

Entwurf einer Neufassung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW ES 1 n.F.)

Stand: 07.11.2024¹

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hat den nachfolgenden Entwurf einer Neufassung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW ES 1 n.F.) verabschiedet.

Der Standardentwurf beinhaltet eine noch nicht abschließend abgestimmte Berufsauffassung. Entsprechend dem IDW Prüfungsstandard: Rechnungslegungs- und Prüfungsgrundsätze für die Abschlussprüfung (IDW PS 201 n.F. (09.2022)) (Stand: 28.09.2022) hat der jeweils zuständige Fachausschuss die Möglichkeit, sich zur Anwendung des Entwurfs zu äußern: Der FAUB hat eine vorzeitige Anwendung vor dem in dem Standardentwurf enthaltenen Erstanwendungszeitpunkt ausgeschlossen, um den Berufsangehörigen und der interessierten Öffentlichkeit auf Grundlage des veröffentlichten Entwurfs vor einer erstmaligen Anwendung die Gelegenheit zur Kommentierung zu geben.

Gegenüber IDW S 1 i.d.F. 2008 enthält der Entwurf einer Neufassung neben der Neugliederung des Aufbaus sowie begrifflichen Modernisierungen v.a. folgende Änderungen:

- In dem Entwurf wird die Eigenverantwortlichkeit des Gutachters ausdrücklich herausgestellt, indem künftig unterschieden wird zwischen der vorhandenen Planung des Managements als Ausgangsbasis der Planung der Zukunftserfolge sowie der Zukunftserfolgsplanung als eigentliche Bewertungsgrundlage. Dabei ergibt sich die Verantwortlichkeit für die Zukunftserfolgsplanung aus der jeweiligen Funktion, in welcher der Wirtschaftsprüfer tätig wird.*
- Neben der Funktion als neutraler Gutachter sieht der Entwurf die Funktion als neutraler Sachverständiger oder als Berater vor – je nachdem, welche Verantwortung der Wirtschaftsprüfer hinsichtlich des Umfangs der verwendeten Informationen und der Plausibilitätsbeurteilungen der der Zukunftserfolgsplanung zugrunde gelegten Annahmen übernimmt.*
- Die Konzeption des objektivierten Werts wird vor dem Hintergrund neuerer Entwicklungen aus dem nationalen und internationalen Bewertungsumfeld fortentwickelt. Dabei wird die Objektivierung bei der Ermittlung der Zukunftserfolge gestärkt, indem jeweils auf die Verwendung von anhand interner und externer Daten auf Plausibilität beurteilten Annahmen umfassend informierter Eigenkapitalgeber mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik abgestellt wird.*
- Die in IDW S 1 i.d.F. 2008 formulierte Sichtweise, wonach auf zum Stichtag „eingeleitete“ oder „im Unternehmenskonzept dokumentierte Maßnahmen“ abgestellt wird, wird geöffnet, indem eine stärkere Verbindung mit dem Aspekt der Plausibilitätsbeurteilung*

¹ Verabschiedet vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) am 07.11.2024. Billigende Kenntnisnahme durch den Hauptfachausschuss (HFA) am 20.11.2024 und durch den Fachausschuss Unternehmensberichterstattung (FAB) am 22.11.2024.

der Zukunftserfolgsplanung vorgenommen wird. Dadurch werden beim objektivierten Wert aus der Perspektive umfassend informierter Eigenkapitalgeber mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik zu erwartende Maßnahmen künftig unter bestimmten Umständen einbezogen.

- Neben dem objektivierten Wert wird im Rahmen des subjektiven Entscheidungswerts das Wertkonzept eines sog. plausibilisierten Entscheidungswerts eingeführt.
- Bezüglich der Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner ist eine Öffnungsklausel enthalten, wonach generell in Bewertungsfällen, in denen das Interesse und Informationsbedürfnis auf Ebene von Kapitalgesellschaften im Vordergrund steht, eine Bewertung vor Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern ebenfalls sachgerecht ist.
- Beim nachhaltigen Ergebnis werden die Beurteilung langfristiger Erwartungen mit Fokus auf Transformationsprozesse und Trends sowie die Frage der übertragbaren Ertragskraft und Lebensdauer eines Unternehmens hervorgehoben.
- Schließlich werden neben Verknüpfungen mit dem IDW Praxishinweis 1/2014 zur Bewertung von KMU, dem IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017) sowie dem IDW Bewertungshinweis 5.011 zur Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen weitere Themenfelder – wie marktpreisorientierte Bewertungsverfahren – umfangreicher als bisher ausgeführt.

Änderungs- oder Ergänzungsvorschläge zu dem Entwurf werden schriftlich an die Geschäftsstelle des IDW (Postfach 32 05 80, 40420 Düsseldorf oder stellungnahmen@idw.de) bis zum 31.05.2025 erbeten. Die Änderungs- oder Ergänzungsvorschläge werden im Internet auf der IDW Website veröffentlicht, wenn dies nicht ausdrücklich vom Verfasser abgelehnt wird.

Der Entwurf steht bis zu seiner endgültigen Verabschiedung als IDW Standard im Internet (www.idw.de) unter der Rubrik Verlautbarungen als Download-Angebot zur Verfügung.

Copyright © Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf.

1.	Vorbemerkungen.....	4
2.	Konzeptionelle und begriffliche Grundlagen	4
2.1.	Konzept des Unternehmenswerts	4
2.2.	Bewertungsanlässe und Wertkonzepte	6
2.3.	Funktionen des Wirtschaftsprüfers und Umfang der Plausibilitätsbeurteilung	7
3.	Auftragsvereinbarung und Qualitätsmanagement.....	9
4.	Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten	10
4.1.	Zahlungsstromorientierung.....	10
4.2.	Wert und Preis von Unternehmen und Unternehmensanteilen	11
4.3.	Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit	12
4.4.	Stichtagsprinzip.....	13
5.	Prognose der Zukunftserfolge	13
5.1.	Abgrenzung der Managementplanung von der Zukunftserfolgsplanung	13
5.2.	Informationsbeschaffung	14

5.3.	Unternehmens- und Vergangenheitsanalyse.....	14
5.4.	Prognose der Zukunftserfolge	15
5.5.	Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung	16
6.	Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts.....	17
6.1.	Prognose für Zwecke eines objektivierten Unternehmenswerts.....	17
6.2.	Zu berücksichtigende Synergien	17
6.3.	Ausschüttungsannahme.....	18
6.4.	Übertragbare Ertragskraft.....	19
6.5.	Ertragsteuern der Eigenkapitalgeber	19
7.	Besonderheiten bei der Ermittlung plausibilisierter Entscheidungswerte	20
7.1.	Prognose für Zwecke eines plausibilisierten Entscheidungswerts	20
7.2.	Zu berücksichtigende Synergien	21
7.3.	Ausschüttungsannahme.....	21
7.4.	Übertragbare Ertragskraft.....	21
7.5.	Ertragsteuern der Unternehmenseigner	22
8.	Kapitalisierung der Zukunftserfolge	22
8.1.	Kapitalmarktorientierte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes.....	22
8.2.	Elemente des Kapitalisierungszinssatzes.....	23
8.3.	Steuern im Kapitalisierungszinssatz	25
8.4.	Berücksichtigung wachsender Zukunftserfolge.....	25
9.	Bewertungsverfahren auf Basis von Zukunftserfolgswerten	26
10.	Marktpreisorientierte Bewertungsverfahren	27
10.1.	Definition und Anwendungsfelder	27
10.2.	Grundsätzliches Vorgehen	28
10.3.	Bereinigung der Bezugsgrößen und Multiplikatoren	29
11.	Liquidations- und Substanzwerte.....	29
11.1.	Ermittlung von Liquidationswerten.....	29
11.2.	Ermittlung von Substanzwerten.....	30
12.	Besonderheiten bei der Bewertung von KMU	31
12.1.	KMU als Bewertungsobjekt	31
12.2.	Abgrenzung des Bewertungsobjekts	32
12.3.	Ermittlung der übertragbaren Ertragskraft	32
12.4.	Kapitalisierung der Zukunftserfolge von KMU.....	33
13.	Dokumentation und Berichterstattung	33
13.1.	Arbeitspapiere	33
13.2.	Vollständigkeitserklärung	33
13.3.	Berichterstattung zum Unternehmenswert.....	34
13.3.1.	Klarheit und Nachvollziehbarkeit der Berichterstattung	34
13.3.2.	Inhalt und Aufbau der Berichterstattung	34

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 folgenden Ausführungen stellen allgemeine Grundsätze dar. Jeder Bewertungsfall verlangt seine eigene fachgerechte Vorgehensweise. Insoweit können die Grundsätze nur den Rahmen festlegen, in dem die eigenverantwortliche Vorgehensweise im Einzelfall liegen muss. Die dargestellten Grundsätze gelten jeweils entsprechend für die Bewertung von Unternehmensanteilen, soweit keine gesonderten Ausführungen hierzu gemacht werden.
- 2 Dieser *IDW Standard* gilt analog für Gutachten oder Stellungnahmen, in denen der Wirtschaftsprüfer eine Würdigung von durch Dritte durchgeführte Unternehmensbewertungen vornimmt.
- 3 Fälle vertraglicher oder auftragsgemäßer Wertfeststellungen, die sich nach abweichend vereinbarten 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 zugrunde zu legen sein. Erlangt der Wirtschaftsprüfer im Rahmen der Auftragsbearbeitung Anhaltspunkte dafür, dass der nach den entsprechenden Vorgaben ermittelte Wert vom vermuteten Zukunftserfolgswert (vgl. Tz. 5) bei einer Ermittlung nach diesem *IDW Standard* erheblich abweicht, so hat er aufgrund seiner Treuepflicht den Auftraggeber darauf hinzuweisen und dies in geeigneter Weise in seiner Berichterstattung zu würdigen oder den Auftrag niederzulegen. Der Wirtschaftsprüfer darf jedoch nicht an irreführenden Informationen mitwirken.
- 4 Dieser *IDW Standard* ersetzt den *IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)* in der Fassung vom 04.07.2016. Er ist erstmals anzuwenden auf Bewertungsstichtage nach Veröffentlichung dieses Standards. Eine vorzeitige Anwendung ist nicht zulässig.

2. Konzeptionelle und begriffliche Grundlagen

2.1. Konzept des Unternehmenswerts

- 5 Der Unternehmenswert bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele grundsätzlich durch die Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse (Zukunftserfolge) aus der Sicht von aktuellen oder potenziellen Kapitalgebern als Bewertungsobjekte auf den Bewertungsstichtag. Dabei wird zur Diskontierung ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen äquivalenten Alternativenanlage repräsentiert. Demnach wird der Wert des Unternehmens allein aus seiner Eigenschaft abgeleitet, Zukunftserfolge für die Kapitalgeber zu erwirtschaften (Zukunftserfolgswert).
- 6 Der Wert aus der Perspektive der Eigen- und Fremdkapitalgeber (im Folgenden auch Kapitalgeber genannt) wird als Unternehmensgesamtwert, der Wert aus der Perspektive der Eigenkapitalgeber als Marktwert des Eigenkapitals bzw. Unternehmenswert bezeichnet.

- 7 Im Regelfall ist von einer unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens auszugehen. In bestimmten Fällen (z.B. bei einem endlichen Geschäftsmodell) ist es hingegen sachgerecht, eine begrenzte Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens anzunehmen.
- 8 Bei der Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens entspricht der Unternehmens(gesamt)wert dem Barwert der erwarteten Zukunftserfolge einschließlich des nachhaltigen Ergebnisses (sog. Zukunftserfolgsplanung, vgl. Abschn. 5.1.) und – sofern einschlägig – zuzüglich gesondert bewertetem Vermögen (vgl. Tz. 44 ff.).
- 9 Bei der Annahme einer begrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens ist der Unternehmens(gesamt)wert zu berechnen als Summe aus dem Barwert der Zukunftserfolge (bis zur Aufgabe des Unternehmens), dem Barwert der Rückflüsse aus der Aufgabe (z.B. der Liquidation) des Unternehmens und – sofern einschlägig – zuzüglich gesondert bewertetem Vermögen.
- 10 Der Unternehmenswert lässt sich direkt (einstufig) durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Zukunftserfolge des Unternehmens ermitteln (Nettoverfahren). Diesem Vorgehen entsprechen das Ertragswertverfahren, das Dividend Discount Model und der (Flow to) Equity-Ansatz. Der Unternehmenswert kann ebenso indirekt (mehrstufig) ermittelt werden (Bruttoverfahren). Dabei wird in einem ersten Schritt der Unternehmensgesamtwert durch Diskontierung der den Eigen- und Fremdkapitalgebern gemeinsam zustehenden Zukunftserfolge des Unternehmens bestimmt, von dem in einem zweiten Schritt der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen wird. Diese Vorgehensweise liegt dem Adjusted Present Value (APV)-Ansatz, dem Weighted Average Cost of Capital Free Cashflow (WACC-FCF)-Ansatz sowie dem WACC-Total Cashflow (TCF)-Ansatz zugrunde (zu den verschiedenen Verfahren im Einzelnen vgl. Abschn. 9.). Bei allen Verfahren sind die Zukunftserfolge mit einem adäquaten Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren; Zähler und Nenner des Bewertungskalküls müssen insoweit aufeinander abgestimmt sein. Bei konsistenter Anwendung führen sämtliche dieser Verfahren stets zu identischen Unternehmens(gesamt)werten.
- 11 Multiplikatormethoden (vgl. Abschn. 10.) sind vereinfachende marktpreisorientierte Bewertungsverfahren, bei welchen mittels eines Multiplikators – gebildet aus der Relation beobachtbarer Preise zu Kennzahlen – vergleichbarer Unternehmen auf den Wert des zu bewertenden Unternehmens geschlossen wird. Konzeptionell lassen sich Multiplikatormethoden in ein Zukunftserfolgswertverfahren überführen. Je nach Bewertungsanlass haben sie einen unterschiedlichen Stellenwert bei der Unternehmensbewertung. Sie können jedoch ein Zukunftserfolgswertverfahren als eigenständiges Bewertungsverfahren nicht ersetzen, sondern dienen primär der Plausibilitätsbeurteilung von mit Zukunftserfolgswertverfahren ermittelten Unternehmenswerten.
- 12 Für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Rückflüsse, die aus der Liquidation des gesamten Unternehmens erwartet werden (Liquidationswert, vgl. Abschn. 11.1.), den Fortführungswert übersteigt, ist grundsätzlich der Liquidationswert als Unternehmenswert heranzuziehen, sofern nicht ein rechtlicher oder faktischer Zwang zur Unternehmensfortführung besteht.
- 13 Demgegenüber kommt dem Substanzwert i.S. dieses *IDW Standards* bei der Ermittlung des Unternehmenswerts von erwerbswirtschaftlichen Unternehmen keine eigenständige Bedeutung zu, sofern keine Ausnahme nach Abschn. 11.2. vorliegt).

2.2. Bewertungsanlässe und Wertkonzepte

- 14 Die Anlässe für Unternehmensbewertungen sind vielfältig. Sie können sich im Zusammenhang mit unternehmerischen Initiativen, aufgrund von Anforderungen der externen Rechnungslegung, aus steuerlichen, gesellschaftsrechtlichen oder anderen gesetzlichen Vorschriften oder vertraglichen Vereinbarungen oder aus sonstigen Gründen ergeben.
- 15 Der Bewertungsanlass bestimmt das jeweilige Wertkonzept. Das Wertkonzept legt fest, aus welcher Perspektive das Bewertungsobjekt betrachtet wird und welchen konzeptionellen Anforderungen die Bewertung zu entsprechen hat. Dabei werden unterschieden:
- objektivierter Unternehmenswert
 - plausibilisierter Entscheidungswert
 - Schiedswert.
- 16 Der **objektivierte Unternehmenswert** i.S. dieses *IDW Standards* stellt einen intersubjektiv nachvollziehbaren Zukunftserfolgswert aus der Perspektive von Eigenkapitalgebern dar, die umfassend informiert rein finanzielle Interessen verfolgen und keinen Einfluss auf die Geschäftspolitik haben.
- 17 Auf realen Kapitalmärkten ist für die Vielzahl der Bewertungsobjekte kein Marktpreis beobachtbar oder – sofern es einen solchen gibt – sind die Märkte nicht vollkommen: Die Anzahl der Marktteilnehmer ist begrenzt oder es bestehen hinsichtlich der verfügbaren Informationen und der Marktmacht einzelner Marktteilnehmer erhebliche Unterschiede. Im Ergebnis entsprechen beobachtbare Preise regelmäßig nicht den vorstehend genannten Anforderungen an einen von den individuellen Verhältnissen und Vorstellungen einzelner, umfassend informierter Parteien vollständig unabhängigen Wert. Tatsächlich sind die Marktteilnehmer regelmäßig unvollständig informiert und mit Transaktionskosten belastet, ferner unterliegen Börsenkurse kurzfristigen Stimmungen. Börsenkurse spiegeln deshalb den fundamentalen Unternehmenswert nicht wider, sodass nicht allein auf einzelne Börsenkurse abgestellt werden kann (vgl. hierzu Abschn. 4.2.). Gleichwohl können etablierte Kapitalmarktpreisbildungsmodelle (z.B. das Capital Asset Pricing Model (CAPM)) das Verhalten von Kapitalmarktteilnehmern grundsätzlich und langfristig angemessen beschreiben und insb. für die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes herangezogen werden.
- 18 Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts werden die individuellen Bewertungsgrundlagen (wie eingeschränkte subjektive Informationen über das Unternehmen, das Markt- und das Wettbewerbsumfeld sowie individuelle Möglichkeiten und Erwartungen) durch objektivierte und auf Plausibilität beurteilte (vgl. Abschn. 2.3. und 5.5.) Bewertungsannahmen ersetzt. Dabei wird insb. typisierend die Annahme eines über die Verhältnisse des Unternehmens und des Marktes umfassend informierten Eigenkapitalgebers getroffen, der hinsichtlich des Bewertungsobjekts keine anderen Interessen hat als seine finanzielle Beteiligung. Ferner werden individuelle Verhältnisse der Eigenkapitalgeber nicht berücksichtigt.
- 19 Der objektivierte Unternehmenswert kommt bei Bewertungsanlässen zur Anwendung, bei denen ein Interessensgegensatz zwischen verschiedenen Parteien besteht und eine Gleichbehandlung benötigt wird. Insofern löst sich die Bewertung von der subjektiven Sicht eines spezifischen Entscheidungsträgers (vgl. Tz. 20) und nimmt stattdessen eine objektivierte Sichtweise ein.

- 20 Im Unterschied zum objektivierten Unternehmenswert werden bei einem subjektiven Entscheidungswert die finanziellen Interessen eines spezifischen, bekannten Bewertungssubjekts reflektiert. Dieser Wert definiert, was ein Bewertungssubjekt unter Berücksichtigung seiner vorhandenen individuellen Möglichkeiten und Erwartungen als Eigenkapitalgeber dem Bewertungsobjekt an finanzieller Leistungsfähigkeit beimisst. Beim Wertkonzept des **plausibilisierten Entscheidungswerts** i.S. dieses *IDW Standards* tritt hinzu, dass die Möglichkeiten und Erwartungen spezifischer Entscheider oder einer spezifischen Gruppe von Entscheidern als Stellvertreter für spezifische Eigenkapitalgeber (im Folgenden: Entscheidungsträger) bezüglich des Bewertungsobjekts internen und externen Plausibilitätsbeurteilungen unterzogen werden, sodass sie nachvollziehbar und konsistent sind (vgl. Abschn. 2.3. und 5.5.). Diese unabhängige Plausibilitätsbeurteilung ist insb. dann erforderlich, wenn ein plausibilisierter Entscheidungswert als Rechtfertigung gegenüber Dritten aufgrund rechtlicher Regelungen vorgesehen ist. Dies kann bspw. die Rechtfertigung gegenüber den Kapitalgebern im Hinblick auf eine finanzielle Entscheidung oder die Rechtfertigung einer Bilanzierungsentscheidung gegenüber dem Abschlussprüfer sein.
- 21 Beim **Schiedswert** i.S. dieses *IDW Standards* wägt der Wirtschaftsprüfer als Schiedsgutachter oder Vermittler die jeweiligen Wertvorstellungen mehrerer Bewertungssubjekte (Parteien) gegeneinander ab und führt sie zu einem Einigungswert zusammen. Sofern im konkreten Bewertungsanlass die primäre Zielsetzung in der Ermittlung eines von den subjektiven Wertvorstellungen der Parteien losgelösten nachvollziehbaren und konsistenten Werts liegt, kann die Ermittlung des Schiedswerts auf der Basis eines objektivierten Unternehmenswerts (vgl. Tz. 16 ff.) vorgenommen werden.

2.3. Funktionen des Wirtschaftsprüfers und Umfang der Plausibilitätsbeurteilung

- 22 Die Funktion des Wirtschaftsprüfers definiert, welche Verantwortung er hinsichtlich des Umfangs der verwendeten Informationen und der Plausibilitätsbeurteilung der der Zukunftserfolgsplanung zugrunde gelegten Annahmen, des Planungsmodells sowie des sich ergebenden Unternehmens(gesamt)werts übernimmt. Die Plausibilitätsbeurteilung der Annahmen bezieht sich auf die für das Bewertungsergebnis wesentlichen Annahmen (im Folgenden: wesentlichen Annahmen), die für eine Prognose der Zukunftserfolge sowie die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes erforderlich sind. Dabei sind die wesentlichen Annahmen und das Planungsmodell plausibel, wenn sie nach bestimmten Plausibilitätsmaßstäben nachvollziehbar und konsistent sind (vgl. Abschn. 5.5.). Dies gilt – sofern einschlägig – analog bei der Ermittlung des Werts des gesondert bewerteten Vermögens (vgl. Tz. 44 ff.).
- 23 In Abhängigkeit vom Umfang der Plausibilitätsbeurteilung der für das Bewertungsergebnis wesentlichen Annahmen und des Planungsmodells sowie der Verantwortung hinsichtlich der Plausibilität des sich ergebenden Unternehmens(gesamt)werts sind folgende Funktionen zu unterscheiden:
- **Neutraler Gutachter**
In dieser Funktion nimmt der Wirtschaftsprüfer eine vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung der wesentlichen Annahmen sowie des Planungsmodells vor und leitet daraus einen in seiner Gesamtbeurteilung plausiblen Unternehmens(gesamt)wert ab. Vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung bedeutet, dass er über sämtliche für die Beurteilung der wesentlichen Annahmen erforderlichen Informationen über das Bewertungsobjekt

verfügt und die wesentlichen Annahmen sowie das Planungsmodell unter Anwendung aller in Abschn. 5.5. konkretisierten Plausibilitätsmaßstäbe beurteilt hat.

Erfolgt die Plausibilitätsbeurteilung aus der Perspektive eines typisierten umfassend informierten Eigenkapitalgebers mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik, ermittelt der Wirtschaftsprüfer einen objektivierten Unternehmenswert. Erfolgt die Plausibilitätsbeurteilung aus der Perspektive eines spezifischen Entscheidungsträgers, ermittelt der Wirtschaftsprüfer einen plausibilisierten Entscheidungswert. In beiden Fällen erstellt der Wirtschaftsprüfer ein Gutachten in der Funktion als neutraler Gutachter.

- **Neutraler Sachverständiger**

Als neutraler Sachverständiger nimmt der Wirtschaftsprüfer eine ausreichende Plausibilitätsbeurteilung der wesentlichen Annahmen sowie des Planungsmodells vor und leitet daraus einen in seiner Gesamtbeurteilung plausiblen Unternehmens(gesamt)wert ab. Ausreichende Plausibilitätsbeurteilung bedeutet, dass dem Wirtschaftsprüfer zwar entweder bestimmte Informationen für die Beurteilung der wesentlichen Annahmen nicht zugänglich sind oder diese auftragsgemäß von ihm nicht oder nur in eingeschränkter Tiefe zu beurteilen sind, er jedoch insgesamt auf Grundlage der vorliegenden Informationen und Plausibilitätsbeurteilungen seiner Auffassung nach eine ausreichende Gesamtbeurteilung zur Plausibilität des sich ergebenden Unternehmens(gesamt)werts vornimmt. Eine ausreichende Gesamtbeurteilung liegt nicht vor, wenn der Wirtschaftsprüfer davon ausgehen muss, dass für die Gesamtbeurteilung erforderliche Informationen oder Plausibilitätsbeurteilungen unberücksichtigt bleiben. Die Beurteilung, ob angesichts der Beschränkungen genügend Informationen für eine ausreichende Plausibilitätsbeurteilung gegeben sind, hat eigenverantwortlich durch den Wirtschaftsprüfer zu erfolgen. Der Wirtschaftsprüfer hat in der Funktion als neutraler Sachverständiger in der Stellungnahme auszuführen, worin die Beschränkungen gegenüber einer vollumfänglichen Plausibilitätsbeurteilung bestehen.

Erfolgt die Plausibilitätsbeurteilung aus der Perspektive eines typisierten umfassend informierten Eigenkapitalgebers mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik, ermittelt der Wirtschaftsprüfer einen objektivierten Unternehmenswert. Erfolgt die Plausibilitätsbeurteilung aus der Perspektive eines spezifischen Entscheidungsträgers, ermittelt der Wirtschaftsprüfer einen plausibilisierten Entscheidungswert. In beiden Fällen gibt der Wirtschaftsprüfer eine Stellungnahme zur Bewertung in der Funktion als neutraler Sachverständiger ab.

- **Berater**

In der Beratungsfunktion unterstützt der Wirtschaftsprüfer einen Auftraggeber bei der Unternehmensbewertung, ohne zwingend eine ausreichende Plausibilitätsbeurteilung durchführen zu müssen. In dieser Funktion wird auftragsbedingt weder ein objektivierter Unternehmenswert noch ein plausibilisierter Entscheidungswert ermittelt. Daher wird der Wirtschaftsprüfer als Berater lediglich einen Wert in Anlehnung an die methodischen und rechnerischen Grundsätze der objektivierten Unternehmensbewertung oder des plausibilisierten Entscheidungswerts errechnen. Als Berater kann der Wirtschaftsprüfer Hinweise zu allen Bewertungsparametern geben und den Auftraggeber auch argumentativ in Verhandlungen unterstützen. Die finale Entscheidung, welche Bewertungsparameter in welcher Ausgestaltung Eingang in die Bewertung finden, liegt

grundsätzlich beim Auftraggeber. Allerdings hat der Wirtschaftsprüfer auch in der Funktion als Berater den Auftraggeber auf offensichtliche Fehler in den vorgelegten bewertungsrelevanten Unterlagen hinzuweisen, die ihm bei der Durchführung des Auftrags auffallen. Eine Berichterstattung über die Auftragsdurchführung, sofern vereinbart, hat in Form einer Wertberechnung zu erfolgen.

- **Schiedsgutachter**

In der Schiedsgutachter- oder Vermittlerfunktion 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.

- 24 Der Wirtschaftsprüfer wird nicht nur für Auftraggeber in Form von Unternehmen, Kapitalgebern oder anderen Bewertungssubjekten tätig, sondern auch infolge von Beauftragungen durch Gerichte oder andere öffentlich-rechtliche Auftraggeber (z.B. Behörden). Dabei kann er mit einer Unternehmensbewertung oder mit einer Bewertung von oder einer Stellungnahme zu ausgewählten Bewertungsparametern einer Unternehmensbewertung oder mit der Würdigung dieser beauftragt sein.

Die vorstehenden Zusammenhänge werden in der folgenden Abbildung zusammengefasst. In der praktischen Umsetzung wird i.d.R. der objektivierte Wert eine vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung aus Sicht eines typisierten umfassend informierten Eigenkapitalgebers mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik darstellen, während der plausibilisierte Entscheidungswert i.d.R. auf einer ausreichenden Plausibilitätsbeurteilung aus Sicht eines spezifischen Entscheidungsträgers beruht.

		Funktionen (Umfang der Plausibilitätsbeurteilung)		
		Neutraler Gutachter: vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung	Neutraler Sachverständiger: ausreichende Plausibilitätsbeurteilung	Berater: keine o. keine ausreichende Plausibilitätsbeurteilung
Wertkonzepte (Perspektive der Bewertung)	Typisierter Eigenkapitalgeber	Objektivierter Wert Ergebnis: Gutachten	Objektivierter Wert Ergebnis: Stellungnahme	Wertberechnung ohne oder ohne ausreichende Plausibilitätsbeurteilung Ergebnis: Wertberechnung
	Spezif. Entscheidungsträger als Stellvertreter für Eigenkapitalgeber <small>(Perspektive eines spezifischen Bewertungssubjekts)</small>	Plausibilisierter Entscheidungswert Ergebnis: Gutachten	Plausibilisierter Entscheidungswert Ergebnis: Stellungnahme	

Abbildung 1: Wertkonzepte und Umfang der Plausibilitätsbeurteilung

3. Auftragsvereinbarung und Qualitätsmanagement

- 25 In der Auftragsvereinbarung sind die vom Wirtschaftsprüfer zu übernehmenden Aufgaben eindeutig festzulegen und die Funktion, in welcher der Wirtschaftsprüfer tätig ist, sowie das jeweilige Wertkonzept eindeutig zu benennen. Ohne ausreichende Konkretisierung seiner Tä-

tigkeit darf der Wirtschaftsprüfer einen Auftrag zur Bewertung von Unternehmen nicht annehmen. Dabei ist in der Auftragsvereinbarung auch auf die Bewertung nach den Grundsätzen dieses *IDW Standards* hinzuweisen.

- 26 In der Auftragsvereinbarung hat der Wirtschaftsprüfer ferner zu vereinbaren, auf Grundlage welcher Informationen er tätig wird und wer für welche Informationen die Verantwortung übernimmt (vgl. Tz. 52 f.). Bei einem Gutachten oder einer Stellungnahme hat er insb. auch auszubedingen, dass ihm die dem Auftraggeber vorliegenden und für die Erfüllung des Auftrags erforderlichen Informationen und Auskünfte vollständig gegeben werden (vgl. Abschn. 13.2.).
- 27 Im Fall eines Gutachtens oder einer Stellungnahme wird der Wirtschaftsprüfer in berufsüblicher Form i.S. der in diesem *IDW Standard* dargestellten Grundsätze über Umfang und Ergebnis seiner Tätigkeit berichten. Bei einer Wertberechnung sind Art und Umfang der Berichterstattung in der Auftragsvereinbarung zu konkretisieren.
- 28 Ein Pauschalhonorar darf für einen Gutachtenauftrag grundsätzlich nur vereinbart werden, wenn festgelegt wird, dass bei Eintritt nicht vorhersehbarer Umstände im Bereich des Auftraggebers, die zu einer erheblichen Erhöhung des Aufwands führen, das Honorar entsprechend zu erhöhen ist.
- 29 Im Rahmen des Qualitätsmanagements auf Auftragsebene hat der auftragsverantwortliche Wirtschaftsprüfer die Gesamtverantwortung für die Steuerung und Erzielung von Qualität bei dem Bewertungsauftrag zu übernehmen.
- 30 Der Wirtschaftsprüfer hat sich gemäß der Berufssatzung für Wirtschaftsprüfer und vereidigte Buchprüfer (BS WP/vBP) insb. bei der Erstattung von Gutachten unparteiisch zu verhalten, d.h. keinen der Beteiligten zu benachteiligen oder zu bevorzugen. Dies gilt daher für einen Auftrag zur Erteilung eines Gutachtens in der Funktion als neutraler Gutachter bzw. Schiedsgutachter. Auch für die Ausübung der Funktion als neutraler Sachverständiger oder in der Vermittlerfunktion hat sich der Wirtschaftsprüfer unparteiisch zu verhalten.
- 31 Ferner ist der Wirtschaftsprüfer gemäß der BS WP/vBP verpflichtet, seine Tätigkeit zu versagen, wenn er bei der Erstattung von Gutachten nicht unbefangen ist oder wenn die Besorgnis der Befangenheit besteht. Dies gilt daher für einen Auftrag zur Erteilung eines Gutachtens in der Funktion als neutraler Gutachter bzw. Schiedsgutachter und ist ebenso für die Ausübung der Funktion als neutraler Sachverständiger oder in der Vermittlerfunktion erforderlich.
- 32 Die kritische Grundhaltung nach der BS WP/vBP gilt für die Erstattung von Gutachten entsprechend.

4. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten

4.1. Zahlungsstromorientierung

- 33 Der Wert eines Unternehmens für die Kapitalgeber ist auf Basis der künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens (Zukunftserfolge) (vgl. Tz. 5) zu ermitteln. Während sich der Unternehmensgesamtwert auf den Wert aus der Perspektive sämtlicher Kapitalgeber bezieht, gibt der Unternehmenswert den auf die Eigenkapitalgeber entfallenden Wert wieder.
- 34 Für eine Unternehmensbewertung ist eine Prognose der Erwartungswerte der Zukunftserfolge des Unternehmens vorzunehmen. Wertbestimmend sind nur diejenigen Zukunftserfolge des

Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Kapitalgeber gelangen können (Zuflussprinzip). Die Entstehung der Zukunftserfolge auf Unternehmensebene und ihr Zufluss an die Kapitalgeber können zeitlich auseinanderfallen. In Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungsverfahren und den entsprechend als bewertungsrelevant definierten Zukunftserfolgen kann es sich dabei für Eigenkapitalgeber um Zuflüsse in Form von erwarteten Ausschüttungen oder Entnahmen handeln, wie es beim Dividend Discount Model sowie grundsätzlich auch beim Ertragswertverfahren unterstellt wird, oder um ausschüttbare Überschüsse des Unternehmens unabhängig von ihrer tatsächlichen Ausschüttung, wie es bei den Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren angenommen wird.

- 35 Damit ist der Ausschüttungszeitpunkt sowie der tatsächliche Zufluss von Zukunftserfolgen an die Eigenkapitalgeber bei konsistenter Abbildung der Konsequenzen trotz bspw. der hieraus resultierenden steuerlichen Folgen in der Zukunftserfolgsplanung von untergeordneter Bedeutung. Es ist jedoch im Regelfall sinnvoll, die Annahme der Ausschüttungen entsprechend den zu erwartenden Gegebenheiten zu treffen.

4.2. Wert und Preis von Unternehmen und Unternehmensanteilen

- 36 Während der Unternehmenswert den Wert des gesamten Eigenkapitals darstellt, entspricht der Wert eines Unternehmensanteils dem jeweiligen Anteil am Eigenkapital des Unternehmens.
- 37 Der Wert eines Unternehmensanteils kann direkt oder indirekt ermittelt werden. Bei der direkten Anteilsbewertung ist der Anteilswert direkt aus den Zahlungsströmen zwischen dem Unternehmen und dem einzelnen Eigenkapitalgeber abzuleiten. Bei der indirekten Anteilsbewertung ist der Wert des Unternehmensanteils ausgehend vom Unternehmenswert sowie dessen anschließender Aufteilung auf die Anteile der Eigenkapitalgeber zu ermitteln.
- 38 Der objektivierte Wert eines Unternehmensanteils ist grundsätzlich als quotaler Wertanteil am Unternehmenswert abzuleiten, es sei denn, die Anteile sind mit unterschiedlichen Rechten ausgestattet. Gibt es Anteilsklassen mit unterschiedlichen Rechten, so kann ein anteiliger Unternehmenswert je Anteilsklasse existieren, der entsprechend quotal auf die Anteile innerhalb der jeweiligen Anteilsklasse zu verteilen ist. Der plausibilisierte Entscheidungswert eines Unternehmensanteils beinhaltet jeweils die Einschätzung des Werts dieses Unternehmensanteils unter Berücksichtigung der individuellen Verhältnisse und Ziele des (jeweiligen) spezifischen Entscheidungsträgers; deshalb kann die Anteilsquote – insb. bei damit verbundenem Einfluss des Entscheidungsträgers auf die Unternehmenspolitik nebst erwarteter Synergieeffekte – bewertungsrelevant sein.
- 39 Der nach den in diesem *IDW Standard* dargestellten Grundsätzen ermittelte Unternehmenswert oder Wert von Unternehmensanteilen ist zu unterscheiden von Preisen für diese. Der Preis für Unternehmen bildet sich auf Märkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird im Wesentlichen von der Nutzenschätzung der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt. Dieser kann insb. je nach dem Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage, den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) sowie unterschiedlichen Informationsgrundlagen mehr oder weniger stark von dem Wert des gesamten Unternehmens oder dem Wert des Unternehmensanteils abweichen.

40 Ungeachtet dessen sind tatsächlich gezahlte Preise für das zu bewertende Unternehmen oder Unternehmensanteile – sofern eine ausreichende Zeitnähe der Preisbildung gegeben ist – zur Plausibilitätsbeurteilung von Unternehmens- und Anteilswerten heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich auf die Preisbildung ausgewirkt haben können, zu analysieren. Bei sachlich nicht begründbaren wesentlichen Abweichungen zwischen dem ermittelten Zukunftserfolgswert und beobachtbaren Preisen hat der Wirtschaftsprüfer die der Bewertung zugrunde liegenden Annahmen zu hinterfragen. Dies gilt insb. bezüglich der Zukunftserfolgsplanung, da sich aus solchen Abweichungen Hinweise ergeben können, ob die dort getroffenen Annahmen nach oben oder unten verzerrt und in Abhängigkeit von der jeweiligen Funktion des Wirtschaftsprüfers im Einzelfall anzupassen sind (vgl. Abschn. 2.3.). Insofern ergänzt die Analyse von beobachtbaren Preisen die Unternehmensbewertung nur, ersetzt sie aber nicht. So beruhen Unternehmensbewertungen auf hinsichtlich Plausibilität beurteilten Annahmen zum Bewertungsobjekt, insb. auf i.d.R. dem Kapitalmarkt und einer breiteren Öffentlichkeit nicht zugänglichen internen Planungsrechnungen und Erläuterungen des Managements zum Unternehmenskonzept.

4.3. Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit

- 41 Unternehmen sind zweckgerichtete Kombinationen von materiellen und immateriellen Vermögenswerten und Schulden, durch deren Zusammenwirken das Ziel verfolgt wird, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Der Wert eines Unternehmens ist deshalb nicht durch die Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden zu bestimmen, sondern durch das Zusammenwirken aller Vermögenswerte und Schulden.
- 42 Bei der Abgrenzung des Bewertungsobjekts ist die Gesamtheit aller zusammenwirkenden Bereiche eines Unternehmens, wie z.B. Beschaffungs- und Absatzbeziehungen und -märkte, Forschung und Entwicklung, Organisation, Produktion oder Leistungserstellung, Finanzierung und Management, zu erfassen, da alle Unternehmensbereiche gemeinsam zu den Zukunftserfolgen beitragen. Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein, sondern kann auch das nach wirtschaftlichen Kriterien abgegrenzte Bewertungsobjekt (z.B. Konzern, Betriebsstätte, Standort, strategische Geschäftseinheit) sein.
- 43 Die Unternehmensbewertung erfolgt bei einem Zukunftserfolgswertverfahren dadurch, dass sämtliche mit dem Unternehmensvermögen verbundenen Zukunftserfolge aus einer integrierten Zukunftserfolgsplanung (vgl. Tz. 63) für das Bewertungsobjekt abzuleiten sind. Dies setzt nicht zwingend eine konsolidierte Zukunftserfolgsplanung für das Bewertungsobjekt voraus, vielmehr kann auch auf mehrere Einzelplanungen abgestellt werden, wenn diese jeweils das Zusammenwirken in einem wirtschaftlichen Verbund (vgl. Tz. 78) erfassen. Der Unternehmenswert ist dann als die Summe der Barwerte der jeweiligen einzelnen Zukunftserfolge zu ermitteln (sog. Sum of the Parts-Bewertung). Dasselbe gilt, wenn für einzelne materielle und immaterielle Vermögenswerte oder für Gruppen von Vermögenswerten gesonderte Zukunftserfolgsplanungen vorliegen oder aus Transparenzgründen eine gesonderte Bewertung erfolgt. Dies kann z.B. bei Finanzanlagen, bei zum Verkauf bestimmten materiellen oder immateriellen Vermögenswerten oder bei Verlustvorträgen der Fall sein.
- 44 Bei materiellen oder immateriellen Vermögenswerten oder Gruppen von Vermögenswerten, die im Rahmen der Ableitung der Zukunftserfolge aus der Managementplanung (vgl. Tz. 52)

nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, sind die Zukunftserfolge entweder so anzupassen, dass eine vollständige Abbildung erreicht wird, oder sie sind dem Zukunftserfolgswert als gesondert bewertetes Vermögen hinzuzurechnen. Sofern in den Zukunftserfolgen bereits korrespondierende Wertbeiträge enthalten sind, sind diese bei einer gesonderten Bewertung zu eliminieren. Die gesonderte Bewertung ist jedenfalls dann erforderlich, wenn die materiellen oder immateriellen Vermögenswerte in der für die Bewertung maßgeblichen Zukunftserfolgsplanung nicht erfasst sind. In diesem Fall ist das gesondert bewertete Vermögen durch den erzielbaren Veräußerungserlös abzüglich erforderlicher Veräußerungskosten sowie steuerlicher Folgen zu bestimmen.

- 45 Soweit dem gesondert bewerteten Vermögen Schulden zuzurechnen sind, muss der aus der Veräußerung erzielbare Veräußerungspreis um die bei der Ablösung der zugehörigen Schulden anfallenden Auszahlungen gekürzt werden.
- 46 Wird Vermögen, das der Kreditsicherung dient, als gesondert bewertetes Vermögen mit dem Veräußerungserlös abzüglich erforderlicher Veräußerungskosten sowie steuerlicher Folgen berücksichtigt, ist zu beachten, dass die Veräußerung zu einer Veränderung der Finanzierungssituation (z.B. der Finanzierungskonditionen) des Unternehmens führen kann.

4.4. Stichtagsprinzip

- 47 Der Bewertungsstichtag kann vertraglich vereinbart oder gesetzlich bestimmt sein. Liegt eine solche Regelung nicht vor, ist er adäquat zum Anlass und Zweck der Bewertung in der Auftragsvereinbarung festzulegen.
- 48 Der Bewertungsstichtag grenzt zudem ab, welche Informationen bei der Prognose der Zukunftserfolge und in Bezug auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zugrunde zu legen sind.
- 49 Bei Auseinanderfallen des Bewertungsstichtags und des Zeitpunkts der Durchführung der Bewertung ist der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.
- 50 Gleiches gilt für den Informationsstand bezüglich gesetzlicher und regulatorischer Änderungen wie z.B. Änderungen der Ertragsteuerbelastung der Zukunftserfolge. Maßgeblich ist grundsätzlich das am Bewertungsstichtag geltende Recht.

5. Prognose der Zukunftserfolge

5.1. Abgrenzung der Managementplanung von der Zukunftserfolgsplanung

- 51 Unabhängig vom Bewertungsverfahren ist das zentrale Element einer jeden Unternehmensbewertung die Prognose der Erwartungswerte der Zukunftserfolge des Unternehmens. Als Ergebnis der Prognose ist eine integrierte Zukunftserfolgsplanung (vgl. Tz. 63) für das Bewertungsobjekt zu erstellen.
- 52 Die Verantwortlichkeit für die Zukunftserfolgsplanung ergibt sich aus der Funktion, in welcher der Wirtschaftsprüfer tätig wird. In der Funktion des neutralen Gutachters sowie des neutralen Sachverständigen liegt die Verantwortung für die Eignung der Zukunftserfolgsplanung für Zwe-

cke der Unternehmensbewertung beim Wirtschaftsprüfer; die Verantwortung für die Managementplanung verbleibt beim Management. Der Wirtschaftsprüfer hat insb. durch eine entsprechende Plausibilitätsbeurteilung (siehe Tz. 23 i.V.m. Abschn. 5.5.) zu beurteilen, ob und inwieweit die Managementplanung für das Bewertungsobjekt und für das verfolgte Wertkonzept sowie die vereinbarte Funktion des Wirtschaftsprüfers eine geeignete Ausgangsbasis zur Ableitung der Zukunftserfolgsplanung darstellt. Ist eine Managementplanung lediglich in Teilen oder nur eingeschränkt verwertbar, ist diese durch den Wirtschaftsprüfer entsprechend anzupassen oder zu ergänzen. Bei Fehlen einer Managementplanung für die Zukunftserfolgsplanung hat der Wirtschaftsprüfer selbst eine Zukunftserfolgsplanung zu erstellen. Das nachhaltige Ergebnis (vgl. Tz. 67) als Teil der Zukunftserfolgsplanung ist vom neutralen Gutachter bzw. Sachverständigen unter Berücksichtigung gesonderter Analysen herzuleiten.

- 53 In der Beratungsfunktion trägt dagegen grundsätzlich der Auftraggeber die alleinige Verantwortung für die der Unternehmensbewertung zugrunde zu legende Planungsrechnung einschließlich der Auslegung des Stichtagsprinzips. Der Wirtschaftsprüfer kann zwar Hinweise vor dem Hintergrund des jeweiligen Wertkonzepts geben, final bestimmt jedoch der Auftraggeber, welche Planungsrechnung der Bewertung zugrunde zu legen ist. Insofern ergeben sich in dieser Funktion lediglich Mindestanforderungen (vgl. Tz. 23) für die Prognose an den Wirtschaftsprüfer.

5.2. Informationsbeschaffung

- 54 Für die Prognose der Zukunftserfolge sind grundsätzlich zukunftsgerichtete unternehmens- und marktbezogene Informationen heranzuziehen. Vergangenheits- und stichtagsbezogene Informationen sind insoweit von Bedeutung, als sie den Ausgangspunkt der Prognose bestimmen sowie als Grundlage für Plausibilitätsbeurteilungen dienen können.
- 55 Als unternehmensbezogene Informationen sind vor allem interne Planungsdaten sowie – sofern vorhanden – daraus entwickelte Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Plan-Kapitalflussrechnungen des Managements heranzuziehen. Daneben sind auch (Jahres- oder (Teil-)Konzern- etc.) Abschlussdaten sowie interne Ergebnisrechnungen als Ausgangspunkt für die Prognose zu verwenden.
- 56 Als marktbezogene Informationen sind allgemeine sowie branchen- oder sektorspezifische Marktinformationen, finanzielle sowie nicht finanzielle Informationen über Wettbewerber, Kapitalmarktdaten und volkswirtschaftliche Informationen mit Bezug auf das jeweilige Geschäftsmodell zu verwenden.

5.3. Unternehmens- und Vergangenheitsanalyse

- 57 Die Unternehmens- und Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose der Zukunftserfolge und für Plausibilitätsüberlegungen.
- 58 Im Rahmen der Unternehmensanalyse hat der Wirtschaftsprüfer ein Verständnis des Geschäftsmodells und der für das Unternehmen wesentlichen internen und externen Einflussfaktoren und Werttreiber im Hinblick auf die Beurteilung der künftigen Entwicklung zu gewinnen.

- 59 Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse sind i.d.R. Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen, Kapitalflussrechnungen und interne Ergebnisrechnungen heranzuziehen. Dabei ist in Abhängigkeit von den Verhältnissen des Einzelfalls ein aussagefähiger Referenzzeitraum zu wählen. Dieser sollte bei einem eingeschwungenen Geschäftsmodell mindestens zwei bis drei Jahre umfassen.
- 60 Um die in der Vergangenheit wirksamen nachhaltigen Einflussfaktoren und Werttreiber zu identifizieren, sind die Vergangenheitsrechnungen um einmalige, nicht wiederkehrende Sachverhalte zu bereinigen. Zudem sind – sofern einschlägig – in der Erfolgsrechnung erfasste nicht übertragbare oder auf gesondert bewertete(s) Vermögen und Schulden entfallende Sachverhalte zu bereinigen. Die Bereinigungen sind vorzunehmen, um Ergebnisse zu erhalten, die als vergleichbarer Ausgangspunkt für die prognostizierte künftige Entwicklung dienen können.
- 61 Die Aussagekraft der Vergangenheitsanalyse in Bezug auf die Zukunftsprognose kann z.B. durch Änderungen des Geschäftsmodells sowie der Rahmenbedingungen eingeschränkt sein. Bei jungen Unternehmen hat sie regelmäßig keine oder eine nur sehr eingeschränkte Bedeutung für die weiteren Beurteilungsschritte.
- 62 Durch den Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den tatsächlichen Ergebnissen sowie die Analyse der Ursachen der Abweichungen kann im Einzelfall die Planungstreue gewürdigt werden, um Erkenntnisse über die Güte der Planungsrechnungen und deren Geeignetheit für den vorliegenden Bewertungsanlass zu gewinnen (vgl. Tz. 52).

5.4. Prognose der Zukunftserfolge

- 63 Aufbauend auf den für die Zukunft relevanten Erkenntnissen aus der Unternehmens- und Vergangenheitsanalyse ist die integrierte Zukunftserfolgsplanung zu entwickeln. Diese umfasst eine Bilanz-, Gewinn- und Verlustrechnung- und Cashflow-Planung. Dabei kann die Managementplanung die Ausgangsbasis bilden, soweit diese vorhanden und geeignet ist (vgl. Tz. 52).
- 64 Die Länge des Planungshorizontes der integrierten Zukunftserfolgsplanung orientiert sich an der zum Bewertungsstichtag erwarteten künftigen Entwicklung des Geschäftsmodells des Bewertungsobjektes. Zur Abbildung von mittel- und langfristig erwarteten mikro- und makroökonomischen Trends sowie unternehmens- und sektorspezifischen Transformationsprozessen oder sonstigen Veränderungen kann es sachgerecht sein, eine Unterteilung der Zukunftserfolgsplanung in hinsichtlich Detaillierungsgrad und Länge unterschiedliche (Teil-)Phasen vorzunehmen.
- 65 In der ersten Phase, die üblicherweise einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren umfasst, sind die relevanten internen und externen Einflussfaktoren und Werttreiber sowie ihre Auswirkungen auf die finanziellen Größen der Zukunftserfolgsplanung i.d.R. detailliert zu planen (Detailplanungsphase).
- 66 Im Einzelfall kann es zur Abbildung von wesentlichen mittel- und langfristigen Trends sowie Transformationsprozessen sachgerecht sein, eine Übergangsphase zu planen, deren Länge individuell festzulegen ist.
- 67 In einem nachhaltigen Ergebnis (auch ewige Rente genannt) sind alle jenseits von Detail- oder Übergangsphase erwarteten Zukunftserfolge zu erfassen. Es stellt folglich kein eigenständiges

weiteres Planjahr, sondern eine finanzmathematisch barwertäquivalente Ableitung (Annuität) dar, die sich rechentechnisch an die Detailplanungs- oder Übergangsphase anschließt. Bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses sind – unter Berücksichtigung von Trends, Zyklen oder Transformationsprozessen – langfristig erzielbare Umsatzniveaus und Margenerwartungen (wie bspw. die EBITDA- oder EBIT-Marge) zu berücksichtigen.

- 68 Der Wertbeitrag von Übergangsphase sowie nachhaltigem Ergebnis nimmt aufgrund des Abzinsungseffektes mit zunehmender Entfernung vom Bewertungsstichtag ab. Bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses ist es auch möglich, die Übergangsphase oder Teile hiervon finanzmathematisch barwertäquivalent innerhalb des nachhaltigen Ergebnisses zu erfassen. Eine solche rein technische Umsetzung im Bewertungskalkül darf dabei keinen Einfluss auf das Bewertungsergebnis haben. Ungeachtet dessen sind Übergangsphase sowie nachhaltiges Ergebnis vom neutralen Gutachter bzw. Sachverständigen unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbstständig herzuleiten. Insofern darf ein letztes Planjahr einer Detailplanungs- oder Übergangsphase oder einer dieser zugrunde liegenden Managementplanung nicht unreflektiert nachhaltig fortgeschrieben werden.
- 69 Darüber hinaus ist zu beachten, dass im Einzelfall ein endliches Geschäftsmodell oder eine nur temporär übertragbare Ertragskraft (vgl. Abschn. 6.4. bzw. 7.4. und Abschn. 12.3.) vorliegen kann. Dies kann zur Folge haben, dass insoweit kein nachhaltiges Ergebnis angesetzt werden darf; vielmehr ist der Planungshorizont entsprechend anzupassen und hierbei die Abwicklung des Unternehmens oder des betreffenden Geschäftsbereichs planerisch zu erfassen.
- 70 Aufgrund der Unsicherheit von wesentlichen, sich u.U. auch wechselseitig beeinflussenden internen und externen Einflussfaktoren und Werttreibern kann es erforderlich sein, mehrwertige Planungen, Szenarien oder Ergebnisbandbreiten zu erstellen, um eine erwartungswert-treue Zukunftserfolgsplanung abzuleiten.

5.5. Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung

- 71 Die Zukunftserfolgsplanung hat auf Annahmen sowie einem Planungsmodell zu beruhen, die plausibel, d.h. nach bestimmten Plausibilitätsmaßstäben nachvollziehbar und konsistent sind (vgl. Tz. 22). Umfang und Tiefe der hierzu vorzunehmenden Plausibilitätsbeurteilungen richten sich nach der Funktion, in welcher der Wirtschaftsprüfer tätig wird (vgl. Tz. 23).
- 72 Der Wirtschaftsprüfer hat zu beurteilen, ob die relevanten und wesentlichen künftigen Entwicklungen mit ihren Chancen und Risiken adäquat in der Zukunftserfolgsplanung berücksichtigt sind. Eine vollumfängliche oder ausreichende Plausibilitätsbeurteilung hat sich unter Berücksichtigung der Anforderungen des jeweiligen Wertkonzeptes auf folgende Plausibilitätsmaßstäbe zu erstrecken:²
- rechnerische und formelle Plausibilität, bestehend aus der Beurteilung der rechnerischen Richtigkeit des Planungsmodells sowie der Konsistenz der Annahmen innerhalb der Zukunftserfolgsplanung,

² Weiterführende Hilfestellungen zur Beurteilung der Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung gibt der *IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017)* (Stand: 02.01.2017).

- materielle, interne Plausibilität, bestehend aus der Gewinnung eines Verständnisses des Planungserstellungsprozesses sowie der Beurteilung der Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Annahmen der Zukunftserfolgsplanung mit den Erläuterungen des Managements sowie mit der Ist-Entwicklung in der Vergangenheit und den Unternehmenspotenzialen zum Stichtag, und
- materielle, externe Plausibilität, bestehend aus der Beurteilung der Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Annahmen der Zukunftserfolgsplanung auf Basis von Markt- und Wettbewerbsanalysen.

6. Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts

6.1. Prognose für Zwecke eines objektivierten Unternehmenswerts

- 73 Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts sind die Verhältnisse des Unternehmens und des Marktes zum Bewertungsstichtag sowie die hierauf aufbauenden Erwartungen heranzuziehen. Die Prognose der Zukunftserfolge hat ausgehend von dem vom Management verfolgten Geschäftsmodell mit realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren zu erfolgen.
- 74 Der Prognose der Zukunftserfolge ist die Perspektive umfassend informierter Eigenkapitalgeber mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik zugrunde zu legen.
- 75 Zur Beurteilung der Erwartungstreue der Prognosen bedarf es spezifischer Plausibilitätsbeurteilungen (siehe Abschn. 5.5.). Dies setzt voraus, dass dem Wirtschaftsprüfer in dem für die jeweilige Funktion (vgl. Abschn. 2.3.) erforderlichen Maße verlässliche Informationen als Bewertungsgrundlage zur Verfügung stehen. Zu den Bewertungsgrundlagen gehören auch die (Jahres- oder (Teil-)Konzern- etc.) Abschlüsse des Bewertungsobjekts, deren Verlässlichkeit für Bewertungszwecke, sofern diese nicht geprüft sind, vom Wirtschaftsprüfer gewürdigt werden muss.
- 76 Die Abbildung von Erwartungswerten erfordert, dass von interner und externer Seite Einschätzungen zu dem Geschäftsmodell des Bewertungsobjekts oder zumindest zu vergleichbaren Geschäftsmodellen oder wesentlichen Einflussfaktoren und Werttreibern des Geschäftsmodells (z.B. eine Technologie) vorliegen. Dies kann im Einzelfall dazu führen, dass bspw. für neue Geschäftsmodelle (wie bei Start-Up-Unternehmen) kein objektivierter Wert bestimmbar ist, wenn in diesen Fällen keine ausreichende Plausibilitätsbeurteilung möglich ist, sodass der Wirtschaftsprüfer lediglich eine Wertberechnung in der Beratungsfunktion vornehmen kann.
- 77 Der Wirtschaftsprüfer hat von dem Auftraggeber, von dem zu bewertenden Unternehmen oder von beiden eine Vollständigkeitserklärung einzuholen (vgl. Abschn. 13.2.). Diese entbindet jedoch nicht davon, dass der Wirtschaftsprüfer selbst die Plausibilität der Planungen und Prognosen beurteilen muss.

6.2. Zu berücksichtigende Synergien

- 78 Das wirtschaftliche Zusammenwirken zweier oder mehrerer Unternehmen (wirtschaftlicher Verbund) kann zu positiven oder negativen Veränderungen der Zukunftserfolge führen, sodass

die im Verbund erwarteten Zukunftserfolge von der Summe der jeweiligen isolierten (stand alone) Zukunftserfolge abweichen. Soweit zum Bewertungsstichtag ein wirtschaftlicher Verbund bereits verwirklicht ist, sind die zu erwartenden Zukunftserfolge aus diesem Verbund vom neutralen Gutachter bzw. Sachverständigen im Rahmen der Zukunftserfolgsplanung und ihrer Plausibilitätsbeurteilung zu berücksichtigen (vgl. Tz. 80).

- 79 Soweit zum Bewertungsstichtag die konkrete Möglichkeit und Erwartung besteht, einen solchen wirtschaftlichen Verbund neu einzugehen, zu intensivieren oder zu erweitern, ist vom neutralen Gutachter bzw. Sachverständigen unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen zu entscheiden, ob und in welcher Höhe zusätzliche positive oder negative Auswirkungen auf die Zukunftserfolge (Synergien aus einer Verbundgründung, -intensivierung oder -erweiterung, im Folgenden vereinfachend „Synergien“) zu berücksichtigen sind. Dabei ist darauf abzustellen, ob eine solche Maßnahme aus der Perspektive umfassend informierter Eigenkapitalgeber mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik zu erwarten wäre. Die Maßnahme und die aus ihr erwarteten Zukunftserfolge müssen ferner plausibel sein. Es ist hingegen nicht Aufgabe des Wirtschaftsprüfers, alle denkbaren künftigen synergiestiftenden Maßnahmen zu beurteilen.
- 80 Da Synergien nur gemeinsam realisiert werden können, ist nicht darauf abzustellen, wo im wirtschaftlichen Verbund die Synergien tatsächlich anfallen. Vielmehr sind die Synergien angemessen aufzuteilen. Die Aufteilung der Synergien hat der neutrale Gutachter bzw. Sachverständige einzelfallabhängig anhand nachvollziehbarer Kriterien und unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen. Dabei sind interne Faktoren (u.a. Managementplanung und deren Dokumentation) sowie externe Faktoren (z.B. Kapitalmarkt, Übernahmeprämien, Verhandlungslösungen) zu berücksichtigen. In Abhängigkeit vom jeweiligen Einzelfall können sachgerechte Typisierungen erforderlich sein. Ferner ist zu untersuchen, ob diese Synergien zeitlich begrenzt oder nachhaltig zu erwarten sind.
- 81 Legt der Wirtschaftsprüfer im konkreten Bewertungsfall aufgrund von rechtlichen Rahmenbedingungen des Bewertungsanlasses von den obigen Grundsätzen abweichende Annahmen zugrunde, hat er diese Abweichungen in seinem Gutachten oder seiner Stellungnahme offenzulegen und zu begründen.

6.3. Ausschüttungsannahme

- 82 Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung bzw. Ausschüttbarkeit (vgl. Abschn. 4.1.) derjenigen Zukunftserfolge auszugehen, die unter Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag verfolgten Geschäftsmodells und rechtlicher Restriktionen für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.
- 83 Die Aufteilung der Zukunftserfolge auf Ausschüttungen bzw. ausschüttbare Überschüsse und Thesaurierungen ist in der Detailplanungs- und Übergangsphase auf Basis des individuellen Geschäftsmodells vorzunehmen. Dabei sind die bisherige und die geplante Ausschüttungspolitik, die geplante Eigenkapitalausstattung und die steuerlichen Rahmenbedingungen zu reflektieren. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen.

- 84 Im Rahmen des nachhaltigen Ergebnisses (vgl. Tz. 67) ist grundsätzlich anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Für die thesaurierten Beträge ist die Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung zu treffen.

6.4. Übertragbare Ertragskraft

- 85 Der objektivierte Unternehmenswert ist auf Basis der übertragbaren Ertragskraft zu ermitteln. Dies bedeutet, dass nur solche wirtschaftlichen Verbund- oder personenbezogene Sachverhalte und immaterielle Faktoren Berücksichtigung finden dürfen, von deren Fortbestand ein umfassend informierter Eigenkapitalgeber bei seinen Erwartungen über die Zukunftserfolge berechtigterweise ausgehen darf.³
- 86 Insbesondere in einem wirtschaftlichen Verbund operierende Bewertungsobjekte stehen in zahlreichen Beziehungen zu anderen Unternehmen oder Unternehmensteilen des Verbunds, z.B. in Form der Überlassung von Rechten und Nutzungsmöglichkeiten, der Gewährung von Garantien und Finanzierungen oder der Vereinbarung bestimmter Verrechnungspreise für den Bezug oder die Lieferung von Dienstleistungen oder Waren. Liegen diesen Beziehungen aus dem wirtschaftlichen Verbund nicht marktgerechte Konditionen zugrunde, so sind diese zumindest für die unkündbare Restlaufzeit der bestehenden Verträge bei der Prognose der Zukunftserfolge zu berücksichtigen. Anschließend sind gesonderte Überlegungen darüber anzustellen, ob in Zukunft weiterhin von der Vereinbarung nicht marktgerechter Konditionen ausgegangen werden darf. Andernfalls sind marktgerechte Konditionen im Bewertungskalkül anzusetzen.

6.5. Ertragsteuern der Eigenkapitalgeber

- 87 Der objektivierte Unternehmenswert ist aus den erwarteten Zukunftserfolgen des Unternehmens abzuleiten, wie sie den Eigenkapitalgebern des Unternehmens zufließen. Daher ist grundsätzlich auf den Nettozufluss abzustellen, sodass sämtliche Steuerzahlungen unabhängig von der Ebene ihres Anfalls zu berücksichtigen sind. Somit ist es sachgerecht, die Zukunftserfolge neben Unternehmenssteuern auch um die persönlichen Ertragsteuern der Eigenkapitalgeber zu kürzen und mit einem ebenfalls um persönliche Ertragsteuern reduzierten Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren.
- 88 Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen (z.B. Squeeze Out), bei denen auf die Interessen von abzufindenden Gesellschaftern abzustellen ist, ist der objektivierte Unternehmenswert aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Eigenkapitalgeber zu ermitteln.
- 89 In vielen Bewertungsfällen steht allerdings das Interesse und das Informationsbedürfnis auf Ebene von Kapitalgesellschaften im Vordergrund. Im Hinblick auf das Informationsbedürfnis

³ Der IDW Praxishinweis: *Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen (IDW Praxishinweis 1/2014)* (Stand: 05.02.2014) enthält weiterführende Hilfestellungen zur Berücksichtigung von nicht marktgerechten Konditionen, Tätigkeitsvergütungen, Finanzierung und persönliche Sicherheiten etc., vgl. Tz. 14, 22 ff., 40 ff.

und die Informationserwartungen der Adressaten der Bewertung sowie vor dem Hintergrund der Internationalisierung der Kapitalmärkte und der Unternehmenstransaktionen ist in diesen Fällen auch eine Bewertung vor Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Eigenkapitalgeber sachgerecht.

- 90 Bei der Bewertung von Personengesellschaften ist zu beachten, dass diese zwar der Gewerbesteuer, aber keiner Einkommensbesteuerung unterliegen. Daher kann bei der Bewertung von Personengesellschaften nicht einfach auf die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern verzichtet werden, sondern es ist eine typisierte persönliche Ertragsteuer anzusetzen. Rechnerisch kann eine solche typisierte Ertragsteuer anhand der konkreten Gesellschaftersituation, anhand eines geschätzten Durchschnitts von natürlichen Personen als Eigenkapitalgebern oder mittels Fiktion einer Körperschaft als Eigenkapitalgeber und Verwendung des Körperschaftsteuersatzes abgeleitet werden. Im letzteren Fall sowie im Fall eines körperschaftsteuerpflichtigen Gesellschafterkreises würde die Personengesellschaft steuerlich wie eine Kapitalgesellschaft vor persönlichen Ertragsteuern bewertet werden. Die verwendete Berechnungsmethode ist im Gutachten bzw. in der Stellungnahme offenzulegen.
- 91 Unabhängig davon ist bei Personengesellschaften, aber auch bei Einzelunternehmen zu beachten, dass das zu versteuernde Ergebnis von persönlichen Gegebenheiten auf der Gesellschafter- bzw. Inhaberseite, wie Ergänzungsbilanzen oder steuerlichen Buchwertzuschreibungen, beeinflusst sein kann. Der Einfluss solcher Gegebenheiten auf die Bewertungsgrundlage und seine Berücksichtigung im objektivierten Wert ist im Einzelfall zu beurteilen, unabhängig davon, wie die Ableitung des typisierten Steuersatzes erfolgt.

7. Besonderheiten bei der Ermittlung plausibilisierter Entscheidungswerte

7.1. Prognose für Zwecke eines plausibilisierten Entscheidungswerts

- 92 Bei der Ermittlung eines plausibilisierten Entscheidungswerts ist von dem vom spezifischen Entscheidungsträger zum Bewertungsstichtag erwarteten Geschäftsmodell mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten sowie sonstigen Einflussfaktoren und individuellen Möglichkeiten einschließlich der Synergien auszugehen, welche zum Stichtag plausibel sind. Auch beim plausibilisierten Entscheidungswert gelten die allgemeinen Grundsätze zu den Funktionen des Wirtschaftsprüfers und den damit verbundenen Anforderungen an den Umfang der Plausibilitätsbeurteilung (vgl. Abschn. 2.3.).
- 93 Für die Prognose hat der Wirtschaftsprüfer die Perspektive des spezifischen Entscheidungsträgers einzunehmen. Dies bedeutet, dass die der Bewertung zugrunde zu legenden Zukunftserfolge plausibilisierte Erwartungswerte aus der Perspektive des Entscheidungsträgers darzustellen haben. Der jeweilige Entscheidungsträger ist frei, seine subjektive, begründete Einschätzung zu treffen. Dennoch müssen für eine intersubjektive Nachvollziehbarkeit auch die Erwartungswerte aus der Perspektive des Entscheidungsträgers zumindest innerhalb einer plausiblen Bandbreite der Erwartungen von umfassend informierten und ökonomisch rational handelnden Marktteilnehmern und -beobachtern liegen. Andernfalls könnte jeder Entscheidungsträger für die Ermittlung eines plausibilisierten Entscheidungswerts beliebige Annahmen treffen, die sich damit jedoch jeder Beurteilung entziehen würden.

- 94 Der Wirtschaftsprüfer hat von dem Auftraggeber, von dem zu bewertenden Unternehmen oder von beiden eine Vollständigkeitserklärung einzuholen (vgl. Abschn. 13.2.). Diese entbindet jedoch nicht davon, dass der Wirtschaftsprüfer selbst die Vollständigkeit und Angemessenheit der vom spezifischen Entscheidungsträger verwendeten Informationen zu beurteilen hat.

7.2. Zu berücksichtigende Synergien

- 95 Bei der Ermittlung eines plausibilisierten Entscheidungswerts sind sämtliche als plausibel einzuschätzenden Maßnahmen und Synergien abzubilden, die der spezifische Entscheidungsträger erwartet. Dies können z.B. vom Erwerber beabsichtigte zusätzliche Investitionen, Desinvestitionen, Bereinigungen des Produktprogramms oder Veränderungen der strategischen Geschäftsbereiche sein, deren Auswirkungen auf die Zukunftserfolge den plausibilisierten Entscheidungswert beeinflussen.
- 96 Die zu berücksichtigenden Maßnahmen und Synergien sind daher nicht notwendigerweise durch die in einer Managementplanung berücksichtigten Maßnahmen und Synergien festgelegt. Sofern erforderlich, sind Maßnahmen und Synergien vom Wirtschaftsprüfer in der Zukunftserfolgsplanung zu ergänzen oder bei nicht ausreichender Plausibilität zu eliminieren.
- 97 Die Synergien sind aus der Perspektive von umfassend informierten und ökonomisch rational handelnden Marktteilnehmern und -beobachtern auf Plausibilität zu beurteilen.

7.3. Ausschüttungsannahme

- 98 Bei der Ermittlung eines plausibilisierten Entscheidungswerts ist von der Ausschüttung bzw. Ausschüttbarkeit (vgl. Abschn. 4.1.) derjenigen Zukunftserfolge auszugehen, die unter Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag vom spezifischen Entscheidungsträger erwarteten Geschäftsmodells und rechtlicher Restriktionen für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.

7.4. Übertragbare Ertragskraft

- 99 Der plausibilisierte Entscheidungswert ist auf Basis der aus der Perspektive des spezifischen Entscheidungsträgers übertragbaren Ertragskraft zu ermitteln. Dies bedeutet, dass nur solche wirtschaftlichen Verbund- oder personenbezogene Sachverhalte und immaterielle Faktoren Berücksichtigung finden dürfen, von deren Fortbestand der Entscheidungsträger bei seinen Erwartungen über die Zukunftserfolge des zu bewertenden Unternehmens berechtigterweise ausgehen darf.⁴
- 100 Insbesondere in einem wirtschaftlichen Verbund operierende Bewertungsobjekte stehen in zahlreichen Beziehungen zu anderen Unternehmen oder Unternehmensteilen des Verbunds, z.B. in Form der Überlassung von Rechten und Nutzungsmöglichkeiten, der Gewährung von Garantien und Finanzierungen oder der Vereinbarung bestimmter Verrechnungspreise für den Bezug oder die Lieferung von Dienstleistungen oder Waren. Liegen diesen Beziehungen aus

⁴ Der *IDW Praxishinweis 1/2014* enthält weiterführende Hilfestellungen zur Berücksichtigung von nicht marktgerechten Konditionen, Tätigkeitsvergütungen, Finanzierung und persönliche Sicherheiten etc., vgl. Tz. 14, 22 ff., 40 ff.

dem wirtschaftlichen Verbund nicht marktgerechte Konditionen zugrunde, so sind diese zumindest für die unkündbare Restlaufzeit der bestehenden Verträge bei der Prognose der Zukunftserfolge zu berücksichtigen. Anschließend hat der spezifische Entscheidungsträger gesonderte Überlegungen darüber anzustellen, ob in Zukunft weiterhin von der Vereinbarung nicht marktgerechter Konditionen ausgegangen werden darf. Andernfalls sind marktgerechte Konditionen im Bewertungskalkül anzusetzen.

7.5. Ertragsteuern der Unternehmenseigner

- 101 Auch beim plausibilisierten Entscheidungswert ist grundsätzlich auf den Nettozufluss abzustellen, sodass sämtliche Steuerzahlungen unabhängig von der Ebene ihres Anfalls zu berücksichtigen sind. Somit ist es sachgerecht, die Zukunftserfolge neben Unternehmenssteuern auch um die persönlichen Ertragsteuern der Eigenkapitalgeber zu kürzen und mit einem ebenfalls um persönliche Ertragsteuern reduzierten Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren.
- 102 In vielen Bewertungsfällen steht allerdings das Interesse und das Informationsbedürfnis auf Ebene von Kapitalgesellschaften im Vordergrund. Im Hinblick auf das Informationsbedürfnis und die Informationserwartungen der Adressaten der Bewertung sowie vor dem Hintergrund der Internationalisierung der Kapitalmärkte und der Unternehmenstransaktionen ist in diesen Fällen auch eine Bewertung vor Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Eigenkapitalgeber sachgerecht.
- 103 Bei der Bewertung von Personengesellschaften ist zu beachten, dass diese zwar der Gewerbesteuer, aber keiner Einkommensbesteuerung unterliegen. Daher kann bei der Bewertung von Personengesellschaften nicht einfach auf die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern verzichtet werden, sondern es ist eine typisierte persönliche Ertragsteuer anzusetzen. Rechnerisch kann eine solche typisierte Ertragsteuer anhand der konkreten Gesellschaftersituation, anhand eines geschätzten Durchschnitts von natürlichen Eigenkapitalgebern oder mittels Fiktion einer Körperschaft als Eigenkapitalgeber und Verwendung des Körperschaftsteuersatzes abgeleitet werden. Im letzteren Fall sowie im Fall eines körperschaftsteuerpflichtigen Gesellschafterkreises würde die Personengesellschaft steuerlich wie eine Kapitalgesellschaft ohne persönliche Ertragsteuern bewertet werden. Die verwendete Berechnungsmethode ist im Gutachten bzw. in der Stellungnahme offenzulegen.
- 104 Unabhängig davon ist bei Personengesellschaften, aber auch bei Einzelunternehmen zu beachten, dass das zu versteuernde Ergebnis von persönlichen Gegebenheiten auf der Gesellschafter- bzw. Inhaberseite, wie Ergänzungsbilanzen oder steuerlichen Buchwertzuschreibungen, beeinflusst sein kann. Der Einfluss solcher Gegebenheiten auf die Bewertungsgrundlage und seine Berücksichtigung beim plausibilisierten Entscheidungswert ist im Einzelfall zu beurteilen, unabhängig davon, wie die Ableitung des typisierten Steuersatzes erfolgt.

8. Kapitalisierung der Zukunftserfolge

8.1. Kapitalmarktorientierte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

- 105 Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen alternativen Anlagemöglichkeit am Kapitalmarkt, die somit in ihren Eigenschaften denen des Bewertungsobjekts entsprechen muss. Daher muss dieser den zu

kapitalisierenden Zukunftserfolgen hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein.

- 106 Die sich tatsächlich einstellenden Zukunftserfolge können nicht mit Sicherheit prognostiziert werden und werden daher von den erwarteten Zukunftserfolgen nach oben oder unten abweichen. Die Übernahme unternehmerischer Unsicherheit (Unternehmerrisiko) lassen sich Marktteilnehmer durch höhere Renditen abgelden, die damit implizit je nach Höhe der Unsicherheit unterschiedlich hohe Risikoprämien enthalten; dabei ist davon auszugehen, dass die Kapitalgeber künftige Risiken stärker gewichten als künftige Chancen (Risikoaversion).
- 107 Unter Berücksichtigung dieser Risikoeinstellung kann die Unsicherheit der Zukunftserfolge grundsätzlich durch zwei Vorgehensweisen in die Bewertung eingehen: Als Abschlag vom Erwartungswert der Zukunftserfolge (Sicherheitsäquivalenzmethode, Ergebnisabschlagsmethode) oder als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz (Zinszuschlagsmethode, Risikozuschlagsmethode).
- 108 Die national und international üblicherweise angewandte Zinszuschlagsmethode hat den Vorteil, dass sie sich auf empirisch beobachtbares Verhalten stützen kann und damit eine marktorientierte Vorgehensweise bei der Bemessung von Risikozuschlägen erlaubt.
- 109 Um einen für Dritte nachvollziehbaren Unternehmenswert zu ermitteln, muss eine Typisierung der Anlegersituation erfolgen. Dies kann durch das Abstellen auf am Markt beobachtbare Renditen und die in ihnen zum Ausdruck kommenden Risikoprämien als Ausgangsgrößen erfolgen. Bei der Ableitung erwarteter Renditen aus der Beobachtung historischer Renditen ist zu berücksichtigen, dass für die Zukunft andere Einflüsse als für die Vergangenheit erwartet werden können, sodass – soweit einschlägig – Anpassungen erforderlich sind.
- 110 Am Markt beobachtbare Renditen weisen als empirische Größen Streuungen auf. Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts sind – analog zu der Vorgehensweise bei der Ableitung der Zukunftserfolge – auch im Kapitalisierungszinssatz Erwartungswerte für am Kapitalmarkt beobachtbare Renditen zu verwenden. Bei der Bestimmung eines plausibilisierten Entscheidungswerts hat die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf den gleichen kapitalmarkttheoretischen Grundlagen zu beruhen, wobei es auch sachgerecht ist, wenn der Kapitalisierungszinssatz innerhalb einer nachvollziehbaren Bandbreite liegt.

8.2. Elemente des Kapitalisierungszinssatzes

- 111 Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insb. Kapitalmarkrenditen für Unternehmensanteile (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht. Aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen lassen sich mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM), die zur Erklärung von Aktienrenditen herangezogen werden können, Risikoprämien ableiten.
- 112 Die Aufteilung in einen (quasi) risikolosen Basiszinssatz und eine Risikoprämie ist erforderlich, da im Kapitalisierungszinssatz nicht das allgemeine Marktrisiko, sondern das individuelle Unternehmensrisiko zu berücksichtigen ist, welches äquivalent zu den in den Zukunftserfolgen abgebildeten Risiken sein muss. Diese Anpassung erfolgt gemäß dem CAPM oder Tax-CAPM durch die Multiplikation der Marktrisikoprämie mit dem Betafaktor.

- 113 Bei der Bestimmung des Basiszinssatzes ist von einem Zinssatz für eine (quasi) risikolose Kapitalmarktanlage auszugehen. Daher wird für den Basiszinssatz grundsätzlich auf die erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen abgestellt, welche nahezu risikolos sind. Bei der Ermittlung des Basiszinssatzes ist zu berücksichtigen, dass die Investition in das zu bewertende Unternehmen mit einer fristadäquaten alternativen Investition zu vergleichen ist, sodass der Basiszinssatz ein fristadäquater Zinssatz sein muss (Laufzeitäquivalenz). Sofern ein Unternehmen mit zeitlich unbegrenzter Lebensdauer bewertet wird, müsste daher als Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag beobachtbare Rendite aus einer Anlage in zeitlich nicht begrenzte Anleihen der öffentlichen Hand herangezogen werden. In Ermangelung solcher Wertpapiere ist es sachgerecht, den Basiszinssatz ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven und zeitlich darüber hinaus gehenden Prognosen abzuleiten. Bei Unternehmen mit einer zeitlich begrenzten Lebensdauer ist ein für diese Frist geltender Basiszinssatz heranzuziehen.
- 114 Der unternehmensindividuelle Betafaktor ergibt sich gemäß dem CAPM bzw. Tax-CAPM als Kovarianz zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex. Als Ausgangspunkt für den unternehmensindividuellen Betafaktor ist i.d.R. auf empirische Betafaktoren zurückzugreifen. Ein der Ableitung zugrunde gelegter Beobachtungszeitraum muss einerseits ausreichend lang sein, um statistisch signifikant zu sein, sowie andererseits frei von nicht in die Zukunft übertragbaren Sondereinflüssen (z.B. Restrukturierungen, Übernahmen etc.) sein.
- 115 Wird zunächst ein Unternehmensgesamtwert bestimmt, sind zur Kapitalisierung der auf sämtliche Kapitalgeber entfallenden Zukunftserfolge die gewogenen Kapitalkosten als gewichtete Renditeforderung aller Kapitalgeber heranzuziehen. Dazu wird neben der Eigenkapitalrendite auch die Rendite des Fremdkapitals benötigt. Diese ist als gewogener durchschnittlicher Kostensatz der einzelnen Fremdkapitalformen zu errechnen. Für alle Fremdkapitalformen ist ein zum Bewertungsstichtag aktueller Marktzinssatz heranzuziehen.
- 116 Es ist davon auszugehen, dass ein hoher Verschuldungsgrad mit einem hohen finanziellen Risiko korreliert und ceteris paribus zu höheren Risikozuschlägen führt. Veränderungen der Kapitalstruktur führen zu Veränderungen des Kapitalstrukturrisikos (i.w.S.) und damit auch zu Veränderungen der Kapitalkosten.⁵ Im Detailplanungszeitraum sind Kapitalstrukturveränderungen daher Periode für Periode im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen. Alternativ können Finanzierungen auch im Zeitablauf in einem konstanten Verhältnis (konstante Kapitalstruktur in Marktwerten, z.B. abgeleitet über eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen) geplant werden, sodass sich keine Veränderungen der Kapitalstruktur ergeben und daher die Notwendigkeit der periodischen Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes entfällt. Letztere Annahme ist für die Phase des nachhaltigen Ergebnisses stets zu unterstellen, da hier Anpassungen der Kapitalkosten nicht möglich sind.

⁵ Siehe hierzu sowie zu weiterführenden Hilfestellungen zur Berücksichtigung des Verschuldungsgrads den *IDW Bewertungshinweis: Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen (IDW BewH 5.011)* (Stand: 06.09.2023).

8.3. Steuern im Kapitalisierungszinssatz

- 117 Die Zukunftserfolge aus dem Unternehmen sind mit in steuerlicher Hinsicht äquivalenten alternativen Anlagemöglichkeiten am Kapitalmarkt zu vergleichen. Da die am Markt beobachtbaren Renditen regelmäßig bereits implizit nach Steuern auf Unternehmensebene sind, ist ein weiterer Unternehmenssteuerabzug auf die ermittelten Kapitalisierungszinssätze nicht erforderlich.
- 118 Für Bewertungsfälle, bei denen die zu diskontierenden Zukunftserfolge um persönliche Ertragsteuern vermindert werden, ist der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls unter unmittelbarer Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern anzusetzen.

8.4. Berücksichtigung wachsender Zukunftserfolge

- 119 Zukunftserfolge werden sowohl durch erwartete Preisänderungen als auch durch Mengen- und Strukturveränderungen (z.B. Absatzausweitungen oder -einbrüche, Kosteneinsparungen) beeinflusst. Entsprechend sind Zukunftserfolge und Kapitalisierungszinssatz in einer Nominalrechnung einschließlich erwarteter Preissteigerungen zu veranschlagen. Ebenso enthält der (quasi) risikolose Basiszinssatz eine Geldentwertungsprämie und ist damit auch eine Nominalgröße.
- 120 Hierbei wird das preis-, mengen- oder strukturbedingte Wachstum innerhalb des Planungshorizonts direkt in der Detailplanungsphase und – sofern vorhanden – der Übergangsphase und somit in den Zukunftserfolgen abgebildet. Für das nachhaltige Ergebnis ist es sachgerecht, die Abbildung eines durchschnittlichen annuitätischen Jahres (vgl. Tz. 67) mit Wachstumseffekten aus nachhaltigen Mengen- oder strukturbedingten Änderungen zu berücksichtigen. Da allerdings die Entwicklung der Zukunftserfolge auch in der Phase des nachhaltigen Ergebnisses durch künftige Preisentwicklungen beeinflusst wird, sind die nachhaltigen Auswirkungen i.S. einer preisbedingten Wachstumsrate zu berücksichtigen.
- 121 Zu berücksichtigen ist dabei, dass für die Schätzung des künftigen preisbedingten Wachstums der Zukunftserfolge im nachhaltigen Ergebnis die allgemein erwartete konsumorientierte Geldentwertungsrate nur ein erster Anhaltspunkt sein kann. Die Preissteigerungen, denen sich das Unternehmen auf den Beschaffungsmärkten langfristig gegenüberstellt, können mehr oder weniger stark von der allgemeinen konsumorientierten Geldentwertungsrate abweichen und sind zudem meist für die jeweiligen Einsatzfaktoren unterschiedlich hoch. Darüber hinaus kann nicht ohne Weiteres unterstellt werden, dass diese Preissteigerungen vollständig auf die Kunden überwältzt werden können. Vielmehr ist im konkreten Bewertungsfall eine Annahme darüber zu treffen, ob und in welcher Höhe Preissteigerungen überwältzt oder durch Effizienzsteigerungen ausgeglichen werden können.
- 122 Zudem ist das geplante Wachstum im nachhaltigen Ergebnis gemäß der Annahme einer konstanten Kapitalstruktur anteilig mit Eigen- und Fremdkapital zu finanzieren (Wachstumsfinanzierung).
- 123 Zur Ableitung des Barwerts der Zukunftserfolge zu Beginn des nachhaltigen Ergebnisses ist der Kapitalisierungszinssatz um die Wachstumsrate zu vermindern.

9. Bewertungsverfahren auf Basis von Zukunftserfolgswerten

- 124 Alle Zukunftserfolgswertverfahren beruhen mit dem Kapitalwertkalkül auf der gleichen konzeptionellen Grundlage, wonach ein Barwert von Zukunftserfolgen ermittelt wird. Bei gleichen Bewertungsannahmen und -vereinfachungen, insb. hinsichtlich der Finanzierungs-, Ausschüttungs- und Wachstumsannahmen, müssen sämtliche Kapitalwertverfahren zu identischen Unternehmenswerten führen. Unterschiedliche Unternehmenswerte bei verschiedenen Verfahren sind regelmäßig auf nicht konsistente Annahmen - insb. hinsichtlich Kapitalstruktur, Risikozuschlag und einzelner Planungsparameter – zurückzuführen. Konzeptionell können sowohl objektivierte Werte als auch plausibilisierte Entscheidungswerte mit sämtlichen Bewertungsverfahren innerhalb der Zukunftserfolgswertverfahren ermittelt werden.
- 125 Das Ertragswertverfahren definiert die Zukunftserfolge grundsätzlich ebenso wie das Dividend Discount Model als die den Eigenkapitalgebern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese aus der Zukunftserfolgsplanung für das Bewertungsobjekt abgeleitet werden. Beim Ertragswertverfahren sind hierbei - anders als beim Dividend Discount Model - neben den Ausschüttungen auch die zur Finanzierung des künftigen operativen Wachstums erforderlichen Thesaurierungsbeträge unmittelbar in die Zukunftserfolge einzubeziehen. Dabei ist im nachhaltigen Ergebnis eine kapitalwertneutrale Verwendung der nicht ausgeschütteten Beträge bzw. Eigenfinanzierungsbedarfe zugrunde zu legen. In beiden Verfahren sind die erwarteten Zukunftserfolge mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zu diskontieren.
- 126 Die DCF-Verfahren definieren hingegen die ausschüttbaren Zukunftserfolge (i.d.R. sog. Free Cashflows, FCF) allein auf Ebene des Unternehmens, unabhängig vom Zeitpunkt der Ausschüttung und dem tatsächlichen Zufluss an die Eigen- und Fremdkapitalgeber. Bei einer solchen Vorgehensweise ist implizit die Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage thesaurierter Gewinne auf Unternehmensebene zu unterstellen. Es ergeben sich keine abweichenden Unternehmenswerte gegenüber der Verwendung des Ertragswertverfahrens oder des Dividend Discount Model, soweit die tatsächlich nicht ausgeschütteten, thesaurierten Gewinne in einem integrierten Bewertungskalkül mit einer kapitalwertneutralen Verwendung berücksichtigt werden.
- 127 Die Varianten der DCF-Verfahren unterscheiden sich jeweils dadurch, dass sie als Zukunftserfolge entweder auf die nur den Eigenkapitalgebern oder den Eigen- und den Fremdkapitalgebern zustehenden Zukunftserfolge auf Unternehmensebene abstellen. Zudem unterscheiden sie sich in ihrer konzeptionellen Berücksichtigung der Wirkung der Steuereffekte aus dem Fremdkapital (sog. Tax Shield) im Bewertungskalkül.
- 128 Die in der Praxis üblicherweise als WACC-FCF-Ansatz bezeichnete Vorgehensweise definiert als Zukunftserfolg den allen Kapitalgebern zustehenden finanziellen Überschuss auf Unternehmensebene. Dabei sind in den Zukunftserfolgen fiktiv ermittelte Ertragsteuern anzusetzen, so als wäre das Bewertungsobjekt voll eigenfinanziert. Damit wird im Zähler des Bewertungskalküls eine um das Tax Shield überhöhte Steuerlast angesetzt. Zum Ausgleich ist das Tax Shield im Nenner innerhalb der gewichteten Kapitalkosten (WACC) abzusetzen. Durch die Kapitalisierung dieses Zukunftserfolgs ist zunächst der Unternehmensgesamtwert zu ermitteln, von dem in einem zweiten Schritt der Marktwert des Fremdkapitals abzuziehen ist, um den Unternehmenswert zu erhalten.

- 129 Bei der als WACC-TCF-Ansatz bezeichneten Vorgehensweise sind hingegen die Free Cashflows nach Abzug der tatsächlich zu zahlenden Steuern zu ermitteln. Die finanziellen Überschüsse sind, entsprechend der Abgrenzung des Zukunftserfolgs, mit dem gewogenen Kapitalkostensatz der Eigen- und Fremdkapitalgeber ohne Berücksichtigung des Tax Shields zu diskontieren. Finanzmathematisch führt dies zu identischen Ergebnissen.
- 130 Bei dem (Flow to) Equity-Ansatz sind die ausschließlich den Eigenkapitalgebern zustehenden Zukunftserfolge auf Unternehmensebene mit den Eigenkapitalkosten (eines verschuldeten Unternehmens) zu diskontieren. Diese Cashflows sind folglich um die periodenspezifischen Zahlungen an die Fremdkapitalgeber zu kürzen und mit dem Kapitalkostensatz abzuzinsen, der sowohl das operative Risiko des Unternehmens als auch das durch die Kapitalstruktur des Unternehmens entstehende Kapitalstrukturrisiko widerspiegelt.
- 131 Die vorgenannten Ansätze der DCF-Verfahren leiten sich aus der theoretischen Grundlage des Adjusted Present Value (APV)-Ansatzes ab. In diesem ist der Wertbeitrag des Tax Shields separat zu ermitteln und dem eigens ermittelten Wert des fiktiv voll eigenfinanzierten Bewertungsobjekts zuzuschlagen. Der Wert des unverschuldeten Unternehmens ist durch Kapitalisierung der frei verfügbaren finanziellen Überschüsse, die dem Gesamtunternehmen zufließen, abzüglich der fiktiven Ertragsteuern eines fiktiv eigenfinanzierten Unternehmens wie beim WACC-FCF-Ansatz zu berechnen. Diese FCF sind mit den Kapitalkosten des fiktiv eigenfinanzierten Unternehmens zu diskontieren. Der Unternehmensgesamtwert (des verschuldeten Unternehmens) ist als Summe aus dem Unternehmensgesamtwert des nicht verschuldeten Unternehmens und dem Wertbeitrag des Tax Shields zu ermitteln, von dem in einem zweiten Schritt der Marktwert des Fremdkapitals abzuziehen ist, um den Unternehmenswert zu erhalten.

10. Marktpreisorientierte Bewertungsverfahren

10.1. Definition und Anwendungsfelder

- 132 Neben den Zukunftserfolgswertverfahren kommen in der Bewertungspraxis regelmäßig auch Bewertungsverfahren zur Anwendung, bei denen auf aus beobachtbaren Marktpreisen abgeleitete Multiplikatoren abgestellt wird (sog. Multiplikatormethoden). Der Unternehmenswert ist gemäß diesen Bewertungsverfahren aus der Übertragung von Multiplikatoren auf das Bewertungsobjekt abzuleiten.
- 133 Bei Multiplikatormethoden sind für eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) deren beobachtbare Marktpreise in Relation zu einer definierten Bezugsgröße zu setzen. Der so gewonnene Multiplikator ist dann mit der Ausprägung der ausgewählten Bezugsgröße des Bewertungsobjekts zu multiplizieren.
- 134 Multiplikatormethoden können konzeptionell in das nachhaltige Ergebnis eines vereinfachten Zukunftserfolgswertverfahrens überführt werden. Beim Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) entspricht der Multiplikator bspw. dem Kehrwert des um die Wachstumsrate reduzierten Kapitalisierungszinssatzes. Im Vergleich zu einem Zukunftserfolgsverfahren, bei dem regelmäßig mehrjährige Planungen explizit einfließen, stellen Multiplikatormethoden somit inhärent vereinfachte Verfahren dar.

135 Die Aussagekraft von beobachtbaren Preisen und Multiplikatoren für den Wert des Bewertungsobjekts hängt zudem zum einen von den Bedingungen des Marktes, auf dem die Vergleichsobjekte gehandelt werden, sowie zum anderen von dem Grad der Vergleichbarkeit zwischen Bewertungsobjekt und Vergleichsobjekten ab. Zur Erhöhung der Aussagekraft von Multiplikatormethoden sind somit umfangreiche Analysen und – soweit erforderlich – Anpassungen sowohl für das zu bewertende Unternehmen als auch für die vergleichbaren Unternehmen erforderlich (vgl. Abschn. 10.3.). In der Praxis werden die Tiefe dieser Analysen und – soweit einschlägig – die erforderlichen Anpassungen teilweise eingeschränkt und es wird z.B. auf vereinfachte Bezugsgrößen aus der Rechnungslegung sowie auf eine grundsätzliche Vergleichbarkeit (z.B. aufgrund derselben Branchenzugehörigkeit) abgestellt. Die Bewertung von Unternehmen mittels Multiplikatormethoden kann daher nur dem Zweck einer vereinfachten Preisfindung sowie der Plausibilitätsbeurteilung zukunftsleistungswertorientierter Bewertungen dienen. Multiplikatormethoden können zudem insb. im Transaktionsumfeld Anwendung finden.

10.2. Grundsätzliches Vorgehen

- 136 Die Auswahl der Peer Group hat auf Basis der Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells einschließlich des Risikoprofils der Vergleichsunternehmen zu denen des Bewertungsobjekts zu erfolgen. In diesem Zusammenhang sind u.a. das Produkt- und Leistungsspektrum, die geografische Ausrichtung und Wachstumsaussichten sowie die Profitabilität zu beurteilen. Im nächsten Schritt sind die Marktpreise der vergleichbaren Unternehmen in Relation zu einer Bezugsgröße zu setzen. Die Ergebnisse führen regelmäßig zu Bandbreiten, die dann verdichtet werden können (z.B. anhand von Durchschnitt, Median, Quantilen).
- 137 Analog zu den Zukunftserfolgswertverfahren können mittels Multiplikatoren entweder Unternehmensgesamtwerte oder Unternehmenswerte bestimmt werden. In der Praxis häufig verwendete Unternehmensgesamtwertmultiplikatoren (Enterprise Value-Multiplikatoren) werden typischerweise auf Basis von Umsatz, operativem Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (sog. EBITDA) oder operativem Ergebnis vor Zinsen und Steuern (sog. EBIT) ermittelt, wohingegen Unternehmenswertmultiplikatoren (Eigenkapital- oder Equity-Multiplikatoren) u.a. auf Jahresüberschuss-Basis (KGV, vgl. Tz. 134) berechnet werden. Neben finanziellen Größen werden in der Praxis teilweise auch nicht finanzielle Größen (bspw. Anzahl der Kunden) verwendet.
- 138 Bei der Multiplikatorbewertung sind zudem Börsenmultiplikatoren (sog. Trading-Multiplikatoren) und Transaktionsmultiplikatoren (sog. Transaction-Multiplikatoren) zu unterscheiden.
- 139 Transaktionsmultiplikatoren können bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen auch nicht börsennotierte Unternehmen erfassen. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass Transaktionsmultiplikatoren oftmals durch erwerberspezifische Besonderheiten, wie Synergieerwartungen, eine vom Erwerber gezahlte Kontrollprämie zur Erreichung einer hohen Anteilsquote oder Nebenabreden in Kaufverträgen, geprägt sind. Daher ist die Aktualität und Aussagekraft von Transaktionsmultiplikatoren zu beurteilen.
- 140 Bei der Verwendung von Multiplikatoren ist es sachgerecht, vorrangig auf prognostizierte Bezugsgrößen der Referenzobjekte und des Bewertungsobjekts (bspw. Umsatz- oder Ergebnisprognosen) abzustellen, da sich der Unternehmenswert aus den zu erwartenden Zukunftser-

folgen ergibt. Ähnlich wie bei den Zukunftserfolgswertverfahren sind zukunftsgerichtete Informationen die primäre Entscheidungsgrundlage und grundsätzlich historischen Informationen vorzuziehen. Allerdings ist die Verwendbarkeit von Planinformationen vergleichbarer Unternehmen von der Verfügbarkeit und Datenqualität von Analystenschätzungen abhängig, sodass in der Praxis häufig auch historische oder Ist-Multiplikatoren parallel zur Anwendung kommen.

10.3. Bereinigung der Bezugsgrößen und Multiplikatoren

- 141 Bei der Anwendung von Multiplikatoren ist die Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells anhand von quantitativen Kriterien (z.B. Wachstumsaussichten, Profitabilität) und qualitativen Kriterien (z.B. Wettbewerbssituation, Geschäftsrisiken) zu berücksichtigen. So kann bspw. die Anwendung des Umsatzmultiplikators eines margenstarken Vergleichsunternehmens auf ein zu bewertendes Unternehmen mit signifikant geringerer Profitabilität (z.B. niedrigere EBIT-Marge) zu einer impliziten Übertragung der der Bezugsgröße immanenten Kostenstrukturen und somit zu einem verzerrten Berechnungsergebnis führen.
- 142 Bei der Multiplikatorberechnung muss die herangezogene finanzielle Bezugsgröße sowohl für das zu bewertende Unternehmen als auch für die Vergleichsunternehmen aussagefähig für die künftige Entwicklung sein. Mittels Bereinigungen von Sonder- und Einmaleffekten, die die Ergebnisse in den betrachteten Geschäftsjahren verzerren, ist die Aussagekraft der Multiplikatoren zu erhöhen.
- 143 Dasselbe gilt für Bereinigungen von strukturellen Abweichungen der finanziellen Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen und Bewertungsobjekt (z.B. aufgrund von Unterschieden in den angewandten Rechnungslegungsstandards und der damit einhergehenden Umsatzabgrenzung, unterschiedlichen Geschäftsjahren, unterschiedlichen Eigenkapitalgeberstrukturen etc.).
- 144 Liegen entweder beim zu bewertenden Unternehmen oder bei der Vergleichsgruppe wertbestimmende Größen vor, die bei der Ableitung der Bezugsgröße nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, sind diese grundsätzlich gesondert einzubeziehen. Insbesondere aufgrund der mangelnden Transparenz hinsichtlich Detailinformationen der Vergleichsgruppe sind diese Anpassungen in der Praxis jedoch häufig nur eingeschränkt möglich.
- 145 Wenn sich das Bewertungsobjekt und die Vergleichsunternehmen außer hinsichtlich der Bezugsgröße auch in weiteren wertrelevanten Elementen unterscheiden, z.B. weil die Wachstumserwartungen oder Risikostrukturen zwischen dem zu bewertenden Unternehmen und den Vergleichsunternehmen wesentlich abweichen, ist zunächst die Auswahl der Vergleichsunternehmen zu hinterfragen und – soweit erforderlich – anzupassen. Andernfalls sind die Multiplikatoren an diese strukturellen Unterschiede anzugleichen.

11. Liquidations- und Substanzwerte

11.1. Ermittlung von Liquidationswerten

- 146 Der Liquidationswert ist anstelle des Fortführungswerts heranzuziehen, wenn die Aufgabe des Unternehmens tatsächlich erwartet wird oder diese im Vergleich zu einer Fortführung wirtschaftlich vorteilhaft ist. Insbesondere bei schlechten Ertragsaussichten kann der Barwert der

Zukunftserfolge, die sich bei der Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen. In diesem Fall bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder faktischen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen.

- 147 Der Liquidationswert ist zu ermitteln als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der materiellen und immateriellen Vermögenswerte abzüglich Schulden, erst infolge der Liquidation entstehender Passivposten (z.B. Sozialplanverpflichtungen, Vorfälligkeitsentschädigungen) und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist zu berücksichtigen, dass künftig entstehende Ertragsteuern (z.B. auf Veräußerungsgewinne) – sofern einschlägig – diesen Barwert mindern.
- 148 Es ist eine Liquidation des Unternehmens oder Unternehmensteils unter Beachtung von Sorgfaltspflichten und unter Zugrundelegung des im jeweiligen Einzelfall angemessenen Liquidationskonzepts zu unterstellen. Die Höhe des Liquidationswerts hängt sowohl von der Liquidationsintensität als auch von der Liquidationsgeschwindigkeit ab.
- 149 Die Liquidationsintensität beschreibt den Grad, inwieweit die Verwertung des Unternehmensvermögens durch die Veräußerung einzelner Vermögenswerte oder durch die Veräußerung zusammenhängender Unternehmensteile in ihrer Gesamtheit (Verwertungseinheiten) erfolgen kann.
- 150 Die Liquidationsgeschwindigkeit beschreibt den Zeitrahmen der Verwertung. Dieser kann von einer sofortigen Liquidation bis hin zu einer planmäßigen Abwicklung mit Weiterbetrieb der laufenden Geschäftstätigkeit über mehrere Jahre reichen. In der Regel resultieren aus einer planmäßigen Abwicklung günstigere Veräußerungsbedingungen, als sie im Rahmen einer sofortigen Liquidation unter Zeitdruck erreicht werden können. Bei der planmäßigen Abwicklung eines Unternehmens über einen längeren Zeitraum ist eine Abzinsung der erst später zufließenden Zukunftserfolge erforderlich.

11.2. Ermittlung von Substanzwerten

- 151 Der Substanzwert ist zu ermitteln als Summe aller Ausgaben, die notwendig wären, um das vorhandene Unternehmen zum Bewertungsstichtag nachzubilden, d.h. als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen materiellen und immateriellen Vermögenswerte und Schulden, unabhängig von ihrer Bilanzierungsfähigkeit. Dabei ist dem Alter der Substanz und dem Restnutzungspotenzial Rechnung zu tragen. Die vorliegende Definition des Substanzwerts unterscheidet sich vom steuerlichen Substanzwert gemäß BewG, wonach ein Ansatz der Einzel-Wirtschaftsgüter zum gemeinen Wert zu erfolgen hat.
- 152 Im Gegensatz zu den Zukunftserfolgswertverfahren fehlt dem Substanzwert der direkte Bezug zu den im Unternehmen erzielbaren Zukunftserfolgen. Daher ist die Substanzwertmethode für die Bewertung erwerbswirtschaftlicher Unternehmen grundsätzlich nicht sachgerecht, ihre Anwendung ist hier auf wenige Fälle limitiert. Beispielsweise kann der Substanzwert bei Unternehmen in der Startphase im Einzelfall von Bedeutung sein.

- 153 Bei der Bewertung von Unternehmen mit nicht vorrangig finanzieller Zielsetzung dagegen ist regelmäßig der Substanzwert von Bedeutung. Der Unternehmenszweck ist bei diesen Unternehmen vorrangig auf die Leistungserstellung ausgerichtet, mit der Aufgaben der öffentlichen Daseinsvorsorge erfüllt werden (z.B. Non-Profit-Unternehmen in der Wohnungs- und Stadtentwicklung oder im Verkehrswesen) oder karitativen Zwecken gedient wird. In derartigen Fällen ist anzunehmen, dass die Leistungserstellung im öffentlichen oder gemeinnützigen Interesse liegt und auch unabhängig von einer unternehmerischen Betätigung erfolgen würde. Auch bei unzureichenden Zukunftserfolgen kommt in diesen Fällen als Alternative zur Fortführung des Unternehmens nicht eine Liquidation infrage, sondern eine anderweitige entsprechende Investition außerhalb des zu bewertenden Unternehmens. Daher ist als Wert des Unternehmens aus der Sicht des Leistungserstellers der Substanzwert maßgeblich.

12. Besonderheiten bei der Bewertung von KMU⁶

12.1. KMU als Bewertungsobjekt

- 154 Sogenannte kleine und mittelgroße Unternehmen (im Folgenden „KMU“) lassen sich nicht eindeutig von anderen Unternehmen definitorisch abgrenzen. Dabei kommt es im Bewertungskontext weniger auf eine Abgrenzung über quantitative, sondern vielmehr auf qualitative Merkmale des Bewertungsobjekts an, die ein besonderes Vorgehen bei der Unternehmensbewertung erfordern.
- 155 Besonderheiten bei der Bewertung von KMU können sich insb. aus dem Umstand ergeben, dass sie im Gegensatz zu großen Unternehmen oftmals nicht über eine von den Eigenkapitalgebern weitgehend unabhängige Geschäftsführung verfügen, sodass der unternehmerischen Fähigkeit der Eigenkapitalgeber erhebliche Bedeutung zukommt. Weitere qualitative Besonderheiten bestehen häufig in Überschneidungen zwischen betrieblicher und privater Sphäre, zu nicht marktgerechten Konditionen vergüteter Mitarbeit von Familienmitgliedern der Eigenkapitalgeber oder ihnen nahestehender Personen, eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten aufgrund fehlenden Zugangs zum Kapitalmarkt, beschränkt aussagefähiger Rechnungslegung oder einer geringen Diversifikation des Unternehmens.
- 156 Die Ermittlung von Unternehmenswerten ist unabhängig von Art und Größe des Unternehmens nach den allgemeinen Grundsätzen vorzunehmen. Bei Zugrundelegung ausschließlich finanzieller Ziele ist auch der Unternehmenswert von KMU allein aus der Eigenschaft abzuleiten, entziehbare Zukunftserfolge zu erwirtschaften. Grundlage der Bewertung ist folglich eine Zukunftserfolgsplanung als Ergebnis der Prognose der Zukunftserfolge. Bei der in der Praxis teilweise anzutreffenden sog. „modifizierten Ertragswertmethode“⁷ handelt es sich hingegen nicht um eine sachgerechte Modifikation der Ertragswertmethode i.S. dieses *IDW Standards*.

⁶ Weiterführende Hilfestellungen zur Berücksichtigung der Besonderheiten bei der Bewertung von KMU enthält der *IDW Praxishinweis 1/2014*.

⁷ Vgl. BGH, Urteil vom 22.11.2017, Az. XII ZB 230/17, FamRZ 2018, S. 174 f.; BGH, Urteil vom 02.02.2011, Az. XII ZR 185/08, BGHZ 188, S. 249 ff.; BGH, Urteil vom 09.02.2011, Az. XII ZR 40/09, NJW 2011, S. 999 ff.

12.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts

- 157 Da bei KMU oftmals keine eindeutige Trennung zwischen der Unternehmenssphäre und der Sphäre der Eigenkapitalgeber besteht, ist die allein dem Bewertungsobjekt unabhängig von den Eigenkapitalgebern zukommende übertragbare Ertragskraft zu ermitteln und der Bewertung zugrunde zu legen. Eine solche Trennung kann bei KMU aus mehreren Gründen erschwert sein. Im Unternehmen können Vermögenswerte sowohl betrieblich als auch privat genutzt werden, z.B. Firmenwagen, (bebaute) Grundstücke oder Finanzanlagen. Gleichermaßen können Schulden des Unternehmens wirtschaftlich betrachtet Eigenkapital darstellen (Gesellschafterdarlehen). Auch aus Dauerschuldverhältnissen (wie Miet-, Leasing- oder Arbeitsverträgen) können gemischte Nutzungen resultieren.
- 158 Bei der Trennung der Unternehmenssphäre von der Sphäre der Eigenkapitalgeber ist zu beurteilen, ob marktgerechte Konditionen für die Überlassung von Vermögenswerten oder Nutzungen zugrunde gelegt werden. Sind nicht marktgerechte Konditionen für die Nutzung von Vermögenswerten vereinbart, so sind diese zumindest für die unkündbare Vertragslaufzeit bei der Prognose der Zukunftserfolge zu berücksichtigen. Anschließend sind gesonderte Überlegungen darüber anzustellen, ob in Zukunft weiterhin nicht marktgerechte Konditionen vereinbart werden. Andernfalls sind marktgerechte Nutzungsentgelte im Bewertungskalkül anzusetzen. Gleiches gilt bei der Bemessung nicht marktgerechter Tätigkeitsvergütungen.

12.3. Ermittlung der übertragbaren Ertragskraft

- 159 KMU zeichnen sich häufig durch das Vorhandensein bestimmter immaterieller Faktoren aus, die durch die prägende persönliche Tätigkeit eines oder mehrerer Eigenkapitalgeber bedingt sind. Diesen immateriellen Faktoren ist gemein, dass sie sich aufgrund der engen Bindung an die Person des Eigenkapitalgebers ohne dessen weiteres Mitwirken im Unternehmen im Zeitablauf verbrauchen und somit nur zeitlich begrenzt zur Verfügung stehen. Die damit verbundenen Zukunftserfolge können zumindest nicht dauerhaft, sondern allenfalls temporär durch die fortgesetzte Tätigkeit des Eigenkapitalgebers erwirtschaftet werden.
- 160 Soweit solche wertbestimmenden Faktoren für die Erzielung der Zukunftserfolge künftig nicht mehr oder nur noch zeitlich begrenzt zur Verfügung stehen, ist die in der Vergangenheit vorhandene Ertragskraft nur partiell oder zeitlich begrenzt übertragbar (vgl. Tz. 69 sowie Abschn. 6.4. und Abschn. 7.4.). Im letzteren Fall ist das Zukunftserfolgspotenzial aus den nur begrenzt übertragbaren Faktoren über einen endlichen Zeitraum abzuschmelzen.
- 161 Soweit für die Tätigkeit des Eigenkapitalgebers bislang in den (Jahres- oder (Teil-)Konzern- etc.) Abschlüssen oder in den finanziellen Überschüssen kein marktgerechter Unternehmerlohn berücksichtigt worden ist, sind die Zukunftserfolge um entsprechende kalkulatorische Tätigkeitsvergütungen anzupassen. Für zu nicht marktgerechten Konditionen mitarbeitende Eigenkapitalgeber, deren Familienmitglieder sowie diesen nahestehende Personen ist in der Zukunftserfolgsplanung ebenfalls eine marktgerechte Vergütung anzusetzen.

12.4. Kapitalisierung der Zukunftserfolge von KMU

- 162 Auch bei KMU kommen als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen insb. Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen in Form eines Aktienportfolios in Betracht (vgl. Abschn. 8.1.).
- 163 Der Ansatz von Risikozuschlägen im Kapitalisierungszinssatz für Aspekte jenseits des operativen Risikos sowie des Kapitalstrukturrisikos, z.B. für die geringere Größe von KMU oder die mangelnde Fungibilität ihrer Anteile im Vergleich zu Anteilen börsennotierter Unternehmen, ist auch bei der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte für KMU nicht sachgerecht.

13. Dokumentation und Berichterstattung

13.1. Arbeitspapiere

- 164 Der Wirtschaftsprüfer hat im Fall eines Gutachtens oder einer Stellungnahme die Beurteilungshandlungen – bzw. im Fall einer Wertberechnung je nach Auftragsvereinbarung vorgenommene Analysen oder Würdigungen – und deren Ergebnisse in den Arbeitspapieren oder in dem Gutachten, der Stellungnahme oder der Wertberechnung zu dokumentieren. Form und Inhalt der Dokumentation stehen im pflichtgemäßen Ermessen des Wirtschaftsprüfers. Die Arbeitspapiere sind so anzulegen, dass sich ein in der Bewertung von Unternehmen erfahrener Dritter, der nicht mit der vorliegenden Bewertung befasst war, in angemessener Zeit ein Bild über die Durchführung der Beurteilungshandlungen – bzw. im Fall einer Wertberechnung über je nach Auftragsvereinbarung vorgenommene Analysen oder Würdigungen – und deren Ergebnisse verschaffen kann. Es muss einem sachkundigen Dritten möglich sein, das Bewertungsergebnis und die Auswirkungen der getroffenen Annahmen auf den Unternehmenswert nachzuvollziehen (intersubjektive Nachvollziehbarkeit).
- 165 Zu den Arbeitspapieren gehört insb. auch die rechentechnische Ableitung der Zukunftserfolgsplanung sowie die daraus abgeleitete Berechnung des Unternehmenswerts (Bewertungsmodell). Dies gilt analog für den Fall einer Liquidations- oder Substanzwertermittlung.

13.2. Vollständigkeitserklärung

- 166 Der Wirtschaftsprüfer hat im Fall eines Gutachtens oder einer Stellungnahme von dem Auftraggeber, von dem zu bewertenden Unternehmen oder von beiden eine schriftliche Erklärung (Vollständigkeitserklärung)⁸ einzuholen. Diese hat sich unabhängig von der Funktion, in welcher der Wirtschaftsprüfer tätig ist, auf die Gesamtheit der erteilten Informationen zu erstrecken.
- 167 In der Vollständigkeitserklärung haben der Auftraggeber oder die Geschäftsführung insb. zu erklären, dass sie alle ihnen verfügbaren und für die Erfüllung des Auftrags erforderlichen Unterlagen (Verträge, Rechte Dritter, Abschlüsse, erkennbare Veränderungen im Umfeld des Unternehmens etc.) sowie alle erforderlichen Auskünfte dem Wirtschaftsprüfer vollständig gege-

⁸ Ein Muster einer Vollständigkeitserklärung für Bewertungsgutachten ist bei der IDW Verlag GmbH, <https://www.idw.de/idw-verlag>, erhältlich. Das Muster kann einzelfallbezogen und je nach Funktion, in welcher der Wirtschaftsprüfer tätig ist, geändert oder ergänzt werden.

ben haben. Sie haben zudem zu erklären, dass die vorgelegten Managementplanungen – soweit vorliegend – sowie die Annahmen, auf denen diese basieren, und die dazu gegebenen Erläuterungen und Auskünfte ihren Erwartungen entsprechen und alle erkennbaren Umstände, Chancen und Risiken berücksichtigen.

- 168 Das Datum der Vollständigkeitserklärung hat so zeitnah wie möglich am Unterschriftsdatum des Gutachtens oder der Stellungnahme über die Bewertung zu liegen, es darf jedoch nicht nach diesem Datum liegen.
- 169 Im Fall einer Wertberechnung muss keine Vollständigkeitserklärung eingeholt werden. Sofern keine Vollständigkeitserklärung eingeholt worden ist, ist es sachgerecht, in der Berichterstattung – wenn eine solche erfolgt – darauf hinzuweisen.

13.3. Berichterstattung zum Unternehmenswert

13.3.1. Klarheit und Nachvollziehbarkeit der Berichterstattung

- 170 Gutachten und Stellungnahmen zum ermittelten Unternehmenswert basieren regelmäßig auf einer Vielzahl von Informationen und Prämissen, die erheblichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis haben. Dem Grundsatz der Klarheit und Nachvollziehbarkeit der Berichterstattung entsprechend hat der Wirtschaftsprüfer in seinem Gutachten oder seiner Stellungnahme deutlich zu machen, auf welchen wesentlichen Annahmen und Typisierungen der von ihm ermittelte Unternehmenswert beruht.
- 171 Aus der Berichterstattung muss hervorgehen, ob es sich bei den getroffenen Annahmen um solche des die Bewertung durchführenden Wirtschaftsprüfers, der Geschäftsführung des zu bewertenden Unternehmens oder anderer sachverständiger Dritter handelt.
- 172 Im Fall einer Stellungnahme hat der Wirtschaftsprüfer deutlich zu kennzeichnen, worin die Einschränkungen gegenüber einer vollumfänglichen Beurteilung der Plausibilität bestehen.
- 173 Bei einer Wertberechnung können Art und Umfang der Berichterstattung individuell vereinbart werden (vgl. Abschn. 2.3. und Tz. 27).

13.3.2. Inhalt und Aufbau der Berichterstattung

- 174 Die Berichterstattung verfolgt grundsätzlich das Ziel, den Empfänger in die Lage zu versetzen, die Wertfindung und ihre Methodik, die getroffenen Annahmen, Grundsatzüberlegungen und Schlussfolgerungen mit vertretbarem Aufwand nachvollziehen und aus seiner Sicht würdigen zu können, sodass das Gutachten oder die Stellungnahme die Grundlage einer sachlichen Würdigung bilden kann.
- 175 Aus der Berichterstattung muss ersichtlich sein, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer die Bewertung vorgenommen hat und welches Wertkonzept (objektivierter Unternehmenswert, plausibilisierter Entscheidungswert, Schiedswert) der Bewertung zugrunde liegt.
- 176 In einem Gutachten oder in einer Stellungnahme zum Unternehmenswert muss der Wirtschaftsprüfer einen eindeutigen Unternehmenswert oder eine -wertbandbreite nennen und begründen. Weiterhin ist eine angemessene Beschreibung der Vorgehensweise bei der Unter-

nehmensbewertung erforderlich. Dabei ist auf das angewandte Bewertungsverfahren einzugehen sowie das Vorgehen bei der Prognose und der Diskontierung der Zukunftserfolge darzustellen. Der Umfang und die Qualität der zugrunde gelegten Informationen müssen ebenso wie der Umfang von Schätzungen und Annahmen mit den dahinterstehenden Überlegungen ersichtlich sein. Insbesondere ist entsprechend dem Grundsatz der Klarheit und Nachvollziehbarkeit der Berichterstattung deutlich zu machen, auf welchen wesentlichen Annahmen der ermittelte Unternehmenswert beruht. Wesentliche Vereinfachungen sind darzustellen und zu begründen.

- 177 Beurteilungen der Plausibilität des Bewertungsergebnisses unter Verwendung von Multiplikatorverfahren sind darzustellen. Wesentliche Abweichungen zum Zukunftserfolgswert sind zu erläutern. In den Fällen, in denen ein Börsenkurs vorliegt, ist auch auf diesen einzugehen (vgl. Abschn. 4.2.).
- 178 Der Inhalt eines Gutachtens oder einer Stellungnahme orientiert sich am konkreten Bewertungsfall und hat grundsätzlich Folgendes zu umfassen:
- Darstellung der Bewertungsaufgabe
 - Auftraggeber
 - Auftrag (Bewertungsanlass; Wertkonzept; Funktion, in welcher die Bewertung durchgeführt wird; Abgrenzung der Verantwortung)
 - Darstellung der angewandten Bewertungsgrundsätze und -verfahren
 - Beschreibung und Abgrenzung des Bewertungsobjekts
 - Darstellung der der Bewertung zugrunde liegenden Informationen sowie (des Umfangs) der Plausibilitätsbeurteilung
 - Ausgangsdaten
 - Vergangenheitsanalyse
 - Zukunftserfolgsplanung für die Detailplanungs- und – sofern einschlägig – die Übergangsphase
 - Beurteilung der Plausibilität der dabei zugrunde liegenden wesentlichen Annahmen sowie des Planungsmodells
 - Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses
 - Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
 - Ermittlung des Barwerts der Zukunftserfolge
 - Darstellung der gesondert bewerteten Vermögenswerte oder Gruppen von Vermögenswerten und Schulden, sofern einschlägig
 - Unternehmens(gesamt)wert
 - Unternehmenswertableitung
 - Gesamtbeurteilung zur Plausibilität des sich ergebenden Unternehmens(gesamt)werts
 - abschließende Feststellungen.