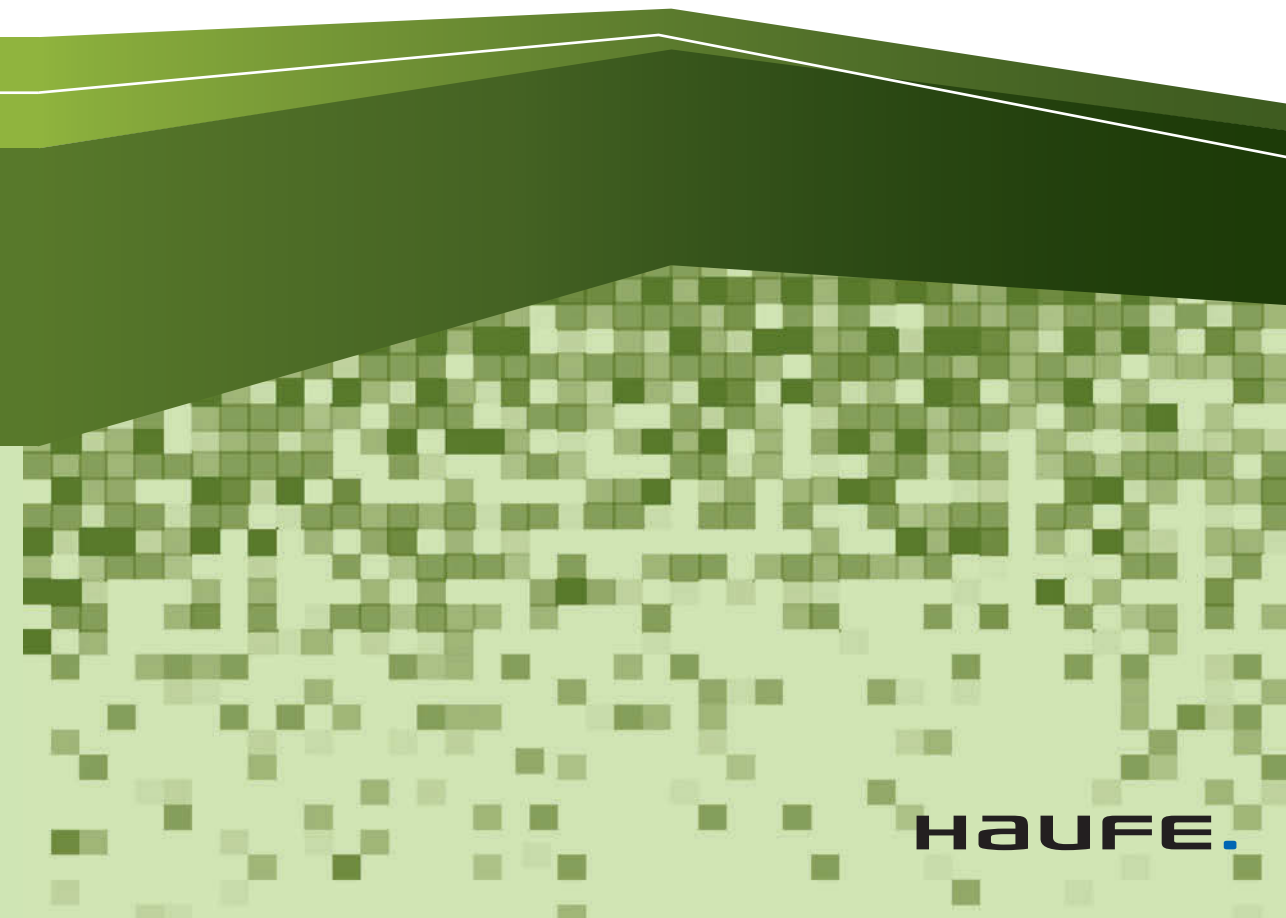


Jörg Wöltje

Schnelleinstieg Unternehmensbewertung und Finanzkennzahlen



HAUFE.

Urheberrechtsinfo

Alle Inhalte dieses eBooks sind urheberrechtlich geschützt.

Die Herstellung und Verbreitung von Kopien ist nur mit ausdrücklicher Genehmigung des Verlages gestattet.

Schnelleinstieg Unternehmensbewertung und Finanzkennzahlen

Professor Dr. Jörg Wöltje

Schnelleinstieg Unternehmensbewertung und Finanzkennzahlen

1. Auflage

Haufe Group
Freiburg · München · Stuttgart

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Print: ISBN 978-3-648-14721-4

Bestell-Nr. 11467-0001

ePDF: ISBN 978-3-648-14722-1

Bestell-Nr. 11467-0150

Professor Dr. Jörg Wöltje

Schnelleinstieg Unternehmensbewertung und Finanzkennzahlen

1. Auflage, Januar 2021

© 2021 Haufe-Lexware GmbH & Co. KG, Freiburg

www.haufe.de

info@haufe.de

Bildnachweis (Cover): © rarinlada, Adobe Stock

Produktmanagement: Dipl.-Kfm. Kathrin Menzel-Salpietro

Lektorat: Maria Ronniger

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

Inhaltsverzeichnis

Symbol- und Abkürzungsverzeichnis	11
Vorwort	17
Teil 1: Unternehmensbewertung	19
1 Einführung	21
1.1 Begriffliche Grundlagen	25
1.2 Unternehmenswert versus Unternehmenspreis	26
1.3 Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung	28
1.4 Funktionen der Unternehmensbewertung	30
1.4.1 Funktionen des IDW	31
1.4.2 Funktionen der Kölner Funktionslehre	33
1.5 Anlässe der Unternehmensbewertung	37
1.6 Due Diligence	40
2 Überblick und Systematisierung der Verfahren zur Unternehmensbewertung	45
3 Einzelbewertungsverfahren	49
3.1 Substanzwertverfahren	49
3.2 Liquidationswertverfahren	56
3.3 Aufgaben zu den Einzelbewertungsverfahren	63
4 Gesamtbewertungsverfahren	69
4.1 Grundprinzipien der Gesamtbewertungsverfahren	69
4.2 Finanzmathematische Grundlagen und Berechnungen	70
4.2.1 Aufzinsungsfaktor	70
4.2.2 Abzinsungsfaktor (Diskontierungsfaktor)	70
4.2.3 Rentenbarwertfaktor	71
4.2.4 Kapitalwiedergewinnungsfaktor	71
4.2.5 Restwertverteilungsfaktor	72
4.2.6 Endwertfaktor	73
4.2.7 Ewige Rente (ER)	73
4.3 Kapitalwertmethode	74

4.4	Grundsätzlicher Aufbau der Kapitalisierungsmodelle	76
4.4.1	Variables Ausschüttungsmodell im Detailplanungszeitraum	76
4.4.2	Unendliches Rentenmodell	77
4.4.3	Unendliches Rentenmodell mit konstanten jährlichen Wachstumsraten	77
4.4.4	Zweiphasenmodell	78
5	Ertragswertverfahren	81
5.1	Grundlegende Vorgehensweise beim Ertragswertverfahren	81
5.2	Ertragswert beim variablen Ausschüttungsmodell	85
5.3	Ertragswert beim unendlichen Rentenmodell	86
5.4	Ertragswert im Phasenmodell	87
5.5	Vereinfachtes Ertragswertverfahren	89
5.6	Aufgaben zum Ertragswertverfahren	92
6	Mischverfahren	99
6.1	Mittelwertverfahren	99
6.2	Übergewinnverfahren	100
6.3	Stuttgarter Verfahren	101
6.4	Aufgaben zum Mischverfahren	103
7	Discounted-Cashflow-Verfahren	105
7.1	DCF-Verfahren mit dem WACC-Ansatz	108
7.1.1	Ermittlung des gewogenen durchschnittlichen Kapitalkostensatzes für das Free-Cashflow-Verfahren	113
7.1.2	Bedeutung der Kapitalstruktur	115
7.1.3	Bestimmung der Eigenkapitalkosten	116
7.1.4	Bestimmung der Fremdkapitalkosten	119
7.1.5	Bestimmung des Marktwerts des Fremdkapitals	120
7.1.6	Bestimmung des Marktwerts des Eigenkapitals	121
7.2	Das Free-Cashflow-Verfahren mit dem WACC-Ansatz	129
7.3	Das Total-Cashflow-Verfahren mit dem WACC-Ansatz	134
7.4	Das Adjusted-Present-Value-Verfahren	138
7.5	Netto- bzw. Equity-Verfahren	149
7.6	Aufgaben zu den Discounted-Cashflow-Verfahren	157
7.7	Zusammenfassung Discounted-Cashflow-Verfahren	166
8	Multiplikatorverfahren	169
8.1	Einführung	169
8.2	Comparative Company Approach (CCA)	169
8.3	Bildung von Multiplikatoren	171
8.4	Vorgehensweise beim Multiplikatorverfahren	174

8.5	Equity-Multiplikatoren	178
8.5.1	Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)	178
8.5.2	Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	179
8.5.3	Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCFV)	180
8.5.4	Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV)	181
8.6	Entity-Multiplikatoren	182
8.6.1	Operative Multiplikatoren	182
8.6.2	Enterprise-Value(EV)-basierte Multiplikatoren	183
8.6.3	Branchen-Multiplikatoren	190
8.7	Fallbeispiel: Multiplikatorverfahren	193
8.8	Beurteilung der Multiplikatorverfahren	197
8.9	Aufgaben zu den Multiplikatorverfahren	199
9	Lösungen Unternehmensbewertung	205
10	Fallbeispiel: Alle Verfahren	245
10.1	Substanzwertverfahren	246
10.2	Ertragswertverfahren	247
10.3	Free-Cashflow-Verfahren	251
10.4	Adjusted-Present-Value-Verfahren	257
10.5	Total-Cashflow-Verfahren	259
10.6	Equity-Verfahren	263
10.7	Multiplikatorverfahren	265
11	Formeln für die Unternehmensbewertung	267
Teil 2: Finanzkennzahlen		271
12	Finanz- und Erfolgskennzahlen	273
12.1	Ergebniskennzahlen	273
12.1.1	Bruttoergebnis	273
12.1.2	Ordentliches Betriebsergebnis	274
12.1.3	Jahresergebnis (Jahresüberschuss/-fehlbetrag)	276
12.1.4	Bilanzergebnis (Bilanzgewinn/-verlust)	277
12.2	Pro-forma-Kennzahlen	280
12.2.1	EBT (Earnings Before Taxes)	281
12.2.2	EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)	281
12.2.3	EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)	284
12.2.4	NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)	285

12.3	Rentabilitätskennzahlen	286
12.3.1	Eigenkapitalrentabilität	287
12.3.2	Gesamtkapitalrentabilität	289
12.3.3	Umsatzrentabilität	290
12.3.4	Return on Investment (ROI)	292
12.4	Margen-Kennzahlen	293
12.4.1	Bruttomarge	294
12.4.2	Operative Marge	294
12.4.3	EBIT-Marge	295
12.5	Cashflow-Kennzahlen	297
12.5.1	Cashflow	297
12.5.2	Kapitalflussrechnung	298
12.5.3	Brutto-Cashflow	301
12.5.4	Free Cashflow	303
12.5.5	Cashflow-Umsatzrentabilität	304
12.5.6	Cashflow-Gesamtkapitalrentabilität	305
12.5.7	Cash Conversion Rate	305
12.6	Kennzahlen zur Vermögensstruktur	306
12.6.1	Anlagenintensität	306
12.6.2	Sachanlagenintensität	307
12.6.3	Intensität des immateriellen Vermögens	307
12.6.4	Verhältnis Goodwill zu Eigenkapital	308
12.6.5	Umlaufintensität	309
12.6.6	Vorratsintensität	310
12.7	Liquiditätskennzahlen	310
12.7.1	Liquidität 1. Grades	310
12.7.2	Liquidität 2. Grades	311
12.7.3	Liquidität 3. Grades	312
12.7.4	Working Capital	313
12.7.5	Net Working Capital	314
12.8	Finanzstrukturkennzahlen	314
12.8.1	Deckungsgrad A	315
12.8.2	Deckungsgrad B	315
12.8.3	Eigenkapitalquote	316
12.8.4	Fremdkapitalquote	317
12.8.5	Nettoverschuldung	318
12.8.6	Nettofinanzverbindlichkeiten	319
12.8.7	Fiktive Verschuldungsdauer	320
12.8.8	Relative Verschuldung	321
12.8.9	Kapitaldienstdeckungsgrad	321
12.8.10	Verschuldungsfaktor	323
12.8.11	Verschuldungsgrad	323

12.8.12	Statischer Verschuldungsgrad	324
12.8.13	Dynamischer Verschuldungsgrad	325
12.8.14	Zinsdeckungsgrad	326
12.8.15	Gearing	327
13	Kennzahlen zur wertorientierten Unternehmenssteuerung	331
13.1	Überblick	331
13.2	Die Grundlagen des Shareholder-Value-Konzepts	332
13.3	Kapitalkosten	332
13.4	Wertorientierte Renditekennzahlen	336
13.4.1	Return on Capital Employed (ROCE)	336
13.4.2	Return on Net Assets (RONA)	339
13.4.3	Return on Invested Capital (ROIC)	340
13.4.4	EBIT after Cost of Capital (EBITAC)	341
13.4.5	Cashflow Return on Investment (CFROI)	342
13.5	Kennzahlen zu absoluten Wertbeiträgen	346
13.5.1	Cash Value Added (CVA)	346
13.5.2	Economic Value Added (EVA®)	349
13.5.3	Wertorientierte Kennzahlen in den DAX-30-Unternehmen	351
13.6	Kennzahlen zur Aktienanalyse	355
13.6.1	Marktkapitalisierung	355
13.6.2	Ergebnis je Aktie	356
13.6.3	Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	356
13.6.4	Dividendenrendite	357
13.6.5	Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCFV)	358
13.6.6	Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)	358
13.6.7	Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV)	359
	Literaturverzeichnis Unternehmensbewertung	361
	Literaturverzeichnis Finanzkennzahlen	365
	Stichwortverzeichnis	369

Symbol- und Abkürzungsverzeichnis

A	jährliche Annuität
A_0	Anschaffungsauszahlung
A_t	Auszahlungen der Periode t
AA	abschreibbare Aktiva
AbF	Abzinsungsfaktor, Diskontierungsfaktor
AG	Aktiengesellschaft
AK	Anschaffungskosten
AktG	Aktiengesetz
aLuL	aus Lieferungen und Leistungen
APV	Adjusted Present Value
AuF	Aufzinsungsfaktor
AV	Anlagevermögen
B	Bezugsgröße
BCF	Brutto-Cashflow
BDU	Bundesverband Deutscher Unternehmensberater
BewG	Bewertungsgesetz
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BG	Bezugsgröße
BGA	Betriebs- und Geschäftsausstattung
BIB	Bruttoinvestitionsbasis
BIDD	Buyer Initiated Due Diligence
BIMBO	Buy-in Management Buy-out
BU	Business Unit
BUW	Bruttounternehmenswert
BW	Barwert
BWR	Barwert der ewigen Rente
C_0	Kapitalwert
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CCA	Comparable Company Analysis
CCR	Cash Conversion Rate
CE	Capital Employed
CF	Cashflow
CFROI	Cashflow Return on Investment
$\text{Cov}(r_p, r_m)$	Kovarianz der Renditeerwartungen des Marktportfolios m und die Renditeerwartungen der Anlage
CS	Credit Spread
CVA	Cash Value Added
DAX	Deutscher Aktien Index
DCF	Discounted Cashflow
DD	Due Diligence

DL	Dienstleistung
DRS	Deutscher Rechnungslegungsstandard
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V.
E	Ertragshundertsatz
E_t	Einzahlungen der Periode
EAT	Earnings after Taxes
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITA	Earnings before Interest, Taxes and Amortization
EBITAC	EBIT after Cost of Capital
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Taxes
EK	Eigenkapital
EK_{Markt}	Marktwert Eigenkapital
EP	Economic Profit
ER	ewige Rente
ERP	Enterprise Resource Planning
E_t	Einzahlungen der Periode t
EV	Enterprise Value
EVA	Economic Value Added
EW	Ertragswert
EWf	Endwertfaktor
FCF	Free Cashflow
FFO	Funds From Operations (wichtige Ergebnisgröße in der Immobilienbranche, um die operative Geschäftsentwicklung zu beurteilen)
FK	Fremdkapital
FK_{Markt}	Marktwert des Fremdkapitals
FKR	Fremdkapitalrentabilität
FKZ_t	Fremdkapitalzinsen in der Periode t
FtD	Flow to Debt
FTE	Flow(s) to Equity
G	Gewinn
GK	Gesamtkapital
GK_{Markt}	Marktwert des Gesamtkapitals
$GK_{\text{Markt,uv}}$	Marktwert des Gesamtkapitals des unverschuldeten Unternehmens
$GK_{\text{Markt,v}}$	Marktwert des Gesamtkapitals des verschuldeten Unternehmens
GKR	Gesamtkapitalrentabilität
GKV	Gesamtkostenverfahren
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GR	Goodwillrente
GuV	Gewinn-und-Verlust-Rechnung
GW	gemeiner Wert
GW	Geschäftswert

HFA	Hauptfachausschuss
HGB	Handelsgesetzbuch
i	Kapitalisierungszinssatz, Diskontierungszinssatz
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
i_{Eigen}	Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber, Eigenkapitalkostensatz
$i_{\text{Eigen,uv}}$	Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber des unverschuldeten Unternehmens
$i_{\text{Eigen,v}}$	Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber des verschuldeten Unternehmens
i_{Fremd}	Renditeforderungen der Fremdkapitalgeber (Fremdkapitalkostensatz)
IAS	International Accounting Standard
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering (Börsengang)
JÜ	Jahresüberschuss
KBV	Kurs-Buchwert-Verhältnis
KCFV	Kurs-Cashflow-Verhältnis
k_{fm}	Korrelationskoeffizient zwischen Wertpapier i und Marktportfolio M
KFR	Kapitalflussrechnung
KG	Kommanditgesellschaft
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
K_L	Liquidationskosten
KMU	kleine und mittelständische Unternehmen
K_n	Endwert
KPI	Key Performance Indicator
KUV	Kurs-Umsatz-Verhältnis
KWF	Kapitalwiedergewinnungsfaktor
K_0	Barwert
L_n	Liquidationserlös in der Periode n
LBO	Leveraged Buy-out
L_v	Liquidationserlöse der Vermögenswerte
LW	Liquidationswert des Unternehmens
M	Multiplikator
M&A	Mergers and Acquisitions
MBI	Management Buy-in
MBO	Management Buy-out
MDAX	Midcap Deutscher Aktienindex
MRP	Marktrisikoprämie
MVA	Market Value Added
MW	Marktwert

MWV	Mittelwertverfahren
NA	Net Assets
NAA	nicht abschreibbare Aktiva
n	Laufzeit bzw. Laufzeitende bzw. Nutzungsdauer
n_g	Übergewinndauer
N_0	Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
NFD	Net Financial Debt
NOA	Net Operating Assets (Netto-Betriebsvermögen)
NOP	Net Operating Profit
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes (operativer Gewinn nach Steuern)
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
NPV	Net Present Value
NUW	Nettounternehmenswert oder Marktwert des Eigenkapitals
NWC	Net Working Capital
ÖA	ökonomische Abschreibung
OpFCF	Operating Free Cashflow
p. a.	per annum
P	Preis
$P_{\max}$	Preisobergrenze
$P_{\min}$	Preisuntergrenze
PER	Price Earnings Ratio
q	Gewichtungsfaktor für den Ertragswert
q^n	Aufzinsungsfaktor
R	Rückflüsse (= Einzahlungen – Auszahlungen)
RAM	Recent Acquisition Method
RAP	Rechnungsabgrenzungsposten
RBF	Rentenbarwertfaktor
r_f	Zinssatz für risikofreie Anlagen (z. B. Staatsanleihen)
r_m	erwartete Rendite des Marktportfolios m
r_{zu}	Risikozuschlag (Risikoprämie)
ROA	Return on Assets
ROCE	Return on Capital Employed
ROE	Return on Equity
ROI	Return on Investment
ROIC	Return on Invested Capital
RONA	Return on Net Assets
ROOA	Return on Operating Assets (Rentabilität des betriebsnotwendigen Vermögens)
RORAC	Return on Risk adjusted Capital
RVF	Restwertverteilungsfaktor
RW	Restwert (Restverkaufserlös)
SE	Societas Europaea

SME	small and medium-sized enterprises
SPMC	Similar Public Company Method
St_U	durchschnittlicher Ertragsteuersatz des Unternehmens
SV	Shareholder Value
SW	Substanzwert
t	einzelne Perioden von 0 bis n
TCF	Total Cashflow
TRW	Substanzwert als Teilreproduktionswert
TS	Tax Shield = steuerlicher Vorteil durch verzinsliche Fremdkapitalfinanzierung
TS_b	Wertbeitrag des Barwerts der Tax Shields
TV	Terminal Value
UKV	Umsatzkostenverfahren
UV	Umlaufvermögen
UW	Unternehmenswert
V	Prozentsatz des Vermögenswertes
V	gesamter verteilbarer Vorteil
VA	Value Added
Verb.	Verbindlichkeiten
VG	Vermögensgegenstand
VIDD	Vendor Initiated Due Diligence
V_K	Vorteil des Käufers
VU	Vergleichsunternehmen
$Var(r_m)$	Varianz der Renditeerwartungen des Marktportfolios
VRW	Substanzwert als Vollreproduktionswert
V_v	Vorteil des Verkäufers
w	Wachstumsrate
WACC	Weighted Average Cost of Capital; gewogener durchschnittlicher Kapitalkostensatz
W_{BNV}	Wiederbeschaffungswert des betriebsnotwendigen Vermögens
WC	Working Capital
WP	Wirtschaftsprüfer
z	Annuität
Z	Zahlungsüberschüsse
ZU	Zielunternehmen
β	Betafaktor
β_v	Betafaktor, verschuldet
β_{uv}	Betafaktor, unverschuldet, d. h. Betafaktor bei reiner Eigenfinanzierung
σ	Standardabweichung

Vorwort

Liebe Leserinnen und Leser,

zur Existenz- und Liquiditätssicherung sowie zur Überprüfung der gesetzten Rentabilitätsziele eines Unternehmens ist der Einsatz von **Finanzkennzahlen** für die Unternehmenssteuerung sehr hilfreich. Beispielsweise können in Zeitreihenanalysen die Erfolge eines Unternehmens mithilfe von Finanzkennzahlen gemessen werden. In Geschäftsberichten können Finanzkennzahlen auch als Marketinginstrument genutzt werden, damit sich Investoren für das Unternehmen interessieren bzw. die bisherigen Anteilseigner ihre Anteile behalten. Ein wesentliches Ziel jeder Unternehmensleitung ist die Steigerung des Unternehmenswertes. Viele Medien berichten regelmäßig über Unternehmenstransaktionen in Form von Fusionen (Mergers) und Übernahmen (Acquisitions) von Unternehmen. Durch globale Transaktionen werden signifikante Milliardenbeträge bewegt.

Somit gewinnt die Thematik der **Unternehmensbewertung** in unserer globalen Wirtschaftswelt immer mehr an Bedeutung und gehört zu den anspruchsvollsten betriebswirtschaftlichen Themen, mit denen Unternehmen, Berater, Unternehmer, aber auch Privatpersonen in der täglichen Praxis konfrontiert sein können. Bei der Übernahme, Veräußerung, Fusion oder Liquidation eines Unternehmens ist eine Ermittlung des Unternehmenswertes erforderlich. Auch im Rahmen der Unternehmensnachfolge, beim Verkauf eines Familienunternehmens oder beim Ein- und Austritt von Gesellschaftern ist eine Unternehmensbewertung unumgänglich.

In den nächsten Jahren stehen in Deutschland vor allem im Mittelstand mehrere zehntausend Unternehmensnachfolgen an. Viele Unternehmer müssen bzw. möchten ihr Unternehmen an Dritte verkaufen. Um eine Preisvorstellung zu bekommen, ist eine Unternehmensbewertung unerlässlich.

Das vorliegende Buch vermittelt im ersten Teil »**Unternehmensbewertung**« einen ganzheitlichen Überblick über die Verfahren der Unternehmensbewertung und im zweiten Teil werden die »**Finanzkennzahlen**« vorgestellt. Es wendet sich sowohl an Studierende als auch an Praktiker, führt komprimiert in die Themen der Unternehmensbewertung und Finanzkennzahlen ein. Es ist so konzipiert, dass es auch für das Selbststudium sehr gut geeignet ist. Zahlreiche Abbildungen und Beispiele erleichtern den Einstieg in diese komplexe Materie.

Beim Thema »Unternehmensbewertung« lernen Sie zunächst die Unterscheidung zwischen Wert und Preis kennen. Nach einer Einordnung der Funktionen der Unternehmensbewertung in die Kölner Funktionslehre und die Funktionen des Instituts

der Wirtschaftsprüfer (IDW) werden die praxisüblichen Bewertungsverfahren mit den zugrunde liegenden Theorien sowie deren Vor- und Nachteile erklärt. Zu den praxisüblichen Unternehmensbewertungsverfahren, wie z. B. Substanzwert-, Ertragswert-, Discounted-Cashflow-Verfahren sowie Multiplikatorverfahren, gibt es zahlreiche Beispiele und zusätzlich Übungsaufgaben mit ausführlichen Lösungen. Somit ist eine effiziente Selbstkontrolle möglich.

In allen Kapiteln finden Sie optisch hervorgehobene Beispiele. Diese dienen zur weiteren Erläuterung des praxisorientierten Stoffs.

Die Kapitel können Sie auch einzeln durcharbeiten.

Im zweiten Teil des Buches, d. h. in den Kapiteln 12 und 13, werden wichtige Finanzkennzahlen zur Unternehmenssteuerung mit Beispielberechnungen aus Geschäftsberichten von börsennotierten Unternehmen zu jeder Formel vorgestellt.

Finanzielle Kennzahlen (z. B. Rendite-, Earnings-Before-Kennzahlen, Liquiditäts- oder wertorientierte Kennzahlen) sind ein geeignetes Instrument, um Daten zusammenzufassen und somit den Fokus auf das Wesentliche zu richten. Die Bedeutung der wertorientierten Kennzahlen nimmt immer mehr zu, da wertorientierte Kennzahlen auf zukünftige Wertsteigerungspotenziale aufmerksam machen und vor drohender Wertvernichtung schützen können.

Für die ausgezeichnete Zusammenarbeit bedanke ich mich bei Frau Kathrin Salpietro von der Haufe Group und meiner Lektorin Frau Maria Ronniger.

Über Anregungen, Kritik oder Wünsche zu diesem Buch würde ich mich sehr freuen. Senden Sie Ihre Ideen bitte an: joerg.woeltje@t-online.de. Vielen Dank im Voraus für Ihre Unterstützung.

Ihnen, liebe Leser, wünsche ich viel Freude beim Lesen des Buches.

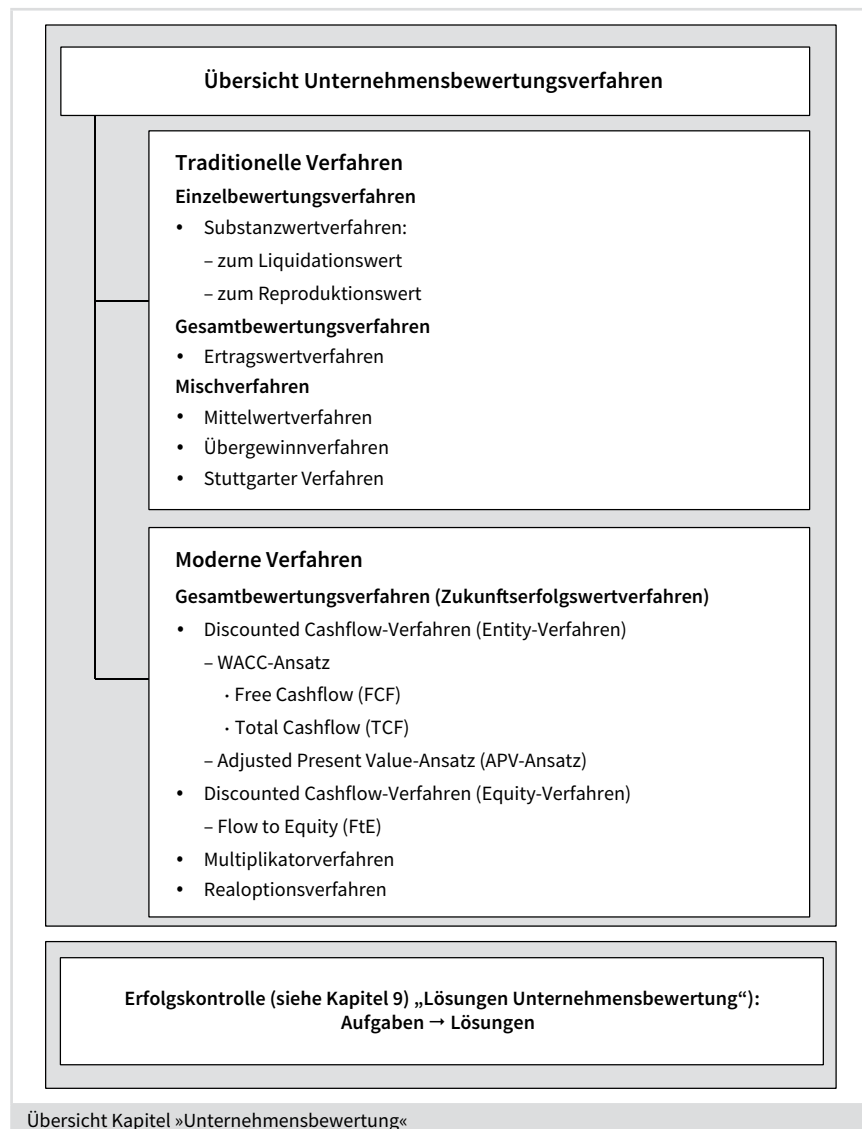
Jörg Wöltje

Malsch im Oktober 2020

Teil 1: Unternehmensbewertung

Summary

In diesem Teil des Buchs lernen Sie sowohl die traditionellen als auch die modernen Verfahren zur Unternehmensbewertung (*company valuation*) kennen. Es werden die Einzel- und Gesamtbewertungsverfahren vorgestellt.



1 Einführung

Die Thematik der Unternehmensbewertung hat in den letzten Jahren weiter an Bedeutung gewonnen. Zum einen aufgrund der zunehmenden Internationalisierung und zum anderen aufgrund der zahlreich anstehenden Nachfolgeregelungen in mittelständischen Familienbetrieben. Weitere Gründe sind z. B. Beteiligungen an Start-ups, Unternehmensübernahmen, Fusionen, der Shareholder-Value-Gedanke etc. Es stellt sich daher immer häufiger die Frage: Wie viel ist ein Unternehmen wert? Diese Frage ist wohl eine der spannendsten und zugleich anspruchsvollsten Fragen der Betriebswirtschaftslehre.¹ Mithilfe der Unternehmensbewertung soll eine Antwort gefunden werden.

Für die Unternehmenstransaktionen wird häufig der Begriff »**Mergers and Acquisitions**« (abgekürzt M&A, deutsch: **Fusionen und Übernahmen**) verwendet. Der Begriff »Merger« wird verwendet, wenn sich zwei selbstständige Unternehmen zu einer rechtlichen sowie wirtschaftlichen Einheit zusammenschließen. Bei Acquisitions werden hingegen eigenständige Unternehmen bzw. einzelne Unternehmensteile erworben. Das Zielunternehmen verliert seine wirtschaftliche Selbstständigkeit, aber nicht zwangsläufig die rechtliche Selbstständigkeit.² Bei den Unternehmenstransaktionen gehen z. B. natürliche Personen oder Unternehmen Kapitalverflechtungen ein oder schließen sich zu Gesellschaften zusammen, dabei wechseln die Eigentümer oder es werden Anteile gekauft bzw. verkauft. Die Übertragung eines Unternehmens oder von Gesellschaftsanteilen erfolgt in der Regel mit einer finanziellen Gegenleistung. Übernahmen ohne finanzielle Gegenleistung findet man teilweise bei der familiären Unternehmensnachfolge, wenn ein Übergeber dem Nachfolger aus der Familie das Unternehmen kostenlos übergibt. Bei einer Unternehmensübergabe gegen eine finanzielle Gegenleistung unterscheidet man zwischen:

- **Cash-based Transaction:** Hier wird der Kaufpreis nach Abschluss des Kaufvertrags in Form einer Einmalzahlung in bar bezahlt oder es werden wiederkehrende Zahlungen (z. B. Raten-/Rentenzahlungen) geleistet.

1 Voigt, C. et al., Unternehmensbewertung. Erfolgsfaktoren von Unternehmen professionell analysieren und bewerten, 2005, S. 14.

2 Vgl. Dreher, M. & Ernst, D., Mergers & Acquisitions, 2016, S. 15 f.

- **Share-based Transaction** (Aktientausch): Hier wird der Kaufpreis durch Aktien des übernehmenden Unternehmens geleistet. Ein Unternehmen, das ein anderes Unternehmen übernehmen möchte, bietet den Aktionären des zu kaufenden Unternehmens (Zielunternehmens) in einem bestimmten Verhältnis Aktien zum Kauf gegen die Geschäftsanteile des Zielunternehmens an.³

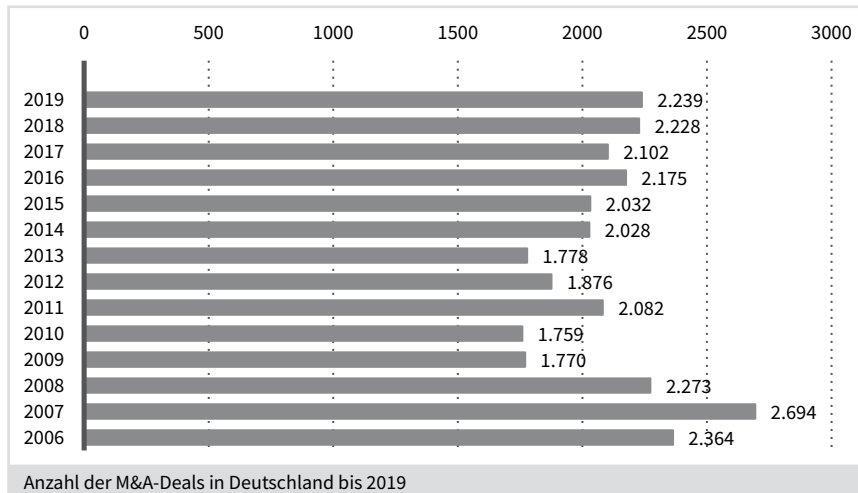
Im Rahmen der Unternehmensübernahme bzw. Unternehmensnachfolge werden vor allem die folgenden Transaktionsarten genutzt:

- **Management Buy-out (MBO)**: Hier erfolgt der Kauf/die Übernahme eines Unternehmens durch eine oder mehrere Personen des derzeitig beschäftigten Managements. Aus den bisher angestellten Managern werden Eigentümer. Management Buy-outs sind häufig anzutreffen bei der Reorganisation großer Konzerne.
- **Management Buy-in (MBI)**: Hier erfolgt der Kauf/die Übernahme eines Unternehmens durch einen oder mehrere externe Manager, die bisher nicht im Unternehmen gearbeitet haben, der/die die Leitung des erworbenen Unternehmens übernimmt/übernehmen.
- **Buy-in Management Buy-out (BIMBO)**: Hier übernimmt das bisherige angestellte Management zusammen mit externen Managern das Unternehmen.
- **Leveraged Buy-out (LBO)**: Wird der Unternehmenserwerb mit einem hohen Fremdkapitalanteil von ca. 60 bis 75 % des Gesamtfinanzierungsvolumens finanziert, so spricht man von einem Leveraged Buy-out (LBO)⁴. Das Ziel einer solchen Transaktion ist häufig die Umstrukturierung eines Unternehmens mit anschließendem Verkauf einzelner oder aller Teile des Unternehmens.

³ Deimel, K. et al., Controlling, 2013, S. 303.

⁴ Behringer, S., Unternehmenstransaktionen, 2020, S. 122 und van Kann, J., Praxishandbuch Unternehmenskauf, 2017, S. 17.

Die folgende Abbildung⁵ zeigt die Mergers and Acquisitions (M&A) Deals in Deutschland.



Bei Unternehmenskäufen bzw. -verkäufen führen unterschiedliche Kaufpreisvorstellungen zwischen Altinhaber und Übernehmer häufig zu Konflikten. Der Verkäufer überschätzt oftmals den Wert seines Unternehmens, das er womöglich über mehrere Jahre mit Herzblut aufgebaut und zu seinem Lebenswerk gemacht hat. Der Käufer möchte hingegen einen möglichst geringen Kaufpreis bezahlen, um nicht in Finanzierungsschwierigkeiten zu kommen.

Die Zielsetzung der Unternehmensbewertung ist, einem Unternehmen oder einem Teil eines Unternehmens (z. B. einer Beteiligung) einen Wert, d. h. einen potenziellen Preis, zuzuordnen. Ferner lässt sich die Unternehmensbewertung zur controlling-orientierten Unternehmenssteuerung einsetzen. Für die Unternehmensbewertung stehen verschiedene Verfahren zur Verfügung.

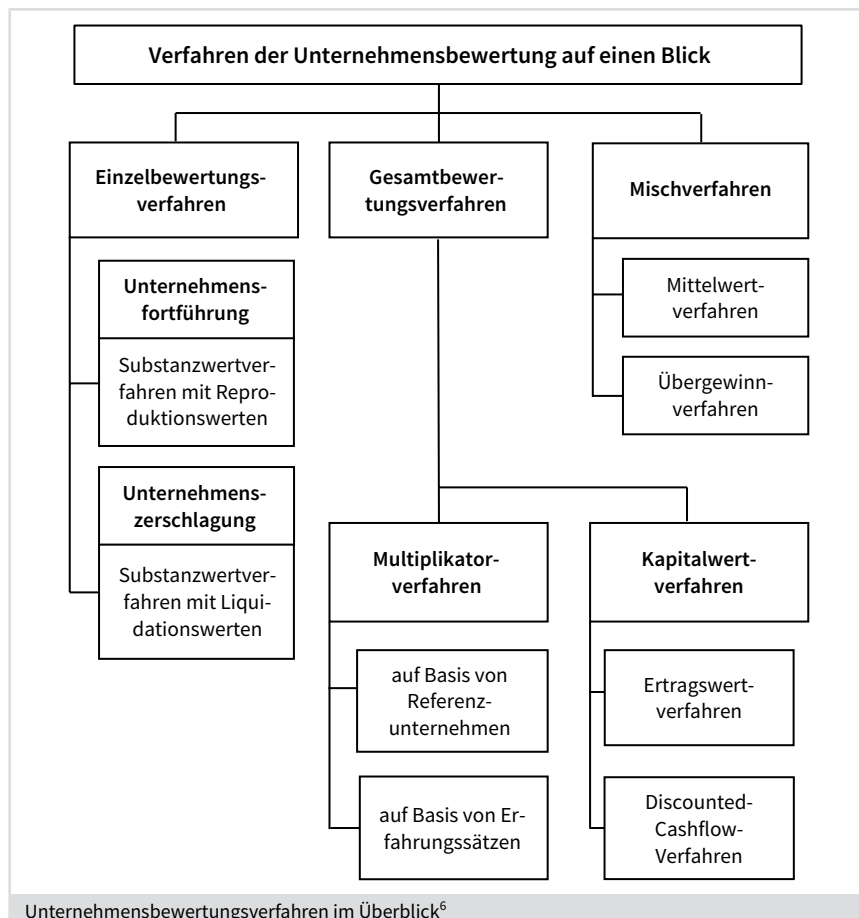
Merke

Mithilfe der Unternehmensbewertung soll der Wert eines Unternehmens oder von selbstständigen Betriebsteilen bzw. von Tochtergesellschaften ermittelt werden.



Einen Überblick über die verschiedenen Methoden der Unternehmensbewertung (*company valuation methods*) vermittelt Abbildung »Unternehmensbewertungsverfahren im Überblick«.

⁵ <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/233975/umfrage/anzahl-der-munda-deals-in-deutschland-nach-quartalen/> (abgerufen am 19.06.2020).



Bei den Einzelbewertungsverfahren (*net asset value method*) werden die Werte der Vermögensgegenstände eines Unternehmens aufsummiert. Von dieser Summe werden die Schulden abgezogen. Man unterscheidet zwischen dem Substanzwertverfahren mit Reproduktionswerten und dem Substanzwertverfahren mit Liquidationswerten. Beim Substanzwertverfahren mit Reproduktionswerten wird das Unternehmen fortgeführt, d. h., es wird ein Betrag berechnet, mit dem ein vergleichbares Unternehmen mit seiner derzeitigen materiellen Ausstattung neu errichtet werden könnte.⁷

Bei den Multiplikatorverfahren werden bestimmte Unternehmenskennzahlen, beispielsweise Umsatz, Jahresüberschuss, EBIT oder Cashflow, mit einem Multiplikator multipliziert. Dieser Multiplikator wird auf Basis von Referenzunternehmen abgeleitet.⁸

⁶ Diedrich, R. & Dierkes, S., Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung, 2015, S. 29.

⁷ Vgl. Diedrich, R. & Dierkes, S., Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung, 2015, S. 29.

⁸ Vgl. Diedrich, R. & Dierkes, S., Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung, 2015, S. 30.

Schließlich folgen die Kapitalwertverfahren der Idee, dass der Unternehmenswert von den erwirtschafteten »monetären Ergebnissen« des Unternehmens abhängt. Diese werden schließlich mit einem Zinssatz diskontiert. Die erhaltenen Barwerte (*present value*) werden addiert.

Beim Ertragswertverfahren (*capitalized earnings method*) werden die Ertragsüberschüsse abgezinst, während bei den Discounted-Cashflow-Verfahren die Cashflows abgezinst werden.

1.1 Begriffliche Grundlagen

Um das Thema der Unternehmensbewertung (*company valuation*) besser zu verstehen, werden zunächst einige Begrifflichkeiten, die in diesem Zusammenhang stehen, erläutert.

Unter einer Bewertung wird die Zuordnung eines Wertes, zumeist in Form einer Geldgröße oder einer Beteiligungsquote, zu einem Gegenstand – dem Bewertungsobjekt – durch das Bewertungssubjekt verstanden.⁹ Als Bewertungsobjekt wird im Rahmen der Unternehmensbewertung das Unternehmen bezeichnet, das bewertet wird. Dabei können ein Unternehmen als Ganzes oder ein abgrenzbarer Unternehmensanteil bewertet werden.¹⁰ Der Bewertende, der die Bewertung durchführt, ist das Bewertungssubjekt.

Ziel der Unternehmensbewertung ist die Zuordnung eines Wertes bzw. eines potenziellen Preises zu dem Unternehmen oder zu einzelnen Unternehmensteilen.¹¹ In der Theorie der Unternehmensbewertung sind Wert und Preis allerdings voneinander zu unterscheiden aufgrund unterschiedlicher Annahmen und der subjektiven Wertansätze von Käufer und Verkäufer. Der Unternehmenswert stellt einen individuellen Grenznutzen dar, der sich in der Regel aus dem Vergleich mit einer alternativen Investitionsmöglichkeit ergibt.¹²

Der Preis ist ein in Geldeinheiten ausgedrückter Tauschwert eines Gutes,¹³ der sich zumeist durch das Zusammenkommen von Angebot und Nachfrage auf dem Markt

9 Matschke, M. & Brösel, G., Unternehmensbewertung Funktionen – Methoden – Grundsätze, 2013, S. 3 mit Verweis auf Bode, J., Der Informationsbegriff in der Betriebswirtschaftslehre, 1997, S. 451.

10 Matschke, M. & Brösel, G., Unternehmensbewertung Funktionen – Methoden – Grundsätze, 2013, S. 4.

11 Wöltje, J., Investition und Finanzierung, 2017, S. 206.

12 Matschke, M. & Brösel, G., Unternehmensbewertung Funktionen – Methoden – Grundsätze, 2013, S. 6 mit Verweis auf Hering, T., Konzeptionen der Unternehmensbewertung, 2000, S. 435 und Brösel, G., Objektiv gibt es nur subjektive Unternehmenswerte, in: UM, 1. Jg., 2003, S. 130–134.

13 Pickenbrock, D., Gabler Wirtschaftslexikon Online, Stand: 19.02.2018, abgerufen von <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/preis-46701/version-269979> am 30.03.2020.

bildet. Ein solcher Markt ist allerdings bei Anlässen einer Unternehmensbewertung meist nicht vorhanden, sodass kein Gleichgewichtspreis im Sinne der neoklassischen Preislehre zustande kommt.

In der Literatur wird die Subjektivität des Unternehmenswertes vielfach erwähnt. Moxter schreibt: »Den einen richtigen Unternehmenswert gibt es schlechthin nicht«¹⁴, da der Wert eines Unternehmens nicht losgelöst vom Zweck der Wertermittlung bestimmt werden kann.¹⁵ Ein wichtiger Bewertungszweck ist die Ermittlung von Grenzpreisen bzw. Marktwerten für Käufer oder Verkäufer von Unternehmen zur Vorbereitung von Entscheidungen über den Kauf oder Verkauf des Unternehmens. In diesem Zusammenhang wird auch vom Entscheidungswert des Unternehmens gesprochen. Der Grenzpreis (*marginal price*) gibt an, welchen Preis der Käufer maximal zahlen und der Verkäufer minimal verlangen kann. Die Entscheidungswerte der beiden Parteien stimmen dabei nicht überein und sind in diesem Sinne subjektive Unternehmenswerte¹⁶ aufgrund unterschiedlicher Wertevorstellungen und individueller Ziel- und Nutzenstrukturen.

Weitere Bewertungszwecke dienen zur Ermittlung von Argumentationswerten, Schiedswerten, Steuerbemessungsgrundlagen und Buch- und Bilanzwerten.¹⁷ Der Bewertungszweck ist dabei ausschlaggebend bei der Wahl des Bewertungsverfahrens. Die verschiedenen Bewertungsverfahren werden im Kapitel 2 vorgestellt.

1.2 Unternehmenswert versus Unternehmenspreis

Bei der Unternehmensbewertung ist grundsätzlich zwischen dem Wert und dem Preis eines Unternehmens zu unterscheiden: »Price is what you pay/Value is what you get«. In Anlehnung an dieses Statement von Warren Buffet ist auch in der Unternehmensbewertung zwischen diesen beiden Begrifflichkeiten zu unterscheiden.

Ein wichtiger Anlass für eine Unternehmensbewertung ist die Preisfindung im Falle des Unternehmenskaufs bzw. -verkaufs. Die Unternehmensbewertung wird benötigt, um Käufern und Verkäufern eine Vorstellung über den Wert eines Unternehmens zu geben. Der mithilfe von Unternehmensbewertungsverfahren ermittelte Wert dient als Anhaltspunkt, um im anschließenden Verhandlungsprozess zwischen Verkaufs- und Kaufpartei den (endgültigen) Preis für das Unternehmen zu bestimmen. Häufig wird

14 Moxter, A., Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 1983, S. 6.

15 Ballwieser, W. & Hachmeister, D., Unternehmensbewertung, 2016, S. 1; Drukarczyk, J. & Schüler, A., Unternehmensbewertung, 2016, S. 8.

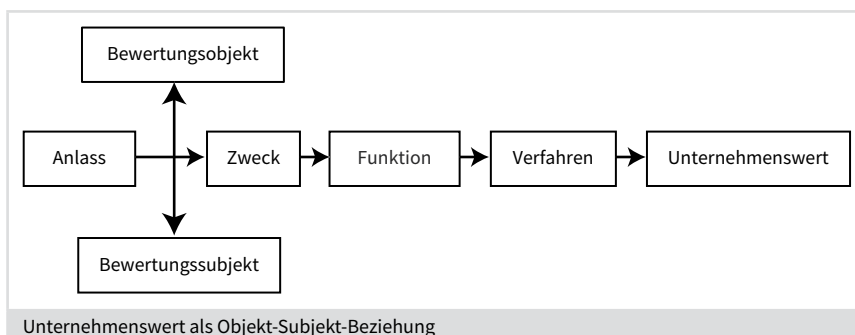
16 Drukarczyk, J. & Schüler, A., Unternehmensbewertung, 2016, S. 8.

17 Ballwieser, W. & Hachmeister, D., Unternehmensbewertung, 2016, S. 2.

in der Praxis fälschlicherweise der mit den Bewertungsverfahren ermittelte Wert als der endgültige Unternehmenspreis verstanden.¹⁸ Deswegen wird zunächst die Unterscheidung zwischen **Wert** und **Preis** eines Unternehmens vorgenommen.

In der Betriebswirtschaftslehre versteht man unter dem Begriff »**Wert**« eine Maßeinheit, die den Beitrag eines Gutes zur Zweckerfüllung misst. Der Wert eines Gutes wird quantifiziert, indem man angibt, wie viel von einem anderen Gut alternativ aufzubringen wäre, um denselben Nutzen zu generieren (Zweck zu erfüllen).¹⁹ Unter dem Begriff »**Bewerten**« versteht man den Prozess der Wertfindung durch Vergleiche mit alternativen Werten.²⁰ Der Wert, den man einem Gut beimisst, ist i. d. R. subjektiv. Er resultiert aus dem Nutzen, den ein Wirtschaftssubjekt (hier Eigentümer, potenzieller Käufer bzw. Verkäufer) dem jeweiligen Gut (Unternehmen) zurechnet. Der Nutzen eines Gutes besteht dabei aus finanziellen (z. B. Erträge, Cashflows) und nicht finanziellen Komponenten (z. B. Prestige, Macht).²¹

Der Wert des Unternehmens ist eine subjektive Größe. Er drückt aus, welchen Nutzen das Bewertungsobjekt für ein Bewertungssubjekt bezogen auf dessen Planung zukünftig darstellen kann.²² Die folgende Abbildung zeigt den Unternehmenswert als Objekt-Subjekt-Beziehung unter Berücksichtigung von Bewertungsanlass und -zweck:



Die Zuordnung eines Wertes zu einem Bewertungsobjekt ist nicht nur durch das Bewertungssubjekt definiert, sondern auch durch dessen Intention.²³

18 Vgl. Zwirner, C., Unternehmensbewertung. Bewertungsmethoden und -ansätze, 2012, S. 25 ff.

19 Ebenda.

20 Vgl. Zwirner, C., Unternehmensbewertung. Bewertungsmethoden und -ansätze, 2012, S. 7.

21 Vgl. Aschauer, E. & Purtscher, V., Einführung in die Unternehmensbewertung, 2011, S. 95.

22 Vgl. Matschke, M. J. & Brösel, J., Funktionale Unternehmensbewertung, 2014, S. 2 f. und vgl. Matschke, M. J. & Brösel, G., Unternehmensbewertung, 2013, S. 5 f.

23 Vgl. Drukarczyk, J. & Schüler, A., Unternehmensbewertung, 2016, S. 8.

Als **Preis** bezeichnen die Wirtschaftswissenschaften hingegen das Tauschverhältnis zwischen Gütern. Als Bezugsgröße wird meist Geld gewählt.²⁴ Somit stellt der Preis den Geldbetrag dar, der beim Wechsel eines Eigentümers für einen Gegenstand, ein Recht oder eine Dienstleistung zu entrichten ist. Der Preis ist ein Transaktionsergebnis zwischen den an der Transaktion Beteiligten. Er ergibt sich auf dem Markt im Schnittpunkt von Angebot und Nachfrage und beruht auf einer Reihe von subjektiven Entscheidungswerten sowie Verhandlungspositionen der Vertragsparteien.

Im Unterschied zu einem rechnerisch ermittelten Unternehmenswert ist der Unternehmenspreis das Ergebnis eines Verhandlungsprozesses im Rahmen einer Transaktion zwischen zwei Verhandlungspartnern.

Der Unterschied zwischen Wert und Preis eines Unternehmens lässt sich somit folgendermaßen zusammenfassen²⁵:

- **Wert:** Käufer und Verkäufer können dem Unternehmen einen jeweils anderen Wert (Grenzpreis) beimessen, da sich ihre subjektiven Erwartungswerte unterscheiden.
- **Preis:** Der Preis (endgültiger Wert) für ein Unternehmen errechnet sich aus den Marktverhältnissen und den Verhandlungspositionen der Transaktionsbeteiligten.²⁶

1.3 Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung

In der deutschen Unternehmensbewertungspraxis haben sich gemäß dem IDW²⁷ die Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen – »IDW S 1 i. d. F. 2008« – etabliert. Für die Durchführung von Unternehmensbewertungen werden die folgenden sieben Grundsätze genannt.²⁸

Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks

Eine Unternehmensbewertung findet immer zu einem bestimmten Zweck statt. Abhängig vom Bewertungszweck müssen bei der Unternehmensbewertung zweckadäquate Anforderungen an die Bewertung gestellt und die entsprechenden Annahmen getroffen werden. Ziel ist es, eine Annahme bezüglich der Bewertung zu treffen sowie einen sachgerechten Unternehmenswert zu ermitteln. Jedoch gibt es nicht den einen »absoluten und richtigen« Wert für ein Unternehmen.

24 Ebenda.

25 Vgl. Zwirner, C., Unternehmensbewertung. Bewertungsmethoden und -ansätze, 2012, S. 26 ff.

26 Vgl. Aschauer, E. & Purtscher, V., Einführung in die Unternehmensbewertung, 2011, S. 97.

27 IDW = Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.

28 Vgl. Peemöller V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 34 ff.

Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit

Zur Bestimmung eines Unternehmenswerts werden nicht alle Vermögens- und Schuldenpositionen des Unternehmens einzeln, sondern es wird aus dem Zusammenwirken der wertbeeinflussenden Faktoren, die die künftigen finanziellen Überschüsse und Erträge beeinflussen, bewertet. Dabei müssen im Vorfeld zur Abgrenzung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit alle zusammenwirkenden Bereiche innerhalb des Unternehmens identifiziert werden. Innerhalb des Bewertungsobjekts sind alle Vermögensbestandteile bewertungsrelevant und man unterscheidet zwischen betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen (*non-operative assets*). Die wirtschaftliche Unternehmenseinheit kann (muss aber nicht) identisch mit der rechtlichen Einheit sein.²⁹ Der Unternehmenswert lässt sich durch den zukünftigen Nutzen bestimmen, den das Unternehmen seinen Eigentümern bzw. Investoren erwirtschaftet. Die Grundlage der Bewertung bilden die zukünftigen finanziellen Überschüsse, die das Unternehmen generieren wird (Cashflows bzw. Gewinne). Dazu werden die Barwerte (*present value*) aller zukünftigen finanziellen Überschüsse ermittelt, die den Unternehmenseignern zufließen.

Stichtagsprinzip

Unternehmenswerte stehen immer im Bezug zu einem Bewertungsstichtag (*valuation date*) und sind somit zeitpunktbezogen. Dabei determiniert der Bewertungsstichtag die einzubeziehenden finanziellen Überschüsse, d. h., es wird berücksichtigt, ab welchem Zeitpunkt die finanziellen Überschüsse den künftigen Eigentümern zufließen. Bewertungsstichtage können gesetzlich bestimmt oder vertraglich vereinbart sein.³⁰

Berücksichtigung des betriebsnotwendigen Vermögens

In Rahmen der Unternehmensbewertung werden nur Zahlungsüberschüsse berücksichtigt, die den Eigentümern/Investoren zufließen. Zu analysieren sind somit die Ausschüttungsfähigkeit des Unternehmens und die Finanzierung der Ausschüttungen.³¹

Gesonderte Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Die Vermögensbestandteile eines Unternehmens setzen sich aus betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögenspositionen zusammen. Grundsätzlich versteht man unter dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen (*non-operative assets*) diejenigen materiellen und immateriellen Vermögensbestandteile, die nicht in den Prozess der betrieblichen Leistungserstellung eingehen. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen hat keine Auswirkungen auf die Ertragskraft (*profitability*) des Unternehmens. Soll das nicht betriebsnotwendige Vermögen zum Zeitpunkt der

29 Vgl. Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S 34 f.

30 Vgl. Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 35.

31 Vgl. Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 35 ff.

Unternehmensbewertung beibehalten werden, so ist es mit seinem Liquidationswert (Veräußerungswert) gesondert zu bewerten.³²

Als Grundlage der Unternehmensbewertung sind die finanziellen prognostizierten Überschüsse an den/die Eigentümer zu betrachten, die sich ausschließlich auf netto zufließende Gewinne beziehen. Investitionen aus Gewinnen zur Erhaltung der Unternehmung sind nicht zu berücksichtigen.

Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips

Handelsrechtliche Bilanzierungsprinzipien, die auf dem Vorsichtsprinzip des Gläubigerschutzes beruhen, dürfen für den Zweck der Unternehmensbewertung nicht berücksichtigt werden, da er die Eigentümer gegenüber den Gläubigern einseitig belastet. Sonst würde aufgrund des Gläubigerschutzes die unterstellte Ausschüttungspolitik des Unternehmens hinfällig werden. Es müssten zusätzliche Ausschüttungssperren verordnet werden, um die Kapitalerhaltung zu gewährleisten. Für die Bewertung des Unternehmens ist im Hinblick auf das Vorsichtsprinzip lediglich das Risiko des Investors zu berücksichtigen.³³

Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze

Im Rahmen der Unternehmensbewertung werden viele Annahmen zur Ermittlung des Unternehmenswertes getroffen. Die unterstellten Annahmen haben erhebliche Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Für die Berichterstattung muss deshalb ein Bewertungsgutachten erstellt werden, das klar und transparent strukturiert ist. Aus dem Gutachten (*appraisal report*) muss hervorgehen, welche Annahmen vom Gutachter (*expert*), welche von der Geschäftsleitung des zu bewertenden Unternehmens und welche von sachverständigen Dritten getroffen wurden.³⁴

1.4 Funktionen der Unternehmensbewertung

Eine Unternehmensbewertung (*company valuation*) muss auf die ihr zugrunde liegende Fragestellung abgestimmt sein. Damit eine passende Bewertungskonzeption zur Lösung der Fragestellung entwickelt werden kann, muss jeder Bewertung eine Aufgabenanalyse vorangehen. Dies wird von A. Moxter als Zweckadäquanzprinzip bezeichnet. Das Verständnis des Auftraggebers hinsichtlich der Bewertung wird dadurch gefördert, indem der Bewertende die zugrunde liegende Fragestellung darstellt, was in der Literatur als Zweckdokumentationsprinzip bezeichnet wird. Die Betriebswirt-

32 Vgl. Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 45 f.

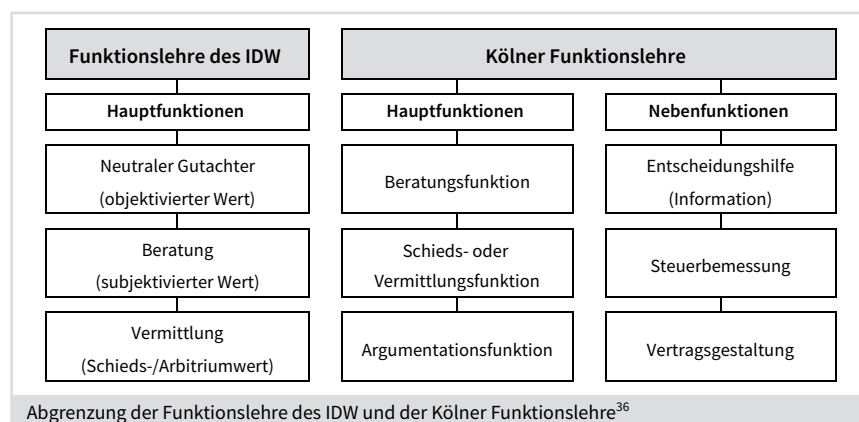
33 Vgl. Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 46 f.

34 Vgl. Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 47.

schaftslehre hat die wichtigsten Fragestellungen für die Unternehmensbewertung in folgende Funktionen eingeordnet:

- Beratungsfunktion
- Schiedsfunktion
- Argumentationsfunktion
- Bemessungsfunktion (z. B. Steuern)
- Gestaltungsfunktion (z. B. Vertrag)

In diesem Kapitel werden die Bewertungsfunktionen, die das Grundgerüst der funktionalen Unternehmensbewertung bilden, erläutert. Die Funktionen stellen das Bindeglied zwischen Anlass, Zweck, Rechenverfahren und resultierendem Wert der Unternehmensbewertung dar.³⁵ Die beiden unterschiedlichen Formen der Funktionslehre (Funktionslehre des IDW und die Kölner Funktionslehre) haben das gemeinsame Ziel, interpersonale Konflikte zu umgehen bzw. zu lösen. Jedoch streben sie unterschiedliche Zielerreichungswege an, wodurch sich verschiedene Funktionen ergeben, die im Folgenden dargestellt und erläutert werden.



1.4.1 Funktionen des IDW

Die Funktionslehre des IDW ist bei der Unternehmensbewertung für Wirtschaftsprüfer (*auditor*) relevant und besteht aus drei Hauptfunktionen. Sie beschreibt die Funktionen, die den unparteiischen Gutachter betreffen.³⁷ Sie sind in ihrer Reihenfolge, wie sie beim Vorgehen der Wertermittlung auftreten, chronologisch aufgeführt.

³⁵ Vgl. Matschke, M. J. & Brösel, G., Unternehmensbewertung, 2013, S. 22 ff.

³⁶ Vgl. Schacht, U. & Fackler, M., Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 2009, S. 16 und Behringer, S.: Unternehmenstransaktionen, 2020, S. 196 ff.

³⁷ Vgl. Schacht, U. & Fackler, M., Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 2009, S. 16.

1.4.1.1 Neutraler Gutachter

Die wichtigste Funktion ist laut dem IDW die eines neutralen Gutachters (*neutral expert*), der mithilfe einer nachvollziehbaren Vorgehensweise einen objektiven, also von Einflüssen der betroffenen Parteien freien Wert ermitteln soll. Das Ergebnis dieser Ermittlung ist ein Zukunftserfolgswert, der bei gleichbleibendem Konzept und realistischen Zukunftsüberlegungen eintritt. Berücksichtigt werden hierbei die künftigen Marktchancen und -risiken, die finanziellen Möglichkeiten sowie sonstige Einflussfaktoren. Nicht eingerechnet werden allerdings geplante, aber noch nicht begonnene Strukturveränderungen und positive Verbundeffekte. Durch das Ausschließen dieser Bedingungen führt die Berechnung tendenziell eher zu einem niedrigeren Wert. Daraus eröffnet sich die Kritik, dass der neutrale Wert nicht immer neutral ist und den Käufer durch einen eventuellen Mehrwert des Unternehmens zum Zeitpunkt der Veräußerung, bevorzugen kann.³⁸

1.4.1.2 Beratung

Im Rahmen der Beratungsfunktion (*advisory function*) ermittelt ein Bewertender im Auftrag einer Partei (Käufer oder Verkäufer) den Entscheidungswert oder Grenzpreis (*marginal price*) für ein Unternehmen oder einen Unternehmensteil. Er orientiert sich dabei an den Interessen seines Auftraggebers. Aus der Sicht des Verkäufers ermittelt der Bewertende die zu erzielende Preisuntergrenze, aus Sicht des Käufers ergibt sich aus der Unternehmensbewertung die Preisobergrenze.

Bei der Beratungsfunktion wird ein subjektiver Wert ermittelt, auch »Grenzpreis« genannt. Die Grenzpreise werden unter Berücksichtigung der individuellen Planungen und Möglichkeiten des Bewertungsinteressenten errechnet. Aus Sicht beider Parteien werden sowohl eine Preisunter- als auch eine Preisobergrenze ermittelt. Sowohl der Käufer als auch der Verkäufer haben das Interesse, ihre ökonomische Situation durch den Vertragsabschluss nicht zu verschlechtern, daher werden die Preisuntergrenze des Verkäufers und die Preisobergrenze des Käufers als Rahmen für die Verhandlungen festgelegt. Der Grenzpreis des potenziellen Investors stellt den Preis dar, den er maximal gewillt ist für das Unternehmen zu zahlen. Dagegen ist der Grenzpreis des Verkäufers der Preis, den er mindestens verlangen muss. Gewöhnlich liegen die Preisobergrenze des Käufers und die Preisuntergrenze des Verkäufers aufgrund des subjektiven Empfindens für Risiko und Erfolg und unterschiedlicher Zielverfolgungen weit auseinander. Der Spielraum zwischen beiden Preisen bildet den Verhandlungsspielraum.

38 Vgl. Schacht, U. & Fackler, M., Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 2009, S. 16.

1.4.1.3 Vermittlung

Die letzte Funktion des IDW wird auch als Schieds- oder Vermittlungsfunktion (*mediating function*) bezeichnet. Nach dem sowohl der objektive als auch der subjektive Wert gefunden wurde, wird der Bewertende in Konfliktsituationen als Schiedsgutachter für beide Parteien tätig und ermittelt den angemessenen Preis. Dies wird dann erforderlich, wenn sich Käufer und Verkäufer nicht auf einen angemessenen Preis einigen können. Der Einigungspreis muss innerhalb des Verhandlungsrahmens liegen und von beiden Parteien akzeptiert werden.³⁹

1.4.2 Funktionen der Kölner Funktionslehre

Die Kölner Funktionslehre (*function theory of Cologne*) gliedert die Funktionen in Haupt- und Nebenfunktionen. Bei den Hauptfunktionen gibt es einige Parallelen zur Funktionenlehre des IDW. Beide sehen eine Beratungs- und Vermittlungsfunktion als notwendig an. In den folgenden Unterabschnitten werden die einzelnen Haupt- und Nebenfunktionen erläutert.

Anlässe mit Änderung der Eigentumsverhältnisse (Hauptfunktionen)	Anlässe ohne Änderung der Eigentumsverhältnisse (Nebenfunktionen)
• Verkauf eines Unternehmens • Börsengang • Fusion • Ein- oder Austritt eines Gesellschafters • Abfindungszahlungen • Nachfolge	• Fremdkapitalaufnahme • Insolvenzprüfung • Anteilsverpfändung • Bilanzierungsbewertungen • Prüfung der Bonität für Kredite • Besteuerungsgrundlage ermitteln • Sanierungsprüfung • wertorientierte Unternehmenssteuerung

Verteilung der Anlässe auf Haupt- und Nebenfunktion⁴⁰

1.4.2.1 Hauptfunktionen

Die Hauptfunktionen (*main functions*) werden angewandt, wenn die Bewertung aufgrund einer folgenden Eigentumsänderung des Bewertungsobjektes oder eines abgrenzbaren Unternehmensgliedes erfolgt.⁴¹

39 Vgl. Merdian, A., Zur Vereinheitlichung des europäischen Prüfungsmarkts am Beispiel der Unternehmensbewertung, 2018, S. 16 f.

40 In Anlehnung an Matschke, M. J. & Brösel G., Unternehmensbewertung, 2013, S. 66.

41 Vgl. Matschke, M. J. & Brösel, G., Unternehmensbewertung, 2013, S. 24.

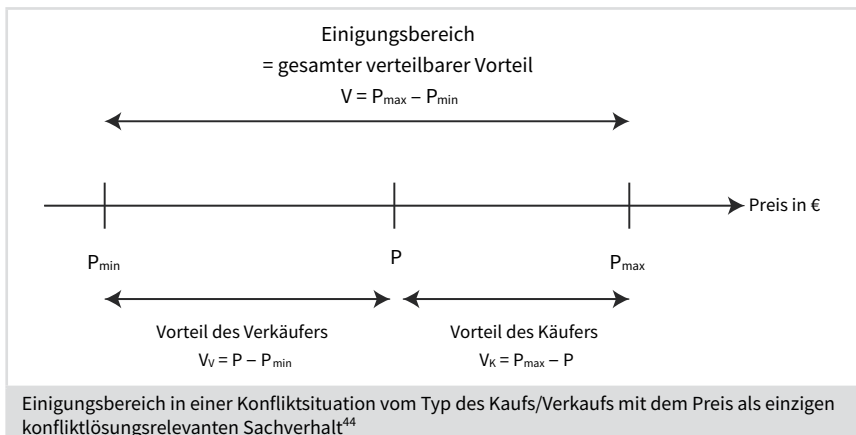
Beratungs- und Entscheidungsfunktion

Im Rahmen der Beratungsfunktion (*advisory function*) wird ein Entscheidungswert ermittelt. Dieser soll dem Entscheidungsträger als Basis für eine spätere rationale Entscheidung dienen. Der Entscheidungswert stellt, ebenso wie beim IDW, den Grenzpreis dar. Der Wert liegt gerade noch in der Konzessionsbereitschaft des Bewertungsinteressenten.

Als Grenzpreis (*marginal price*) der jeweiligen Verhandlungspartei stellt der Entscheidungswert für den Käufer eine Preisobergrenze dar, der Entscheidungswert für den Verkäufer eine Preisuntergrenze. Die jeweiligen Werte beschreiben die Grenzeinigungsbedingungen für die bestimmte Konfliktsituation. Für eine erfolgreiche Verhandlung müssen sie der jeweiligen Partei bekannt sein, dürfen der gegnerischen Partei aber als Konzessionsgrenze nicht bekannt werden. Zwischen der Preisobergrenze des Käufers und der Preisuntergrenze des Verkäufers muss ein Einigungsbereich gegeben sein, d. h., die Obergrenze muss über der Untergrenze liegen.⁴²

Für die Kauf- bzw. Verkaufsentscheidung sind allerdings nicht nur die ermittelten Preisgrenzen entscheidungsrelevant. Nicht monetäre Größen, wie z. B. die Führungsbeteiligung, Liefer- und Einkaufsverpflichtungen sowie das Bereitstellen von finanziellen Mitteln, spielen ebenfalls eine wesentliche Rolle. Somit geben die Grenzpreise nicht den finalen Preis an, sondern einen Spielraum für die Verhandlung und eine mögliche Einigung.⁴³

Eine Verhandlungs- und Einigungssituation kann wie folgt dargestellt werden:



42 Vgl. Matschke, M. J. & Brösel, G., Unternehmensbewertung, 2013, S. 134 und vgl. Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 9.

43 Vgl. Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 8.

44 Vgl. Matschke, M. J. & Brösel, G., Unternehmensbewertung, 2013, S. 136.

Für beide Parteien wäre eine Einigung auf den Preis »P« vorteilhaft, da sie mit dem eingesparten Vorteil die Möglichkeit hätten, beispielsweise Ergänzungsinvestitionen zu tätigen. Der gesamte Vorteil dieser Transaktion beträgt $V = P_{\max} - P_{\min}$. Dies entspricht dem gemeinsam erzielten Wohlfahrtsgewinn. Es gilt, dass der Vorteil einer Konfliktpartei *ceteris paribus* nur zulasten des anderen erhöht werden kann.⁴⁵

Schieds-/Vermittlungsfunktion

Bei der Vermittlungsfunktion (*mediating function*) fungiert der Gutachter genauso wie bei der Vermittlerfunktion des IDW. Es wird ebenfalls ein Arbitrium-, auch Schiedsspruch- oder Vermittlungswert errechnet. Es gelten dieselben Bedingungen wie beim IDW.

Für die Ermittlung des Einigungspreises müssen dem Vermittler die parteispezifischen Interessen sowie ihre Grenzpreise bekannt sein. Da dieser weder allgemeingültig noch objektiv ist, muss er sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer zumutbar sein und ihre Interessen angemessen wahren. Der Einigungspreis ist zumutbar, solange er die Konzessionsgrenzen der Verhandlungsparteien nicht überschreitet und somit mit ihrem rationalen Handeln vereinbar ist.⁴⁶

Argumentationsfunktion

Die Argumentationsfunktion (*argumentative function*) ist beim IDW nicht zu finden. Bei dieser Funktion unterstützt der Bewerter ausschließlich eine der beteiligten Parteien. Er soll dabei helfen, Argumente zu liefern, durch die die eigene Verhandlungsposition einer Partei verbessert werden soll, d. h. die jeweilige Preis- oder Wertvorstellung des Käufers oder Verkäufers zu unterstützen. Der Bewerter muss hierfür die Grenzpreise der anderen Parteien prognostizieren sowie verschiedene Bewertungsmethoden durchrechnen, um so die bestmögliche Strategie herauszuarbeiten. Des Weiteren wird er die Verhandlung übernehmen und muss somit auf die Argumente der Gegenseite reagieren können und die eigene Berechnung vertreten. Aufgrund der gesetzlich vorgeschriebenen Unparteilichkeit eines Wirtschaftsprüfers (*auditor*) kann der in dieser Funktion nicht auftreten, ganz anders dagegen die Investmentbanken, die diese Aufgabe immer wieder übernehmen.⁴⁷

1.4.2.2 Nebenfunktionen

Die Nebenfunktionen (*auxiliary function*) werden bei einer Bewertung ohne Eigentumsveränderung verwendet.⁴⁸ Somit ist der Ausgangspunkt der Bewertung keine

45 Vgl. Matschke, M. J. & Brösel, G., Unternehmensbewertung, 2013, S. 136 f.

46 Vgl. Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 9 f.

47 Vgl. Schacht, U. & Fackler, M., Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 2009, S. 17.

48 Vgl. Matschke, M. J. & Brösel, G., Unternehmensbewertung, 2013, S. 24.

Situation, in der zwei eventuell streitende Parteien beteiligt sind, woraus folgt, dass von einer Bewertungssituation die Rede ist und nicht von einer Konfliktsituation.⁴⁹ Im Folgenden wird auf die drei Nebenfunktionen eingegangen.

Informationsfunktion

Unternehmensbewertungen mit der Aufgabe »Informationsfunktion« sollen Informationen über die Ertragskraft des Unternehmens liefern und den aus der Bilanz entwickelten Unternehmenswert ermitteln. Im Falle einer Transaktion eines Unternehmens werden mithilfe der Informationsfunktion die Anteilswerte der zu bewertenden Unternehmung an anderen Unternehmen berechnet. Wird eine Unternehmensbewertung durchgeführt, um den Wert des Objektes für die Rechnungslegung – egal ob nach den Vorschriften des HGB oder nach IFRS – festzulegen, so wird die Informationsfunktion herangezogen.⁵⁰

Steuerbemessungsfunktion

Bei der Steuerbemessungsfunktion (*tax measurement function*) geht es darum, den steuerlichen Wert durch unentgeltlichen Erwerb für erbschaft- oder schenkungsteuerliche Zwecke zu ermitteln. Dieser Wert bildet die Grundlage zur Berechnung der Erbschaft- bzw. Schenkungsteuern. Die Steuerbemessungsfunktion ermittelt auf der Grundlage von Gesetzen und steuerlichen Richtlinien Werte, die als Steuerbemessungsgrundlage dienen können. Es sind auf jeden Fall zwingend die Besteuerungsbedingungen einzuhalten, was bedeutet, dass eine vielfache Anwendbarkeit gewährleistet sein muss.

Der ermittelte Wert muss objektiviert sein. Ein inzwischen nicht mehr erlaubtes steuerrechtliches Verfahren zur Ermittlung eines Wertes bei Schenkungen oder Erbschaften stellt das Stuttgarter Verfahren dar. Beim Stuttgarter Verfahren wird der Wert für nicht börsennotierte Anteile von Kapitalgesellschaften auf der Basis von schematischen Bewertungsregeln errechnet. Das Stuttgarter Verfahren wird aufgrund eines Urteils des Bundesverfassungsgerichts nicht mehr eingesetzt. Diese Tatsache führt dazu, dass heute das vereinfachte Ertragswertverfahren angewandt wird, um mit dieser Funktion einen Wert zu ermitteln.⁵¹

Vertragsgestaltungsfunktion

Die Vertragsgestaltungsfunktion (*contract drafting function*) befasst sich mit gesellschaftsrechtlichen und anderen vertraglichen Gestaltungsproblemen. Gesellschaftsverträge sollen die Interessen der Gesellschafter und der Gesellschaft regeln und

49 Vgl. Schmitz, C., Unternehmensbewertungstheorie und -praxis, 2010, S. 25.

50 Vgl. Schmitz, C., Unternehmensbewertungstheorie und -praxis, 2010, S. 25.

51 Vgl. Schmitz, C., Unternehmensbewertungstheorie und -praxis, 2010, S. 24 f.

bewahren. Wertermittlungen bspw. für Abfindungen oder Erfolgsbeteiligungen und Abfindungsklauseln werden dieser Funktion zugeordnet.⁵²

Ein Beispiel für eine Klausel, die auf der Basis der Unternehmensbewertungslehre festgelegt werden kann, sind niedrige Abfindungen. Durch diese Vertragsklausel soll einerseits schnelles und häufiges Ausscheiden der Gesellschafter ausgeschlossen werden, andererseits aber auch bei vorkommenden Änderungen das Fortbestehen des Unternehmens sichern. Auch wenn sich diese Funktion mit Eigentumsveränderung beschäftigt, tut sie dies nur präventiv, um Konfliktsituationen vorzubeugen, und zählt daher zu den Nebenfunktionen und nicht zu den Hauptfunktionen.⁵³

1.5 Anlässe der Unternehmensbewertung

Im Wirtschaftsleben existieren zahlreiche Situationen, die es erforderlich machen, den Wert eines Unternehmens zu ermitteln.

Grundsätzlich gilt es, bei den Anlässen zu unterscheiden, ob es sich um eine Änderung der Eigentumsverhältnisse handelt oder nicht. Eine tragende Rolle bei den Hauptfunktionen spielen die M&A-Transaktionen (Mergers-and-Acquisitions-Transaktionen). Bei Acquisition-Transaktionen handelt es sich um den Erwerb eines Unternehmens oder um eine Beteiligung. Diese erfordern eine Bewertung des Unternehmens, damit der zu fordernde oder der zu bietende Kaufpreis ermittelt werden kann. Merger-Transaktionen hingegen beinhalten die Fusion zweier Unternehmen. Bei der Fusion verliert mindestens ein Unternehmen seine rechtliche und wirtschaftliche Selbstständigkeit. Durch die Verschmelzung der Unternehmen entsteht eine neue Rechtseinheit, dabei muss mithilfe der Bewertung das Umtauschverhältnis der Anteile beider Unternehmen festgelegt werden.

Weitere Gründe für die Veranlassung einer Unternehmensbewertung können der Börsengang eines Unternehmens sein, aber auch beispielsweise das Wertsteigerungsmanagement, das Eingehen von Joint Ventures, Erbrechtsangelegenheiten oder eine Teilung des Unternehmens aufgrund einer Ehescheidung. Auch zur Analyse des Unternehmens in Hinblick auf geplante Strukturveränderungen und Managemententscheidungen kann eine Unternehmensbewertung sinnvoll sein.

Die Unternehmensbewertung ist aus dem täglichen Wirtschaftsleben nicht mehr wegzudenken. Aufgrund der fortschreitenden Internationalisierung, die sich in einer

52 Vgl. Matschke, M. J. & Brösel, G., Unternehmensbewertung, 2013, S. 71 ff. und vgl. Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2012, S. 13.

53 Vgl. Schmitz, C., Unternehmensbewertungstheorie und -praxis, 2010, S. 25.