in erster Linie die Umsatzerlöse. Für die Beurteilung der in den Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen angesetzten Umsatzerlöse ist im allgemeinen auf die betriebliche Umsatzplanung des Unternehmens zurückzugreifen. Dabei ist insbesondere festzustellen, wie die branchenbezogene konjunkturelle Entwicklung in der Zukunft voraussichtlich sein wird, ob Anhaltspunkte für eine von dem Branchentrend abweichende Unternehmensentwicklung bestehen und welche regelmäßig wiederkehrenden saisonalen Einflüsse bei der Prognose des Absatzes berücksichtigt wurden bzw. werden müssen.
- (112) Sind die Absatzmengen in ihrer endgültigen Form entweder mit unterschiedlichen Planansätzen für unterschiedliche künftige Perioden oder - soweit nicht anders möglich (insbesondere bei ferner in der Zukunft liegenden Zeiträumen) - mit einem Durchschnittsproduktionsprogramm ermittelt, so sind diese Mengen mit den voraussichtlich zu erzielenden Preisen unter Abzug von üblicherweise eintretenden Erlöschmälerungen zu bewerten. Aufgabe des Wirtschaftsprüfers ist es, die geplante Absatzentwicklung und die ihr zugrunde liegenden Prämissen unter Zuhilfenahme von Plausibilitätsüberlegungen und Sensitivitätsanalysen kritisch zu hinterfragen, um so die aus seiner Sicht erwartbare Entwicklung bei der Planung anzusetzen.

7.2.2.2.2. Aufwendungen

- (113) Vor dem Hintergrund der geplanten Umsatzerlöse ist insbesondere zu untersuchen, ob die ggf. getroffene Annahme einer konstanten künftigen Kosten-Erlös-Relation (und damit - unter Vernachlässigung von Mengenänderungen - von parallelen Preis-

änderungen auf dem Beschaffungs- und Absatzmarkt) beibehalten werden kann, oder ob eine Verminderung oder Vergrößerung der Kosten-Erlös-Relation erwartet wird.

- Für die Prognose des *Materialaufwands* (Einsatz von Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen sowie Bezug von Handelswaren und Fremdleistungen) sind die künftige Produktionsmengen (inkl. Quoten für Abfälle, Gewichtsverluste und Ausschuß) und die voraussichtlichen Einkaufspreise für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe zu schätzen.
- Als Ausgangspunkt für die Prognose des *Personalaufwands* (Fertigungslöhne, Gehälter etc.) werden am zweckmäßigsten die auf der Struktur des Personalbestands in der Vergangenheit beruhenden Aufwendungen gewählt. Bereits beschlossene und künftig bevorstehende Personalanpassungsmaßnahmen (Stellenabbau, -ausbau) sind zu berücksichtigen. Lohn- und Gehaltssteigerungen sind in den Personalaufwand einzubeziehen.

In den Fällen, in denen Pensionsaufwendungen und Pensionsauszahlungen wesentlich auseinanderfallen, weil der sog. Beharrungszustand noch nicht erreicht ist, sind gesonderte Prognoserechnungen erforderlich, um die Auswirkungen der Pensionszusagen auf die Finanzierung und die Besteuerung zu berücksichtigen.

- Der Ermittlung der *Abschreibungen* in der näheren Phase bzw. der *Reinvestitionsrate* (zur dauerhaften Erzielung der finanziellen Überschüsse erforderliche Investitionen) für die fernere Phase ist die Investitionsplanung zugrunde zu legen. Hierbei können folgende Investitionsarten unterschieden werden:
 - Ersatzinvestitionen (gleiche neue Anlagen)
 - Rationalisierungsinvestitionen (technisch verbesserte Anlagen)
 - Erweiterungsinvestitionen (zusätzlich gleiche oder technisch verbesserte Anlagen)
 - sonstige Investitionen (Umweltschutz, Sozialbereich, Verwaltung etc.).

Zu dem bei der Bewertung zugrunde zu legenden Unternehmensumfang vgl. Abschn. 4.4.2.1. bzw. Abschn. 4.4.3.1.

Die entsprechenden Investitionsauszahlungen sind in die Finanzplanung einzubeziehen (vgl. hierzu Abschn. 7.2.2.3.).

- Unter den *sonstigen Aufwendungen* kommt den Zuführungen zu den Rückstellungen, mit denen alle hinreichend konkretisierten, mit dem Betrieb verbundenen Risiken gedeckt werden sollen, besondere Bedeutung zu. Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist die aus den Erfahrungen der Vergangenheit abzuleitende zu erwartende tatsächliche Inanspruchnahme anzusetzen.

Als Aufwendungen sind auch die bei der Ermittlung des Unternehmenswertes zu berücksichtigenden Ertragsteuern des Unternehmens (Gewerbeertragsteuer und Definitiv-Körperschaftsteuer ggf. zuzüglich Solidaritätszuschlag) anzusetzen.

7.2.2.3. Finanzplanung und Zinsprognose

- (114) Jede Ertragswertrechnung hat dem in aller Regel mehr oder weniger schwankenden Finanzierungsvolumen eines Unternehmens Rechnung zu tragen. Insoweit kommt der Prognose der Zinsaufwendungen und -erträge die Aufgabe zu, die Finanzierung des Unternehmens und ihre zukünftigen Veränderungen auszudrücken.
- (115) Jeder zusätzliche Finanzbedarf oder -überschuß wirkt unmittelbar auf die Aufnahme oder Rückzahlung von Fremdmitteln bzw. führt zu Veränderungen der Aktivseite (z.B. beim Erwerb von Finanzanlagen aus einem Finanzüberschuß). Dies führt zu entsprechenden Zinsaufwendungen und -erträgen, die sich in der Ertragsüberschußrechnung niederschlagen. Grundsätzlich ist ferner zu berücksichtigen, daß sich bei einem Anstieg (einer Verringerung) der Fremdmittel die Finanzierungssituation des Unternehmens verschlechtert (verbessert), was in der Regel zu einer entsprechenden Risikoerhöhung (Risikominderung) für Eigen- und Fremdkapitalgeber führt. Dem ist durch Ansatz eines entsprechend erhöhten (verringerten) Zinssatzes für das Fremdkapital und durch Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes Rechnung zu tragen.
- (116) Die Finanzierungsannahmen (vgl. hierzu auch Abschn. 4.4.2.3. und 4.4.3.3.) haben in der Regel eine wesentliche Bedeutung für den Ertragswert. Gleichwohl sollte die Finanzplanung aus Gründen der Praktikabilität auf die wesentlichen Vorgänge beschränkt bleiben.

7.2.2.4. Persönliche Ertragsteuern

- (117) Die persönlichen Ertragsteuern der Unternehmenseigner mindern - bei Kapitalgesellschaften unter Berücksichtigung des Halbeinkünfteverfahrens - die den Unternehmenseignern zufließenden finanziellen Überschüsse (vgl. Abschn. 4.4.1.3., 4.4.2.5. und 4.4.3.5.).

7.2.3. Ermittlung der Überschüsse aus nicht betriebsnotwendigem Vermögen

- (118) Bezüglich der Wertermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens vgl. Abschn. 4.5.

7.2.4. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

- (119) Die finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen sind mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen, um sie mit der dem Investor zur Verfügung stehenden Anlagealternative vergleichbar zu machen.

7.2.4.1. Kapitalisierungszinssatz bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte

- (120) Aufgabe des Basiszinssatzes ist es, die Alternativrendite aus einer Alternativanlage festzulegen. Für den objektivierten Unternehmenswert ist bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes von dem landesüblichen Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage auszugehen (Basiszinssatz). Daher wird für den Basiszinssatz grundsätzlich auf die langfristig erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen abgestellt.
- (121) Bei der Festlegung des Basiszinssatzes ist zu berücksichtigen, daß die Geldanlage im zu bewertenden Unternehmen mit einer fristadäquaten alternativen Geldanlage zu vergleichen ist, so daß der Basiszinssatz ein fristadäquater Zinssatz sein muß (Laufzeitäquivalenz). Sofern ein Unternehmen mit zeitlich unbegrenzter Lebensdauer bewertet wird, müßte daher als Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag gültige Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand herangezogen werden. Als Ausgangspunkt kann vereinfachend der Rückgriff auf öffentliche Anleihen mit einer festen Restlaufzeit von zehn oder mehr Jahren dienen. Für die dabei erforderliche Wiederanlage kann zur Orientierung die Zinsentwicklung der Vergangenheit herangezogen werden. Wird von dieser Vereinfachung nicht Gebrauch gemacht, ist eine Prognose über die nach der Laufzeit zu erwartende Umlaufrendite erforderlich. Bei Unternehmen mit einer zeitlich begrenzten Lebensdauer ist ein für diese Frist geltender Zinssatz heranzuziehen.
- (122) Der auf diese Weise festgelegte Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen (vgl. Abschn. 6.2.) und um persönliche Ertragsteuern zu vermindern (vgl. Abschn. 6.3.). Ggf. kann wachsenden finanziellen Überschüssen durch einen Wachstumsabschlag Rechnung zu tragen sein (vgl. Abschn. 6.4.).

7.2.4.2. Kapitalisierungszinssatz bei der Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte

- (123) Bei der Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte richtet sich der Kapitalisierungszinssatz nach den individuellen Verhältnissen des jeweiligen Investors. Als Kapitalisierungszinssatz kommt dabei z.B. die individuelle Renditeerwartung des Investors bei einer Alternativinvestition, der Zinssatz zur Ablösung vorgesehener Kredite oder

ein Zinssatz, der sich aus einer subjektiven Einschätzung der Komponenten (Basiszinssatz, Risikozuschlag) ableitet, in Betracht. Auch in diesem Fall ist das Erfordernis der Laufzeitäquivalenz zu beachten und ggf. ein Wachstumsabschlag zu berücksichtigen.

7.3. Ermittlung des Unternehmenswerts nach den DCF-Verfahren

7.3.1. Überblick

(124) DCF-Verfahren bestimmen den Unternehmenswert durch Diskontierung von Cash flows. Die Cash flows stellen erwartete Zahlungen an die Kapitalgeber dar. Je nach Verfahren sind sie unterschiedlich definiert (vgl. insbesondere Abschn. 7.3.2.2., 7.3.3. und 7.3.4.). Während nach dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital-Ansatz, WACC-Ansatz) und nach dem Konzept des angepaßten Barwerts (Adjusted Present Value-Ansatz, APV-Ansatz) der Marktwert des Eigenkapitals sich indirekt als Differenz aus einem Gesamtkapitalwert und dem Marktwert des Fremdkapitals ermittelt, wird nach dem Konzept der direkten Ermittlung des Werts des Eigenkapitals (Equity-Ansatz) der Marktwert des Eigenkapitals durch Abzinsung der um die Fremdkapitalkosten verminderten Cash flows mit der Rendite des Eigenkapitals („Eigenkapitalkosten“) berechnet. Das Konzept der gewogenen Kapitalkosten und das Konzept des angepaßten Barwerts gehen von einer Bruttokapitalisierung aus (Entity-Ansätze), das Konzept der direkten Ermittlung des Werts des Eigenkapitals geht dagegen von einer Nettokapitalisierung aus (vgl. Abschn. 6.5.). Ungeachtet der Unterschiede in der Rechentechnik führen die einzelnen DCF-Verfahren grundsätzlich zu übereinstimmenden Ergebnissen.

7.3.2. Das Konzept der gewogenen Kapitalkosten (WACC-Ansatz)

7.3.2.1. Grundsätzliches Vorgehen

(125) Der Gesamtkapitalwert nach dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten ergibt sich durch Diskontierung der Cash flows (vor Zinsen). Diese können als konstante Größe oder entsprechend dem Phasenmodell geschätzt werden. Dabei werden die Cash flows der ersten Phase detailliert prognostiziert (vgl. Abschn. 5.3.). Für die sich daran anschließende zweite Phase wird ein Residualwert angesetzt. Die Diskontierung erfolgt mit den gewogenen Kapitalkosten. In den Gesamtkapitalwert wird der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens einbezogen.

(126) Der WACC-Ansatz unterstellt, daß der Gesamtkapitalwert - abgesehen von Steuereinflüssen - unabhängig von der Art der Finanzierung ist. In einem zweiten Schritt ist

der Gesamtkapitalwert auf das Eigen- und das Fremdkapital aufzuteilen. Den Marktwert des Fremdkapitals erhält man, indem die Cash flows an die Fremdkapitalgeber mit einem das Risikopotential dieser Zahlungsströme widerspiegelnden Zinssatz diskontiert werden. Die Differenz aus Gesamtkapitalwert und Marktwert des Fremdkapitals entspricht dem Marktwert des Eigenkapitals (Unternehmenswert).

7.3.2.2. Bestimmung der künftigen Cash flows

- (127) Die künftigen Cash flows sind jene finanziellen Überschüsse, die unter Berücksichtigung gesellschaftsrechtlicher Ausschüttungsgrenzen allen Kapitalgebern des Unternehmens zur Verfügung stehen. Die Cash flows stellen finanzielle Überschüsse nach Investitionen und Unternehmenssteuern, jedoch vor Zinsen, dar. Bei der Ermittlung der Cash flows läßt sich die Ausschüttungsfähigkeit der finanziellen Überschüsse durch Einbeziehung von Veränderungen des Zahlungsmittelbestandes berücksichtigen. Bei indirekter Ermittlung ergeben sich die Cash flows aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen jeweils wie folgt:

$$\begin{array}{l}
 \text{Handelsrechtliches Jahresergebnis} \\
 + \text{ Fremdkapitalzinsen} \\
 - \text{ Unternehmenssteuer-Ersparnis infolge der Abzugsfähigkeit} \\
 \quad \text{der Fremdkapitalzinsen (tax shield)} \\
 + \text{ Abschreibungen und andere zahlungsunwirksame Aufwendungen} \\
 - \text{ zahlungsunwirksame Erträge} \\
 - \text{ Investitionsauszahlungen} \\
 +/- \text{ Verminderung/Erhöhung des Nettoumlaufvermögens einschließlich des} \\
 \quad \underline{\text{Zahlungsmittelbestandes}} \\
 = \text{ Cash flow}
 \end{array}$$

- (128) Die Hinzurechnung der Fremdkapitalzinsen kann sowohl Zinsen aufgrund einer expliziten Vereinbarung als auch implizite Zinsen (insbesondere bei Pensionsverpflichtungen) umfassen. Letzteres setzt voraus, daß die Pensionsverpflichtungen als Bestandteil des Fremdkapitals berücksichtigt werden und die damit verbundenen Fremdkapitalkosten im Rahmen der gewogenen Kapitalkosten erfaßt werden. Die von dem Unternehmen gezahlten Unternehmenssteuern werden bei der Ermittlung der Cash flows abgezogen. Da der Cash flow unter der Annahme ermittelt wird, daß keine gewinnmindernden Fremdkapitalzinsen zu zahlen sind, ist die durch den Ab-

zug der Fremdkapitalzinsen bewirkte Steuerersparnis (bei Gewerbesteuer und Definitiv-Körperschaftsteuer) vom handelsrechtlichen Jahresüberschuß zu kürzen.

7.3.2.3. Ermittlung des Residualwerts

- (129) Der Residualwert wird unter der Annahme der Fortführung oder der Veräußerung des Unternehmens ermittelt. Maßgeblich ist - falls keine rechtlichen oder wirtschaftlichen Gegebenheiten der Fortführung bzw. Liquidation entgegenstehen - der jeweils höhere Wert (vgl. auch Abschn. 7.4.).
- (130) Der Fortführungswert entspricht dem Barwert der Cash flows nach Ablauf des Detailprognosezeitraums. Dabei werden die gewogenen Kapitalkosten in der Regel als konstant angenommen.
- (131) Bei unterstellter Veräußerung des Unternehmens ist der voraussichtliche Veräußerungswert des Unternehmens als ganzes abzüglich der damit verbundenen Kosten anzusetzen.

7.3.2.4. Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

- (132) Bezüglich der Wertermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens vgl. Abschn. 4.5.

7.3.2.5. Ermittlung der Kapitalkosten

- (133) Die gewogenen Kapitalkosten hängen von der Höhe der Eigen- und der Fremdkapitalkosten sowie infolge der fehlenden Finanzierungsneutralität der (Unternehmens-)Besteuerung vom Verschuldungsgrad (gemessen als Verhältnis des Marktwerts des Fremdkapitals zum Marktwert des Eigenkapitals) ab. Sofern sich das Verhältnis der Marktwerte von Fremdkapital und Eigenkapital in der Zukunft voraussichtlich in wesentlichem Umfang ändern wird, sind die gewogenen Kapitalkosten entsprechend anzupassen. Anpassungen sind darüber hinaus bei wesentlichen Änderungen der Eigenkapitalkosten und/oder der Fremdkapitalkosten erforderlich.
- (134) Die Kapitalkosten der Fremdkapitalgeber errechnen sich als gewogener durchschnittlicher Kostensatz der einzelnen Fremdkapitalformen. Bei nicht explizit verzinslichen Posten des Fremdkapitals (insbesondere Pensionsrückstellungen) ist ein Marktzins für fristenadäquate Kredite heranzuziehen. Die Ertragsteuern (Gewerbeertragsteuer, Definitiv-Körperschaftsteuer) sind abzusetzen.

- (135) Zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten wird in aller Regel auf das Kapitalmarktpreisbildungsmodell (CAPM) zurückgegriffen, das auf einem Vergleich der unternehmensindividuellen Aktienrendite mit der Rendite des gesamten Aktienmarktes (eines Marktportfolios) beruht und somit grundsätzlich börsennotierte Unternehmen voraussetzt. Danach entsprechen die Eigenkapitalkosten der Summe aus risikolosem Basiszinssatz und unternehmensindividueller Risikoprämie (unternehmensindividueller Betafaktor multipliziert mit der Marktrisikoprämie; diese entspricht der Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Basiszinssatz).
- (136) In der Praxis wird bei der Ermittlung der Risikoprämie vielfach anstelle der künftigen Rendite des Marktportfolios zur Vereinfachung auf einen Aktienindex und auf Vergangenheitswerte zurückgegriffen. Der unternehmensindividuelle Betafaktor kann dann bei börsennotierten Unternehmen aus einer Regression zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens und der Rendite eines Aktienindex ermittelt werden. Von Finanzdienstleistern werden auch Prognosen für Betafaktoren angeboten. Die Prognoseeignung von Betafaktoren ist im jeweiligen Einzelfall zu würdigen (Zukunftsausrichtung, Datenqualität, Angemessenheit im Hinblick auf die Kapitalstruktur, Übertragung ausländischer Betafaktoren).

7.3.3. Das Konzept des angepassten Barwerts (APV-Ansatz)

- (137) Das Konzept des angepassten Barwerts bestimmt den Gesamtkapitalwert komponentenweise. Zunächst wird eine ausschließliche Eigenfinanzierung angenommen und somit der Marktwert eines nicht verschuldeten Unternehmens ermittelt; anschließend wird der Wertbeitrag der Verschuldung berechnet. Die Summe aus dem Marktwert des nicht verschuldeten Unternehmens und dem Wertbeitrag der Verschuldung entspricht dem Gesamtkapitalwert, der nach Minderung um den Marktwert der Ansprüche der Fremdkapitalgeber den Wert des Eigenkapitals ergibt.
- (138) Die Diskontierung der Cash flows erfolgt mit den Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens; die Diskontierung des Wertbeitrags der Verschuldung erfolgt mit dem Fremdkapitalzinssatz.

7.3.4. Das Konzept der direkten Ermittlung des Werts des Eigenkapitals (Equity-Ansatz)

- (139) Bei dem Konzept der direkten Ermittlung des Werts des Eigenkapitals werden die den Eigentümern zufließenden Überschüsse mit den Eigenkapitalkosten (eines verschuldeten Unternehmens) diskontiert. Die Netto-Cash flows werden folglich um die periodenspezifischen Zahlungen an die Fremdkapitalgeber gekürzt und mit dem Ka-

pitalkostensatz abgezinst, der sowohl das operative Risiko des Unternehmens als auch das durch die Kapitalstruktur des Unternehmens entstehende Finanzierungsrisiko widerspiegelt.

7.3.5. Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Unternehmenseigner

- (140) Auch bei der Unternehmensbewertung nach den DCF-Verfahren bestimmt sich der Wert des Unternehmens für den Unternehmenseigner nach den ihm zufließenden Nettoeinnahmen. Infolge der möglichen unterschiedlichen Besteuerung der finanziellen Überschüsse aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativanlage sind auch die Steuerzahlungen der Unternehmenseigner von den Cash flows zu kürzen und bei der Ermittlung der jeweiligen Kapitalkostensätze zu berücksichtigen.

In der anglo-amerikanischen Bewertungspraxis wird vielfach auf die Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Unternehmenseigner verzichtet. Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, daß international andere Besteuerungswirkungen auftreten können.

7.4. Ermittlung von Liquidationswerten

- (141) Insbesondere bei schlechter Ergebnislage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen. In diesem Falle bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für die Unternehmensbewertung; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen.
- (142) Der Liquidationswert wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, daß zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern können.

7.5. Anhaltspunkte für Plausibilitätsbeurteilungen

7.5.1. Börsenpreis

- (143) Liegen für Unternehmensanteile Börsenkurse vor, so sind diese zur Plausibilitätsbeurteilung des nach vorstehenden Grundsätzen ermittelten Unternehmens- oder Anteilswertes heranzuziehen (vgl. im einzelnen Abschn. 3.).

7.5.2. Vereinfachte Preisfindungen

- (144) Vereinfachte Preisfindungen (z.B. Ergebnismultiplikatoren, umsatz- oder produktmengenorientierte Multiplikatoren) können im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach den DCF-Verfahren bieten.
- (145) Insbesondere im Zusammenhang mit kleinen und mittleren Unternehmen wird in der Praxis gelegentlich auf vereinfachte Preisfindungen für Unternehmen zurückgegriffen (vgl. Abschn. 8.3.4.). Diese können nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung treten.

8. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung

- (146) Grundsätzlich ist die Ermittlung von Unternehmenswerten unabhängig von Art und Größe des Unternehmens nach den allgemeinen Grundsätzen (vgl. Abschn. 4.) vorzunehmen. In Einzelfällen können jedoch Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung zu beachten sein. Bei Zugrundelegung ausschließlich finanzieller Ziele ist der Unternehmenswert auch in diesen Fällen allein aus der Eigenschaft der Unternehmen abzuleiten, entziehbare finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften.

8.1. Bewertung wachstumsstarker Unternehmen

- (147) Wachstumsunternehmen sind häufig durch Produkt- und Leistungsinnovation, hohe Investitionen in Human- und Sachkapital, erhebliche Vorleistungen im Entwicklungs-, Produktions- und Absatzbereich, wachsenden Kapitalbedarf und Einsatz von Risikokapital, dynamische Veränderung der Unternehmensorganisation und - damit verbunden - progressiv steigende Umsätze geprägt.
- (148) Bei diesen Unternehmen liefern Vergangenheitsergebnisse im Regelfall keinen geeigneten Anhaltspunkt für die Prognose zukünftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen.
- (149) Die Prognose der finanziellen Überschüsse und insbesondere des Gleichgewichts- oder Beharrungszustands unterliegt erheblichen Unsicherheiten und Schwankungen, verbunden mit einer hohen Sensitivität bezüglich der Veränderung von Planungsparametern. Bei der Wertfindung müssen daher insbesondere die nachhaltige Markt- und Wettbewerbsfähigkeit des Produkt- und Leistungsprogramms, die Ressourcenverfügbarkeit, die in Folge des Wachstums erforderlichen Anpassungsmaßnahmen der internen Organisation und die Finanzierbarkeit des Unternehmenswachstums a-

nalysiert werden. Schließlich muß die Risikoprämie und der Wachstumsabschlag die Besonderheiten der schnell wachsenden Unternehmen hinreichend berücksichtigen.

8.2. Bewertung ertragsschwacher Unternehmen

8.2.1. Grundsätzliches

- (150) Ein Unternehmen kann als ertragsschwach bezeichnet werden, wenn seine Kapitalverzinsung nachhaltig geringer als der Kapitalisierungszinssatz ist. Eine andauernde Ertragsschwäche kann zur Insolvenz wegen Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung führen (vgl. hierzu *Stellungnahme FAR 1/1996: Empfehlungen zur Überschuldungsprüfung bei Unternehmen*⁷ sowie *IDW Prüfungsstandard: Empfehlungen zur Prüfung eingetretener oder drohender Zahlungsunfähigkeit bei Unternehmen (IDW PS 800)*⁸).
- (151) Bei der Bewertung ertragsschwacher Unternehmen hat der Wirtschaftsprüfer daher neben der Beurteilung von Fortführungskonzepten auch die Beurteilung von Zerschlagungskonzepten vorzunehmen, sofern Zerschlagungskonzepte im jeweiligen Einzelfall eine mögliche Handlungsalternative darstellen. Ist der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Zerschlagung (Liquidation) eines Unternehmens höher als der Barwert der finanziellen Überschüsse bei Fortführung eines Unternehmens, bildet grundsätzlich der Liquidationswert die Wertuntergrenze bei der Unternehmensbewertung (vgl. hierzu und zur Ermittlung von Liquidationswerten Abschn. 7.4.).
- (152) Wird bei der Bewertung ertragsschwacher Unternehmen von deren Fortführung ausgegangen, ist der Bestimmung des zugrunde zu legenden Unternehmenskonzepts besondere Bedeutung beizumessen. Wird ein objektivierter Unternehmenswert ermittelt, sind nur bereits eingeleitete Maßnahmen zur Überwindung der Ertragsschwäche zu berücksichtigen (vgl. Abschn. 4.4.2.1.), während ein subjektiver Entscheidungswert darüber hinaus auch geplante, aber noch nicht eingeleitete Maßnahmen beinhaltet (vgl. Abschn. 4.4.3.1.). Der Wirtschaftsprüfer hat die in den Konzepten zur Überwindung der Ertragsschwäche geplanten Maßnahmen sowie die vom Unternehmen geplanten finanziellen Überschüsse auf ihre Plausibilität und Realisierbarkeit hin zu untersuchen und darauf aufbauend die künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens zu prognostizieren (vgl. Abschn. 5.).

⁷ WPg 1997, S. 22 ff.

⁸ WPg 1999, S. 250 ff.

8.2.2. Unternehmen mit Leistungserstellungszwecken

- (153) Stehen bei einem Unternehmen mit unzureichender Rentabilität nicht finanzielle Zielsetzungen, sondern Gesichtspunkte der Leistungserstellung im Vordergrund (z.B. Non Profit-Unternehmen), so ist als Wert des Unternehmens aus der Sicht des Leistungserstellers nicht der Zukunftserfolgswert, sondern ein Rekonstruktionswert maßgeblich (vgl. Abschn. 8.4.). Kann die dem zu bewertenden Unternehmen vorgegebene Leistungserstellung bei unverändertem laufendem Nettobetriebsaufwand auch durch die Schaffung einer effizienteren Unternehmenssubstanz oder -struktur erreicht werden, deren Aufbau wesentlich geringere Ausgaben verursacht, so ist der Rekonstruktionswert entsprechend niedriger anzusetzen. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist mit seinem Liquidationswert anzusetzen.
- (154) Der Unternehmenszweck ist insbesondere bei solchen Unternehmen vorrangig auf die Leistungserstellung ausgerichtet, die Aufgaben der öffentlichen Daseinsvorsorge erfüllen (z.B. in der Wohnungs- und Stadtentwicklung oder im Verkehrswesen) oder karitativen Zwecken dienen. In derartigen Fällen ist anzunehmen, daß die Leistungserstellung im öffentlichen bzw. gemeinnützigen Interesse liegt und auch unabhängig von einer unternehmerischen Betätigung erfolgen würde. Auch bei unzureichender Ertragskraft kommt in diesen Fällen als Alternative zur Fortführung des Unternehmens nicht eine Liquidation in Frage, sondern eine anderweitige entsprechende Investition außerhalb des zu bewertenden Unternehmens.

8.3. Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen

- (155) Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen können sich - neben quantitativen Merkmalen - insbesondere aus der Tatsache ergeben, daß sie im Gegensatz zu großen Unternehmen oftmals nicht über ein von den Unternehmenseignern weitgehend unabhängiges Management verfügen, so daß der unternehmerischen Fähigkeit der Eigentümer erhebliche Bedeutung zukommt.
- (156) Zur Berücksichtigung individueller persönlicher Verhältnisse bei der Ermittlung eines Einigungswerts siehe Abschn. IV. der *Stellungnahme HFA 2/1995*.
- (157) Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts für kleine und mittlere Unternehmen ist besonderes Augenmerk auf die Abgrenzung des Bewertungsobjekts, die Bestimmung des Unternehmerlohns im Rahmen der Bewertung des Managementfaktors und die Zuverlässigkeit der vorhandenen Informationsquellen zu richten.

8.3.1. Abgrenzung des Bewertungsobjekts

- (158) Zur Ermittlung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit i.S.d. Abschn. 4.2. ist bei personenbezogenen, von den Eigentümern dominierten Unternehmen die Abgrenzung von betrieblicher und privater Sphäre von besonderer Bedeutung. Dabei können z.B. steuerliche Sonderbilanzen zur Ermittlung von nicht bilanziertem, aber betriebsnotwendigem Vermögen und von damit korrespondierenden künftigen finanziellen Überschüssen herangezogen werden. Wesentliche Bestandteile des Anlagevermögens (insbesondere Patente, Grundstücke) werden häufig im Privatvermögen gehalten. Demgemäß ist für Zwecke der Unternehmensbewertung darauf zu achten, daß diese entweder in die zu bewertende Vermögensmasse eingebracht oder anderweitig (z.B. durch Berechnung von Miet-, Pacht- oder Lizenzzahlungen) berücksichtigt werden. In diesem Zusammenhang ist auch festzustellen, ob sämtliche Aufwendungen und Erträge betrieblich veranlaßt und vollständig im Rechnungswesen erfaßt sind.
- (159) Bei kleinen und mittleren Unternehmen ist häufig ein nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten angemessenes Eigenkapital nicht vorhanden. Im Falle einer bei Nichtberücksichtigung der persönlichen Haftung von Gesellschaftern zu niedrigen Eigenkapitalausstattung sind künftige Maßnahmen zur Stärkung der Unternehmenssubstanz (z.B. Gewinnthesaurierungen, Kapitalerhöhungen) und deren Auswirkungen auf die künftigen finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen. Dabei ist beschränkten Finanzierungsmöglichkeiten aufgrund fehlenden Zugangs zum Kapitalmarkt Rechnung zu tragen.
- (160) Ist anstelle einer Stärkung der Unternehmenssubstanz durch Maßnahmen der Eigenfinanzierung vorgesehen, daß aus dem Privatbereich Sicherheiten zur Verfügung gestellt werden, sind entsprechende Aufwendungen für Avalprovisionen zu berücksichtigen.

8.3.2. Bestimmung des Unternehmerlohns

- (161) Da bei kleinen und mittleren Unternehmen die Höhe der künftigen finanziellen Überschüsse maßgeblich vom persönlichen Engagement und den persönlichen Kenntnissen, Fähigkeiten und Beziehungen der Eigentümer abhängig ist, hat die Bewertung des Managementfaktors (Unternehmerlohn unter Berücksichtigung sämtlicher personenbezogener Wertfaktoren) besondere Bedeutung (vgl. Abschn. 4.4.2.4.).

8.3.3. Eingeschränkte Informationsquellen

8.3.3.1. Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse

- (162) Bei der Analyse der Vergangenheitsergebnisse ist zu beachten, daß die Jahresabschlüsse kleiner und mittlerer Unternehmen oftmals betont steuerlich ausgerichtet sind. Ferner ist zu berücksichtigen, daß Investitionen häufig nur in langen Intervallen vorgenommen werden. Die Gewinn- und Verlustrechnungen der nächstzurückliegenden Perioden spiegeln dann die durchschnittlichen Ergebnisse möglicherweise nicht zutreffend wider und müssen entsprechend korrigiert werden.

8.3.3.2. Analyse der Ertragskraft

- (163) Im Falle einer fehlenden oder nicht dokumentierten Unternehmensplanung hat der Wirtschaftsprüfer die Unternehmensleitung aufzufordern, speziell für die Zwecke der Unternehmensbewertung eine Planung für den nächsten Zeitraum von ein bis fünf Jahren vorzulegen. Solche Planungsrechnungen sind im Hinblick auf ihre Zuverlässigkeit kritisch zu würdigen.
- (164) Oft wird die Unternehmensleitung keine Planungsrechnung erstellen, sondern lediglich allgemeine Vorstellungen über die künftige Entwicklung des Unternehmens vortragen. Soweit diese nicht durch konkrete Anhaltspunkte bestätigt werden können, kann der Wirtschaftsprüfer nur aufgrund der Vergangenheitsanalyse und der von ihm hierbei festgestellten Entwicklungslinien eine Ertragsprognose erstellen. Die Ertragsprognose ist dann mit weiteren Unsicherheiten behaftet. Unsicherheiten, die ausschließlich auf Mängel oder das völlige Fehlen einer Planungsrechnung zurückzuführen sind, dürfen bei der Bewertung nicht durch Abschläge von den zu kapitalisierenden finanziellen Überschüssen bzw. durch Zuschläge zum Kapitalisierungszinsfuß berücksichtigt werden (vgl. auch *Stellungnahme HFA 2/1995*, Abschn. II.3.).

8.3.4. Vereinfachte Preisfindungen

- (165) In der Praxis wird gelegentlich auf vereinfachte Preisfindungen für Unternehmen zurückgegriffen. Hierzu gehört insbesondere die Anwendung von Ergebnismultiplikatoren sowie von umsatz- oder produktmengenorientierten Multiplikatoren.
- (166) Bei Anwendung von Ergebnismultiplikatoren ergibt sich der Preis für das Unternehmen als Produkt eines als repräsentativ angesehenen Ergebnisses vor Steuern mit einem branchen- bzw. unternehmensspezifischen Faktor. Dieser ist insbesondere Ausdruck der aktuellen Kapitalkosten, der Risikoneigung potentieller Erwerber sowie

des Verhältnisses zwischen Angebot und Nachfrage auf dem Markt für Unternehmenstransaktionen.

- (167) Umsatz- oder produktmengenorientierte Multiplikatoren werden in der Praxis insbesondere zur Ermittlung der Marktpreise für kleinere Dienstleistungsunternehmen angewandt. Diese Marktpreise werden oftmals weitgehend durch den Wert des verkehrsfähigen Kundenstamms geprägt. Auch der Marktwert von freiberuflichen Praxen wird im wesentlichen durch den übertragbaren Mandantenstamm bestimmt.
- (168) Vereinfachte Preisfindungen können Anhaltspunkte bei der Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach Ertragswert- oder DCF-Verfahren bieten.

Ergibt sich eine Differenz zwischen dem Zukunftserfolgswert und einem zur Plausibilitätskontrolle anhand einer vereinfachten Preisfindung ermittelten Preis für das Unternehmen, so kann dies ein Anlaß sein, neben den zur Plausibilitätskontrolle herangezogenen Größen auch die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu überprüfen und - soweit dabei gewonnene bessere Erkenntnisse (z.B. in bezug auf die Ertragserwartungen) dies erfordern - zu korrigieren. Zur Berücksichtigung im gewöhnlichen Geschäftsverkehr zustande gekommener, stichtagsnaher Marktpreise bei der Unternehmensbewertung im Familien- und Erbrecht wird auf die *Stellungnahme HFA 2/1995*, Abschn. III.4. verwiesen.

- (169) Tritt der Wirtschaftsprüfer als Berater bei der Ermittlung eines subjektiven Entscheidungswerts auf, kann der Vergleich des Zukunftserfolgswerts mit einem anhand einer vereinfachten Preisfindung bestimmten Marktpreis Anhaltspunkte für eine Empfehlung im Hinblick auf den Kauf bzw. Verkauf des Unternehmens geben.
- (170) In seinem Bewertungsgutachten (vgl. Abschn. 9.2.) hat der Wirtschaftsprüfer klarzustellen, inwieweit und mit welchen Konsequenzen vereinfachte Preisfindungen eingesetzt wurden.

8.4. Substanzwert

- (171) Im Gegensatz zum Liquidationswert als Verkaufs- oder Zerschlagungswert handelt es sich bei dem Substanzwert um den Gebrauchswert der betrieblichen Substanz. Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen immateriellen und materiellen Werte (und Schulden). Er ist insoweit Ausdruck vorgeleisteter Ausgaben, die durch den Verzicht auf den Aufbau eines identischen Unternehmens erspart bleiben. Dem Alter der Substanz ist durch Abschläge vom Rekonstruktionsneuwert Rechnung zu tragen, die sich aus dem Verhältnis der Restnutzungszeit zur Gesamtnutzungszeit der Vermögensteile bzw. aus dem Verhältnis des Restnutzungspotentials zum Gesamtnutzungspotential ergibt

(Rekonstruktionszeitwert). Aufgrund der Schwierigkeiten, die sich in der Praxis bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger, vor allem immaterieller Werte ergeben, wird in der Regel ein Substanzwert im Sinne eines (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwerts ermittelt.

- (172) Dem Substanzwert, verstanden als (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwert, fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.
- (173) Substanzwerte sind vom Wirtschaftsprüfer nur dann zu ermitteln, wenn dies im Auftrag für das Bewertungsgutachten ausdrücklich festgelegt ist. Für die Ermittlung von Substanzwerten gelten sinngemäß die allgemeinen Grundsätze der Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks (vgl. Abschn. 4.1.), der Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit (vgl. Abschn. 4.2.), der gesonderten Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (vgl. Abschn. 4.5.), der Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips (vgl. Abschn. 4.6.) und der Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze (vgl. Abschn. 4.7.) sowie das Stichtagsprinzip (vgl. Abschn. 4.3.).

9. Dokumentation und Berichterstattung

9.1. Arbeitspapiere

- (174) Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten sind die berufsüblichen Grundsätze in bezug auf die Anlage von Arbeitspapieren entsprechend anzuwenden (vgl. hierzu *IDW Prüfungsstandard: Arbeitspapiere des Abschlußprüfers (IDW PS 460)*⁹). Hierzu gehört auch die Einholung einer Vollständigkeitserklärung (vgl. hierzu Abschn. 5.5.).
- (175) Die Arbeitspapiere müssen es einem sachkundigen Dritten ermöglichen, das Bewertungsergebnis nachzuvollziehen und die Auswirkungen der getroffenen Annahmen auf den Unternehmenswert abzuschätzen (intersubjektive Nachprüfbarkeit).

9.2. Bewertungsgutachten

- (176) Im Bewertungsgutachten muß der Wirtschaftsprüfer einen eindeutigen Unternehmenswert bzw. eine -wertspanne nennen und begründen. Weiterhin sind die Einzelheiten und Überlegungen zur Unternehmensbewertung so ausführlich darzulegen, wie es den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berichterstattung entspricht.
- (177) Aus dem Bewertungsgutachten muß ersichtlich sein, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer die Bewertung vorgenommen hat und welches Wertkonzept (objekti-

⁹ WPg 2000, S. 916 ff.

vierter Unternehmenswert, subjektiver Entscheidungswert, Einigungswert) der Bewertung zugrunde liegt.

- (178) Weiterhin ist eine angemessene Beschreibung der Vorgehensweise bei der Unternehmensbewertung erforderlich. Dabei ist auf das angewandte Bewertungsverfahren (Ertragswertverfahren, DCF-Verfahren) einzugehen. Ferner ist das Vorgehen bei der Prognose und der Diskontierung der finanziellen Überschüsse darzustellen. Umfang und Qualität der zugrunde gelegten Daten müssen ebenso wie der Umfang von Schätzungen und Annahmen mit den dahinter stehenden Überlegungen ersichtlich sein. Insbesondere ist entsprechend dem Grundsatz der Klarheit der Berichterstattung im Bewertungsgutachten deutlich zu machen, auf welchen wesentlichen Annahmen der ermittelte Unternehmenswert beruht. Soweit Vereinfachungen für zulässig erachtet werden, sind auch diese zu erörtern.
- (179) Ggf. vorgenommene Plausibilitätsbeurteilungen des Bewertungsergebnisses anhand von Börsenkursen des zu bewertenden Unternehmens sind darzustellen. In den Fällen, in denen der Börsenkurs von Unternehmensanteilen grundsätzlich als Mindestwert heranzuziehen ist (vgl. Abschn. 3.), ist ausdrücklich auf den Börsenkurs und dessen Eignung einzugehen.
- (180) Der Inhalt des Gutachtens sollte im wesentlichen folgendes umfassen:
- Darstellung der Bewertungsaufgabe
 - Auftraggeber
 - Auftrag (Bewertungsanlaß; Funktion, in der die Wertermittlung durchgeführt wird)
 - Beschreibung des Bewertungsobjektes
 - Rechtliche Grundlagen
 - Wirtschaftliche Grundlagen
 - Steuerliche Gegebenheiten
 - Darstellung der der Bewertung zugrunde liegenden Informationen
 - Vergangenheitsanalyse
 - Planungsrechnungen vor dem Hintergrund der zugrunde liegenden Annahmen
 - Verfügbarkeit und Qualität der Ausgangsdaten (einschließlich Gutachten Dritter)
 - Plausibilitätsbeurteilung der Planungen
 - Abgrenzung der Verantwortung für übernommene Auskünfte
 - Darstellung der gesonderten Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

- Darstellung der Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens
 - Ggf. Plausibilitätsbeurteilungen des Bewertungsergebnisses
 - Abschließende Feststellungen.
- (181) Bei der Berichterstattung kann es z.B. aus Gründen des Schutzes vertraulicher Unternehmensinterna geboten sein, die Zahlengrundlagen geheimzuhalten. In diesen Fällen kann die Berichterstattung dergestalt geteilt werden, daß im Bewertungsgutachten verbal die wesentlichen Bewertungsgrundsätze und Bewertungsgrundlagen, die Vorgehensweise und das Bewertungsergebnis sowie die zugrunde gelegten wesentlichen Annahmen dargestellt werden und in einem getrennten Anhang das geheimhaltungsbedürftige Material zusammengefaßt wird.

Anhang:**Berücksichtigung der Besteuerung bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften unter Anwendung des körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahrens**

Das Stichtagsprinzip erfordert eine Berücksichtigung des Informationsstandes, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können, was bspw. auch in bezug auf den Informationsstand über die künftige Ertragsteuerbelastung der finanziellen Überschüsse gilt.

Das inländische Steuersystem wird sich durch das Steuersenkungsgesetz (StSenkG), dem der Bundesrat am 14. Juli 2000 zugestimmt hat, umfassend ändern. Insbesondere gilt künftig für Kapitalgesellschaften eine einheitliche definitive Körperschaftsteuerbelastung in Höhe von 25% des körperschaftsteuerpflichtigen Einkommens; ferner wird für Ausschüttungen aus Kapitalgesellschaften das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren durch das sog. Halbeinkünfteverfahren ersetzt.

Den durch das StSenkG bedingten Änderungen ist in *IDW S 1* bereits Rechnung getragen worden. Ist dagegen nach dem Stichtagsprinzip bei der Unternehmensbewertung noch die Rechtslage vor StSenkG zugrunde zu legen, so ist bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften weiterhin die Berücksichtigung des körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahrens erforderlich. Dies führt dazu, daß die Körperschaftsteuer auf ausgeschüttete Gewinne bei wirtschaftlicher Betrachtung als Ertragsteuervorauszahlung auf die persönliche Einkommensteuerschuld eines anrechnungsberechtigten, unbeschränkt steuerpflichtigen inländischen Anteilseigners und somit als Bestandteil der finanziellen Überschüsse anzusehen ist.

Bei der Ertragswertermittlung ist folglich zunächst als Ertragsteuer des Unternehmens - neben der Gewerbebeertragsteuer - lediglich die Körperschaftsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag) zu berücksichtigen, die als Definitivbelastung der nicht abzugsfähigen Betriebsausgaben bzw. der Differenz zwischen steuerlichem Gewinn und ausschüttungsfähigem Überschuß anfällt. Anschließend sind die persönlichen Ertragsteuern der Unternehmenseigner (für den objektivierte Unternehmenswert mit einem typisierten Steuersatz von 35%) in Abzug zu bringen. Entsprechend ist auch der Kapitalisierungszinssatz (Basiszinssatz zuzüglich Risikozuschlag) zu modifizieren. Bei Gewinnausschüttungen ist die Zusammensetzung des verwendbaren Eigenkapitals zu beachten.

Wird eine Unternehmensbewertung nach den DCF-Verfahren vorgenommen, so ist die vom Unternehmen gezahlte anrechenbare Körperschaftsteuer in die künftigen Cash flows einzubeziehen. Bei der Ermittlung der Kapitalkosten der Fremdkapitalgeber ist infolge der Anrechenbarkeit der Körperschaftsteuer beim Anteilseigner allein die Gewerbebeertragsteuer abzusetzen.