



Ralf Diedrich, Stefan Dierkes

Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung

Kohlhammer

Kohlhammer

Ralf Diedrich
Stefan Dierkes

Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung

1. Auflage

Verlag W. Kohlhammer

1. Auflage 2015

Alle Rechte vorbehalten

© 2015 W. Kohlhammer GmbH Stuttgart

Gesamtherstellung: W. Kohlhammer GmbH, Stuttgart

Print:

ISBN 978-3-17-020038-8

E-Book-Formate:

epub: ISBN 978-3-17-026828-9

mobi: ISBN 978-3-17-026829-6

pdf: ISBN 978-3-17-031588-4

Für den Inhalt abgedruckter oder verlinkter Websites ist ausschließlich der jeweilige Betreiber verantwortlich. Die W. Kohlhammer GmbH hat keinen Einfluss auf die verknüpften Seiten und übernimmt hierfür keinerlei Haftung.

Vorwort

Die Bewertung von Unternehmen gehört zu den theoretisch schwierigsten und praktisch bedeutsamsten Problemen, mit denen sich die Betriebswirtschaftslehre auseinandersetzt. Nicht nur ein fundiertes Wissen auf nahezu allen Gebieten der Betriebswirtschaftslehre ist dafür erforderlich, es werden auch sehr weitreichende Kenntnisse aus den verschiedensten Nachbardisziplinen der Betriebswirtschaftslehre benötigt. Kein Lehrbuch zur Unternehmensbewertung kann daher alle Aspekte des Themas abdecken. Jedem Lehrbuch liegt eine Auswahl als relevant erachteter Inhalte zugrunde, die die Ansichten und Vorlieben der jeweiligen Autoren widerspiegeln. Das aus unserer Sicht Wichtigste zum Thema Unternehmensbewertung haben wir in diesem Lehrbuch wiedergegeben. Dabei mussten viele Aspekte der Unternehmensbewertung unberücksichtigt bleiben, obwohl sie auch unserer Meinung nach bedeutsam sind. Dies gilt etwa für alternative Möglichkeiten, das Preissystem am Kapitalmarkt für Bewertungszwecke nutzbar zu machen, oder für Verfahren, bei denen der Unternehmenswert aus den Präferenzen der jeweiligen Parteien abgeleitet wird. Als Richtschnur für die Auswahl des behandelten Stoffes dienten uns die Praktikabilität und die praktische Relevanz der jeweiligen Verfahren. Wir haben uns bemüht, die wichtigsten in der Bewertungspraxis auftretenden Probleme zu behandeln und hierfür gleichermaßen theoretisch fundierte wie praktikable Lösungen zu präsentieren.

Ein wesentlicher Unterschied zu anderen Lehrbüchern besteht darin, dass die kapitalmarkttheoretischen Grundlagen der Bewertung von Beginn an unter Berücksichtigung eines Systems der persönlichen Besteuerung von Kapitalerträgen entwickelt werden. Die theoretische Grundlegung führt damit direkt auf Nachsteuerrechnungen; Vorsteuerrechnungen geraten in das Blickfeld, wenn von einem entsprechend einfachen Steuersystem ausgegangen wird, oder werden als Instrument zur Vereinfachung von Nachsteuerrechnungen eingeführt. Die theoretischen Zusammenhänge, die Nachsteuerrechnungen in Abhängigkeit von der jeweils angenommenen Finanzierungs politik zugrunde liegen, werden vergleichsweise ausführlich erörtert. Dabei konnten wir nicht durchgängig auf Ausgestaltungshinweise in der Literatur zurückgreifen. An den betreffenden Stellen enthält unser Buch Vorschläge, die über den bisherigen Stand der Literatur hinausgehen. Um der Leserin und dem Leser die Möglichkeit zu geben, sich auf das Wesentliche zu konzentrieren, haben wir die Ausführungen im Text bewusst knapp gehalten. Ergänzende und weiterführende Aspekte aus Theorie und Praxis wurden in Einschübe ausgelagert, die je nach Bedarf und Interesse gelesen werden können. Gleiches gilt für eine Vielzahl von Einzelbeispielen, die der Verdeutlichung der im Text

behandelten theoretischen und praktischen Inhalte dienen. An einer in den Text integrierten, die Darstellung des gesamten Bewertungsprozesses begleitenden Fallstudie wird der Bewertungszusammenhang verdeutlicht.

Der Schwerpunkt der Darstellung liegt auf der Anwendung der Discounted Cash-flow Verfahren. Unser Ziel ist es, die Leserinnen und Leser an die praktische Bewertung von Unternehmen heranzuführen. Eine Möglichkeit dazu besteht darin, dem Aufbau des Buches folgend zunächst die theoretischen Grundlagen zu erarbeiten und anschließend die praktische Vorgehensweise bei der Bewertung zu studieren. Eine andere Möglichkeit ist, zunächst den Anwendungsteil zu lesen und anschließend ausgewählte theoretische Grundlagen nachzuarbeiten. Es spricht auch nichts dagegen, sich zunächst auf Vorsteuerrechnungen zu konzentrieren und je nach Bedarf anschließend Nachsteuerrechnungen zu behandeln. Die beste Vorgehensweise bei der Erschließung des Textes hängt nicht zuletzt von den vorhandenen Vorkenntnissen ab. Wir hoffen, dass das vorliegende Lehrbuch mit diesem Ansatz einschlägige Lehrveranstaltungen in Master- und Promotionsstudiengängen sinnvoll begleiten und in der betrieblichen Praxis gewinnbringend eingesetzt werden kann.

Die Entstehung des Buches wurde durch Diskussionen und Gespräche mit Praktikerinnen und Praktikern, Kolleginnen und Kollegen sowie Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern auf Tagungen oder Seminaren oder einfach nur beim Mittagessen befördert. Gerade die informellen Gespräche haben in besonderer Weise zum Gelingen des Projektes beigetragen. Für die Bereitschaft, mit uns zu diskutieren, die kritische Durchsicht einzelner Textteile und die Hilfe bei der redaktionellen Bearbeitung möchten wir allen Beteiligten, insbesondere Herrn M. Sc. Christian Große, Herrn Dr. Hans-Christian Gröger, Frau Dipl.-Oec. Evelyn Raths, Herrn Dr. Ulrich Schäfer, Frau Dr. Ulrike Schirmer und Frau M. A. Carolin Stier von Herzen danken.

Leipzig und Göttingen, Oktober 2014

Ralf Diedrich, Stefan Dierkes

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----------|
| Vorwort | 5 |
| Verzeichnis der wichtigsten Symbole | 11 |
| Abbildungsverzeichnis | 14 |
| Tabellenverzeichnis | 15 |
| Abkürzungsverzeichnis | 17 |
| Verzeichnis der Theorie- und Praxiseinschübe | 20 |
| Verzeichnis der Einschübe mit Beispielen | 22 |
| 1 Anlässe, Zwecke und Verfahren der Unternehmensbewertung | 23 |
| 1.1 Anlässe der Unternehmensbewertung | 23 |
| 1.2 Zwecke der Unternehmensbewertung | 25 |
| 1.3 Verfahren der Unternehmensbewertung | 28 |
| Literatur zu Kapitel 1 | 32 |
| 2 Kapitalmarkttheoretische Grundlagen der Unternehmensbewertung | 34 |
| 2.1 Zahlungsströme als Bewertungsobjekt | 34 |
| 2.2 Unternehmensbewertung bei vollkommenem und vollständigem Kapitalmarkt | 38 |
| 2.2.1 Charakteristika eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarktes | 38 |
| 2.2.2 Der Marktwert von Zahlungsströmen bei vollkommenem und vollständigem Kapitalmarkt | 45 |
| 2.2.3 Kapitalkostensätze als Wertmaßstab | 48 |
| 2.3 Das Capital Asset Pricing Model | 56 |
| 2.3.1 Einperiodenfall | 56 |
| 2.3.2 Mehrperiodenfall | 64 |
| Literatur zu den Kapiteln 2.1 bis 2.3 | 71 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| 2.4 | Der Einfluss der Kapitalstruktur auf den Marktwert und die Kapitalkostensätze von Unternehmen | 74 |
| 2.4.1 | Annahmen bezüglich der Finanzierung | 74 |
| 2.4.2 | Vorsteuerrechnung ohne Berücksichtigung einer Unternehmensteuer | 76 |
| 2.4.3 | Vor- und Nachsteuerrechnung unter Berücksichtigung einer Unternehmensteuer | 84 |
| 2.4.3.1 | Annahmen bezüglich der Unternehmensteuer | 84 |
| 2.4.3.2 | Vorsteuerrechnung | 85 |
| 2.4.3.2.1 | Autonome Finanzierung | 85 |
| 2.4.3.2.2 | Wertabhängige Finanzierung | 91 |
| 2.4.3.2.3 | Vergleich autonomer und wertabhängiger Finanzierung | 99 |
| 2.4.3.3 | Nachsteuerrechnung | 105 |
| 2.4.3.3.1 | Die Bewertung eines unverschuldeten Unternehmens | 105 |
| 2.4.3.3.2 | Autonome Finanzierung | 109 |
| 2.4.3.3.3 | Wertabhängige Finanzierung | 116 |
| 2.4.3.3.4 | Vergleich autonomer und wertabhängiger Finanzierung | 125 |
| | Literatur zu Kapitel 2.4 | 128 |
| 3 | Grundlegende Charakterisierung der Discounted Cashflow Verfahren | 131 |
| | Cashflow Verfahren | 131 |
| 3.1 | Systematisierung der Discounted Cashflow Verfahren | 131 |
| 3.2 | Das Free Cashflow Verfahren | 133 |
| 3.3 | Das Total Cashflow Verfahren | 136 |
| 3.4 | Das Adjusted Present Value Verfahren | 139 |
| 3.5 | Das Flow to Equity Verfahren | 143 |
| 3.6 | Gegenüberstellung der Discounted Cashflow Verfahren | 147 |
| | Literatur zu Kapitel 3 | 149 |
| 4 | Anwendung der Discounted Cashflow Verfahren | 151 |
| 4.1 | Der Ablauf einer Unternehmensbewertung im Überblick | 151 |
| 4.2 | Klärung der Bewertungsaufgabe | 153 |
| 4.3 | Erhebung und Aufbereitung von Informationen | 160 |
| 4.3.1 | Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen | 160 |
| 4.3.2 | Steuerliche Grundlagen | 163 |
| 4.3.2.1 | Steuerliche Rahmenbedingungen in Deutschland | 163 |
| 4.3.2.2 | Teilsteuerrechnung | 173 |
| 4.3.2.3 | Berücksichtigung der Regelungen des Steuerrechts bei der Unternehmensbewertung | 180 |
| 4.3.3 | Analyse der Wettbewerbssituation des Unternehmens | 183 |

| | | |
|---------|---|-----|
| 4.3.3.1 | Analyse der allgemeinen Unternehmensumwelt ... | 183 |
| 4.3.3.2 | Branchenanalyse und strategische Positionierung der Branchenunternehmen | 185 |
| 4.3.3.3 | Wettbewerbsvor- und -nachteile des Unternehmens | 192 |
| 4.3.3.4 | Konkurrentenanalyse | 194 |
| 4.3.4 | Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragsentwicklung | 196 |
| | Literatur zu den Kapiteln 4.1 bis 4.3 | 211 |
| 4.4 | Prognose des freien Cashflows | 214 |
| 4.4.1 | Komponenten des freien Cashflows | 214 |
| 4.4.2 | Prognose des freien Cashflows in der Detailprognosephase | 226 |
| 4.4.3 | Prognose der Entwicklung des freien Cashflows in der Rentenphase | 237 |
| | Literatur zu Kapitel 4.4 | 247 |
| 4.5 | Ermittlung der Kapitalkostensätze | 249 |
| 4.5.1 | Grundlegende Zusammenhänge | 249 |
| 4.5.2 | Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes | 252 |
| 4.5.2.1 | Das Capital Asset Pricing Model als Grundlage | 252 |
| 4.5.2.2 | Bestimmung des risikolosen Zinssatzes | 255 |
| 4.5.2.3 | Bestimmung der Marktrisikoprämie | 260 |
| 4.5.2.4 | Bestimmung von Betafaktoren | 266 |
| 4.5.2.5 | Anpassungen im Hinblick auf die Finanzierung | 280 |
| 4.5.3 | Ermittlung der Fremdkapitalkostensätze | 290 |
| 4.5.3.1 | Fremdkapitalkostensatz versus Fremdkapitalzinssatz | 290 |
| 4.5.3.2 | Der Fremdkapitalzinssatz bei langfristigem Fremdkapital | 297 |
| 4.5.3.3 | Der Fremdkapitalzinssatz bei kurzfristigem Fremdkapital | 301 |
| 4.5.3.4 | Der Fremdkapitalkostensatz als Instrument zur Berücksichtigung fremdfinanzierungsbedingter Steuervorteile | 302 |
| | Literatur zu Kapitel 4.5 | 307 |
| 4.6 | Bestimmung des Unternehmenswertes | 311 |
| 4.6.1 | Vorgehensweise | 311 |
| 4.6.2 | Vorsteuerrechnung | 313 |
| 4.6.2.1 | Das Free Cashflow Verfahren bei wertabhängiger Finanzierung | 313 |
| 4.6.2.2 | Das Adjusted Present Value Verfahren bei autonomer Finanzierung | 323 |

| | | |
|----------|--|------------|
| 4.6.2.3 | Die Kombination von Discounted Cashflow Verfahren bei gemischter Finanzierungspolitik | 330 |
| 4.6.3 | Nachsteuerrechnung | 334 |
| 4.6.3.1 | Das Free Cashflow Verfahren bei wertabhängiger Finanzierung | 334 |
| 4.6.3.2 | Das Adjusted Present Value Verfahren bei autonomer Finanzierung | 342 |
| 4.6.3.3 | Die Kombination von Discounted Cashflow Verfahren bei gemischter Finanzierungspolitik | 349 |
| 4.6.3.4 | Zur Diskussion über »präferenzabhängige« Unternehmenswerte | 352 |
| 4.6.4. | Der Marktwert des Fremdkapitals und der Marktwert des Eigenkapitals | 354 |
| 4.7 | Plausibilitätsprüfung | 360 |
| | Literatur zu den Kapiteln 4.6 und 4.7 | 371 |
| 5 | Fazit | 375 |
| | Literaturverzeichnis | 381 |
| | Stichwortverzeichnis | 425 |

Verzeichnis der wichtigsten Symbole

| | |
|--------|---|
| BE | Buchwert des Eigenkapitals (Book Value Equity) |
| BD | Buchwert des Fremdkapitals (Book Value Debt) |
| c | Credit Spread |
| CS | Gezeichnetes Kapital inklusive Kapitalrücklagen (Common Stock) |
| d | Erwartete Dividendenrendite |
| D | Marktwert des Fremdkapitals (Market Value Debt) |
| Div | Dividende (Dividend) |
| DP | Marktwert des Duplikationsportefeuilles |
| E | Marktwert des Eigenkapitals (Market Value Equity) |
| EBIT | Earnings before Interest and Taxes |
| g | Erwartete Kursgewinnrendite |
| G | Kursgewinn (Gain) |
| GSt | Gewerbesteuer |
| I | Fremdkapitalzinsen oder Zinsaufwendungen (Interest) |
| IC | Invested Capital |
| k | Kapitalkostensatz (Cost of Capital) |
| kd | Fremdkapitalkostensatz (Cost of Debt) |
| ke | Eigenkapitalkostensatz (Cost of Equity) |
| KSt | Körperschaftsteuer |
| L | Verschuldungsgrad (Leverage) |
| LGD | Loss given Default |
| LTA | Anlagevermögen (Long Term Assets) |
| MRP | Marktrisikoprämie (Market Risk Premium) |
| n | Nettoinvestitionsrate |
| NI | Nettoinvestitionen (Net Investments) |
| NOPLAT | Net Operating Profit less Adjusted Taxes |
| NWC | Nettoumlaufvermögen (Net Working Capital) |
| OP | Periodenergebnis aus betriebsnotwendigem Vermögen (Operating Profit) |
| p | Preis eines Arrow/Debreu Wertpapiers |
| P | Preis eines Wertpapiers |
| PD | Probability of Default |
| q | Ausschüttungsquote |
| r | Risikoloser Zinssatz (Riskless Rate of Return) |

| | |
|----------|---|
| s | Persönlicher Steuersatz (Personal Tax Rate) |
| R | Rendite (Rate of Return) |
| RE | Gewinnrücklagen (Retained Earnings) |
| ROIC | Return on Invested Capital |
| T | Steuern (Taxes) |
| TS | Tax Shield |
| v | Reales Wachstum in Prozent |
| V | Marktwert (Market Value) |
| VTs | Marktwert des Tax Shields |
| w | Nominales Wachstum in Prozent |
| X, z | Zahlung (Cashflow) |
| β | Betafaktor |
| Δ | Veränderung einer Größe im Vergleich zur Vorperiode |
| Θ | Fremdkapitalquote |
| μ | Erwartete Rendite (Expected Return) |
| π | Inflationsbedingtes Wachstum in Prozent |
| ρ | Korrelationskoeffizient |
| σ | Standardabweichung |
| τ | Unternehmensteuersatz (Corporate Tax Rate) |

Die Symbole werden mittels folgender Indizes genauer spezifiziert:

| | |
|--------|---|
| d | auf Dividenden bezogen |
| D | auf das Fremdkapital bezogen |
| EBIT | auf den EBIT bezogen |
| Est | auf die Einkommensteuer bezogen |
| f | Fremdkapitalkategorie |
| FCF | als freier Cashflow |
| FtD | als Flow to Debt |
| FtE | als Flow to Equity |
| g | auf Kursgewinne bezogen |
| GSt | auf die Gewerbesteuer bezogen |
| KSt | auf die Körperschaftsteuer bezogen |
| ℓ | des verschuldeten Unternehmens |
| LTA | auf das Anlagevermögen bezogen |
| M | auf das Marktportefeuille bezogen |
| s | nach persönlichen Steuern |
| St | bei Eintritt des betreffenden Zustands im Zeitpunkt t |
| NWC | auf das Nettoumlaufvermögen bezogen |
| R | auf die Rentenphase bezogen |
| RU | des Referenzunternehmens |
| TCF | als Total Cashflow |
| u | des unverschuldeten Unternehmens |
| v | als vertraglich vereinbarte Zahlung oder Verzinsung |

| | |
|---------------------|---|
| SZ | auf den Solidaritätszuschlag bezogen |
| θ | Informationsstand |
| t, κ , ν | Periode oder Zeitpunkt |
| τ | unter Berücksichtigung des unternehmensteuerbedingten Tax Shields |

Abbildungsverzeichnis

| | | |
|----------------|---|-----|
| Abbildung 1.1 | Hauptfunktionen und Wertkonzeptionen bei der Unternehmensbewertung | 27 |
| Abbildung 1.2 | Verfahren der Unternehmensbewertung..... | 29 |
| Abbildung 2.1 | Zahlungsströme des Leistungs- und Finanzbereichs | 35 |
| Abbildung 2.2 | Zeitstrahl mit Zeitpunkten und Perioden | 36 |
| Abbildung 2.3 | Zustandsbaum | 37 |
| Abbildung 2.4 | Kapitalkostensätze und Marktwerte bei autonomer und wertabhängiger Finanzierung | 100 |
| Abbildung 3.1 | Systematisierung der Discounted Cashflow (DCF) Verfahren | 132 |
| Abbildung 4.1 | Phasen des Bewertungsprozesses | 153 |
| Abbildung 4.2 | Klärung der Bewertungsaufgabe..... | 154 |
| Abbildung 4.3 | Analyse der Wettbewerbssituation eines Unternehmens | 184 |
| Abbildung 4.4 | Die Wettbewerbskräfte in einer Branche | 186 |
| Abbildung 4.5 | Eine Karte strategischer Gruppen | 191 |
| Abbildung 4.6 | Das Wertkettenkonzept von Porter | 193 |
| Abbildung 4.7 | Vorgehensweise bei der Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragsentwicklung | 198 |
| Abbildung 4.8 | Zahlungsströme des Leistungs- und Finanzbereichs | 214 |
| Abbildung 4.9 | Vorgehensweise bei der Bestimmung des Unternehmenswertes | 311 |
| Abbildung 4.10 | Aufbau des FCF Verfahrens bei wertabhängiger Finanzierung (Vorsteuerrechnung) | 314 |
| Abbildung 4.11 | Aufbau des APV Verfahrens bei autonomer Finanzierung (Vorsteuerrechnung) | 324 |
| Abbildung 4.12 | Aufbau des FCF Verfahrens bei wertabhängiger Finanzierung (Nachsteuerrechnung) | 335 |
| Abbildung 4.13 | Aufbau des APV Verfahrens bei autonomer Finanzierung (Nachsteuerrechnung) | 343 |
| Abbildung 4.14 | Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals | 355 |
| Abbildung 4.15 | Aufbau von Planabschlüssen | 363 |
| Abbildung 4.16 | Abgleich der Fremdkapitalquoten mit den Bewertungsergebnissen | 369 |

Tabellenverzeichnis

| | | |
|--------------|---|-----|
| Tabelle 1.1 | Anlässe der Unternehmensbewertung | 23 |
| Tabelle 1.2 | Funktionen der Unternehmensbewertung | 25 |
| Tabelle 2.1 | Fremdkapital, Fremdkapitalquote und Verschuldungsgrad bei autonomer und wertabhängiger Finanzierung | 76 |
| Tabelle 2.2 | Formeln zur Anpassung der Kapitalkostensätze an den Verschuldungsgrad bei autonomer und wertabhängiger Finanzierung im Rentenfall (Vorsteuerrechnung) | 100 |
| Tabelle 2.3 | Formeln zur Anpassung der Kapitalkostensätze an den Verschuldungsgrad bei autonomer und wertabhängiger Finanzierung im allgemeinen Fall (Vorsteuerrechnung) | 101 |
| Tabelle 2.4 | Formeln zur Anpassung der Kapitalkostensätze an den Verschuldungsgrad und Bewertung bei autonomer und wertabhängiger Finanzierung im Rentenfall (Nachsteuerrechnung) .. | 126 |
| Tabelle 2.5 | Formeln zur Anpassung der Kapitalkostensätze an den Verschuldungsgrad und Bewertung bei autonomer und wertabhängiger Finanzierung im allgemeinen Fall (Nachsteuerrechnung) | 127 |
| Tabelle 3.1 | Bewertungsformeln der DCF Verfahren | 147 |
| Tabelle 4.1 | Unternehmensteuern und persönliche Steuern bei Körperschaften und Personengesellschaften | 165 |
| Tabelle 4.2 | Unternehmensteuersätze ausgewählter europäischer und außereuropäischer Staaten im Jahr 2013 | 168 |
| Tabelle 4.3 | Unternehmensteuern und persönliche Steuern bei einer unbeschränkt steuerpflichtigen inländischen Kapitalgesellschaft | 172 |
| Tabelle 4.4 | Beispiel: Konzernbilanzen im Referenzzeitraum | 199 |
| Tabelle 4.5 | Beispiel: Konzerngewinn- und -verlustrechnungen im Referenzzeitraum | 201 |
| Tabelle 4.6 | Beispiel: Konzernkapitalflussrechnungen im Referenzzeitraum | 201 |
| Tabelle 4.7 | Beispiel: Entwicklung der bereinigten Betriebsergebnisse | 204 |
| Tabelle 4.8 | Beispiel: Struktur der Betriebsergebnisse | 205 |
| Tabelle 4.9 | Analyse der Posten des Betriebsergebnisses | 206 |
| Tabelle 4.10 | Beispiel: Investitionen im Referenzzeitraum | 208 |
| Tabelle 4.11 | Beispiel: Kennzahlen zu den Investitionen im Referenzzeitraum... | 209 |
| Tabelle 4.12 | Analyse der Investitionstätigkeit | 210 |

| | | |
|--------------|--|-----|
| Tabelle 4.13 | Weitere mögliche Untersuchungsfelder bei der Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage | 211 |
| Tabelle 4.14 | Aufbau der Kapitalflussrechnung nach DRS 2 | 215 |
| Tabelle 4.15 | Gliederungsschema für den freien Cashflow..... | 217 |
| Tabelle 4.16 | Beispiel: Freier Cashflow im Referenzzeitraum..... | 228 |
| Tabelle 4.17 | Beispiel: Berechnung der zahlungswirksamen Steuern auf den EBIT..... | 230 |
| Tabelle 4.18 | Typische Fragestellungen bei der Prognose der Komponenten des freien Cashflows..... | 233 |
| Tabelle 4.19 | Beispiel: Prognose des freien Cashflows in der Detailprognosephase | 234 |
| Tabelle 4.20 | Beispiel: Prognostizierter freier Cashflow..... | 246 |
| Tabelle 4.21 | Beispiel: Parameter der Zeitreihendatenbank der Deutschen Bundesbank..... | 258 |
| Tabelle 4.22 | Beispiel: Spot Rates zum Bewertungsstichtag 31.12.2011 | 259 |
| Tabelle 4.23 | Beispiel: Risikoloser Zinssatz vor persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag 31.12.2011 | 260 |
| Tabelle 4.24 | Beispiel: Risikoloser Zinssatz nach persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag 31.12.2011 | 260 |
| Tabelle 4.25 | Übersicht über Kapitalmarktstudien zur Marktrisikoprämie | 265 |
| Tabelle 4.26 | Empfehlungen des IDW zur Marktrisikoprämie..... | 266 |
| Tabelle 4.27 | Beispiel: Historische Betafaktoren..... | 279 |
| Tabelle 4.28 | Beispiel: Stabilität des Betafaktors des Beispielunternehmens in 2011... | 280 |
| Tabelle 4.29 | Beispiel: Historisches Asset Beta in der Peer Group | 287 |
| Tabelle 4.30 | Die Ratingcodes der größten Ratingagenturen | 293 |
| Tabelle 4.31 | Kumulierte Ausfallraten im Zeitraum 1981 – 2006..... | 294 |
| Tabelle 4.32 | Beispiel: Schuldscheindarlehen | 299 |
| Tabelle 4.33 | Beispiel: Erwarteter freier Cashflow..... | 319 |
| Tabelle 4.34 | Beispiel: Fremdkapitalquoten | 319 |
| Tabelle 4.35 | Beispiel: Risikoloser Zinssatz | 320 |
| Tabelle 4.36 | Beispiel: Credit Spreads..... | 320 |
| Tabelle 4.37 | Beispiel: Durchschnittlicher Kapitalkostensatz | 322 |
| Tabelle 4.38 | Beispiel: Eigenkapitalkostensatz des unverschuldeten Unternehmens..... | 327 |
| Tabelle 4.39 | Beispiel: Tax Shields in der Detailprognosephase | 329 |
| Tabelle 4.40 | Beispiel: Fremdkapital am Ende der Detailprognosephase | 329 |
| Tabelle 4.41 | Beispiel: Modifizierter Steuersatz..... | 339 |
| Tabelle 4.42 | Beispiel: Risikoloser Zinssatz nach persönlichen Steuern | 340 |
| Tabelle 4.43 | Beispiel: Modifizierter durchschnittlicher Kapitalkostensatz..... | 341 |
| Tabelle 4.44 | Beispiel: Veränderungen des Fremdkapitals..... | 349 |
| Tabelle 4.45 | Beispiel: Fremdkapital zu Beginn der letzten Periode der Detailprognosephase | 351 |
| Tabelle 4.46 | Beispiel: Marktwerte des Eigenkapitals..... | 358 |
| Tabelle 4.47 | Beispiel: Planabschlüsse bei autonomer Finanzierung..... | 370 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|---------|---|
| Abs. | Absatz |
| AG | Aktiengesellschaft |
| AktG | Aktiengesetz |
| AKU | Arbeitskreis Unternehmensbewertung |
| AMT | Alternative Minimum Tax |
| APV | Adjusted Present Value |
| AStG | Außensteuergesetz |
| Aufl. | Auflage |
| BayObLG | Bayrisches Oberstes Landesgericht |
| BB | Betriebs-Berater |
| Bd. | Band |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BilMoG | Bilanzmodernisierungsgesetz |
| Buchst. | Buchstabe |
| BVerfG | Bundesverfassungsgericht |
| BVerfGE | Entscheidungen des Bundesverfassungsgericht |
| BWL | Betriebswirtschaftslehre |
| bzw. | beziehungsweise |
| CF | Corporate Finance |
| c. p. | ceteris paribus |
| ca. | circa |
| CAPM | Capital Asset Pricing Model |
| CDAX | Composite DAX |
| DB | Der Betrieb |
| d. h. | das heißt |
| DAX | Deutscher Aktienindex |
| DCF | Discounted Cashflow |
| DDR | Deutsche Demokratische Republik |
| DIH | Days Inventory Held |
| DIHK | Deutsche Industrie- und Handelskammer |
| DPO | Days Payable Outstanding |
| DSO | Days Sales Outstanding |
| DRS | Deutsche Rechnungslegungsstandards |
| DVFA | Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management |

| | |
|----------|--|
| EBIT | Earnings before Interest and Taxes |
| EBITA | Earnings before Interest, Taxes and Amortization |
| EBITDA | Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization |
| ERP | Equity Risk Premium |
| EStG | Einkommensteuergesetz |
| et al. | und andere |
| etc. | et cetera |
| EURIBOR | European Interbank Offered Rate |
| EVA | Economic Value Added |
| e. V. | eingetragener Verein |
| f. | folgende |
| FAS | Financial Accounting Standard |
| FAUB | Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft |
| FB | Finanz-Betrieb |
| ff. | fortfolgende |
| FCF | Free Cashflow |
| FN | Fußnote |
| FS | Festschrift |
| FtD | Flow to Debt |
| FtE | Flow to Equity |
| GewStG | Gewerbesteuerengesetz |
| Ggf. | gegebenenfalls |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| H. | Heft |
| HFA | Hauptfachausschuss |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| Hrsg. | Herausgeber |
| http | Hypertext Transfer Protocol |
| IAS | International Accounting Standards |
| i. d. F. | in der Fassung |
| IDW | Institut der Wirtschaftsprüfer |
| IDW ES | Institut der Wirtschaftsprüfer Standard Entwurf |
| IDW RS | Institut der Wirtschaftsprüfer Stellungnahme zur Rechnungslegung |
| IDW S | Institut der Wirtschaftsprüfer Standard |
| IFRS | International Financial Reporting Standards |
| i. V. m. | in Verbindung mit |
| IVS | International Valuation Standard |
| Jg. | Jahrgang |
| KG | Kommanditgesellschaft |
| KMU | Kleine und mittlere Unternehmen |
| KPMG | Klynveld, Peat, Marwick und Goerdeler |
| KStG | Körperschaftsteuergesetz |
| LCD | Liquid Crystal Display |
| LG | Landesgericht |

| | |
|---------|--|
| LGD | Loss given Default |
| LIBOR | London Interbank Offered Rate |
| MCPM | Market-derived Pricing Model |
| NOPAT | Net Operating Profit after Taxes |
| NOPLAT | Net Operating Profit Less Adjusted Taxes |
| n. F. | neue Fassung |
| Nr. | Nummer |
| OECD | Organisation for Economic Co-operation and Development |
| OFD | Oberfinanzdirektion |
| OHG | Offene Handelsgesellschaft |
| OLG | Oberlandesgericht |
| OLS | Ordinary Least Square |
| p. a. | per anno |
| Q | Quartal |
| REX | Rentenindex |
| ROIC | Return on Invested Capital |
| Rn | Randnummer |
| S&P | Standard and Poor's |
| S. | Seite |
| Sp. | Spalte |
| SFAS | Statement of Financial Accounting Standard |
| SolZG | Solidaritätszuschlagsgesetz |
| StSenkG | Steuersenkungsgesetz |
| TCF | Total Cashflow |
| TS | Tax Shield |
| Tsd. | Tausend |
| Tz. | Textziffer |
| u. a. | unter anderem |
| u. ä. | und ähnliche |
| UmwG | Umwandlungsgesetz |
| US | United States |
| USA | United States of America |
| US-GAAP | United States Generally Accepted Accounting Principles |
| vgl. | vergleiche |
| Vol. | Volume |
| VOFI | Vollständige Finanzpläne |
| vs. | versus |
| VWL | Volkswirtschaft |
| WACC | Weighted Average Cost of Capital |
| WP | Wirtschaftsprüfer |
| WPg | Wirtschaftsprüfung |
| z. B. | zum Beispiel |
| ZfB | Zeitschrift für Betriebswirtschaft |
| ZfbF | Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung |
| z. T. | zum Teil |

Verzeichnis der Theorie- und Praxiseinschübe

| | |
|--|-----|
| Der objektivierte Wert nach den Verlautbarungen des Berufsstands der Wirtschaftsprüfer | 28 |
| Modellierung des Wahrscheinlichkeitsraumes und der Informationsstruktur..... | 37 |
| Competitivity und Spanning..... | 46 |
| Das Separationstheorem von Fisher | 47 |
| Kapitalkostensätze und erwartete Renditen | 51 |
| Optimierung der Anlageentscheidung – Tobin Separation..... | 58 |
| Ableitung der Wertpapiermarktklinie..... | 60 |
| Empirische Überprüfung und Befunde zum CAPM..... | 64 |
| Die Annahme einer deterministischen Dividendenrendite..... | 69 |
| Das Arbitrageargument von Modigliani/Miller zur Irrelevanz der Finanzierung im Fall ohne Unternehmensteuern | 78 |
| Der Leverage Effekt | 80 |
| Herleitung der Bewertungsfunktion für den Rentenfall..... | 82 |
| Der Rentenfall im weiteren und im engeren Sinne..... | 83 |
| Das Arbitrageargument von Modigliani/Miller zur Relevanz der Finanzierung im Fall mit Unternehmensteuern | 88 |
| Alternative Herleitung des Zusammenhangs zwischen dem Eigenkapitalkostensatz und dem Verschuldungsgrad bei autonomer Finanzierung (Vorsteuerrechnung) | 89 |
| Der Rentenfall im engeren Sinne und Existenz einer Unternehmensteuer | 91 |
| Alternative Herleitung des Zusammenhangs zwischen dem Eigenkapitalkostensatz und dem Verschuldungsgrad bei wertabhängiger Finanzierung (Vorsteuerrechnung) | 97 |
| Der Zusammenhang zwischen dem Eigenkapitalkostensatz und dem Verschuldungsgrad nach Harris/Pringle (Vorsteuerrechnung) | 99 |
| Alternative Herleitung des modifizierten Eigenkapitalkostensatzes des unverschuldeten Unternehmens nach persönlichen Steuern | 106 |
| Alternative Herleitung des Zusammenhangs zwischen dem modifizierten Eigenkapitalkostensatz und dem Verschuldungsgrad bei autonomer Finanzierung (Nachsteuerrechnung) | 113 |
| Ermittlung des Marktwertes des verschuldeten Unternehmens mit dem modifizierten durchschnittlichen Kapitalkostensatz bei autonomer Finanzierung | 118 |
| Übertragung der Überlegungen von Miles/Ezzell auf Nachsteuerrechnungen..... | 119 |

| | |
|---|-----|
| Alternative Herleitung des Zusammenhangs zwischen dem modifizierten Eigenkapitalkostensatz und dem Verschuldungsgrad bei wertabhängiger Finanzierung (Nachsteuerrechnung) | 121 |
| Der Zusammenhang zwischen dem Eigenkapitalkostensatz und dem Verschuldungsgrad nach Harris/Pringle (Nachsteuerrechnung) | 123 |
| Das Ertragswertverfahren..... | 146 |
| Stellenwert und Einsatzbereich alternativer Bewertungsverfahren und Wertgrößen..... | 158 |
| Der interne Erhebungsbogen des IDW zur Unternehmensbewertung | 159 |
| Auswirkungen der Zinsschranke auf die Unternehmensteuern | 176 |
| Der »effektive« Kursgewinnsteuersatz | 177 |
| Die Substitution geleaster durch fremdfinanzierte Vermögensgegenstände | 221 |
| Ein Konvergenzmodell zur Entwicklung des freien Cashflows in der Rentenphase | 243 |
| Bewertung auf der Grundlage internationaler Kapitalmärkte | 250 |
| Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes vor persönlichen Steuern auf der Basis des Tax-CAPM | 254 |
| Implizite Schätzung der Marktrisikoprämie | 261 |
| Implizite Betafaktoren | 267 |
| Branchenindizes der Deutschen Börse AG..... | 269 |
| Adjustierung von Kurszeitreihen | 272 |
| Bestimmung von Betafaktoren auf der Basis von Vorsteuerrenditen | 273 |
| Fundamentale Betafaktoren | 278 |
| Herleitung der Anpassungsformeln für das Unlevering und Relevering von Betafaktoren | 281 |
| Relevering bei mehreren Fremdkapitalkategorien..... | 285 |
| Anpassungsformeln für Betafaktoren nach Harris/Pringle | 288 |
| Rating und Credit Spread..... | 294 |
| Bestimmung des Tax Shields beim FCF Verfahren | 304 |
| Bewertung des Tax Shields unter Berücksichtigung einer möglichen Insolvenz | 306 |
| Der Restwert bei Anwendung des FCF Verfahrens | 316 |
| Das FCF Verfahren mit laufzeitspezifischen Spotrates..... | 317 |
| Herleitung der Bewertungsfunktion für den Rentenfall mit Wachstum | 318 |
| Ermittlung des Marktwertes des unverschuldeten Unternehmens mit laufzeitspezifischen Spotrates | 325 |
| L-gemischte versus F-gemischte Finanzierungspolitik | 333 |
| Das CAPM mit unterschiedlichen Soll- und Habenzinssätzen | 353 |
| Restwertermittlung bei Objektivierung der Ausschüttungsquote | 365 |

Verzeichnis der Einschübe mit Beispielen

| | |
|---|-----|
| Arbitrage | 41 |
| Fehlende Eindeutigkeit der Preise von Arrow/Debreu Wertpapieren | 43 |
| Vollständiger Kapitalmarkt..... | 43 |
| Konstruktion von Arrow/Debreu Wertpapieren..... | 44 |
| Zusammenhang zwischen Preisen für Arrow/Debreu Wertpapiere und Kapitalkostensätzen | 49 |
| Vor- und Nachsteuerrechnung | 54 |
| Diversifikation, systematisches und unsystematisches Risiko..... | 61 |
| Marktwerte und Kapitalkostensätze bei autonomer und wertabhängiger Finanzierung im Rentenfall | 101 |
| Marktwerte und Kapitalkostensätze bei autonomer und wertabhängiger Finanzierung im allgemeinen Fall..... | 102 |
| Bewertung eines unverschuldeten Unternehmens mittels einer Nachsteuerrechnung..... | 108 |
| Bewertung eines verschuldeten Unternehmens mittels einer Nachsteuerrechnung bei autonomer Finanzierung | 115 |
| Bewertung eines verschuldeten Unternehmens mittels einer Nachsteuerrechnung bei wertabhängiger Finanzierung..... | 124 |
| FCF Verfahren bei wertabhängiger Finanzierung | 135 |
| TCF Verfahren bei wertabhängiger Finanzierung | 138 |
| APV Verfahren bei wertabhängiger und autonomer Finanzierung..... | 141 |
| FtE Verfahren bei wertabhängiger Finanzierung | 145 |
| Bestimmung der Unternehmensteuern mit Hilfe der Teilsteuerverrechnung..... | 175 |
| ROIC und Nettoinvestitionsrate bei einer unendlichen Investitionskette mit Inflation und realem Wachstum | 240 |
| Fremdkapitalzinssatz versus Fremdkapitalkostensatz | 291 |
| Der Unterschied zwischen Fremdkapitalzinssatz und Fremdkapitalkostensatz in Abhängigkeit von der Ausfallwahrscheinlichkeit | 296 |

1 Anlässe, Zwecke und Verfahren der Unternehmensbewertung

1.1 Anlässe der Unternehmensbewertung

Im Vorfeld der Unternehmensbewertung muss sich der Bewerter Klarheit über den Anlass und den Zweck seiner Bewertung verschaffen; ferner muss er das anzuwendende Verfahren bestimmen. Klarheit über den Anlass ist schon deshalb notwendig, weil bei Unternehmensbewertungen häufig rechtliche oder vertragliche Bestimmungen zu beachten sind. Ohne die Kenntnis dieser Bestimmungen ist eine sachgerechte Bewertung nicht möglich. Vom Zweck der Bewertung hängt die Konzeption des Wertes ab, den es zu ermitteln gilt. Diese wiederum begrenzt die Menge der Bewertungsverfahren, die für die Bewertung in Frage kommen. Oft werden zu ein und demselben Anlass mehrere Unternehmensbewertungen durchgeführt, wobei ggf. sogar verschiedene Verfahren zum Einsatz kommen. Ergeben sich dabei differierende Wertgrößen, so bedeutet dies nicht notwendigerweise, dass bei der Bewertung Fehler unterlaufen sind. Abweichungen können vielmehr auch daraus resultieren, dass die ermittelten Wertgrößen unterschiedlichen Zwecken dienen. Ein Streit darüber, welches Bewertungsverfahren grundsätzlich am besten geeignet ist, Unternehmen zu bewerten, macht deshalb keinen Sinn: Die Eignung eines Bewertungsverfahrens richtet sich nach dem Zweck, der mit der Bewertung im Einzelfall verfolgt wird.

Tab. 1.1: Anlässe der Unternehmensbewertung

| Bewertungen aufgrund gesetzlicher Vorschriften | Bewertungen aufgrund vertraglicher Vereinbarungen | Freiwillige Bewertungen |
|---|--|--|
| Gesellschaftsrechtlich bedingte Bewertungen | Bewertungen aufgrund von Abfindungsklauseln | Bewertungen im Vorfeld von Unternehmenskäufen und -verkäufen |
| Familienrechtlich bedingte Bewertungen | Bewertungen aufgrund von Schiedsklauseln | Bewertungen im Vorfeld von Umwandlungsvorgängen |
| Erbrechtlich bedingte Bewertungen | ... | Bewertungen im Vorfeld strategischer Entscheidungen |
| Steuerrechtlich bedingte Bewertungen | | ... |
| ... | | |

Anlässe für Unternehmensbewertungen lassen sich in verschiedener Weise klassifizieren. Ein gängiges Klassifikationskriterium stellt auf die **Verpflichtung zur Bewertung in rechtlicher Hinsicht** ab. Demnach sind Bewertungen aufgrund gesetzlicher Vorschriften, Bewertungen aufgrund vertraglicher Vereinbarungen und freiwillige Bewertungen zu unterscheiden. Weitergehende Unterscheidungsmöglichkeiten gibt die vorstehende Tabelle wieder.

Bewertungen aufgrund gesetzlicher Vorschriften

Zu den wichtigsten gesellschaftsrechtlich bedingten Bewertungsanlässen gehören der Abschluss von Unternehmensverträgen, Eingliederungen oder der Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern (Bewertungsanlässe gemäß AktG) sowie Verschmelzungen und Spaltungen (Bewertungsanlässe gemäß UmwG). Des Weiteren können dieser Gruppe Bewertungen zugerechnet werden, die der externen Rechnungslegung dienen. Familienrechtlich bedingte Bewertungen umfassen vor allem Unternehmensbewertungen zur Bestimmung des Zugewinnausgleichs bei Ehescheidungen. Erbrechtlich bedingte Bewertungen haben z. B. Erbteilungen oder die Bemessung des Pflichtteils zum Gegenstand. Darüber hinaus gibt es eine Vielzahl weiterer gesetzlich vorgeschriebener Bewertungen. Es versteht sich von selbst, dass sich der Bewerter bei einer gesetzlich vorgeschriebenen Bewertung eingehend mit den rechtlichen Vorgaben, der Kommentarlage und der Rechtsprechung zu dem spezifischen Bewertungsanlass vertraut machen muss.

Bewertungen aufgrund vertraglicher Vereinbarungen

Bei den Bewertungen aufgrund vertraglicher Vereinbarungen ist zunächst die Bestimmung der Abfindung von Gesellschaftern, die aus Personengesellschaften ausscheiden, anzuführen. Zwar existiert hierfür in § 738 BGB eine gesetzliche Regelung, jedoch wird diese in aller Regel durch eine Abfindungsklausel im Gesellschaftsvertrag abgedeckt. Diese Abfindungsklausel gibt vor, wie bei der Bemessung der Abfindung zu verfahren ist. Darüber hinaus findet man z. B. in Verträgen über Gemeinschaftsunternehmen Schiedsklauseln, auf deren Grundlage im Konfliktfall eine Lösung gefunden werden soll, ohne dass es zu zeitaufwendigen und kostenintensiven gerichtlichen Auseinandersetzungen kommt. Solche Schiedsklauseln können ebenfalls Unternehmensbewertungen erforderlich machen. In allen Fällen vertraglich vereinbarter Bewertungen muss sich der Bewerter zunächst mit der rechtlichen Zulässigkeit der jeweiligen Klausel auseinandersetzen. Hierzu sind insbesondere die gesetzlichen Vorschriften zu sichten, die maßgeblich wären, wenn es die vertraglichen Bestimmungen nicht gäbe. Eine wichtige Aufgabe besteht aufgrund der Interpretationsbedürftigkeit vertraglicher Klauseln regelmäßig auch darin, den Willen der Vertragsparteien zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses zu erforschen.

Freiwillige Bewertungen

Freiwillige Bewertungen werden im Vorfeld von Unternehmenskäufen und –verkäufen durchgeführt, um Preisvorstellungen zu bilden. Analog gilt dies auch für Umwandlungsvorgänge, wie z. B. Verschmelzungen oder Spaltungen, bei denen Vermögenspositionen ausgetauscht werden. Darüber hinaus dienen freiwillige Bewertungen der Beurteilung

strategischer Alternativen. Welche Bedeutung den Bewertungsergebnissen hierbei zukommt, ist von der unternehmerischen Zielsetzung abhängig: Bei einem Unternehmen mit einer strikten Shareholderorientierung gilt jede Maßnahme, die zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes führt, als vorteilhaft, jede Maßnahme, die diesen vermindert, gilt als nachteilig. Aber auch für Unternehmen mit einer Stakeholderorientierung ist der Unternehmenswert von Interesse, weil dieser neben anderen Zielgrößen in die Beurteilung von strategischen Alternativen eingeht. In beiden Fällen wird man zur Abschätzung der wertmäßigen Konsequenzen nicht notwendigerweise umfängliche Bewertungen durchführen müssen. Gleichwohl sind Unternehmensbewertungen ein zentrales Instrument der Entscheidungsfindung.

1.2 Zwecke der Unternehmensbewertung

Der Zweck der Bewertung bestimmt die Funktion, die der Bewerter innehat. Je nachdem, ob die Bewertung im Zusammenhang mit einer **Änderung der Eigentumsverhältnisse** in Bezug auf das Unternehmen steht, unterscheidet man Haupt- und Nebenfunktionen. Einen Überblick über die Bewertungsfunktionen gibt nachstehende Tabelle:

Tab. 1.2: Funktionen der Unternehmensbewertung

| Hauptfunktionen der Bewertung | Nebenfunktionen der Bewertung |
|-------------------------------|-------------------------------|
| Beratungsfunktion | Informationsfunktion |
| Schiedsfunktion | Kommunikationsfunktion |
| Argumentationsfunktion | Steuerbemessungsfunktion |
| | ... |

Beratungsfunktion

Gegenstand der Bewertung in der **Beratungsfunktion** ist die Bestimmung von **Entscheidungswerten**. Im einfachsten Fall handelt es sich dabei um Preisober- bzw. -untergrenzen für potenzielle Unternehmenskäufer und -verkäufer. Die Preisobergrenze des Käufers entspricht demjenigen Preis, bei dem der Käufer gegenüber dem Erwerb des Unternehmens indifferent ist. Würde er einen höheren Preis zahlen, wäre der Kauf des Unternehmens für ihn nachteilig. Bei einem niedrigeren Preis bringt ihm die Transaktion Vorteile. Analog ergibt sich die Preisuntergrenze aus der Sicht des potenziellen Verkäufers als derjenige Preis, der nicht unterschritten werden darf, ohne dass die Veräußerung des Unternehmens zum Verlustgeschäft wird. Preisober- und -untergrenzen werden im Vorfeld von Preisverhandlungen bestimmt, um den Verhandlungsspielraum abzustecken.

Auf einer höheren Abstraktionsebene sind Entscheidungswerte Ausdruck einer **Subjekt – Objekt – Objekt Relation**. Im Mittelpunkt dieser Relation steht das Bewertungsobjekt, das Unternehmen, das es zu bewerten gilt. Bei der Bewertung sind die Präferenzen des Bewertungsobjekts, etwa des potenziellen Käufers oder Verkäufers des

Unternehmens, zu berücksichtigen. Aus den alternativen Handlungsmöglichkeiten des Bewertungssubjekts wird ein Vergleichsobjekt, etwa eine Anlage am Kapitalmarkt, konstruiert, die für das Bewertungssubjekt den gleichen Nutzen wie das Bewertungsobjekt verkörpert. Der Preis, der für das Vergleichsobjekt zu entrichten wäre, entspricht dem gesuchten Entscheidungswert. Der Entscheidungswert ist demnach vom Prinzip her eine subjektive, d.h. auf die Präferenzen und die Handlungsmöglichkeiten eines spezifischen Bewertungssubjekts abgestimmte Wertgröße.

Schiedsfunktion

Während die Bewertung in der Beratungsfunktion meist auf freiwilliger Basis beruht, liegen Bewertungen in der **Schiedsfunktion** (Vermittlungsfunktion, Arbitriumfunktion) regelmäßig gesetzliche Vorschriften oder vertragliche Vereinbarungen zugrunde. **Schiedswerte** (Arbitriumwerte) werden vor allem immer dann benötigt, wenn es zu einer Verlagerung des Eigentums an einem Unternehmen kommt, ohne dass der bisherige Eigentümer dies verhindern kann, z.B. beim Ausschluss von Minderheitsaktionären. In solchen Fällen muss der Bewerter einen Wertansatz finden, der die Interessen der beteiligten Parteien berücksichtigt und übergeordneten Gerechtigkeitsvorstellungen genügt. Idealtypisch werden dazu zunächst die Entscheidungswerte der beteiligten Parteien bestimmt. Im Anschluss daran kommen Gerechtigkeitspostulate zum Einsatz, mittels derer die Entscheidungswerte in einen Schiedswert überführt werden. In der Praxis hat sich dieses Procedere nicht durchgesetzt, da der Bewerter in der Schiedsfunktion regelmäßig nicht über die Informationen verfügt, die für die Ermittlung der Entscheidungswerte nötig wären. Stattdessen wird auf mehr oder weniger direktem Wege eine Wertgröße ermittelt, die den Anforderungen an einen Schiedswert gerecht wird.

Argumentationsfunktion

Der Bewerter in der **Argumentationsfunktion** bestimmt einen **Argumentationswert**. Diese Wertgröße ist dazu gedacht, die Position einer Partei in Verhandlungen über den Preis für ein Unternehmen oder in gerichtlichen oder außergerichtlichen Auseinandersetzungen zu fundieren oder zu stützen. Die zentrale Aufgabe des Bewerter besteht darin, alle Bewertungsspielräume zugunsten seiner Partei zu nutzen, um deren Interessen durchzusetzen. Allerdings darf er keine übertrieben einseitige Bewertung vorlegen, um seine Glaubwürdigkeit nicht zu gefährden. Erforderlich ist in jedem Fall eine methodisch korrekte und allen rechtlichen Anforderungen genügende Bewertung, die keine formalen Angriffspunkte bietet. Der Nachweis eines methodischen Fehlers etwa hätte sofort eine Schwächung der Verhandlungsposition zur Folge.

Den Zusammenhang der Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung sowie der damit korrespondierenden Wertkonzeptionen für den Fall eines Unternehmenskaufs zeigt die Abbildung auf der nächsten Seite. Auf der Geraden sind potenzielle Preise für das Unternehmen abgetragen. Die Preisuntergrenze des Verkäufers und die Preisobergrenze des Käufers begrenzen die Bandbreite möglicher Verhandlungslösungen; es handelt sich um die jeweiligen Entscheidungswerte. Der Käufer wird in der Verhandlung typischerweise zunächst einen geringeren Preis als der Verkäufer vorschlagen; die Preisvorschläge

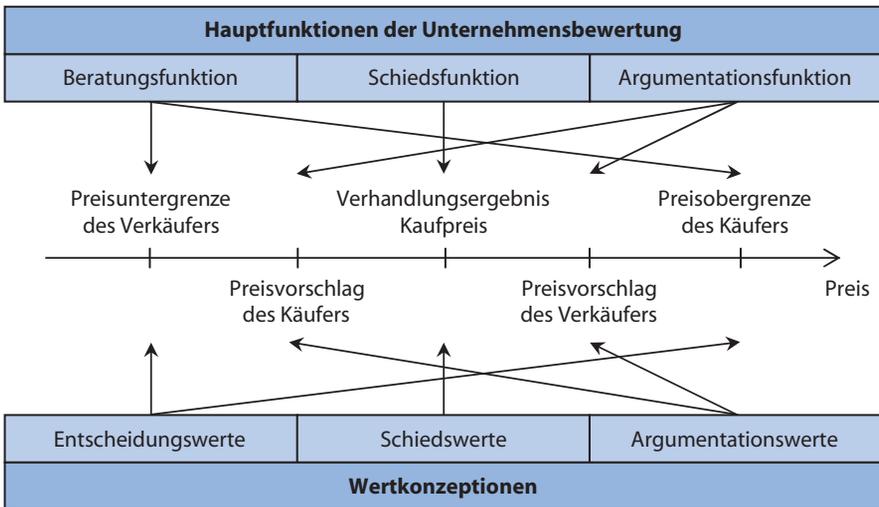


Abb. 1.1: Hauptfunktionen und Wertkonzeptionen bei der Unternehmensbewertung

basieren auf Argumentationswerten. Im Idealfall bewegen sich die Preisvorstellungen so lange aufeinander zu, bis ein Verhandlungsergebnis in Form eines von beiden Parteien akzeptierten Kaufpreises erreicht wird.

Die Nebenfunktionen der Unternehmensbewertung werden in der Literatur uneinheitlich abgegrenzt. Im Folgenden werden nur die drei wichtigsten Nebenfunktionen angesprochen:

- Im Rahmen der **Informationsfunktion** geht es um die Ermittlung von Wertgrößen, die für die Entscheidungsfindung von Bedeutung sind oder für Anreizsysteme benötigt werden. Hierunter fallen vor allem Bewertungen, die der Beurteilung strategischer Alternativen im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung dienen. Zu denken wäre etwa an Entscheidungen über Produktionsstandorte, Vertriebswege oder Produkt/Markt – Kombinationen. Des Weiteren sind Bewertungen angesprochen, auf deren Grundlage Boni oder Gratifikationen an Mitarbeiter gezahlt werden.
- Die **Kommunikationsfunktion** umfasst Bewertungen, deren Ergebnis Dritten mitgeteilt werden soll. Hierunter fallen z.B. Bewertungen, die im Zuge der externen Rechnungslegung erforderlich werden, etwa im Rahmen der Bestimmung von Beteiligungsbuchwerten oder für den Impairmenttest. Darüber hinaus sind der Kommunikationsfunktion Bewertungen zuzuordnen, die der weitergehenden Information der Kapitalmarktteilnehmer zur Pflege der Investor Relations dienen.
- Im Rahmen der **Steuerbemessungsfunktion** werden Besteuerungsgrundlagen z.B. für Vermögens- oder Erbschaftsteuern bestimmt. Die Zweckabhängigkeit der Bewertung wird in diesem Zusammenhang besonders deutlich. Denn aus Gründen der Rechtssicherheit müssen Besteuerungsgrundlagen objektivierbar sein. Ein Bewertungsverfahren, das dem Bewerter weitgehende Ermessensspielräume lässt, kommt hierfür nicht in Frage.

PRAXIS: Der objektivierte Wert nach den Verlautbarungen des Berufsstands der Wirtschaftsprüfer

In den Verlautbarungen des Berufsstands der Wirtschaftsprüfer wird die erläuterte Auflistung von Bewertungsfunktionen modifiziert. Die Argumentationsfunktion entfällt, zusätzlich wird die sogenannte »Funktion des neutralen Gutachters« aufgeführt. Diese wird wie folgt charakterisiert:

»In der Funktion als neutraler Gutachter wird der Wirtschaftsprüfer als Sachverständiger tätig, der mit nachvollziehbarer Methodik einen von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängigen Wert des Unternehmens – den objektivierten Unternehmenswert – ermittelt.«¹

Daneben findet sich folgende Erläuterung:

»Der objektivierte Unternehmenswert ist ein **intersubjektiv nachprüfbarer Zukunftserfolgswert** aus Sicht der Anteilseigner,

– der sich bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept und
– mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen seiner Marktchancen und –risiken, finanziellen Möglichkeiten sowie sonstigen Einflussfaktoren nach den Grundsätzen betriebswirtschaftlicher Unternehmensbewertung und unter einer anlassbezogenen Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bestimmen lässt.«²

Aus theoretischer Sicht wird man die Funktion des neutralen Gutachters als Sonderfall der Kommunikationsfunktion betrachten können. Dies entspricht auch den Intentionen des Berufsstands: »Der Wertermittlung kommt bei dieser Interpretation eine Kommunikationsfunktion zu: Den Verhandlungspartnern sollen komprimierte Informationen über die Ertragskraft des Unternehmens vermittelt werden.«³

1.3 Verfahren der Unternehmensbewertung

Die Verfahren der Unternehmensbewertung lassen sich in Einzelbewertungsverfahren, Multiplikatorverfahren und Kapitalwertverfahren einteilen. Einen Überblick gibt die Darstellung auf der nächsten Seite.

Einzelbewertungsverfahren

Bei den Einzelbewertungsverfahren läuft der Bewertungskalkül auf eine Aufsummierung von Einzelwerten hinaus. Der auf die Eigner des Unternehmens entfallende Unter-

1 Institut der Wirtschaftsprüfer (Hrsg.) (2008), Tz. 12.

2 Institut der Wirtschaftsprüfer (Hrsg.) (2014), S. 7.

3 Institut der Wirtschaftsprüfer (Hrsg.) (2014), S. 7.



Abb.1.2: Verfahren der Unternehmensbewertung

nehmenswert entspricht der Summe der Vermögenswerte abzüglich der Schulden des Unternehmens. Verfahrensunterschiede ergeben sich im Hinblick auf die Annahmen, die der Bestimmung der Einzelwerte zugrunde gelegt werden: Die **Substanzwertverfahren** gehen von der Fortführung des Unternehmens aus. Der Unternehmenswert entspricht demjenigen Betrag, der erforderlich wäre, um ein vergleichbares Unternehmen zu errichten, und wird deshalb auch als Rekonstruktionswert bezeichnet. Je nachdem, ob dabei immaterielle Vermögenswerte in die Betrachtung einbezogen werden, die nicht entgeltlich erworben wurden, spricht man von Voll- bzw. Teilrekonstruktionswerten. Die Berücksichtigung des Alters der Vermögenswerte führt im Weiteren zu der Unterscheidung von Rekonstruktionsalt- und Rekonstruktionsneuwerten. Das **Liquidationswertverfahren** dagegen geht von der Zerschlagung des Unternehmens aus. Die aufzuaddierenden Einzelwerte entsprechen potenziellen Liquidationserlösen. Dabei ist nicht zwingend von einer Veräußerung einzelner Vermögensgegenstände auszugehen, auch eine Veräußerung kompletter Anlagen, Werke oder sonstiger Unternehmensteile kommt in Frage. Zu berücksichtigen sind auch die durch die Liquidation ausgelösten Kosten.

Einzelbewertungsverfahren finden vor allem dann Anwendung, wenn der Zweck der Bewertung eine Objektivierung erfordert, z. B. im Rahmen der Steuerbemessungsfunktion. Ihr wesentlicher Nachteil besteht darin, dass die Wertermittlung nicht an dem Nutzen anknüpft, den das Unternehmen als Ganzes erbringt. Einem hochprofitablen Dienstleistungsunternehmen mit nur geringem Anlagevermögen wird tendenziell ein geringerer Wert beigemessen als einem wenig rentablen Produktionsunternehmen mit umfangreichem Anlagenpark. Für Wertermittlungen im Rahmen der Beratungs- und der Schiedsfunktion sind Einzelbewertungsverfahren im Allgemeinen weniger geeignet.