Unternehmen und Steuern

Malte Küllmer

Unternehmensbewertung im Spannungsfeld zwischen Vereinfachung und Präzision

Eine kritische Analyse des vereinfachten Ertragswertverfahrens für steuerliche Zwecke (§§ 199-203 BewG) und Entwicklung einer „einfachen Ertragswertmethode“ als Reformvorschlag

UNIVERSITÄT BAYREUTH

UNIVERSITY OF BAMBERG OTTO-FRIEDRICH-UNIVERSITÄT BAMBERG

FAU FRIEDRICH-ALEXANDER UNIVERSITÄT ERLANGEN-NÜRNBERG

Unternehmensbewertung im Spannungsfeld zwischen Vereinfachung und Präzision

Eine kritische Analyse des vereinfachten Ertragswertverfahrens
für erbschaftsteuerliche Zwecke (§§ 199-203 BewG)
und Entwicklung einer „einfachen Ertragswertmethode“
als Reformvorschlag

Unternehmen und Steuern
Herausgeber: Prof. Dr. Jochen Sigloch, Universität Bayreuth
Prof. Dr. Klaus Henselmann, Universität Erlangen-Nürnberg
Prof. Dr. Thomas Egner, Universität Bamberg

Band 92

Malte Küllmer

Unternehmensbewertung im Spannungsfeld zwischen Vereinfachung und Präzision

Eine kritische Analyse des vereinfachten Ertragswertverfahrens für steuerliche Zwecke (§§ 199-203 BewG) und Entwicklung einer „einfachen Ertragswertmethode“ als Reformvorschlag

Shaker Verlag
Düren 2021

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

Zugl.: Bayreuth, Univ., Diss., 2020

Copyright Shaker Verlag 2021
Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 978-3-8440-7882-4
ISSN 1436-7246

Shaker Verlag GmbH • Am Langen Graben 15a • 52353 Düren
Telefon: 02421 / 99 0 11 - 0 • Telefax: 02421 / 99 0 11 - 9
Internet: www.shaker.de • E-Mail: info@shaker.de

Vorwort

Bereits Benjamin Franklin hat richtigerweise festgestellt:

„In this world nothing can be said to be certain, except death and taxes."[1]

Zweifelsohne kann sich der Mensch weder dem Tod noch der Besteuerung durch den Fiskus entziehen.[2] Insofern sind beide Gegebenheiten zwar als äußerst unangenehme, aber eben sichere Ereignisse im Leben eines jeden Menschen aufzufassen. Und letzterer Aspekt erweist sich durchaus als vorteilhaft. Denn mit einem sicheren Ereignis kann man im wahrsten Sinne des Wortes *rechnen*. So können zumindest Vorkehrungen getroffen werden, dem Fiskus möglichst wenig Steuerbares zu hinterlassen. Hier ergeben sich zwei Möglichkeiten: Zum einen der vollständige Verbrauch des Vermögens durch den Eigentümer und als Alternative – wenn das Zusammentreffen mit einem oder mehreren Erben stets als angenehmes Ereignis empfunden wurde –, die Minimierung der Erbschaftsteuer mithilfe einer Steuerplanung.

Voraussetzung für eine Steuerplanung ist die Kenntnis über den Wert des zu vererbenden Vermögens.[3] Bedauerlicherweise verhält es sich aber so, dass beim Zusammentreffen der zwei sicheren Ereignisse, Tod und Besteuerung, nämlich bei der Ermittlung der Erbschaftsteuer, nicht etwa unter Sicherheit, sondern unter Unsicherheit bewertet werden muss. Dies beruht darauf, dass sich der Wert des Vermögens stets aus dem für die Zukunft erwarteten Ertrag im Sinn von entziehbaren Geldströmen zur Steigerung des Konsumpotentials ergibt. Das Bewertungsproblem

---

1 Benjamin Franklin (1706-1790), Brief an Jean-Baptiste Le Roy vom 13.11.1789, in: Smyth, A. (Hrsg.), The Writings of Benjamin Franklin (1907), S. 69.

2 Während der Tod als eine von der Natur gegebene Gesetzmäßigkeit aufzufassen ist, handelt es sich bei der Besteuerung – selbstverständlich gilt dies auch für die Erbschaftsteuer – um eine künstliche, vom Menschen geschaffene Gesetzmäßigkeit. Dies bringt es mit sich, dass der Tod hingenommen, die Besteuerung aber begründet werden muss. Gleich mehrere Gründe lassen sich für die Erbschaftsteuer anführen. Wie *Sigloch* nachweist, scheidet eine steuersystematische Begründung der Erbschaftsteuer (derzeit) allerdings aus. Dies gilt sowohl für eine beim Erblasser erhobene Nachholsteuer in der Art, dass zur Gleichstellung des vermögenden mit dem vermögenslosen Erblasser nicht gehobene stille Reserven mit Einkommensteuer und nicht getätigter Konsum mit Konsumsteuer belastet wird, als auch für eine Erbanfallsteuer als Einkommensteuer auf die beim Erben eingetretene Bereicherung. Damit kann die Erbschaftsteuer vor allem politisch, nämlich als eine aus Gründen der Umverteilung aufzuerlegende „Sonderabgabe für den unentgeltlichen Erwerb von Vermögen" begründet werden, vgl. im Einzelnen Sigloch, J., Erbschaftsteuer, in: Brähler, G./Lösel, C. (Hrsg.), Deutsches und internationales Steuerrecht (2008), S. 661-671.

3 Bereits die Wortherkunft des lateinischen „taxare" (schätzen) weist darauf hin, dass der Vorgang der Besteuerung nicht nur die Wegnahme von Vermögen, sondern auch die Schätzung der Bemessungsgrundlage umfasst.

besteht also darin, die Unsicherheit der Zukunft im Bewertungskalkül abzubilden – wahrlich keine leichte Aufgabe.

Die Betriebswirtschaftslehre hat sich dieser Aufgabe gestellt und unterschiedliche Wert-Begriffe (objektiver vs. subjektiver vs. objektivierter Wert), unterschiedliche Bewertungskonzeptionen (Gesamtbewertung vs. Einzelbewertung vs. Mischverfahren) und eine Vielzahl unterschiedlicher Bewertungsverfahren entwickelt. Ein universell einsetzbares Bewertungsverfahren, das in allen Fällen zur Anwendung kommen kann, existiert demnach nicht. Stattdessen werden mehrere Bewertungsverfahren angeboten, die in Abhängigkeit von dem zugrunde liegenden Anlass und der Funktion der Bewertung auszuwählen sind. Unter Umständen können auch mehrere Bewertungsverfahren gleichzeitig zur Anwendung kommen.

In der Literatur wird das reichhaltige Angebot an Bewertungsverfahren jedoch bisweilen als nicht zu akzeptierendes Eingeständnis der Wissenschaft empfunden, dass die Vorgabe eines allgemein-verbindlichen Bewertungsverfahrens unmöglich sei. Um diesen unbefriedigenden Zustand aufzulösen, werden immer wieder einzelne Bewertungsverfahren als „überlegene Wertermittlungsmethode“ propagiert. Allerdings hält der Verfasser dieser Arbeit – auch wenn er eine Sympathie für das Ertragswertverfahren erkennen lässt – die Formulierung von solchen Alleinvertretungsansprüchen nicht für zweckmäßig. Im Gegenteil, nach hier vertretener Auffassung ist eine Annäherung an den tatsächlichen, jedoch stets unbekannten Wert nur dann möglich, wenn die unterschiedlichen Bewertungsverfahren als gleichberechtigte, nebeneinanderstehende Wertermittlungsmethoden aufgefasst werden. Es wäre schlicht vermessen, einem einzigen Bewertungsverfahren die Fähigkeit zuzusprechen, die Unsicherheit der Zukunft sachgerecht abbilden zu können. Vielmehr entspricht es einer „sokratischen Einsicht“, die Begrenztheit des eigenen Wissens anzuerkennen und sich der Weisheit durch den kritischen Dialog anzunähern. Insofern kann die offene Diskussion einzelner Bewertungsverfahren vor allem dann zum Erkenntnisgewinn beitragen, wenn die Stärken *und* Schwächen einer Methode offengelegt werden, nicht aber, wenn eine Methode als der alleinige Königsweg dargestellt wird.

Frankfurt, im Dezember 2020

Malte Küllmer

Inhaltsübersicht

Einführung 1

1. Problemstellung 1
2. Zielsetzung der Arbeit 2
3. Gang der Untersuchung 3

Erster Teil: Grundlagen der Unternehmensbewertung 7

1. Anlässe für Unternehmensbewertungen 8
2. Funktionen der Unternehmensbewertung 10
3. Wert versus Preis 21
4. Verfahren der Unternehmensbewertung 25
5. Bewertungsprozess 56
6. Vereinfachte Unternehmensbewertung 58
7. Beispielfall: „ERBE-Unternehmung“ 77
8. Zwischenergebnis 79

Zweiter Teil: Unternehmensbewertung für erbschaftsteuerliche Zwecke 83

1. Bewertung betrieblichen Vermögens vor der Erbschaftsteuerreform 2009 84
2. Erbschaftsteuerreform 2009 97
3. Bewertung betrieblichen Vermögens nach der Erbschaftsteuerreform 2009 109
4. Bewertung betrieblichen Vermögens nach altem / neuem Recht im Vergleich 166

5. Der Unternehmenswert als erbschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage 169

6. Anteilswertermittlung 175

7. Zwischenergebnis 193

Dritter Teil: Vereinfachtes Ertragswertverfahren 195

1. Anwendungsbereich 196

2. Einordnung innerhalb der Bewertungshierarchie und Prüfschema 199

3. Wahlrecht zur Anwendung und Feststellungslast 202

4. Offensichtlich unzutreffendes Ergebnis 205

5. Wertermittlung im vereinfachten Ertragswertverfahren 208

6. Zwischenergebnis 245

Vierter Teil: Kritische Diskussion des vereinfachten Ertragswertverfahrens ... 247

1. Ertragswertverfahren nach IDW S 1 als Referenzverfahren 248

2. Konzeptionelle Mängel bei der Wertermittlung 250

3. Vergleichende Darstellung: Vereinfachtes Ertragswertverfahren/IDW S 1 436

4. Zwischenergebnis 443

Fünfter Teil: Fehlbewertungen im vereinfachten Ertragswertverfahren 447

1. Ursachen der Fehlbewertungen 448

2. Evidenz der Fehlbewertungen 450

3. Literaturüberblick 464

4. Vorliegen eines offensichtlich unzutreffenden Ergebnisses 469

5. Zwischenergebnis 479

Sechster Teil: Reformvorschlag – die „einfache Ertragswertmethode“ 483

1. Entwicklung der einfachen Ertragswertmethode 484

2. Bewertung mittels der einfachen Ertragswertmethode 497

3. Unternehmensbewertung: eEWM / vEWV / IDW S 1 im Vergleich 531

4. Abschließende Wertung der einfachen Ertragswertmethode 536

5. Weiterführende Überlegungen 554

6. Zwischenergebnis 562

Wesentliche Ergebnisse und Ausblick 565

Inhaltsverzeichnis

Vorwort ..... **III**

Inhaltsübersicht ..... **V**

Inhaltsverzeichnis ..... **IX**

Abbildungsverzeichnis ..... **XXIII**

Beispielverzeichnis ..... **XXIX**

Abkürzungsverzeichnis ..... **XXXI**

Symbolverzeichnis ..... **XLI**

Einführung **1**

1. Problemstellung **1**

2. Zielsetzung der Arbeit **2**

3. Gang der Untersuchung **3**

Erster Teil: Grundlagen der Unternehmensbewertung **7**

1. Anlässe für Unternehmensbewertungen **8**

2. Funktionen der Unternehmensbewertung **10**

2.1. Funktionale Unternehmensbewertung 10

2.2. Hauptfunktionen 12

2.3. Nebenfunktionen 19

3. Wert versus Preis **21**

3.1. Begriffsabgrenzung 21

3.2. Preisermittlung ausgehend von Werten 22

3.3. Wertermittlung ausgehend von Preisen ... 23

4. Verfahren der Unternehmensbewertung ... 25

4.1. Systematisierung ... 25

4.2. Gesamtbewertungsverfahren ... 28

4.2.1. Konzeption der Gesamtbewertung ... 28

4.2.2. Zukunftserfolgswertverfahren ... 30

4.2.3. Marktwertorientierte Verfahren ... 39

4.3. Einzelbewertungsverfahren ... 44

4.3.1. Konzeption der Einzelbewertung ... 44

4.3.2. Liquidationswertverfahren ... 45

4.3.3. Substanzwertverfahren ... 46

4.4. Mischverfahren ... 50

4.5. Anwendungshäufigkeit der Bewertungsverfahren in der Praxis ... 53

5. Bewertungsprozess ... 56

6. Vereinfachte Unternehmensbewertung ... 58

6.1. Notwendigkeit für vereinfachte Unternehmensbewertungen ... 58

6.2. Möglichkeiten der Vereinfachung ... 60

6.3. Gefahr von Fehlbewertungen ... 62

6.4. Besondere Bewertungsproblematik bei kleinen und mittleren Unternehmen ... 65

6.4.1. Qualitative Merkmale ... 65

6.4.2. Quantitative Merkmale ... 67

6.4.3. Bewertungsverfahren und Bewertungsprobleme ... 71

7. Beispielfall: „ERBE-Unternehmung“ ... 77

8. Zwischenergebnis ... 79

Zweiter Teil: Unternehmensbewertung für erbschaftsteuerliche Zwecke 83

1. Bewertung betrieblichen Vermögens vor der Erbschaftsteuerreform 2009 84

1.1. Rechtsformabhängige Bewertung 84

1.2. Bewertung von Anteilen an börsennotierten Kapitalgesellschaften 87

1.3. Bewertung von Anteilen an nicht börsennotierten Kapitalgesellschaften 88

1.3.1. Ableitung des Werts aus Verkaufspreisen 88

1.3.2. Stuttgarter Verfahren 89

1.4. Bewertung von Betriebsvermögen 94

2. Erbschaftsteuerreform 2009 97

2.1. Urteil des Bundesverfassungsgerichts 97

2.2. Gemeiner Wert als zentraler Maßstab der Bewertung 101

2.3. Genesis des neuen Bewertungsrechts 104

3. Bewertung betrieblichen Vermögens nach der Erbschaftsteuerreform 2009 109

3.1. Rechtsgrundlagen 109

3.2. Begriff und Umfang des Betriebsvermögens 111

3.3. Bewertungshierarchie nach § 11 BewG 114

3.4. Bewertung von Anteilen an börsennotierten Kapitalgesellschaften 117

3.4.1. Bewertungsvorschriften 117

3.4.2. Kritische Stellungnahme 119

3.5. Bewertung von Anteilen an nicht börsennotierten Kapitalgesellschaften und Betriebsvermögen 123

3.5.1. Ableitung des Werts aus Verkaufspreisen 123

3.5.1.1. Bewertungsvorschriften 123

3.5.1.2. Kritische Stellungnahme 125

3.5.2. Schätzung des Unternehmenswerts… 129

3.5.2.1. Bewertungsvorschriften 129

3.5.2.2. Kritische Stellungnahme 132

3.5.2.2.1. Vorüberlegung bezüglich eines freien Wahlrechts ... 132
3.5.2.2.2. Auffassung der Finanzverwaltung ... 133
3.5.2.2.3. Auffassung des Verfassers ... 135
3.5.2.2.4. Konkretisierung der „branchenüblichen" Methode ... 137
3.5.2.3. … mittels Ertragswertverfahren ... 139
3.5.2.4. … mittels Vergleichswertverfahren ... 141
3.5.2.5. … mittels Mischverfahren ... 145
3.5.2.6. … mittels Substanzwertverfahren ... 147
3.5.3. Substanzwert als Mindestwert ... 149
3.5.3.1. Bewertungsvorschriften ... 149
3.5.3.2. Kritische Stellungnahme ... 155
3.5.4. Liquidationswert ... 160
3.5.4.1. Bewertungsvorschriften ... 160
3.5.4.2. Kritische Stellungnahme ... 162
3.6. Bewertung von ausländischem Vermögen ... 163
4. Bewertung betrieblichen Vermögens nach altem / neuem Recht im Vergleich ... 166
5. Der Unternehmenswert als erbschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage ... 169
6. Anteilswertermittlung ... 175
6.1. Ableitung des Werts einzelner Anteile aus dem Unternehmenswert ... 175
6.2. Anteilswert bei Kapitalgesellschaften ... 176
6.3. Anteilswert bei Personengesellschaften ... 178
6.4. Berücksichtigung wertbeeinflussender Umstände ... 182
6.4.1. Vorüberlegung bezüglich der Möglichkeiten der Berücksichtigung ... 182
6.4.2. Werterhöhende Umstände – Paketzuschläge ... 184

6.4.3. Wertmindernde Umstände – Fungibilität / Verfügungsbeschränkungen ... 191

7. Zwischenergebnis ... 193

Dritter Teil: Vereinfachtes Ertragswertverfahren ... 195

1. Anwendungsbereich ... 196

2. Einordnung innerhalb der Bewertungshierarchie und Prüfschema ... 199

3. Wahlrecht zur Anwendung und Feststellungslast ... 202

4. Offensichtlich unzutreffendes Ergebnis ... 205

5. Wertermittlung im vereinfachten Ertragswertverfahren ... 208

5.1. Grundstruktur der Wertermittlung ... 208

5.2. Bewertung des auszusondernden Vermögens ... 210

5.2.1. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ... 210

5.2.2. Beteiligungen an anderen Gesellschaften ... 211

5.2.3. „Junge Wirtschaftsgüter“ ... 214

5.2.4. Zusammenfassende Darstellung (Fallbeispiel ERBE-GmbH) ... 214

5.3. Ermittlung des Ertragswerts ... 216

5.3.1. Zukünftig nachhaltig erzielbarer Jahresertrag ... 216

5.3.1.1. Steuerbilanzgewinn als Ausgangswert ... 216

5.3.1.2. Ermittlung des Betriebsergebnisses nach § 202 BewG ... 218

5.3.1.2.1. Überblick ... 218

5.3.1.2.2. Korrekturen zur Ermittlung des nachhaltigen Ertrags ... 220

5.3.1.2.3. Korrekturen zur Ermittlung des rechtsformneutralen Ertrags ... 223

5.3.1.2.4. Korrekturen zur Einmalerfassung des Ertrags ... 225

5.3.1.2.5. Zusammenfassende Darstellung (Fallbeispiel „ERBE-GmbH“) ... 225

5.3.1.3. Bestimmung des in der Vergangenheit erzielten Durchschnittsertrags ... 228

5.3.2. Kapitalisierungsfaktor ... 235

5.3.2.1. Komponenten des Kapitalisierungsfaktors ... 235

5.3.2.2. Basiszins ... 236

5.3.2.3. Zuschlag ... 237

5.3.2.4. Ermittlung des Kapitalisierungsfaktors ... 238

5.4. Zusammenfassende Darstellung (Fallbeispiel „ERBE-GmbH“) ... 239

5.5. Besonderheiten bei der Bewertung von Personenunternehmen ... 241

6. Zwischenergebnis ... 245

Vierter Teil: Kritische Diskussion des vereinfachten Ertragswertverfahrens ... 247

1. Ertragswertverfahren nach IDW S 1 als Referenzverfahren ... 248

2. Konzeptionelle Mängel bei der Wertermittlung ... 250

2.1. Grundkonzeption des vereinfachten Ertragswertverfahrens ... 250

2.2. Aussonderung bestimmter Vermögenswerte ... 252

2.2.1. Überblick ... 252

2.2.2. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ... 254

2.2.3. Beteiligungen an anderen Gesellschaften ... 257

2.2.4. „Junge Wirtschaftsgüter“ ... 263

2.3. Zukünftig nachhaltig erzielbarer Jahresertrag ... 266

2.3.1. Überblick ... 266

2.3.2. Vergangenheitsorientierte Ermittlung ... 268

2.3.2.1. Gefahr von Fehlbewertungen ... 268

2.3.2.2. Verzicht auf Ertragsprognose ... 272

2.3.3. Diskontierung von buchhalterischen Erträgen ... 276
2.3.3.1. Verzicht auf Zinskorrektur bei Verletzung des Kongruenzprinzips ... 276
2.3.3.2. Konsequenzen für die Bewertung ... 280
2.3.4. Steuerbilanzgewinn als Ausgangswert ... 285
2.3.5. Hinzurechnungen und Kürzungen ... 288
2.3.6. Durchschnittsbildung ... 293
2.3.6.1. Regelbewertung ... 293
2.3.6.2. Ausnahmen ... 296
2.3.7. Vollausschüttungshypothese ... 299
2.3.8. Verzicht auf Phasenmodell ... 303
2.3.9. Zusammenfassende Beurteilung ... 307
2.4. Kapitalisierungsfaktor ... 309
2.4.1. Überblick ... 309
2.4.2. Basiszins ... 312
2.4.2.1. Ermittlung von Basiszinssätzen ... 313
2.4.2.1.1. Vorgehensweise der Betriebswirtschaft ... 313
2.4.2.1.2. Vorgehensweise der Bewertungspraxis ... 318
2.4.2.1.3. Vorgehensweise der Deutschen Bundesbank ... 322
2.4.2.2. Würdigung des Basiszinses nach § 203 BewG ... 327
2.4.2.2.1. Rückgriff auf die Methode der Deutschen Bundesbank ... 327
2.4.2.2.2. Einmalige Feststellung zum Jahresanfang ... 330
2.4.3. Zuschlag ... 337
2.4.3.1. Vorgabe eines pauschalen Zuschlags ... 338
2.4.3.2. Unzureichende Berücksichtigung des Risikos ... 341
2.4.3.2.1. Risikoberücksichtigung im CAPM ... 341

2.4.3.2.2. Marktrisikoprämie 347
2.4.3.2.3. Beta-Faktor 356
2.4.3.2.4. Verschuldungsgrad 360
2.4.3.3. Unzureichende Berücksichtigung des Wachstums 364
2.4.4. Zusammenfassende Beurteilung 368
2.5. Berücksichtigung von Steuern 370
2.5.1. Berücksichtigung von Steuern in der Unternehmensbewertung 371
2.5.1.1. Grundsatzfragen 371
2.5.1.2. Berücksichtigung von Unternehmensteuern 378
2.5.1.2.1. Vorüberlegung bezüglich der Wertrelevanz von Unternehmensteuern 378
2.5.1.2.2. Annahme der Vollausschüttung 380
2.5.1.2.3. Berücksichtigung der Ausschüttungsquote 381
2.5.1.3. Berücksichtigung von persönlichen Steuern 383
2.5.1.3.1. Vorüberlegung bezüglich der Wertrelevanz von persönlichen Steuern 383
2.5.1.3.2. Vollausschüttungsannahme 387
2.5.1.3.3. Berücksichtigung der Ausschüttungsquote 388
2.5.1.3.4. Annahme einer äquivalenten Realisationsfrequenz 391
2.5.1.4. Zusammenfassende Beurteilung 392
2.5.2. Berücksichtigung von Steuern im vereinfachten Ertragswertverfahren 395
2.5.2.1. Bewertung einer Kapitalgesellschaft 396
2.5.2.1.1. Berücksichtigung von Unternehmensteuern 396
2.5.2.1.2. Nicht-Berücksichtigung von persönlichen Steuern 399
2.5.2.2. Bewertung einer Personengesellschaft 400

2.5.2.3. Zusammenfassende Beurteilung 411

2.6. Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen..... 412

2.6.1. Nicht-Berücksichtigung wertbeeinflussender Unternehmensmerkmale 412

2.6.2. Mangelnde Diversifikation der Geschäftstätigkeiten des Unternehmens 414

2.6.3. Hohes Kapitalstrukturrisiko 416

2.6.4. „size-Prämien“ für eine geringe Unternehmensgröße..... 417

2.6.4.1. Mangelnde Diversifikation der Investitionen des Anteilseigners 419

2.6.4.2. Mangelnde Fungibilität der Anteile 429

2.6.5. Zusammenfassende Beurteilung 435

3. Vergleichende Darstellung: Vereinfachtes Ertragswertverfahren/IDW S 1..... 436

4. Zwischenergebnis..... 443

Fünfter Teil: Fehlbewertungen im vereinfachten Ertragswertverfahren..... 447

1. Ursachen der Fehlbewertungen..... 448

2. Evidenz der Fehlbewertungen 450

2.1. Vergleichswertverfahren als vereinfachte Ertragswertverfahren 450

2.2. Vergleich des Kapitalisierungsfaktors mit am Markt beobachtbaren KGV..... 454

2.3. Vergleich des Kapitalisierungsfaktors mit Market-Multiples 459

3. Literaturüberblick 464

4. Vorliegen eines offensichtlich unzutreffenden Ergebnisses 469

4.1. Überblick 469

4.2. Indizien 470

4.3. Referenzwert 473

4.4. Kritischer Grad der Abweichung 475

4.5. Zusammenfassende Beurteilung ... 478

5. Zwischenergebnis ... 479

Sechster Teil: Reformvorschlag – die „einfache Ertragswertmethode“ ... 483

1. Entwicklung der einfachen Ertragswertmethode ... 484

1.1. Notwendigkeit für ein neues Bewertungsverfahren ... 484

1.2. Anforderungen an ein neues Bewertungsverfahren ... 484

1.2.1. Gewichtung der Anforderungen ... 484

1.2.2. Ermittlung des gemeinen Werts ... 485

1.2.3. Vereinfachung der Wertermittlung ... 488

1.3. Ausgleich zwischen Präzision und Vereinfachung der Wertermittlung ... 490

1.3.1. Ausrichtung an anderen Ertragswertverfahren ... 490

1.3.2. Primäres Kriterium: Einfluss auf den Unternehmenswert ... 491

1.3.3. Sekundäres Kriterium: Vereinfachungsaspekt ... 494

1.3.4. Einbezug der Bewertungsparameter in die einfache Ertragswertmethode ... 495

2. Bewertung mittels der einfachen Ertragswertmethode ... 497

2.1. Aussonderung bestimmter Vermögenswerte ... 497

2.2. Künftiger Ertrag ... 498

2.2.1. Grundsatz: Verzicht auf Ertragsprognose ... 498

2.2.2. Weitere spezifische Bewertungsvorschriften ... 500

2.3. Kapitalisierungsfaktor ... 501

2.3.1. Grundsatz: Orientierung an der Vorgehensweise der Betriebswirtschaft ... 501

2.3.2. Monatsgenauer Einheitszins als Basiszinssatz ... 502

2.3.3. Differenziert ermittelter Zuschlagsatz ... 507

2.3.3.1. Komponenten des Zuschlagsatzes ... 507

2.3.3.2. Anpassung der Marktrisikoprämie an aktuelle steuerliche Verhältnisse ... 508
2.3.3.2.1. Ausgangssituation ... 508
2.3.3.2.2. Hypothese I: Konstante Nettorenditeforderung ... 511
2.3.3.2.3. Hypothese II: Konstante Unternehmenserträge ... 516
2.3.3.2.4. Hypothese III: Konstante Rendite des Marktportfolios ... 517
2.3.3.2.5. Ergebnisse ... 518
2.3.3.2.6. Weiterführende Überlegungen ... 519
2.3.3.3. Verwendung des branchenspezifischen Total Beta-Faktors ... 522
2.3.3.4. Verwendung des individuellen Verschuldungsgrades ... 525
2.3.3.5. Ansatz eines pauschalen Wachstumsabschlags ... 528
2.3.4. Ermittlung des Kapitalisierungsfaktors ... 530
3. Unternehmensbewertung: eEWM / vEWV / IDW S 1 im Vergleich ... 531
4. Abschließende Wertung der einfachen Ertragswertmethode ... 536
4.1. Annäherung an den gemeinen Wert ... 536
4.1.1. Berücksichtigung der Äquivalenzprinzipien der Unternehmensbewertung ... 536
4.1.2. Plausibilitätsüberprüfung ... 538
4.1.2.1. Vorbemerkung ... 538
4.1.2.2. Vorgehensweise ... 539
4.1.2.3. Sensitivität der Ergebnisse ... 542
4.1.2.3.1. In Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad ... 542
4.1.2.3.2. In Abhängigkeit von der Branche ... 543
4.1.2.4. Gesamtbetrachtung ... 546
4.2. Vereinfachung des Bewertungsverfahrens ... 552
5. Weiterführende Überlegungen ... 554

5.1. Erfordernis eines zusätzlichen pauschalen Abschlags… 554

5.1.1. … aufgrund der mangelnden Fungibilität der Anteile 554

5.1.2. … aufgrund der erhöhten Inhaberabhängigkeit 556

5.1.3. … für eine erhöhte Anwendungshäufigkeit 558

5.2. Mögliche Modifikationen der einfachen Ertragswertmethode 559

6. Zwischenergebnis 562

Wesentliche Ergebnisse und Ausblick 565

Anhang 569

A-1. Anlässe für Unternehmensbewertungen 569

A-2. Bewertungskonzeptionen 570

A-3. Übergewinnverfahren und Ertragswertverfahren 573

A-4. Branchenspezifische Bewertung 573

A-5. Anwendungserlass der Finanzverwaltung, Abschnitt 22: Betriebsergebnis 574

A-6. Tax Amortization Benefit 575

A-7. Erfassung der Steuerbelastung bei äquivalenter Realisationsfrequenz 576

A-8. Bewertungsparameter 579

A-9. Parameter Svensson-Methode 582

A-10. Plausibilitätsüberprüfung – vollständige Ergebnisse 583

Literaturverzeichnis 587

1. Monographien, Zeitschriften 587

2. Standards und vergleichbare Veröffentlichungen 629

3. Zeitungen 630

4. Sonstige Quellen 630

5. Internetquellen 631

Rechtsquellenverzeichnis 635

1. Gesetze 635

2. Entwürfe, Erlasse, Berichte, Beschlussempfehlungen, Stellungnahmen 636

3. Richtlinien, Verordnungen 637

4. BMF-Schreiben 638

Rechtsprechungsverzeichnis 639

1. Bundesverfassungsgericht 639

2. Bundesgerichtshof 639

3. Bundesfinanzhof 639

4. Oberlandesgerichte 640

5. Weitere Gerichtsentscheidungen 641

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Anlässe für Unternehmensbewertungen 9
Abb. 2: Funktionen der Unternehmensbewertung 11
Abb. 3: Preisermittlung ausgehend von Werten 23
Abb. 4: Verfahren der Unternehmensbewertung 27
Abb. 5: Bewertungsrelevanter Zahlungsstrom 32
Abb. 6: Konzeption der Vergleichswertverfahren 41
Abb. 7: Anwendungshäufigkeit von Bewertungsverfahren 54
Abb. 8: Bewertungsprozess 58
Abb. 9: Notwendigkeit für vereinfachte Unternehmensbewertungen 60
Abb. 10: Ansatzpunkte für Vereinfachungen im Bewertungsprozess 62
Abb. 11: Eingeschränkter Informationsgehalt bei vereinfachter Unternehmensbewertung 64
Abb. 12: Klassifizierung von kleinen, mittleren und großen Unternehmen 68
Abb. 13: Bedeutung von kleinen, mittleren und großen Unternehmen 68
Abb. 14: Kleine, mittlere und große Unternehmen nach Rechtsformen 69
Abb. 15: Unternehmens-Kennzahlen nach DSGV 70
Abb. 16: Anwendungshäufigkeit von Bewertungsverfahren bei der Bewertung von KMU 72
Abb. 17: Qualitative Unternehmensmerkmale und resultierende Bewertungsprobleme 73
Abb. 18: Bewertung betrieblichen Vermögens vor der Erbschaftsteuerreform 2009 86
Abb. 19: Wertermittlung im Stuttgarter Verfahren 92
Abb. 20: Rechtsgrundlagen der Bewertung betrieblichen Vermögens 111
Abb. 21: Bewertungshierarchie nach § 11 BewG 117
Abb. 22: Substanzwertermittlung 153
Abb. 23: Vergleich der Bewertungskonzeptionen von Substanzwert und Liquidationswert 159
Abb. 24: Bewertung betrieblichen Vermögens nach altem und neuem Recht im Vergleich 168
Abb. 25: Anteilswertermittlung bei nicht-börsennotierten Kapitalgesellschaften 177
Abb. 26: Anteilswertermittlung bei Personengesellschaften 180
Abb. 27: Paketzuschlag 185
Abb. 28: Anwendungsbereich des vereinfachten Ertragswertverfahrens 198
Abb. 29: Prüfschema zur Anwendbarkeit des vereinfachten Ertragswertverfahrens 201

Abb. 30: Grundstruktur der Wertermittlung im vereinfachten Ertragswertverfahren 209
Abb. 31: Reihenfolge der Bewertung im vereinfachten Ertragswertverfahren 210
Abb. 32: Verweisstruktur zur Ermittlung des zukünftigen Jahresertrags 218
Abb. 33: Hinzurechnungen und Kürzungen nach § 202 BewG 219
Abb. 34: Maßgeblicher Ermittlungszeitraum im vereinfachten Ertragswertverfahren 231
Abb. 35: Ermittlung des Durchschnittsertrags 233
Abb. 36: Basiszins im vereinfachten Ertragswertverfahren 237
Abb. 37: Kapitalisierungsfaktor im vereinfachten Ertragswertverfahren 239
Abb. 38: Synopse I – Grundlegende Bewertungskonzeption 251
Abb. 39: Synopse II – Aussonderung bestimmter Vermögenswerte 253
Abb. 40: Bewertung von Beteiligungen im vereinfachten Ertragswertverfahren 258
Abb. 41: Möglichkeiten zur Bewertung von Beteiligungen 260
Abb. 42: Bewertung von „jungen Wirtschaftsgütern“ 265
Abb. 43: Synopse III – Erfolgsgröße 267
Abb. 44: Vergangenheitsorientierte Ermittlung des zukünftigen Jahresertrags 270
Abb. 45: Ertragswertermittlung auf Basis von Cash Flows und Jahresüberschüssen I 279
Abb. 46: Ertragswertermittlung auf Basis von Cash Flows und Jahresüberschüssen II 282
Abb. 47: Ertragswertermittlung auf Basis von Cash Flows und Jahresüberschüssen III 284
Abb. 48: Unternehmenswertermittlung auf Basis buchhalterischer Erträge und Zinskorrektur 285
Abb. 49: Gewichtung von Betriebsergebnissen zur Abbildung von Wachstumstrends 295
Abb. 50: Vollausschüttungshypothese vs. tatsächliche Ausschüttungsquote 301
Abb. 51: Verzinsung thesaurierter Erträge, Ausschüttungsquote und Unternehmenswert 302
Abb. 52: Einfluss der Erträge aus der Restwertphase auf den Unternehmenswert 305
Abb. 53: Synopse IV – Kapitalisierungszinssatz 310
Abb. 54: Ableitung von laufzeitabhängigen Zero Bond-Renditen nach Svensson 316
Abb. 55: Umrechnung stetiger in diskrete Zinsen 317
Abb. 56: Ermittlung des Einheitszins 320
Abb. 57: Ermittlung der Zinsstrukturkurve nach der Methode der Deutschen Bundesbank 323
Abb. 58: Ermittlung der aus der Zinsstruktur abgeleiteten Renditen von Kuponanleihen 325
Abb. 59: Ermittlung des Basiszinses nach § 203 BewG 326
Abb. 60: Konzeptionen zur Ermittlung des Basiszinssatzes 328
Abb. 61: Basiszins nach § 203 BewG im Jahresverlauf 334

Abb. 62: Abweichung im Basiszins und resultierende Fehlbewertung 335
Abb. 63: Kapitalisierungszinssatz im CAPM und im vereinfachten Ertragswertverfahren .. 346
Abb. 64: Ausgewählte empirische Studien zur Bestimmung der Marktrisikoprämie..... 350
Abb. 65: Marktrisikoprämie im Halbeinkünfteverfahren 354
Abb. 66: Beta-Faktoren der DAX 30-Unternehmen 357
Abb. 67: Über- / Unterbewertung durch Fixierung des Beta-Faktor auf 1,0 359
Abb. 68: Eigenkapitalkosten eines verschuldeten Unternehmens nach Modigliani/Miller ... 360
Abb. 69: Anpassung des Beta-Faktors mittels „unlevering“ und „relevering“..... 362
Abb. 70: Über- / Unterbewertung durch Annahme des pauschalen Kapitalstrukturrisikos ... 364
Abb. 71: Unternehmensbewertung unter Einbezug persönlicher Steuern im Zeitablauf..... 373
Abb. 72: Berücksichtigung von Steuern in der Unternehmensbewertung 375
Abb. 73: Unternehmenswert vor und nach Steuern 378
Abb. 74: Unternehmenswert vor persönlichen Steuern unter Annahme der Vollausschüttung 381
Abb. 75: Unternehmenswert vor persönlichen Steuern unter Berücksichtigung der Ausschüttungsquote..... 382
Abb. 76: Unternehmenswert nach persönlichen Steuern unter Annahme der Vollausschüttung 388
Abb. 77: Unternehmenswert nach persönlichen Steuern unter Berücksichtigung der Ausschüttungsquote..... 390
Abb. 78: Unternehmenswert nach persönlichen Steuern bei äquivalenter Realisationsfrequenz 392
Abb. 79: Berücksichtigung oder Nicht-Berücksichtigung von Steuern 394
Abb. 80: Steuerberücksichtigung im vereinfachten Ertragswertverfahren 395
Abb. 81: Berücksichtigung von Unternehmensteuern im vereinfachten Ertragswertverfahren 397
Abb. 82: Besteuerung der Rechtsformen „Kapitalgesellschaft“ und „Personengesellschaft“ 402
Abb. 83: Typisierte Besteuerung der Rechtsformen „Kapitalgesellschaft“ und „Personengesellschaft“ 403
Abb. 84: Mögliche Steuerbelastungen bei Personengesellschaften 404
Abb. 85: Berücksichtigung von persönlichen Steuern bei der Bewertung einer Personengesellschaft I 406
Abb. 86: Berücksichtigung von persönlichen Steuern bei der Bewertung einer Personengesellschaft II..... 407

Abb. 87: Berücksichtigung von persönlichen Steuern bei der Bewertung einer Personengesellschaft III 408
Abb. 88: Empirischer Zusammenhang von Unternehmensgröße und Risikozuschlag 414
Abb. 89: Empirischer Zusammenhang von Verschuldungsgrad und Risikozuschlag 417
Abb. 90: Kapitalisierungszinssatz im CAPM mit „size-Prämie“ 418
Abb. 91: Beta-Faktor und Total Beta-Faktor 421
Abb. 92: Zuschlag für unsystematisches Risiko 422
Abb. 93: Ermittlung des Risikozuschlags bei kleinen und mittleren Unternehmen 436
Abb. 94: Ermittlung des Unternehmenswerts im vereinfachten Ertragswertverfahren und nach IDW S 1 440
Abb. 95: Interpretation der Differenz zwischen den Unternehmenswerten 441
Abb. 96: Systematische Überbewertung im vereinfachten Ertragswertverfahren 443
Abb. 97: Ursachen für Fehlbewertungen im vereinfachten Ertragswertverfahren 448
Abb. 98: Kapitalisierungsfaktor und Multiplikator im Vergleich 453
Abb. 99: Vergleich des Kapitalisierungsfaktors im vEWV mit den DAX 30-KGV 455
Abb. 100: Vergleich des Kapitalisierungsfaktors im vEWV mit den SDAX-KGV 456
Abb. 101: Kapitalisierungsfaktoren im vEWV und DAX 30-KGV im Zeitvergleich 457
Abb. 102: CDAX-KGV nach Branchen 459
Abb. 103: Ableitung impliziter Kapitalisierungsfaktoren aus EBIT-Multiples 460
Abb. 104: EBIT-Multiples und implizite Kapitalisierungsfaktoren nach Branchen 461
Abb. 105: Kapitalisierungsfaktoren im vEWV und implizite KF im Zeitvergleich 463
Abb. 106: Offensichtlich unzutreffendes Ergebnis 469
Abb. 107: Nicht-Berücksichtigung von Indiz-Werten bei der Unternehmenswert-Feststellung 472
Abb. 108: Überbewertung im vereinfachten Ertragswertverfahren 480
Abb. 109: Schwankung im Unternehmenswert in Abhängigkeit von den Parametern des Zinssatzes 493
Abb. 110: Einbezug der Bewertungsparameter in die einfache Ertragswertmethode 495
Abb. 111: Berechnung des Basiszinses im vereinfachten Ertragswertverfahren 2012 503
Abb. 112: Berechnung des Einheitszinses in der einfachen Ertragswertmethode 2012 504
Abb. 113: Berechnung des Einheitszinses in der einfachen Ertragswertmethode 2015 505
Abb. 114: Basiszins versus Einheitszins 505
Abb. 115: Vom CAPM zum Tax-CAPM unter Geltung des Halbeinkünfteverfahrens 511

Abb. 116: Marktrisikoprämie und Nettorenditeforderung unter Geltung des Halbeinkünfteverfahrens 512

Abb. 117: Tax-CAPM unter Geltung des Halbeinkünfteverfahrens und der Abgeltungssteuer 513

Abb. 118: Ableitung von Marktrisikoprämien im System der Abgeltungssteuer (Hypothese I) 514

Abb. 119: Marktrisikoprämie im System von Halbeinkünfteverfahren und Abgeltungsteuer 514

Abb. 120: Ableitung von Marktrisikoprämien im System der Abgeltungssteuer (Hypothese II) 516

Abb. 121: Ableitung von Marktrisikoprämien im System der Abgeltungssteuer (Hypothese III) 517

Abb. 122: Anpassung der Marktrisikoprämie auf das System der Abgeltungsteuer 518

Abb. 123: Konsistenz der ermittelten Marktrisikoprämien 520

Abb. 124: Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in Abhängigkeit vom Basiszinssatz 521

Abb. 125: Beta-Faktor / Total Beta-Faktor der DAXsectors (CDAX), Januar 2012 523

Abb. 126: Total-Beta-Faktor levered / unlevered der DAXsectors (CDAX), Januar 2012 ... 526

Abb. 127: “relevered” Total Beta-Faktor in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad 528

Abb. 128: Ermittlung des Kapitalisierungsfaktors in der einfachen Ertragswertmethode 530

Abb. 129: Unternehmensbewertung mittels der einfachen Ertragswertmethode 531

Abb. 130: Ertragswertermittlung im Vergleich 532

Abb. 131: Bewertungsvorschriften im vEWV / in der eEWM / nach IDW S 1 im Vergleich 535

Abb. 132: Ableitung der Ausgangsdaten aus dem Beispielfall der „ERBE-GmbH“ 540

Abb. 133: Plausibilitätsüberprüfung der Ergebnisse durch Vergleich mit Marktwerten 541

Abb. 134: Eigenkapitalquote und Verschuldungsgrad kleiner und mittlerer Unternehmen .. 542

Abb. 135: Plausibilitätsüberprüfung für unterschiedliche Verschuldungsgrade 543

Abb. 136: Matching der Branchenbezeichnungen 544

Abb. 137: Plausibilitätsüberprüfung für unterschiedliche Branchen 545

Abb. 138: Plausibilitätsüberprüfung in der Gesamtbetrachtung 547

Abb. 139: Unternehmenswert in der Bandbreite der Marktwerte 549

Abb. 140: Plausibilitätsüberprüfung in der Gesamtbetrachtung (Bandbreite ± 10 %) 551

Abb. 141: Matrix der Kapitalisierungsfaktoren in der einfachen Ertragswertmethode 554

Abb. 142: Systematisierung der Anlässe für Unternehmensbewertungen 569

Abb. 143: Konzeptionen von Gesamtbewertungs-, Einzelbewertungs- und Mischverfahren 570

Abb. 144: Konzeptionen von Zukunftserfolgswert- und Vergleichswertverfahren 571

Abb. 145: Konzeptionen von Liquidationswert- und Substanzwertverfahren 572

Abb. 146: Überführung eines (einfachen) Übergewinnverfahrens in ein Ertragswertverfahren 573

Abb. 147: Bewertung einer Arztpraxis 573

Abb. 148: Hinweise im Anwendungserlass zu § 202 BewG (Betriebsergebnis) 574

Abb. 149: Wertbeitrag des Tax Amortization Benefit 575

Abb. 150: Möglichkeiten zur Erfassung der Steuerbelastung bei äquivalenter Realisationsfrequenz 578

Abb. 151: Einfachheit des Einbezugs von Parametern in das Bewertungskalkül 581

Abb. 152: Parameter Svensson-Methode 582

Abb. 153: Einfache Ertragswertmethode: Unternehmenswerte 583

Abb. 154: Multiplikatorverfahren: Bandbreite der Marktwerte 584

Abb. 155: Multiplikatorverfahren: Bandbreite der Marktwerte ± 10 % 585

Beispielverzeichnis

Beispiel 1: Kennzahlen der „ERBE-Unternehmung“ 78
Beispiel 2: Bilanz der „ERBE-Unternehmung“ 78
Beispiel 3: Gewinn- und Verlustrechnung der „ERBE-Unternehmung“ 79
Beispiel 4: Bewertung der „ERBE-AG“ nach altem Recht 87
Beispiel 5: Bewertung der „ERBE-GmbH“ nach altem Recht (Ableitung aus Verkäufen) 88
Beispiel 6: Bewertung der „ERBE-GmbH“ nach altem Recht (Stuttgarter Verfahren) 93
Beispiel 7: Bewertung der „ERBE-OHG“ nach altem Recht 96
Beispiel 8: Bewertung der „ERBE-GmbH“ nach neuem Recht (Ertragswertverfahren)..... 140
Beispiel 9: Bewertung der „ERBE-GmbH“ nach neuem Recht (Vergleichswertverfahren) . 141
Beispiel 10: Bewertung der „ERBE-GmbH“ nach neuem Recht (Substanzwert) 154
Beispiel 11: Bewertung der „ERBE-GmbH“ nach neuem Recht (Liquidationswert) 161
Beispiel 12: Belastung der „ERBE-Unternehmung“ mit Erbschaftsteuer 173
Beispiel 13: Ableitung des Werts eines Anteils an der „ERBE-GmbH“ 178
Beispiel 14: Ableitung des Werts eines Anteils an der „ERBE-OHG“ 182
Beispiel 15: Paketzuschlag bei der Ermittlung des Werts von Anteilen an der „ERBE-AG“ 188
Beispiel 16: Vereinfachtes Ertragswertverfahren – Auszusonderndes Vermögen 216
Beispiel 17: Vereinfachtes Ertragswertverfahren – Ableitung des Betriebsergebnisses 227
Beispiel 18: Vereinfachtes Ertragswertverfahren – Ermittlung des Durchschnittsertrags..... 234
Beispiel 19: Vereinfachtes Ertragswertverfahren – Ermittlung des Unternehmenswerts..... 239
Beispiel 20: Bewertung der „ERBE-GmbH“ im vereinfachten Ertragswertverfahren 240
Beispiel 21: Vereinfachtes Ertragswertverfahren – Rechtsformneutralität..... 245

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
Abschr.	Abschreibung
Abw.	Abweichung
AEBew	Anwendungserlass Bewertung
aF.	alter Fassung
AG	Aktiengesellschaft
AHK	Anschaffungs- oder Herstellungskosten
AktG	Aktiengesetz
AKU	Arbeitskreis Unternehmensbewertung
Alt.	Alternative
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
AntBewR	Anteilsbewertungsrichtlinien
AntBVBewV	Anteils- und Betriebsvermögensbewertungsverordnung
AO	Abgabenordnung
APV	Adjusted Present Value
arithm.	arithmetisch
Art.	Artikel
AWH	Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk
Az.	Aktenzeichen
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BBEV	BeraterBrief Erben und Vermögen (Zeitschrift)
BBD	Bundesverband der Dienstleistungsunternehmen
BDI	Bundesverband der deutschen Industrie e.V.
Bet.	Beteiligung
BewG	Bewertungsgesetz
BewP	BewertungsPraktiker (Zeitschrift)

BFH	Bundesfinanzhof
BFH/NV	o.N. (Zeitschrift, *enthält alle aktuellen amtlich veröffentlichten und nicht veröffentlichten Entscheidungen des Bundesfinanzhofs*)
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMG	Bemessungsgrundlage
BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
BRZ	Zeitschrift für Bilanzierung und Rechnungswesen
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT-Drucks.	Bundestag-Drucksache
BV	Betriebsvermögen
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVR	Business Valuation Review (Zeitschrift)
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise

ca.	circa
Cap	Capital
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CCA	Comparable Company Approach
CCF	Capital Cash Flow
CDAX	Composite DAX
CDU	Christlich Demokratische Union
CEO	Chief Executive Officer
CF	Cash Flow
CSU	Christlich Soziale Union

DAX ..... Deutscher Aktienindex

DB ..... Der Betrieb (Zeitschrift)

DBW ..... Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)

DCF ..... Discounted Cash Flow

d.h. ..... das heißt

DM ..... Deutsche Mark

DSGV ..... Deutscher Sparkassen- und Giroverband

DStR ..... Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)

DStV ..... Deutscher Steuerberaterverband e.V.

DStZ ..... Deutsche Steuer-Zeitung

DVFA ..... Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.

EAT ..... Earnings after taxes

EBIT ..... Earnings before interest and taxes

EBITDA ..... Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

EBT ..... Earnings before taxes

EDV ..... Elektronische Datenverarbeitung

eEWM ..... einfache Ertragswertmethode

EFM ..... European Financial Management (Zeitschrift)

EK ..... Eigenkapital

ErbStB ..... Der Erbschaft-Steuer-Berater (Zeitschrift)

ErbStG ..... Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetz

ErbStR ..... Erbschaftsteuer-Richtlinien

ErbStRG ..... Erbschaftsteuerreformgesetz

ESt ..... Einkommensteuer

EStDV ..... Einkommensteuer-Durchführungsverordnung

EStG ..... Einkommensteuergesetz

etc. ..... et cetera, und weitere

EUR ..... Euro

e.V. ..... eingetragener Verein

EVA ..... Economic Value Added

EW ..... Erwartungswert

EZB ..... Europäische Zentralbank

f. ..... folgende

FAUB ..... Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft

FB ..... Finanz Betrieb (Zeitschrift)

ff. ..... fortfolgende

FG ..... Finanzgericht

FK ..... Fremdkapital

FM ..... Financial Management (Zeitschrift)

Fn. ..... Fußnote

FN-IDW ..... Fachnachrichten Institut der Wirtschaftsprüfer (Zeitschrift)

FR ..... Finanz-Rundschau Ertragsteuerrecht (Zeitschrift)

GbR ..... Gesellschaft bürgerlichen Rechts

GE ..... Geldeinheit(en)

gem. ..... gemäß

geom. ..... geometrisch

GewSt ..... Gewerbesteuer

GewStG ..... Gewerbesteuergesetz

GG ..... Grundgesetz

ggü. ..... gegenüber

GmbH ..... Gesellschaft mit beschränkter Haftung

GmbHG ..... Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung

GmbHR ..... GmbH-Rundschau (Zeitschrift)

gmdl. ..... gemeindlicher

GP ..... Grenzpreis

GuV ..... Gewinn- und Verlustrechnung

Herv. d. Verf. ..... Hervorhebung(en) durch Verfasser
HFA ..... Hauptfachausschuss
HFR ..... Höchstrichterliche Finanzrechtsprechung (Zeitschrift)
HGB ..... Handelsgesetzbuch
Hrsg. ..... Herausgeber

IASB ..... International Accounting Standards Board
I/B/E/S ..... Institutional Brokers` Estimate System
idF. ..... in der Fassung
IDW ..... Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1 ..... Institut der Wirtschaftsprüfer Standard 1
ieS. ..... im engeren Sinn
IfM ..... Institut für Mittelstandsforschung Bonn
IFRS ..... International Financial Reporting Standard(s)
iHv. ..... in Höhe von
indiv. ..... individueller
inkl. ..... inklusive
iSd. ..... im Sinn des
iStR ..... Internationales Steuerrecht
iVm. ..... in Verbindung mit
IWF ..... Internationaler Währungsfonds
iwS. ..... im weiteren Sinn

JASA ..... Journal of the American Statistical Association (Zeitschrift)
JFAQ ..... Journal of Financial and Quantitative Analysis (Zeitschrift)
JoF ..... Journal of Finance (Zeitschrift)
JURA ..... Juristische Ausbildung (Zeitschrift)
JÜ ..... Jahresüberschuss
JZ ..... JuristenZeitung

Kap.-Faktor ..... Kapitalisierungsfaktor
KapG ..... Kapitalgesellschaft
Kap.-Zins ..... Kapitalisierungszins
KF ..... Kapitalisierungsfaktor
KG ..... Kommanditgesellschaft
KGaA ..... Kommanditgesellschaft auf Aktien
KGV ..... Kurs-Gewinn-Verhältnis
KMU ..... Kleine und mittlere Unternehmen
KÖSDI ..... Kölner Steuerdialog (Zeitschrift)
KSt ..... Körperschaftsteuer
KStG ..... Körperschaftsteuergesetz

lfd. ..... laufendes
LG ..... Landgericht
Lifo ..... Last-in-first-out (Verbrauchs- / Veräußerungsfolgefiktion)
LuL. ..... Lieferung und Leistung

M&A ..... Mergers & Acquisitions
max. ..... maximale
Mio. ..... Millionen
mittl. ..... mittlere
MP ..... Marktpreis
Mrd. ..... Milliarden
MRP ..... Marktrisikoprämie
MU ..... Mutterunternehmung

n.a. ..... not available
NBER ..... National Bureau of Economic Research
NJW ..... Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
Nr. ..... Nummer

NRF ..... Nettorenditeforderung

NWB ..... Neue Wirtschafts-Briefe, Steuer- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)

NWB-BB ..... Betriebswirtschaftliche Beratung (Zeitschrift)

OFD ..... Oberfinanzdirektion

OHG ..... Offene Handelsgesellschaft

OLG ..... Oberlandesgericht

o.N. ..... ohne Nennung

p.a. ..... per annum, pro Jahr

PV ..... Privatvermögen

rd. ..... rund

REXP ..... Deutscher Rentenindex (Performance)

RIM ..... Residual Income Model

RWZ ..... Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen

Rz. ..... Randziffer

S. ..... Seite (n)

SÄ ..... Sicherheitsäquivalent

SDAX ..... Small Cap DAX

SE ..... Societas Europaea, Europäische Aktiengesellschaft

SG ..... Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.

SME ..... Small and Medium sized Enterprises

SolZ ..... Solidaritätszuschlag

SPD ..... Sozialdemokratische Partei Deutschlands

S:R ..... Status:Recht (Zeitschrift)

ST ..... Der Schweizer Treuhänder (Zeitschrift)

StB ..... Der Steuerberater (Zeitschrift)

Stbg	Die Steuerberatung (Zeitschrift)
StC	SteuerConsultant (Zeitschrift)
Strips	Seperate Trading of Registered Interest and Principal Securities
StuB	Unternehmensteuern und Bilanzen (Zeitschrift)
StuW	Steuer und Wirtschaft (Zeitschrift)
SV	Sozialversicherung
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
Tax-CAPM	Tax-Capital Asset Pricing Model
TCF	Total Cash Flow
TEV	Teileinkünfteverfahren
TU	Tochterunternehmung
u.a.	und andere
UBg	Die Unternehmensbesteuerung (Zeitschrift)
UE	Umsatzerlöse
UW	Unternehmenswert
US-	United States (of America)-
Verbindlichk.	Verbindlichkeiten
vEWV	vereinfachtes Ertragswertverfahren
vgl.	vergleiche
v.H.	von Hundert
VStR	Vermögensteuer-Richtlinien
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
WISU	das wirtschaftsstudium (Zeitschrift)
WP	Wirtschaftsprüfer
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)

z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEV	Zeitschrift für Erbrecht und Vermögensnachfolge
ZEW	Zukunftserfolgswert
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
zJ	zukünftiger Jahresertrag
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZSteu	Zeitschrift für Steuern & Recht

Symbolverzeichnis

Ø ..... Durchschnitt

$Ø^{gew}$ ..... gewichteter Durchschnitt

€ ..... Euro

T€ ..... Tausend Euro

& ..... und

§ ..... Paragraph

§§ ..... Paragraphen

✓ ..... positive Plausibilität

X_{Unter} ..... negative Plausibilität (Unterbewertung)

$X_{Über}$ ..... negative Plausibilität (Überbewertung)

% ..... Prozent

β ..... Beta-Faktor

β_B ..... Beta-Faktor der Branche

β_i ..... Beta-Faktor des Unternehmens

β_i^u ..... unternehmensspezifischer Beta-Faktor bei Eigenfinanzierung

β_i^v ..... unternehmensspezifischer Beta-Faktor bei Verschuldung

$\beta_{levered}$ ..... Beta-Faktor bei Verschuldung

β_M ..... Beta-Faktor des Marktportfolio

β_p^v ..... pauschaler Beta-Faktor bei Verschuldung

$\beta_{relevered}$ ..... Beta-Faktor, an Verschuldung angepasst

B_U ..... Bezugsgröße beim zu bewertenden Unternehmen

$\beta_{unlevered}$ ..... Beta-Faktor bei Eigenfinanzierung

B_V ..... Bezugsgröße beim Vergleichsunternehmen

$BW_{JÜ}$ ..... Barwert auf Basis des zinskorrigierten Jahresüberschusses

β_0 / β_1 / β_2 / β_3 ..... Parameter der Svensson-Methode

CF^{-A} ..... Auszahlung

CF^{+E} ..... Einzahlung

D ..... Dividende

d ..... Dividendenrendite des Marktportfolio

E ..... Ertrag

e ..... erwartet

E_{nSt} ..... Erwartungswert nach Steuern

E_{vSt} ..... Erwartungswert vor Steuern

GP_K ..... Grenzpreis des Käufers

GP_V ..... Grenzpreis des Verkäufers

i ..... Zinssatz

i_B ..... Basiszins

i_d ..... diskreter Zins

i_E ..... Einheitszins

i_{npSt} ..... sicherer Zins nach persönlichen Steuern

i_{nSt} ..... Zinssatz nach Steuern

$i_{SR(t)}$ ..... laufzeitspezifische Spot Rate

i_{vpSt} ..... sicherer Zins vor persönlichen Steuern

i_{vSt} ..... Zinssatz vor Steuern

K ..... Kursgewinn

k ..... Kursgewinnrendite des Marktportfolio

μ_F ..... risikoloser Basiszinssatz

μ_i ..... unternehmensspezifischer Kapitalisierungszinssatz

μ_M ..... Rendite des Marktportfolio

MRP_{npSt} ..... Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern

MRP_{vpSt} ..... Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern

P ..... Preis

P_D ..... Preis in dominierten Situationen

P_T ..... Preis bei erfolgter Transaktion

q ..... Ausschüttungsquote

r_{abg} ..... aus der Zinsstruktur abgeleitete Rendite

r_{EK}^{u} ..... Eigenkapitalrendite des unverschuldeten Unternehmens

r_{EK}^{v} ..... Eigenkapitalrendite des verschuldeten Unternehmens

r_{FK} ..... Fremdkapitalkosten

$\rho_{i,M}$ ..... Korrelation der Standardabweichungen der Renditen des Unternehmens und des Marktportfolio

$r_{j,npSt}$ ..... Rendite des Unternehmens nach persönlichen Steuern

$r_{j,npSt}^{w*}$ ..... wachstumsangepasster Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Steuern

$r_{j,vpSt}$ ..... Rendite des Unternehmens vor persönlichen Steuern

$r_{M,npSt}$ ..... Rendite des Marktportfolio nach persönlichen Steuern

$r_{M,vpSt}$ ..... Rendite des Marktportfolio vor persönlichen Steuern

R_{nSt} ..... Betrag der ewigen Rente nach Steuern

R_{vSt} ..... Betrag der ewigen Rente vor Steuern

s ..... Steuersatz

s_A ..... Steuersatz der Abgeltungsteuer

s_E ..... Steuersatz der Einkommensteuer

σ_i ..... Standardabweichung der Rendite des Unternehmens

s_K ..... Steuersatz auf Kursgewinne

s_K^{eff} ..... effektiver Steuersatz auf Kursgewinne

σ_M ..... Standardabweichung der Rendite des Marktportfolio

T,t ..... Laufzeit, Zeitpunkt

$T\text{-}\beta_{levered}$ ..... Total Beta-Faktor bei Verschuldung

$T\text{-}\beta_{relevered}$ ..... Total Beta-Faktor, an Verschuldung angepasst

$T\text{-}\beta_{unlevered}$ ..... Total Beta-Faktor bei Eigenfinanzierung

τ_1, τ_2 ..... Parameter der Svensson-Methode

UW_{CF} ..... Unternehmenswert auf Basis des Cash Flow

$UW_{JÜ}$ ..... Unternehmenswert auf Basis des Jahresüberschusses

$UW_{JÜ*}$ ..... Unternehmenswert auf Basis des zinskorrigierten Jahresüberschusses

UW_{nSt} ..... Unternehmenswert nach Steuern

UW_{U} ..... Unbekannter Unternehmenswert

UW_{vSt} ..... Unternehmenswert vor Steuern

V ..... Verschuldungsgrad

V_B ..... branchenspezifischer Verschuldungsgrad

V_{bil} ..... bilanzieller Verschuldungsgrad

V_i ..... unternehmensspezifischer Verschuldungsgrad

V_{markt} ..... Verschuldungsgrad des Unternehmens zu Marktwerten

w ..... Wachstumsrate

z_i ..... unternehmensspezifischer Risikozuschlag

z_i^{size} ..... size-Prämie für das Unternehmen

z_p ..... pauschaler Zuschlag

z_P^{size} ..... size-Prämie für das Portfolio

Z_t ..... Zahlung zum Zeitpunkt t

Konvention bezüglich der Darstellung von Zahlungs-, Ertrags- und Bestandsgrößen

Zahlungsgrößen werden ohne Klammern angegeben	100
Ertragsgrößen werden in runden Klammern angegeben	(100)
Bestandsgrößen werden in eckigen Klammern angegeben	[100]