

Bachelorarbeit
im Bachelorstudiengang
Betriebswirtschaft
an der Hochschule für angewandte Wissenschaften Neu-Ulm

Die Ertragswertmethode, die DCF-Methode und der EVA-Ansatz als Verfahren zur Unternehmensbewertung – Ein Vergleich im Hinblick auf den Unternehmenskauf

Erstkorrektor/-in: Prof. Dr. Thomas Hänichen
Zweitkorrektor/-in: Prof. Dr. Michael Gutiérrez

Verfasser/-in: Johannes Scheid (Matrikel-Nr.: 230351)

Thema erhalten: 05.06.2023
Arbeit abgegeben: 06.08.2023

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	I
Tabellenverzeichnis	III
Abkürzungsverzeichnis.....	V
1. Einleitung.....	- 1 -
1.1 <i>Hinführung zum Thema.....</i>	<i>- 1 -</i>
1.2 <i>Gang der Arbeit.....</i>	<i>- 4 -</i>
1.3 <i>Ziel der Arbeit.....</i>	<i>- 4 -</i>
2. Grundlagen der Unternehmensbewertung.....	- 4 -
2.1 <i>Was ist Bewertung?</i>	<i>- 4 -</i>
2.2 <i>Unterscheidung von Unternehmensbewertung, Due Diligence und M&A</i>	<i>- 5 -</i>
2.3 <i>Unterscheidung von Preis und Wert.....</i>	<i>- 8 -</i>
2.4 <i>Anlässe und Zwecke der Unternehmensbewertung.....</i>	<i>- 9 -</i>
2.4.1 <i>Anlässe für eine Unternehmensbewertung.....</i>	<i>- 9 -</i>
2.4.2 <i>Zwecke der Unternehmensbewertung.....</i>	<i>- 14 -</i>
2.5 <i>(Exkurs) M&A-Transaktionen.....</i>	<i>- 17 -</i>
2.5.1 <i>Klassifizierung von M&A-Transaktionen.....</i>	<i>- 17 -</i>
2.5.2 <i>Motive für M&A-Transaktionen</i>	<i>- 21 -</i>
2.5.2.1 <i>Strategische Motive</i>	<i>- 22 -</i>
2.5.2.2 <i>Finanzielle Motive</i>	<i>- 25 -</i>
2.5.2.3 <i>Persönliche Motive.....</i>	<i>- 28 -</i>
3. Ermittlung/Planung/Schätzung der (einzelnen) bewertungsrelevanten Parameter. -	30 -
3.1 <i>Cashflows</i>	<i>- 32 -</i>
3.1.1 <i>Operativer Cashflow (OCF)</i>	<i>- 33 -</i>

3.1.2 Cashflow aus Investitionen (CFI).....	- 38 -
3.1.3 Free Cashflow (FCF)	- 39 -
3.1.4 Total Cashflow (TCF)	- 39 -
3.1.5 Flows to Equity (FTE)	- 40 -
3.2 Kapitalkosten	- 40 -
3.2.1 Eigenkapitalkosten.....	- 41 -
3.2.2 Fremdkapitalkosten	- 43 -
3.2.3 WACC.....	- 45 -
4. Methoden der Unternehmensbewertung.....	- 48 -
<i>4.1 Die Ertragswertmethode.....</i>	<i>- 50 -</i>
4.1.1 Berechnung des Ertragswerts.....	- 50 -
4.1.2 Objektivierter und subjektivierter Unternehmenswert.....	- 53 -
4.1.3 Ertragsbegriffe	- 54 -
4.1.3.1 Netto-Cashflows.....	- 54 -
4.1.3.2 Netto-Ausschüttungen	- 55 -
4.1.3.3 Einzahlungsüberschüsse.....	- 55 -
4.1.3.4 Netto-Einnahmen (Einnahmenüberschüsse)	- 56 -
4.1.3.5 Periodenerfolge (Ertragsüberschüsse)	- 56 -
4.1.4 Gleichsetzung mit FTE-Verfahren	- 57 -
4.1.5 Fallbeispiel	- 58 -
4.1.5.1 Ausgangssituation	- 58 -
4.1.5.2 Bestimmung der Erträge	- 61 -
4.1.5.3 Bestimmung des Continuing Value und des Unternehmenswerts.....	- 61 -
<i>4.2 Die DCF-Verfahren.....</i>	<i>- 64 -</i>
4.2.1 FCF-Verfahren.....	- 65 -
4.2.1.1 Fallbeispiel.....	- 67 -
4.2.1.2 Ausgangssituation	- 67 -
4.2.1.3 Ermittlung der FCFs	- 68 -
4.2.1.4 Bestimmung des Diskontierungszinssatzes.....	- 69 -
4.2.1.5 Bestimmung des Continuing Value und des Unternehmenswerts.....	- 70 -

4.2.2 TCF-Verfahren.....	- 73 -
4.2.3 APV-Verfahren (Adjusted-Present-Value-Verfahren).....	- 75 -
4.2.4 FTE-Verfahren.....	- 77 -
<i>4.3 Der EVA-Ansatz</i>	<i>- 78 -</i>
4.3.1 Die Determinanten des EVA	- 80 -
4.3.1.1 NOA	- 82 -
4.3.1.2 NOPAT	- 85 -
4.3.2 Fallbeispiel	- 87 -
5. Zusammenfassender Vergleich der Methoden	- 90 -
6. Fazit	- 96 -
Literaturverzeichnis	VI

Abbildungsverzeichnis

- Abbildung 1: Global M&A-Deals Quelle: <https://kpmg.com/dp/en/home/insights/2021/12/blowout-year-global-ma.html> - 3 -
- Abbildung 2: Einordnung der Due Diligence in den Transaktionsprozess Quelle: eigene Darstellung in starker Anlehnung an Freidank (2022), S.2..... - 7 -
- Abbildung 3: Idealtypischer Lebenszyklus eines Unternehmens und zugehörige Bewertungsanlässe Quelle: Drukarczyk/Schüler (2021), S. 2 - 11 -
- Abbildung 4: M&A-Motive Quelle: eigene Darstellung in starker Anlehnung an Witt (2019), S. 13 - 21 -
- Abbildung 5: Die Zahlungsströme des Unternehmens Quelle: Seppelfricke (2012), S. 41 - 32 -
- Abbildung 6: Preiskalkulation Quelle: Bösch (2016), S. 27 - 35 -
- Abbildung 7: Erfolgsebene versus Liquiditätsebene Quelle: Bösch (2016), S. 28..... - 36 -
- Abbildung 8: Working Capital und „nicht monetäres Working Capital“ (fett und kursiv) Quelle: Bösch (2016), S. 30... - 36 -
- Abbildung 9: Capital Asset Pricing Model Quelle: Wiltinger/Heupel/Deimel (2022), S. 185..... - 42 -
- Abbildung 10: Umlaufrenditen Staats- und Unternehmensanleihen Quelle: Deutsche Bundesbank Macrobond Financial AB (https://www.dashboard-deutschland.de/indicator/data_staats_und_unt_anleihe) - 45 -
- Abbildung 11: Berechnung des WACC Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Ernst/Schneider/Thielen (2018) S. 46 - 46 -
- Abbildung 12: Überblick über Unternehmensbewertungsverfahren Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Ernst/Schneider/Thielen S. 2..... - 48 -

Abbildung 13: Übersicht über DCF-Verfahren Quelle: eigene Darstellung, in starker Anlehnung an Schmeisser (2008), S. 141.....	- 65 -
Abbildung 14: Entity-Methode Quelle: Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 28	- 67 -
Abbildung 15: FTE-Verfahren Quelle: Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 31	- 77 -
Abbildung 16: Zusammensetzung des EVA Quelle: Wöltje (2021), S. 349.....	- 79 -

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Übersicht der Due-Diligence-Module Quelle: Wöltje (2021), S. 42	- 6 -
Tabelle 2:	Anlässe für eine Unternehmensbewertung Quelle: Drukarczyk/Schüler (2021), S. 4 Fehler! Textmarke nicht definiert.	
Tabelle 3:	Überblick über verschiedene Abwehrmaßnahmen bei einer feindlichen Übernahme Quelle: Mondello (2022), S. 1066	- 20 -
Tabelle 4:	Grundüberlegung zur Ermittlung des OCF Quelle: Bösch (2016), S.26	- 33 -
Tabelle 5:	Korrekturgrößen bei indirekter Ermittlung des OCF Quelle: Bösch (2016), S. 29	- 37 -
Tabelle 6:	Ermittlung OCF Quelle: eigene Darstellung	- 37 -
Tabelle 7:	Beispiel einer möglichen Plan-GuV-Struktur nach Gesamtkostenverfahren Quelle: Kann u.a. (2017), S. 314	- 52 -
Tabelle 8:	Plan-Guv der Ledco (nach Gesamtkostenverfahren) Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Heesen/Heesen (2021), S. 55 f.	- 59 -
Tabelle 9:	Planbilanz der Ledco Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Heesen/Heesen S. 67 f.	- 60 -
Tabelle 10:	Berechnung des Unternehmenswerts mit der Ertragswertmethode Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Heesen/Heesen (2021), S. 308	- 64 -
Tabelle 11:	Ermittlung der FCFs der Ledco Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Heesen/Heesen (2021), S. 284	- 69 -
Tabelle 12:	Berechnung des CV und des Unternehmenswerts mit dem FCF-Verfahren Quelle: eigene Darstellung	- 71 -
Tabelle 13:	Berechnung des Werts der unverschuldeten Unternehmung Quelle: eigene Darstellung	- 73 -
Tabelle 14:	Berechnung des Unternehmenswerts mit dem TCF-Verfahren Quelle: eigene Darstellung	- 74 -
Tabelle 15:	Bestimmung des Werts der unverschuldeten Unternehmung Quelle: eigene Darstellung	- 76 -
Tabelle 16:	Bestimmung des Value des Tax Shield und des Unternehmenswerts Quelle: eigene Darstellung	- 76 -
Tabelle 17:	Bestimmung der FTEs und des Unternehmenswerts Quelle: eigene Darstellung	- 78 -

Tabelle 18: Anpassungen von DAX-Unternehmen Quelle: Stiefl/Westerholt (2008), S. 61.....	- 82 -
Tabelle 19: Beispielhafte Abbildung 17: Beispielhafte Ableitung des NOA aus der Bilanz Quelle: Wassermann (2011), S. 298..	- 85 -
Tabelle 20: Beispielhafte Ableitung des NOPAT aus der Bilanz Quelle: Wassermann (2011), S. 298	- 87 -
Tabelle 21: Ermittlung der EVAs Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Heesen/Heesen (2021), S. 277	- 88 -
Tabelle 22: Ermittlung des MVA Quelle: eigene Darstellung	- 89 -
Tabelle 23: Unterschiede und Gemeinsamkeiten von Entity- und Equity-Verfahren Quelle: Seppelfricke (2020), S. 52	- 96 -
Tabelle 24: Anwendungshäufigkeit der Verfahren zur Unternehmensbewertung in Deutschland Quelle: Thommen u.a. (2020), S. 414.....	- 97 -

Abkürzungsverzeichnis

APV	<i>Adjusted Present Value</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CFF	<i>Cashflow aus Finanzierung</i>
CFI	<i>Cashflow aus Investitionen</i>
d.h.	<i>das heißt</i>
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DD	<i>Due Diligence</i>
EBIT	<i>Earnings before interest and taxes</i>
EK	<i>Eigenkapital</i>
EV	<i>Enterprise Value</i>
EVA	<i>Economic Value Added</i>
FCF	<i>Free Cashflow</i>
FK	<i>Fremdkapital</i>
Forderungen aus LuL	<i>Forderungen aus Lieferungen und Leistungen</i>
FTE	<i>Flows to Equity</i>
GCF	<i>Gesamter Cashflow</i>
ggf.	<i>gegebenenfalls</i>
GK	<i>Gesamtkapital</i>
GmbH	<i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i>
GuV	<i>Gewinn- und Verlustrechnung</i>
i.H.v.	<i>in Höhe von</i>
i.S.v.	<i>im Sinne von</i>
IDW	<i>Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland</i>
k_{EK}	<i>Eigenkapitalkosten</i>
k_{FK}	<i>Fremdkapitalkosten</i>
Ledco	<i>Ledercompany GmbH</i>
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i>
MVA	<i>Market Value Added</i>
n. b. V.	<i>nicht betriebsnotwendiges Vermögen</i>
NOA	<i>Net Operating Assets</i>
NOPAT	<i>Net Operating Profit after Taxes</i>
o.g.	<i>oben genannt</i>
OCF	<i>Operativer Cashflow</i>
TCF	<i>Total Cashflow</i>
USD	<i>US-Dollar</i>
Verbindlichkeiten aus LuL	<i>Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen</i>
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
$WACC_{MTS}$	<i>Weighted Average Cost of Capital mit Tax Shield</i>
$WACC_{OTS}$	<i>Weighted Average Cost of Capital ohne Tax Shield</i>
WC	<i>"nicht monetäres Working Capital"</i>

1. Einleitung

1.1 Hinführung zum Thema

Die Werbestimmung alleinstehender Wirtschaftsgüter mag in einigen Fällen zumindest in der Theorie wenig problematisch erscheinen. Dahingegen ist die umfassende Bewertung von Unternehmen durch das Zusammenwirken von bilanzierten und nicht bilanzierten Vermögensgegenständen in der Regel deutlich komplexer, denn der „eine“ Unternehmenswert ist nicht existent. Stattdessen hängt er vom angenommenen Wertkonzept (Marktwert, Liquidationswert, Fortführungswert...) und der herangezogenen Bewertungsperspektive (Käufer, Verkäufer, neutraler Dritter...) ab. Des Weiteren wird der Unternehmenswert stark durch Zukunftserwartungen bestimmt, für die ebenfalls nicht die „eine“ stichhaltige Annahme existiert.¹

Historisch betrachtet dominierte bis in die 1960er Jahre eine objektive Werttheorie, die versuchte den Unternehmenswert festzulegen, ohne dabei die Interessenslagen der Käufer oder Verkäufer einfließen zu lassen. Dies führte dazu, dass der Wert einer Unternehmung dem Marktpreis entsprach. Jedoch setzte sich im Laufe der Jahre die subjektive Werttheorie durch. Diese besagt, dass die persönlichen finanziellen Handlungsspielräume der Käufer bzw. Verkäufer den Unternehmenswert bestimmen. Die subjektive Unternehmensbewertung wurde schließlich in den 1970er Jahren um die funktionale Bewertungstheorie erweitert. Dadurch wurde der Anspruch, mit einem einzigen Bewertungsansatz alle Bewertungsprobleme lösen zu können ad acta gelegt. Stattdessen folgt die funktionale Unternehmensbewertung der Auffassung, dass der jeweilige Bewertungszweck den zur Anwendung kommenden Wertansatz bestimmen soll. Hierbei unterscheidet der Ansatz zwischen mehreren Funktionen, die aus dem jeweiligen expliziten Bewertungsanlass abgeleitet werden können. Die Hauptfunktionen bestehen aus der Beratungsfunktion, der Vermittlungsfunktion und der

¹ vgl. Dörner/Kaiser (2022), S. 18.

Argumentationsfunktion.² Auf die einzelnen Funktionen wird im weiteren Verlauf dieser Arbeit eingegangen.

Außerdem besagt die funktionale Werttheorie, dass Bewertungsobjekte nicht nur für jeden Interessenten einen spezifischen Wert, sondern auch für ein und dasselbe Subjekt einen unterschiedlichen Wert haben können, je nach zu Grunde gelegter Aufgabe.³

Generell gewinnt das Feld der Unternehmensbewertung zunehmend an Bedeutung. Nahezu jede Woche wird eine Unternehmenstransaktion mit Beteiligung eines deutschen Unternehmens bekannt gemacht oder zumindest am Kapitalmarkt gerüchteweise diskutiert. Dies liegt zum einen an vielen anstehenden Nachfolgeregelungen in mittelständischen Unternehmen, zum anderen an der stetig voranschreitenden Internationalisierung und Globalisierung sowie der damit einhergehenden Geschwindigkeit, mit der Unternehmen ihre Geschäftsbereiche vergrößern und sich an Märkte und/oder Mitbewerber anpassen müssen. Diese Faktoren machen es nahezu unmöglich die Adaptionenprozesse nur über organisches Wachstum zu vollziehen. Immer häufiger werden die nötigen Anpassungen über den Zukauf oder die Abgabe von Geschäftsbereichen vollzogen. Die Motive hierfür sind vielschichtig, z.B. um schnellstmöglich neue Märkte erschließen zu können oder um ein Geschäftsfeld schnell zu vergrößern. Insbesondere betroffen hiervon sind die Unternehmen aus Industrieländern, da das eigene organische Wachstum nicht annähernd mit dem von Unternehmen aus Schwellenländern mithalten kann, insbesondere beim Umsatzwachstum. Außerdem förderten die anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen mit niedrigen Zinssätzen sowie leichtem Zugang zu Eigen- und Fremdkapital diesen Zustand.⁴

5 6

² vgl. Crasselt/Lukas/Möller (2018), S. 2 f.

³ vgl. Freidank (2022), S. 1.

⁴ vgl. Berens/Brauner/Knauer (2019), S. V Vorwort.

⁵ vgl. Wöltje (2021), S. 21.

⁶ vgl. Meynerts-Stiller/Rohloff (2022), S. 19 f.

Auch **Abbildung 1** bekräftigt die Beobachtung, dass die Unternehmensbewertung immer wichtiger wird:

Global Deals – YoY deal trends

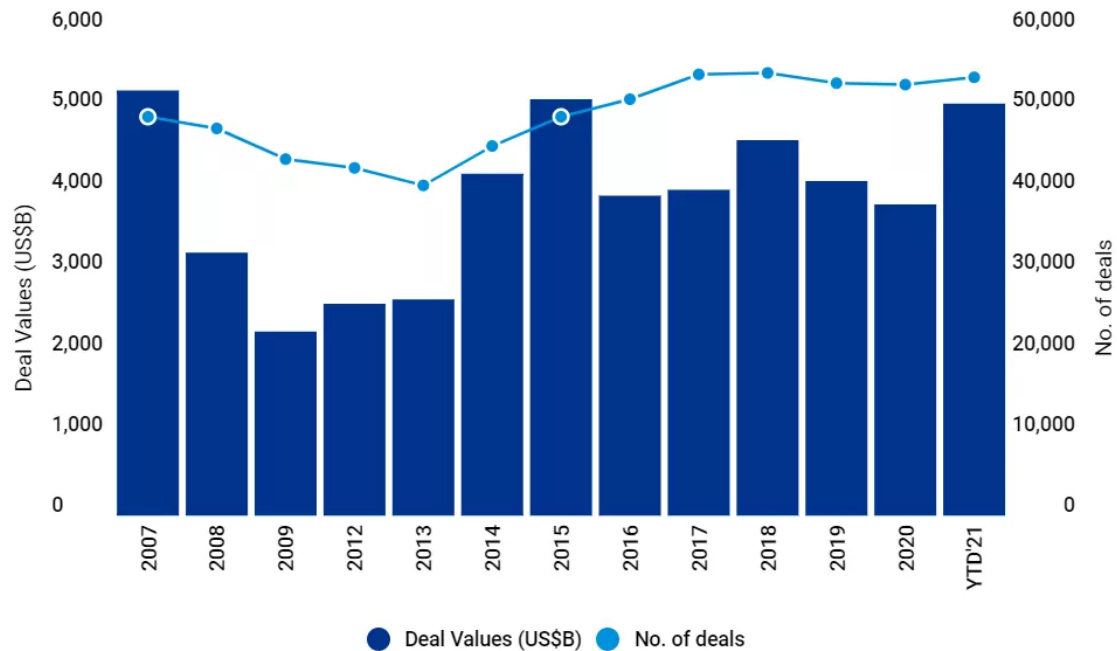


Abbildung 1: Global M&A-Deals

Quelle: <https://kpmg.com/dp/en/home/insights/2021/12/blowout-year-global-ma.html>

So wurden laut KPMG (eines der größten Wirtschaftsprüfungs- und Unternehmensberatungsunternehmen) M&A-Transaktionen im Wert von 5,1 Billionen USD vorgenommen. Dies entspricht dem höchsten Level seit 2015 und einer Steigerung um 1,3 Billionen USD zum Vorjahr. Besonders der US-Markt legte eine gewaltige Steigerung von 55% von 1,9 Billionen USD im Jahr 2020 auf 2,9 Billionen USD im Jahr 2021 an den Tag. Somit war der US-Markt für circa 60% aller Deals verantwortlich, während es 2020 noch weniger als 50% aller Deals waren. All diese Deals erfordern Unternehmensbewertungen. Für das Jahr 2022 erwarten 80% von 350 befragten Vorstandsmitgliedern, also 280, weiteres Wachstum. Als Gründe dafür werden hier ebenfalls der einfache Zugang zu Kapital, die niedrigen Zinsen sowie die sich nach der Corona-Pandemie erholende Weltwirtschaft genannt.⁷

⁷ vgl. KPMG (2023a).

Aufgrund der herausragenden Bedeutung der Unternehmensbewertung bei Unternehmenskäufen und -verkäufen wird sich diese Arbeit mit der Unternehmensbewertung und drei Methoden der Wertbestimmung auseinandersetzen.

1.2 Gang der Arbeit

Zunächst erfolgt in einem theoretischen Teil eine grundlegende Einführung in die Thematik und die Methodik der Unternehmensbewertung, die durch eine selektive Literaturübersicht unterstrichen wird. Im Bereich der Methodik der Unternehmensbewertung wird das theoretisch beschriebene Vorgehen durch eine praxisnahe sowie fortlaufende Fallstudie vertieft. Schlussendlich sollen die Erkenntnisse aus dieser Arbeit kurz eingeordnet werden.

1.3 Ziel der Arbeit

Das Ziel dieser Arbeit besteht insbesondere darin einen prägnanten Vergleich zwischen der Ertragswertmethode, der DCF-Methode und dem EVA-Ansatz im Rahmen der Unternehmensbewertung anzustellen. Des Weiteren sollen mögliche Stärken und Schwächen bzw. Vor- und Nachteile der einzelnen Methoden dargestellt werden. Schlussendlich soll nach Möglichkeit eine Handlungsempfehlung zur Anwendung der Methoden bei der Unternehmensbewertung ausgesprochen werden.

2. Grundlagen der Unternehmensbewertung

2.1 Was ist Bewertung?

Um ein besseres Verständnis von der Unternehmensbewertung zu bekommen, werden nun einige Begriffe erläutert, die in Verbindung mit ebenjener stehen.

Als Bewertung wird die Zuteilung eines Wertes, meistens als monetäre Größe, zu einer Sache, dem Bewertungsobjekt, verstanden. Der Bewertende wird als Bewertungssubjekt bezeichnet. Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist das zu bewertende Unternehmen das Bewertungsobjekt. Es ist möglich, dass Unternehmen als Ganzes bewertet werden, aber auch nur einen abgrenzbaren Unternehmensteil zu bewerten. Das Ziel der Unternehmensbewertung besteht in der Zuordnung eines Wertes bzw. eines Preises zum Bewertungsobjekt.⁸

2.2 Unterscheidung von Unternehmensbewertung, Due Diligence und M&A

Das Ziel der Unternehmensbewertung besteht darin, mittels Bewertungsmethoden einen genauen pekuniären Unternehmenswert festzustellen, der für die Bewertungsinteressenten als Entscheidungshilfe dienen soll. Dahingegen stellt die Due Diligence (DD, „gebührende“ Sorgfalt) eine vollumfängliche Unternehmensanalyse dar, die insbesondere bei gewissen Anlässen (z.B. Akquisition, Sanierung, Umstrukturierung und Börseneinführung) durchgeführt wird.⁹ Hierbei werden die Chancen und Risiken des jeweiligen Zielunternehmens analysiert, um letztendlich den Unternehmenswert zu bestimmen.¹⁰ Die DD wird durchgeführt, sobald der Verkäufer eines Unternehmens einen Interessenten aufgetan hat. Die DD ist in der Diffizilität eines Unternehmensverkaufs begründet. Einerseits möchte der Verkäufer ein gegenwärtiges (positives) Bild seines Unternehmens bekommen, andererseits will der potenzielle Käufer anhand der DD mögliche Risiken und Chancen bestimmen und zudem einen Status quo des Unternehmens erhalten.¹¹

Prinzipiell können alle Unternehmensbereiche im Rahmen einer DD untersucht werden, allerdings wird den verschiedenen Bereichen auch ein unterschiedlicher Grad an Bedeutung zuteil. In der Mehrheit der Fälle haben die Financial, Legal

⁸ vgl. Wöltje (2021), S. 25.

⁹ vgl. Freidank (2022), S. 1.

¹⁰ vgl. Wöltje (2021), S. 40.

¹¹ vgl. Wöltje (2021), S. 40 f.

und Tax DD (Finanzen, Recht und Steuern) die größte Bedeutung bei Unternehmenskäufen bzw. -verkäufen. Allerdings kommt auch der Market DD (Marktanalyse) eine immense Bedeutung zu, besonders durch die rasanten Veränderungsgeschwindigkeiten der letzten Jahre.¹² Weitere Bereiche der DD finden sich in **Tabelle 1**.

*Tabelle 1: Übersicht der Due-Diligence-Module
Quelle: Wöltje (2021), S. 42*

Basic Due Diligence		<ul style="list-style-type: none"> • grundsätzliche Unternehmensdaten • Ruf des Unternehmens
External Basic Due Diligence		<ul style="list-style-type: none"> • Analyse der volkswirtschaftlichen Lage • rechtliche und politische Analysen
Strategic Due Diligence		<ul style="list-style-type: none"> • Gesamtstrategie • strategische Geschäftseinheiten
→	Financial & Tax Due Diligence	<ul style="list-style-type: none"> • Organisation des Rechnungswesens • Analyse Jahres- und Planabschlüsse • steuerliche Analyse • Analyse des internen Rechnungswesens
→	Legal Due Diligence	<ul style="list-style-type: none"> • Rechtsstreitigkeiten • interne und externe Rechtsstrukturen
→	Market Due Diligence	<ul style="list-style-type: none"> • Informationen zur Branche • Absatz, Kunden, Produkte, Preise etc.
→	Technical Due Diligence	<ul style="list-style-type: none"> • Leistungserstellung • Forschung und Entwicklung
→	Environmental Due Diligence	<ul style="list-style-type: none"> • Altlasten, Luft, Wasser, Gefahrenstoffe • Produkte/Produktionsprozesse
→	Human Ressource Due Diligence	<ul style="list-style-type: none"> • Management • Mitarbeiter
→	Organizational & IT Due Diligence	<ul style="list-style-type: none"> • Organisation • Informationstechnologie

Die Rolle der DD im Rahmen eines Transaktionsprozesses ist allumfassend. So wird sie in den Phasen Strategie, Vorbereitung, Durchführung und Integration angewendet. **(Abbildung 2)**¹³

¹² vgl. Wöltje (2021), S. 41.

¹³ vgl. Freidank (2022), S. 2.

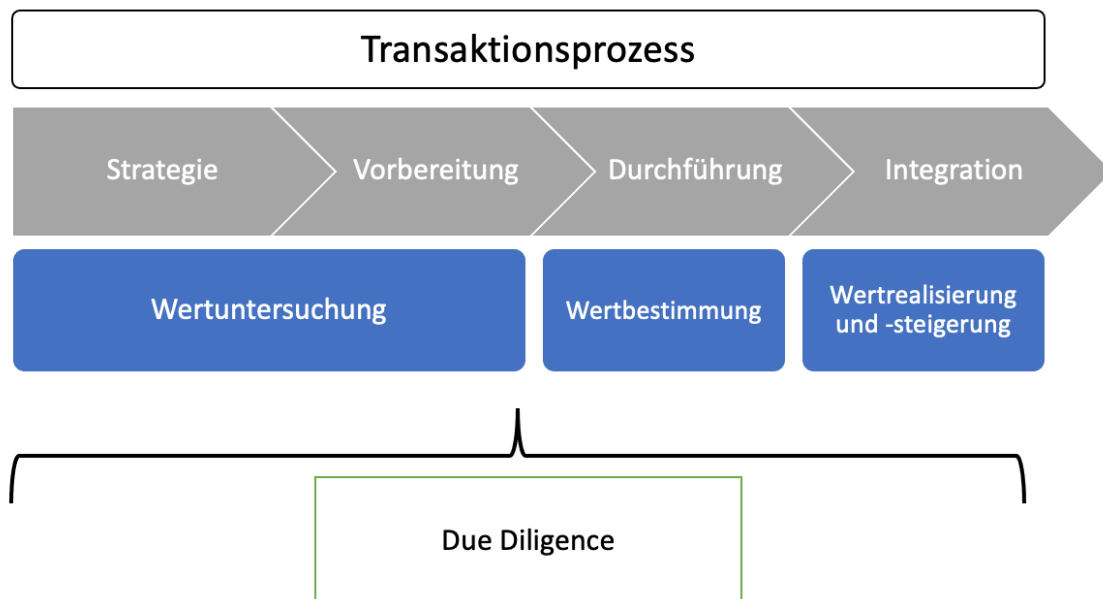


Abbildung 2: Einordnung der Due Diligence in den Transaktionsprozess
Quelle: eigene Darstellung in starker Anlehnung an Freidank (2022), S.2

Dabei übernimmt sie Aufgaben der Untersuchung, Bestimmung, Realisierung und Steigerung des Werts des Zielunternehmens. Insofern stützen sich sämtliche Stadien des Transaktionsprozesses auf die Unternehmensbewertung, um bei der Wertuntersuchung, der Wertbestimmung und Wertrealisierung bzw. Wertsteigerung auf Entscheidungswerte zur Einschätzung des Zielunternehmens zurückgreifen zu können. Das sorgt dafür, dass die DD gegenüber der Unternehmensbewertung sowohl eine Zuliefer- als auch eine Absicherungsfunktion einnimmt. Die Zulieferfunktion besteht im Bereitstellen sämtlicher Informationen, die zur Unternehmensbewertung nötig sind, während die Absicherungsfunktion jegliche Maßnahmen und Aktivitäten, die zur nachträglichen Bestätigung oder ggf. Anpassung des berechneten Unternehmenswerts vonnöten sind, enthält.¹⁴

Für das Begriffspaar M&A (Mergers & Acquisitions) gibt es bisher keine etablierte allgemeingültige Definition. Es stammt ursprünglich aus dem Investmentbanking und umschreibt alle Handlungen eines Unternehmens, die in Zusammenhang mit Fusionen, Akquisitionen oder anderen Unternehmensbeteiligungsformen stehen. Sowohl in der Wissenschaft als auch in der Praxis wird der Begriff häufig synonym für Begriffe wie Übernahme, Fusion, Merger, Takeover etc. verwendet.¹⁵

¹⁴ vgl. Freidank (2022), S. 2 f.

¹⁵ vgl. Witt (2019), S. 5 f.

Wichtig sind im Rahmen dieser Arbeit zwei Punkte: Erstens, dass es bei M&A immer um einen Kaufvorgang oder eine Verschmelzung zweier Wirtschaftseinheiten geht und zweitens, dass es die M&As sind, die die Unternehmensbewertung so wichtig machen, denn durch einen möglichen Kauf oder eine Fusion wird eine Due Diligence angestoßen, die wie bereits erwähnt wiederum eine Unternehmensbewertung zur Folge hat.

2.3 Unterscheidung von Preis und Wert

Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist prinzipiell zwischen dem Wert und dem Preis eines Unternehmens zu unterscheiden. Ein obligatorischer Anlass für eine Unternehmensbewertung ist die Preisfestsetzung im Zuge eines Unternehmenskaufs bzw. -verkaufs.¹⁶ Die Unternehmensbewertung soll den Käufern und Verkäufern eine Idee vom Wert des zu bewertenden Unternehmens geben. Diese Idee dient als Orientierungshilfe, um im folgenden Verhandlungsverlauf zwischen Verkäufer- und Käuferseite den finalen Preis für das Unternehmen festzulegen, denn Verkäufer und Käufer werden dem Unternehmen im Normalfall einen unterschiedlichen Wert beimessen.¹⁷ Allerdings wird der durch die Bewertung hervorgebrachte Wert oftmals als der endgültige Kaufpreis für das Unternehmen interpretiert. Daher muss zunächst der Unterschied zwischen Wert und Preis einer Unternehmung angeführt werden.¹⁸

Im Rahmen der Betriebswirtschaftslehre ist der Begriff „Wert“ als eine Maßeinheit definiert, die den Beitrag einer Sache zur Nutzenerfüllung angibt. Es wird gefragt, wie viel von einem anderen Gut stattdessen nötig wäre, um exakt denselben Nutzen zu erhalten. Daher heißt er auch Grenzpreis. Das Wertempfinden gegenüber einer Sache ist in aller Regel subjektiver Natur. Es ergibt sich aus dem Benefit, den ein Subjekt (z.B. Käufer oder Verkäufer) dem jeweiligen Gut zuschreibt.

¹⁶ vgl. Berens/Brauner/Knauer (2019), S. 102 f.

¹⁷ vgl. Wöltje (2021), S. 26 ff.

¹⁸ vgl. Wöltje (2021), S. 26 f.

Dabei kann der Nutzen eines Gutes aus monetären (z.B. Umsätze, Cashflows) und nicht monetären Elementen (z.B. Anerkennung, (Markt-)Macht) bestehen.¹⁹

Der Preis ist hingegen in den Wirtschaftswissenschaften als das Tauschverhältnis zwischen Gütern definiert, meistens mit der Bezugsgröße Geld. Der Preis ist also die Geldmenge, die beim Eigentumswechsel für eine Sache, ein Recht oder eine Dienstleistung zu zahlen ist. Der Preis resultiert auf dem Markt aus dem Schnittpunkt von Angebot und Nachfrage und bildet sich durch subjektive Entscheidungswerte und die jeweiligen Verhandlungspositionen der Transaktions Teilnehmer. Im Gegensatz zu einem errechneten Unternehmenswert ist der Unternehmenspreis das Resultat von Verhandlungen im Rahmen eines Geschäftes von mindestens zwei Verhandlungsteilnehmern.²⁰

2.4 Anlässe und Zwecke der Unternehmensbewertung

2.4.1 Anlässe für eine Unternehmensbewertung

Es bestehen ungeheuer viele Anlässe, die eine Unternehmensbewertung nötig machen. Deswegen soll im nun folgenden Abschnitt nur auf einige der vielen Möglichkeiten eingegangen werden.

Zunächst muss bei den verschiedenen Anlässen unterschieden werden, ob es sich um eine Veränderung der Eigentumsverhältnisse handelt oder nicht.²¹

¹⁹ vgl. Wöltje (2021), S. 27.

²⁰ vgl. Wöltje (2021), S. 28.

²¹ vgl. Wöltje (2021), S. 37.

Oft ist entweder eine freiwillig geplante oder eine zwangsweise Veränderung in der Beschaffenheit der Eigentümerstruktur der Anlass für eine Unternehmensbewertung. Dies geschieht z.B. beim Kauf bzw. Verkauf eines Unternehmens oder einer Beteiligung. In diesem Fall wird eine Unternehmensbewertung durchgeführt, um den Kaufpreis festzustellen. Bei der Fusion von zwei Unternehmen ist eine Unternehmensbewertung vonnöten, um das Umtauschverhältnis für die Anteile der beiden Unternehmen zu bestimmen. Die Einführung eines Unternehmens an der Börse („initial public offering“) löst ebenso eine Unternehmensbewertung aus, da ein angemessener Emissionspreis für die Aktien festgelegt werden muss.²² Fast ebenso häufig kommt es vor, dass keine Veränderung der Eigentümerstruktur angestrebt wird, aber trotzdem eine Bewertung des Unternehmens durchgeführt werden muss. Dies ist z.B. bei Bewertungen aus steuerrechtlichen Gründen (Erbchaftssteuer), bei Bewertungen zum Zweck von Sanierungsverhandlungen, einer Werthaltigkeitsprüfung (Impairment Test) im Zuge der Erstellung von Jahresabschlüssen gemäß US-GAAP oder IFRS, einer Aufteilung des Kaufpreises für ein Unternehmen für einzelne Assets und einer Kreditwürdigkeitsprüfung der Fall.²³ Ein weitere Möglichkeit ist eine Unternehmensbewertung auf Veranlassung des hauseigenen Managements für unternehmensinterne Zwecke. Dies wird insbesondere im Rahmen des wertorientierten Controllings der Fall sein, wenn das Management Auskünfte über den Zielerreichungsgrad des ausgegebenen Zielunternehmenswerts erhalten möchte.²⁴

Es lässt sich bereits erkennen, dass die Anzahl der Bewertungsanlässe zahlreich ist. Allerdings lassen sich diese nicht klar kategorisieren. Denkbar wäre eine Klassifizierung nach vorhandenem Eigentümerwechsel oder nicht vorhandenem Eigentümerwechsel, nach dominierter oder nicht dominierter Entscheidungssituation, nach Verpflichtungsausmaß der Bewertungsdurchführung (gesetzlich, vertraglich oder freiwillig) oder nach der Lebensphase eines Bewertungsobjekts.²⁵ In dieser Arbeit wird aus Vereinfachungsgründen nur die Kategorisierung nach

²² vgl. Kuhner/Maltry (2017), S. 1.

²³ vgl. Drukarczyk/Schüler (2021), S. 3.

²⁴ vgl. Freidank (2022), S. 15.

²⁵ vgl. Seppelfricke (2020), S. 19.

Lebensphase (**Abbildung 3**) und Entscheidungssituation veranschaulicht bzw. thematisiert.



Abbildung 3: Idealtypischer Lebenszyklus eines Unternehmens und zugehörige Bewertungsanlässe
Quelle: Drukarczyk/Schüler (2021), S. 2

Bei dem hier vorausgesetzten idealtypischen Lebensverlauf eines Unternehmens, wird je nach momentaner Phase eine Unternehmensbewertung erforderlich. Ein Unternehmen durchschreitet dabei nacheinander die Phasen der Gründung, der Expansion und Restrukturierung sowie möglicherweise einer Krise, bevor es in die Alterung übertritt oder einen erneuten Aufschwung durchlebt. Während der Gründungsphase wird in den meisten Fällen eine Unternehmensbewertung entweder durch die jeweiligen Gründer oder durch die Kapitalgeber (z.B. Business Angels, Venture Capital, Private Equity) vorgenommen. In der Phase der Expansion und Restrukturierung wird die Unternehmensbewertung herangezogen, um den Preis für neue Gesellschaftsanteile bei Börseneinführung oder

einer Kapitalerhöhung festzulegen. Ebenso möglich ist eine Unternehmensbewertung, um den Aufkauf, den Verkauf, die Verschmelzung oder die Ausgliederung von Unternehmensanteilen zu bepreisen. Außerdem kommt es in Krisenzeiten zur Bewertung von Liquidationsoptionen. Des Weiteren erfolgen Bewertungen in der Krise, um finanzielle Restrukturierungen vornehmen zu können sowie Sanierungskredite zu beschaffen. Darüber hinaus bestehen laufende Bewertungsanlässe, die unabhängig von den Phasen des Lebenszyklus vorgenommen werden müssen. Dies betrifft z.B. die wertorientierte Unternehmenssteuerung, Änderungen in der Eigentümerstruktur oder Rechnungslegungsvorschriften nach IFRS.²⁶

Gliedert man hingegen nach Entscheidungssituation, so ist zwischen einem dominierten und einem nicht dominierten Bewertungsanlass zu unterscheiden. So besteht eine nicht dominierte Verhandlungssituation, wenn jede der involvierten Parteien die Möglichkeit hat die Vertragsverhandlungen zu beenden und den aktuellen Status zu erhalten. Ein klassisches Beispiel für einen nicht dominierten Bewertungsanlass ist der Kauf bzw. Verkauf eines Unternehmens oder von Unternehmensanteilen. Der jeweilige Part wird die Transaktion nur dann tätigen, wenn er der Meinung ist, dass er dadurch seine ökonomischen Verhältnisse verbessern kann. Ist das nicht der Fall, beendet er die Verhandlungen und unterlässt den Deal. Ein weiteres Beispiel ist der Eintritt eines neuen Gesellschafters in ein bereits bestehendes Unternehmen gegen Einlage. Aufgrund der Beteiligung an zukünftigen Überschüssen ist ein fairer Eintrittspreis festzulegen, der weder die bisherigen Gesellschafter noch den Neugesellschafter übervorteilt. Um den Eintrittspreis bestimmen zu können, ist eine Unternehmensbewertung vonnöten. Dominierte Verhandlungssituation liegen hingegen vor, wenn eine Partei nicht die Möglichkeit hat die Verhandlungen abubrechen und zum Status Quo zurückzukehren. So kann die andere Partei Änderungen in der Eigentümerstruktur erzwingen.²⁷

²⁶ vgl. Wöltje (2021), S. 39 f.

²⁷ vgl. Drukarczyk/Schüler (2021), S. 4.

Tabelle 2: Anlässe für eine Unternehmensbewertung
 Quelle: Drukarczyk/Schüler (2021), S. 4

Anlässe	dominierte Situation	nicht dominierte Situation
A. Neustrukturierung der Eigentumsrechte		
<ul style="list-style-type: none"> • Kauf/Verkauf eines Unternehmens oder von Unternehmensanteilen • Börseneinführung • Ausgliederungen 		x x x
<ul style="list-style-type: none"> • Ausscheiden eines Gesellschafters aus einer Personengesellschaft <ul style="list-style-type: none"> – durch Kündigung – durch Ausschluss des „lästigen“ Gesellschafters – durch Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen eines Gesellschafters 	x x	x
<ul style="list-style-type: none"> • Barabfindung oder Abfindung in Aktien für Minderheitsaktionäre <ul style="list-style-type: none"> – bei Abschluss von Gewinnabführungs- oder Beherrschungsverträgen (§ 305 Abs. 2 Nr. 2 und 3 AktG) – bei Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss (§ 320 AktG) – bei Umwandlung durch Übertragung des Vermögens (§ 174 UmwG) – bei formwechselnder Umwandlung (§ 190, § 207 UmwG) – im sog. Squeeze-out-Verfahren (§§ 327a–f AktG) – bei Verschmelzung (§§ 5, 9, 29 UmwG) 	x x x x x x	
B. keine Neustrukturierung der Eigentumsrechte		
<ul style="list-style-type: none"> • Zugewinnausgleich bei Ehescheidung • Impairments Tests • Purchase Price Allocation • Bewertung von Beteiligungen • Erbauseinandersetzung • Enteignung/Vergesellschaftung nach Art. 14, 15 GG • Regulierung • Sanierungsprüfung, Ermittlung von Positionswerten für Insolvenzpläne • Wertorientierte Unternehmenssteuerung 	x x x	x x x x x x

Beispielhaft sei als Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Gesellschafters aus einer Personengesellschaft genannt. Das Ausscheiden kann verschiedene Gründe haben, z.B. die Kündigung des Gesellschafters, der Ausschluss eines „lästigen“ Gesellschafters oder die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen eines Gesellschafters. Da die Veränderung in der Eigentümerstruktur vom scheidenden Gesellschafter (Kündigung) oder durch die übrig gebliebenen Gesellschafter (Ausschluss des Gesellschafters) sowie durch einen Dritten (Insolvenzverfahren über Vermögen eines Gesellschafters) gegen den Willen der anderen Partei durchgesetzt werden kann, wird hierbei von dominierten Bewertungsanlässen gesprochen. In jedem der drei Beispielfälle hat der ausscheidende

Gesellschafter Anspruch auf eine Zahlung für den Fall, dass die Gesellschaft als Ganze aufgelöst wird. Falls die Gesellschaft fortgeführt wird, ist für die Bestimmung des zu zahlenden Betrages eine Bewertung seines Anteils nötig.²⁸

2.4.2 Zwecke der Unternehmensbewertung

Wie bereits in 2.3 angedeutet gibt es nicht den „einen“ richtigen Wert eines Unternehmens. Vielmehr ist zu unterscheiden, welchem Zweck die jeweilige Unternehmenswertermittlung dienen soll, wodurch der richtige Unternehmenswert jeweils der zweckadäquate ist.²⁹

Ein Zweck von Unternehmensbewertungen ist die Ermittlung von Marktwerten. Hierbei stellt der Bewerter nicht auf spezielle Bewertungsobjekte ab, sondern ermittelt den Wert des Unternehmens aus der Perspektive des Kapitalmarktes, also aus der Sicht der dort tätigen Eigen- und Fremdkapitalgeber. Somit resultiert der Marktwert eines Unternehmens aus dem Marktwert des Eigenkapitals und dem Marktwert des Fremdkapitals. In den USA ist die Bestimmung von Marktwerten mit weitem Abstand der dominierende Bewertungszweck, weshalb die Bestimmung auf Basis der in den USA entstandenen finanzwirtschaftlichen Theorie geschieht. Demzufolge ergibt sich der Marktwert als Barwert aller zukünftigen Zahlungen, die die Eigen- und Fremdkapitalgeber des Unternehmens erwarten können. Da die Ermittlung von Marktwerten subjektive Werteeinflüsse und -empfindungen ignoriert, bietet sie sich insbesondere an, wenn viele Bewertungsobjekte existieren und die Unternehmensanteile am Kapitalmarkt (Börse) gehandelt wird. Aus diesem Grund kommt der Bestimmung von Marktwerten besonders bei der Festlegung von Emissionspreisen oder bei der laufenden Bewertung von Aktien eine große Rolle zu.³⁰

²⁸ vgl. Drukarczyk/Schüler (2021), S. 6 f.

²⁹ vgl. Drukarczyk/Schüler (2021), S. 8.

³⁰ vgl. Seppelfricke (2020), S. 24 f.

Ein weiterer Zweck der Unternehmensbewertung ist die Unterstützung der Unternehmensführung bei der Steuerung des Unternehmens. Dabei wird die Unternehmensbewertung als zyklische wiederkehrende Methode gebraucht und ergibt sog. Steuerungswerte. Diese haben im Kontext der wertorientierten Unternehmensführung eine enorme Wichtigkeit erfahren, denn in fast jedem größeren, börsennotierten Unternehmen wird die Unternehmensstrategie an der Erhöhung des Aktionärsvermögens (Shareholder Value) ausgerichtet. Ziel ist es, den Marktwert des Unternehmens für seine Shareholder zu steigern, weshalb die Grundlage für die Bestimmung von Steuerungswerten eine Marktwertermittlung des Unternehmens ist.³¹

Ebenso von Bedeutung ist die Ermittlung eines steuerlichen Wertes. So müssen bspw. im Rahmen von Schenkungen oder Erbschaften steuerliche Werte eines Unternehmens bestimmt werden. Dem Gesetz nach sind Aktien mit dem geringsten für sie am Stichtag notierten Kurs im regulierten Markt zu bewerten. Existiert kein Stichtagswert, ist der letzte Kurs entscheidend, der innerhalb von 30 Tagen vor dem Stichtag im regulierten Markt verzeichnet wurde. Ist der Marktwert nicht ermittelbar, muss ein sog. gemeiner Wert festgestellt werden. Dieser wird durch den Preis festgelegt, der im üblichen Geschäftsverkehr nach dem Zustand des Wirtschaftsgutes bei einem Verkauf erzielbar wäre. Wenn sich der gemeine Wert nicht aus Veräußerungen unter fremden Dritten entnehmen lässt, die weniger als ein Jahr in der Vergangenheit liegen, muss der gemeine Wert unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten des zu bewertenden Unternehmens ermittelt werden. Hierzu kommt das sog. Vereinfachte Ertragswertverfahren zum Einsatz.³²

Auch die Ermittlung von Entscheidungswerten (Grenzpreis) für ein Bewertungsobjekt hat eine hohe Wichtigkeit, insbesondere für in Frage kommende Käufer bzw. Verkäufer. Der Grenzpreis besagt, welchen Preis der Käufer gerade noch bezahlen kann und welchen Preis der Verkäufer mindestens verlangen muss, um seine jeweilige Vermögensposition durch die Transaktion nicht zu verschlechtern. Grenzpreise geben die Grenze an, bis zu der die jeweilige Partei bereit ist

³¹ vgl. Seppelfricke (2020), S. 25 f.

³² vgl. Seppelfricke (2020), S. 28.

in den Verhandlungen Zugeständnisse zu machen. Da der Grenzpreis die Entscheidungsgrundlage für den Kauf bzw. Verkauf des Unternehmens darstellt, heißt er auch Entscheidungswert des Unternehmens. Allerdings handelt es sich hierbei um subjektive Unternehmenswerte, denn jeder Investor hat unterschiedliche Voraussetzungen, um finanzielle Mittel anzulegen oder zu beschaffen, unterschiedliche Zielvorstellungen und eine ebenso divergierende Risikoaversion.³³

Haben Käufer und Verkäufer in Bezug auf den Preis kollidierende Interessen muss ein Preis bestimmt werden, der einen für die beide Parteien zufriedenstellenden Interessensausgleich schafft. Dies führt zum nächsten Bewertungszweck, dem Schiedsspruchwert oder Arbitriumwert des Unternehmens.³⁴ Schiedsspruchbewertungen erfolgen auf Grundlage der Entscheidungswerte der beiden Konfliktparteien. Diese bestimmen den Transaktionsbereich, in dem eine Einigung möglich ist. Die Untergrenze wird durch den Entscheidungswert des Verkäufers bestimmt, während die Obergrenze durch den Entscheidungswert des Käufers festgelegt wird. Der Arbitriumwert muss nun innerhalb des Transaktionsbereiches liegen und der Bewertende hat die Funktion, den Bereich zwischen beiden Konfliktparteien zu splitten. Wenn sich der Grenzpreis des Verkäufers über dem des Käufers befindet, gibt es keinen Transaktionsbereich und es wird somit auch keine Einigung möglich sein. Ein unparteiischer Bewerter wird den Beteiligten von einer Transaktion abraten. Liegt allerdings ein dominiertes Konflikt vor, wird der Bewerter auch dann einen Schiedsspruchwert vorschlagen müssen, wenn kein gemeinsamer Transaktionsbereich besteht. In vielen dieser Fälle wird dieses Problem jedoch durch zwingende Normen, z.B. Gesetze oder Rechtsprechungen, gelöst.³⁵

Als letztes sei hier noch der Zweck zur Ermittlung von Argumentationswerten genannt. Grundlage für einen Argumentationswert ist in aller Regel der Entscheidungswert. Durch den Argumentationswert soll der Gegenpartei einer Transaktion mit starken Argumenten ein plausibler Wert des Unternehmens suggeriert

³³ vgl. Drukarczyk/Schüler (2021), S. 8.

³⁴ vgl. Drukarczyk/Schüler (2021), S. 10.

³⁵ vgl. Seppelfricke (2020), S. 27.

werden. Häufig werden hierfür Gutachter mit einem hohen Ansehen angeworben. Insbesondere im Aufeinandertreffen mit unerfahrenen Käufern oder Verkäufern kann der Gutachter großen Einfluss nehmen. Trifft der Gutachter aber auf ebenso kompetente Verhandlungspartner, so werden sie seine mangelnde Objektivität schnell erkennen. Bei Gericht werden häufig aufgrund von Käufen bzw. Verkäufen Argumentationswerte festgestellt, aber auch innerhalb eines Unternehmens geschieht dies regelmäßig. Bei einer wertorientierten Unternehmensführung (Shareholder-Value-Politik) wird der Wertbeitrag einzelner Bereiche zum Unternehmenswert überprüft. Die Führungsebenen der Geschäftsbereiche haben ein gesteigertes Interesse daran, dass ihr Bereich einen besonders hohen Wertbeitrag leistet. Oft hängt davon der weitere Karriereweg oder die Bezahlung ab, deshalb werden die Verantwortlichen so überzeugend wie nur möglich argumentieren.³⁶

2.5 (Exkurs) M&A-Transaktionen

2.5.1 Klassifizierung von M&A-Transaktionen

Wie bereits in 2.2 angedeutet handelt es sich bei einer Akquisition um den Kauf einer Unternehmensbeteiligung. Bei einer Übernahme wird die erworbene Gesellschaft als Tochtergesellschaft in die Organisation des Erwerberunternehmens eingegliedert. Von einer Übernahme wird jedoch erst dann gesprochen, wenn der Erwerb der Anteile auch deren Kontrolle und Management erlaubt. Werden die Anteile jedoch ohne Leitungs- und Kontrollrechte (bspw. stimmrechtslose Vorzugsaktien) gekauft oder ist der Erwerb der Beteiligung zu gering, um Leitungs- und Kontrollrechte auszuüben, spricht man nicht von einer Übernahme.³⁷

³⁶ vgl. Seppelfricke (2020), S. 27 f.

³⁷ vgl. Mondello (2022), S. 1063 f.

Nun besteht eine Menge an Möglichkeiten, um Übernahmen zu kategorisieren. Hiervon sollen im folgenden Verlauf einige dargestellt werden.³⁸

Eine erste mögliche Kategorisierung kann anhand der strategischen Orientierung einer M&A-Transaktion geschehen. Hierzu wird zwischen horizontalen, vertikalen oder konglomeratischen Zusammenschlüssen differenziert. So agieren bei einer horizontalen Übernahme die betroffenen Unternehmen im gleichen Geschäftsfeld und dies üblicherweise als Konkurrenten. Als Beispiel hierfür kann die Übernahme der schweizerischen Panalpina Welttransport Holding AG durch die DSV A/S aus Dänemark im Jahr 2019 genannt werden, wodurch die DSV Panalpina als das viertgrößte Logistik- und Transportunternehmen der Welt entstanden ist.^{39 40}

Liegt eine vertikale Übernahme vor, geschieht die Akquisition in der gleichen Produktionskette. So wird z. B. ein Zulieferer oder ein Verteiler gekauft. Kauft eine Gesellschaft einen Zulieferer, so wird von einer Rückwärtsintegration gesprochen. In diesem Fall wäre das der Kauf eines Reifenherstellers durch einen Automobilhersteller. Bei einer Vorwärtsintegration erwirbt ein Unternehmen einen Verteiler, z.B. der Einstieg eines Lebensmittelherstellers in den Groß- und Einzelhandel, um den Zugang zum Endkunden zu erleichtern.⁴¹

Bestehen bei einer Transaktion keine Gemeinsamkeiten oder keine möglichen Ergänzungspotenziale zwischen den beiden Gesellschaften, weil sie produkt- und industrieübergreifend ist, liegt ein konglomeratischer Zusammenschluss vor (Mischkonzern).^{42 43}

Außerdem können M&A-Transaktionen auch nach ihrem geographischen Fokus kategorisiert werden. Sie lassen sich in nationale („domestic transactions“) und internationale („cross-border transactions“) unterteilen. Die geographische Fokussierung wird anhand der Herkunft des Akquisitionsobjektes bestimmt. Somit ist eine Transaktion, die innerhalb der nationalen Staatsgrenzen stattfindet, eine

³⁸ vgl. Witt (2019), S. 7.

³⁹ vgl. Mondello (2022), S. 1064.

⁴⁰ vgl. Witt (2019), S. 7 f.

⁴¹ vgl. Mondello (2022), S. 1064.

⁴² vgl. Witt (2019), S. 8.

⁴³ vgl. Mondello (2022), S. 1064 f.

„domestic transaction“. Eine Transaktion die, die Staatsgrenzen überquert, wird „cross-border transaction“ genannt.⁴⁴

Ebenso ist eine Kategorisierung nach freundlicher („friendly takeover“) oder feindlicher („hostile takeover“) Übernahme möglich. Wird einem Zielunternehmen ein Kaufangebot gemacht, so kann das Management des Akquiseobjektes zum einen auf das Angebot eingehen oder es zum anderen ablehnen. Falls das Management auf das Angebot eingeht, liegt eine freundliche Übernahme vor. Von nun an beginnt der Kaufprozess mit Übernahmeverhandlungen. Sind die Verhandlungen zu einem erfolgreichen Abschluss gebracht worden, so wird das Management den Anteilseignern des Zielobjektes raten, das Kaufangebot zu akzeptieren, denn die Entscheidung zum Verkauf des Unternehmens liegt schlussendlich bei den Anteilseignern und nicht beim Management, was zu einer unterschiedlichen Einstellung bei Unternehmensführung und Anteilseignern gegenüber dem Übernahmeangebot führen kann.^{45 46}

Bei einer feindlichen Übernahme beginnt der Transaktionsprozess ohne die Zustimmung des Zielobjektes. Das Management des Zielunternehmens versucht im Gegensatz zum „friendly takeover“ die Übernahme zu verhindern. Dem potenziellen Käufer verbleiben nun mehrere Optionen: Beim sog. „tender offer“ wird den Aktionären des Zielunternehmens ein öffentliches Übernahmeangebot unterbreitet, bei dem die Aktionäre ihre Beteiligungen mit einem Gewinn verkaufen können. Des Weiteren besteht die Möglichkeit des „dawn raids“. Hier versucht der Käufer heimlich die Kontrolle über das Zielobjekt zu erlangen, indem Aktien des Zielunternehmens auf dem Markt erworben werden. Dieser Versuch wird allerdings dadurch erschwert, dass die Zielgesellschaft benachrichtigt werden muss, sobald gewisse Größenordnungen überschritten werden.⁴⁷ Darüber hinaus besteht ebenfalls die Möglichkeit eines „proxy fights“, in dessen Rahmen die Mehrheit der Aktionäre davon überzeugt werden soll, dass eine andere Unternehmensführung, die einer Unternehmensübernahme positiv gegenübersteht,

⁴⁴ vgl. Witt (2019), S. 8.

⁴⁵ vgl. Mondello (2022), S. 1065.

⁴⁶ vgl. Witt (2019), S. 8 f.

⁴⁷ vgl. Mondello (2022), S. 1065 f.

eingesetzt werden soll, um dadurch den Deal zu finalisieren.⁴⁸

Geht das Management des angegriffenen Unternehmens gegen den „hostile takeover“ vor, existieren eine Menge potenzieller Verteidigungsversuche, die in der **Tabelle 3** dargestellt sind.⁴⁹

*Tabelle 3: Überblick über verschiedene Abwehrmaßnahmen bei einer feindlichen Übernahme
Quelle: Mondello (2022), S. 1066*

Abwehrmaßnahmen	Beschreibung
Poison Pill	Das Zielunternehmen verschafft den eigenen Aktionären durch sogenannte Giftpillen besondere Vorteile wie Bezugs- und Dividendenrechte sowie Call-Optionen, mit denen Aktien zu einem Abschlag gegenüber dem Marktpreis gekauft werden können. Das Ziel ist es, die Attraktivität des Unternehmens für den Käufer zu verringern.
Poison Put	Den Anleiheinvestoren des Zielunternehmens wird das Recht eingeräumt, ihre Anleihen bei einer Übernahme dem Unternehmen zum oder über dem Nominalwert zu verkaufen. Dadurch wird der Käufer gezwungen, das Unternehmen nach der Übernahme mit Fremdkapital zu refinanzieren. Diese Abwehrmaßnahme erhöht den Geldbedarf und die Kosten einer Übernahme.
White Knight	Ein befreundetes Unternehmen kommt der Zielgesellschaft zur Hilfe und unterbreitet ein Kaufangebot, was den Kaufpreis erhöht.
Rückkauf eigener Aktien	Durch den Rückkauf eigener Aktien steigt der Aktienkurs, sodass sich der Kaufpreis verteuert und folglich das Zielunternehmen als Übernahmekandidat an Attraktivität einbüßt.
Zukauf von Unternehmen	Der Zukauf anderer Unternehmen kann zu einem Attraktivitätsverlust des Zielunternehmens führen, weil sich dadurch beispielsweise die finanzielle Situation (z. B. aufgrund einer höheren Verschuldung) verändert.
Pac Man	Das Zielunternehmen kann sich zur Wehr setzen, indem es ein Gegenangebot an die Anteilseigner des potenziellen Käuferunternehmens richtet, um so den Angreifer zu übernehmen.
Crown Jewels	Es werden eine oder mehrere rentable Geschäftsbereiche des Zielunternehmens (Crown Jewels) abgestoßen, um die Attraktivität des Unternehmens für den Angreifer zu reduzieren. Werden diejenigen Geschäftsbereiche veräußert, auf denen es der potenzielle Käufer abgesehen hat, fällt der Kaufgrund weg.
Golden Parachutes	Der goldene Fallschirm (Golden Parachute) sichert den Führungskräften des Zielunternehmens bei einem Ausscheiden infolge einer Übernahme beträchtliche finanzielle Vorteile zu. Diese Maßnahme hat zur Folge, dass das Auswechseln des Managements mit hohen Kosten verbunden ist, was die Attraktivität des Targets schmälert.
Werbekampagnen	Das Management des Zielunternehmens kann mit einem maßgeschneiderten Werbefeldzug versuchen, die Aktionäre von der Ablehnung des Übernahmeangebots zu überzeugen.

Als letzte Möglichkeit der Klassifizierung sei hier die angewandte Zahlungsmethode genannt. Mögliche Zahlungsmethoden sind Bargeld, Aktien und eine Mischform aus Bargeld und Aktien. Für den Erwerber stellt die komplette oder teilweise Bezahlung in Aktien ein Werkzeug zur Risikoaufteilung bzw. -verminderung dar. Falls der Käufer nach der Transaktion erkennt, dass der reale Wert des

⁴⁸ vgl. Witt (2019), S. 9.

⁴⁹ vgl. Mondello (2022), S. 1066.

Kaufobjektes geringer ist als vorher angenommen, wird daraus ein Verlust resultieren. Dieser wirkt sich auf den Aktienkurs aus und wird dadurch auch zum Teil durch die Shareholder des Kaufobjektes mitgetragen. Aus diesem Grund ist eine Bezahlung mit Aktien besonders dann sinnvoll, wenn ein hohes Informationsdefizit vorliegt. Dies ist z.B. bei nicht börsennotierten Unternehmen der Fall oder falls aus verschiedensten Gründen nur eine beschränkte DD vorgenommen werden konnte. Wird eine Barzahlung gewählt, so trägt der Käufer, bzw. dessen Shareholder das vollständige Risiko. Allerdings profitiert er daher auch von möglichen positiven Effekten, die bei der Transaktion noch nicht erkennbar waren.⁵⁰

51

2.5.2 Motive für M&A-Transaktionen

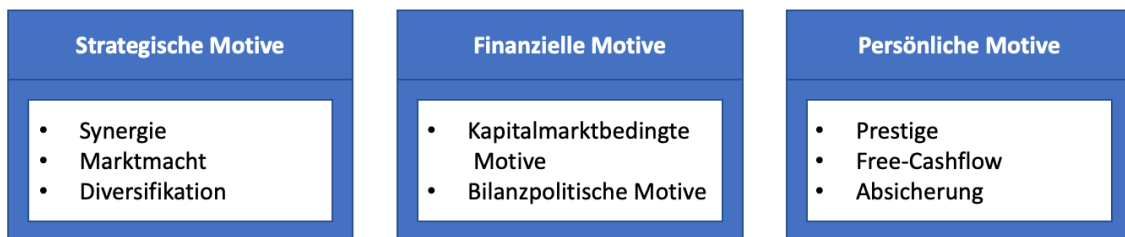


Abbildung 4: M&A-Motive

Quelle: eigene Darstellung in starker Anlehnung an Witt (2019), S. 13

Es existiert eine Vielzahl an Motiven für die Durchführung von M&A-Transaktionen. Diese lassen sich nach strategischen, finanziellen und persönlichen Beweggründen unterscheiden. Die ersten beiden Motivgruppen sind durch ihren ökonomischen Charakter determiniert, allerdings erfolgt die potenzielle Wertsteigerung zu verschiedenen Zeitpunkten. Die strategischen Motive umfassen einen größeren Planungszeitraum als finanzielle Motive.⁵²

⁵⁰ vgl. Witt (2019), S. 9 f.

⁵¹ vgl. Mondello (2022), S. 1088 ff.

⁵² vgl. Witt (2019), S. 12.

2.5.2.1 Strategische Motive

Strategische M&A-Transaktionen beschreiben Unternehmenszusammenschlüsse mit der Zielsetzung bestimmte Marktpositionierungen oder Strukturen in der Wertschöpfung zu erzeugen, um daraus Gewinne erzielen zu können. Die wissenschaftliche Literatur nennt im Rahmen der strategischen Motive u.a. die Erzielung von Synergien, die Maximierung der Marktmacht oder Diversifikation.⁵³

Das meistgenannte Motiv für den Kauf von Unternehmen ist die Realisierung von Synergien. Konkret geht es dabei um Einsparpotentiale (Kostensynergien) und Ertragspotentiale bei konstant bleibenden Kosten (Ertragssynergien), die ein Unternehmen nicht allein, sondern nur durch einen Zusammenschluss verwirklichen kann, indem Ressourcen gemeinsam effizienter genutzt werden. Durch die gemeinsame Nutzung der Ressourcen kann das Unternehmen nach dem Zusammenschluss günstiger produzieren oder bei konstanten Voraussetzungen eine größere Produktionsmenge herstellen. Ein herausstechender Synergieeffekt sind die „economies of scale“. Diesen liegt die Annahme zugrunde, dass es einen Zusammenhang zwischen der Größe von Aktivitäten und der Wirtschaftlichkeit gibt. Das bedeutet, dass bei erhöhter Produktion die Durchschnittskosten pro Stück langfristig gesenkt werden, weil die Fixkosten der Produktion auf eine größere Menge umgelegt werden können. Dieser Effekt begrenzt sich jedoch nicht nur auf die Produktion, sondern kann auch andere Bereiche, wie z.B. den Vertrieb, den Einkauf oder Forschung und Entwicklung betreffen. Während die „economies of scale“ die Relativkosten beeinflussen, verändert der zweite Große Synergieeffekt die Höhe der Gesamtkosten. Dieser Effekt heißt „economies of scope“. Sie treten dann auf, wenn nach einem Zukauf geringere Gesamtkosten auftreten, als das bei den einzelnen Unternehmen der Fall war. Dies kann bspw. der Fall sein, wenn Inputfaktoren zur Produktion unterschiedlicher Produkte miteinander verknüpft werden und als Folge daraus die Herstellkosten verringert werden können. Beispiele hierfür sind Produktbündelungen oder

⁵³ vgl. Witt (2019), S. 13.

Familienmarken.^{54 55}

Es gibt allerdings bzgl. der Erzielung von Synergien auch kritische Stimmen in der Literatur. Die Kritik leugnet nicht die Synergieeffekte an sich, sondern stellt die Umsetzung der Effekte durch Unternehmenszusammenschlüsse in Frage. Ein Kritikpunkt ist, dass Verbundteile auch realisiert werden können, ohne dass ein Unternehmen zugekauft werden muss. Ein weiterer Kritikpunkt sind die sog. „diseconomies of bureaucracy“. Diese besagen, dass die Kosten infolge der Integration des erworbenen Unternehmens höher sind als sämtliche Kostenreduktionen, die durch die Transaktion ausgelöst werden.⁵⁶

Ein weiteres Motiv für M&A-Transaktionen stellt die Marktmacht dar. Die Marktmacht kann sowohl durch vertikale als auch durch horizontale M&A-Transaktionen maximiert werden und damit helfen den höchstmöglichen Preis zu verlangen (Verkäufer) oder den geringstmöglichen Preis zu zahlen (Käufer). In der Theorie lässt sich das folgendermaßen erklären: Herrscht vollkommene Konkurrenz mit in der Theorie unendlich vielen Anbietern, so ist die Marktkonzentration am niedrigsten Punkt. Wenn sich durch M&A-Transaktionen die Anzahl der Anbieter verkleinert, steigt gleichzeitig die Marktkonzentration und es herrscht kein vollkommener Wettbewerb mehr. Als Folge der erhöhten Marktkonzentration kann eine geringere Menge an Gütern zu einem höheren Preis angeboten werden, was gleichzeitig die Gewinne ansteigen lässt.^{57 58}

Es bleibt festzuhalten, dass Unternehmensübernahmen ein wichtiges Tool sind, um die Marktmacht zu steigern und um exogenes Unternehmenswachstum zu erlangen. Das Ziel ist es neue Marktsegmente oder geographische Regionen zu erschließen. Zwar ist die Strategie mit Risiko behaftet, aber durch eine gute DD lässt sich das Risiko reduzieren. Außerdem kann die „time-to-market“ massiv verkürzt werden. Diese wäre bedeutend größer, wenn im Rahmen einer geographischen Markterweiterung ein eigenes Vertriebsnetz aufgebaut werden müsste. Durch das erworbene Unternehmen ist das aber hinfällig, da dieses schon ein

⁵⁴ vgl. Witt (2019), S. 13 ff.

⁵⁵ vgl. Mondello (2022), S. 1067 ff.

⁵⁶ vgl. Witt (2019), S. 15.

⁵⁷ vgl. Witt (2019), S. 17 f.

⁵⁸ vgl. Mondello (2022), S. 1068.

Vertriebsnetz mit Bestandskunden und Netzwerken in der angestrebten Region unterhält.⁵⁹

Ebenso von Bedeutung ist das Motiv der Diversifikation, bei der das kaufende Unternehmen erreichen will, dass die Ertragsvolatilität vermindert wird und somit die Insolvenzwahrscheinlichkeit des eigenen Unternehmens abnimmt. Gleichzeitig sollen die Share- und Stakeholder von den daraus entstehenden Vorteilen profitieren. Die Volatilität der Erträge kann dabei durch Schwankungen saisonaler, konjunktureller und struktureller Art verursacht werden.⁶⁰ Die Diversifikationsstrategie geht zurück auf die Portfoliotheorie von Markowitz aus dem Jahre 1952, welche „... besagt, dass das Risiko eines Anlageportfolios durch die Streuung der Investition in unkorrelierte beziehungsweise nicht positiv korrelierte Risiken reduziert werden kann.“⁶¹ Eine Übertragung dieser Theorie auf M&A-Transaktionen lässt darauf schließen, dass konglomeratische Transaktionen das Insolvenzrisiko senken können. Dies gilt aber nur für den Fall, dass die beiden Unternehmen keine korrelierenden bzw. positiv korrelierenden Erträge aufweisen. Ein vermindertes Insolvenzrisiko hat eine höhere Bonität zur Folge. Daraus folgt eine höhere Verschuldungskapazität, bei gleichzeitiger Reduzierung der Renditeforderungen der Fremd- und Eigenkapitalgeber. Die Kombination aus verringerten Eigenkapitalkosten und der Möglichkeit Zinsaufwendungen steuerlich abzusetzen, versetzt das Unternehmen in die Position seinen Wert steigern zu können.⁶²

In der Literatur erhält das Motiv der Diversifikation Kritik. Es wird moniert, dass Anleger am Kapitalmarkt das Portfolio diversifizieren können und dabei kostengünstiger und schneller sind als eine M&A-Transaktion, die nebenbei auch noch erhebliche Kosten verursacht. Des Weiteren sprächen die begrenzten Fähigkeiten und Kenntnisse des Managements dagegen. Die Expertise des Managements in der Führung und Positionierung eines Unternehmens kann nicht ohne weiteres auf eine andere Branche angewendet werden. Dies wird auch als

⁵⁹ vgl. Witt (2019), S. 19 f.

⁶⁰ vgl. Witt (2019), S. 20.

⁶¹ Witt (2019), S. 20.

⁶² vgl. Witt (2019), S. 20 f.

„hidden costs associated with diversifying into nonfamiliar businesses“ bezeichnet. Jedoch existieren erfolgreiche Beispiele aus der Praxis, die belegen, dass Erfolg mit einer Diversifikationsstrategie möglich ist. Man denke nur an Amazon.⁶³

2.5.2.2 Finanzielle Motive

Ebenso wie strategische Motive können auch finanzielle Motive die Grundlage für M&A-Transaktionen sein. Das Hauptmotiv von Unternehmenszusammenschlüssen auf finanzieller Basis liegt in der Erhöhung der Rentabilität durch das Erreichen von kurz- und mittelfristigen Gewinnen oder im Ausnutzen steuerlicher Verlustvorträge. In diesem Kontext werden oft kapitalmarktbedingte sowie bilanzpolitische und steuerliche Beweggründe angeführt.⁶⁴

In Bezug auf kapitalmarktbedingte Motive für M&A-Transaktionen lassen sich zwei unterschiedliche Ausprägungen unterscheiden. Eine Auffassung setzt den Fokus auf einen besseren Zugang zu Kapital, während eine andere die Kapitalmarktbeurteilung eines Kaufobjektes ergründet. Die erste Ausprägung ist von hoher Bedeutung für Gesellschaften, die ihre Finanzierungsposition optimieren wollen, aber gleichzeitig unternehmerischen Einfluss ausüben wollen. Die zweite Ausprägung motiviert vor allem Finanzinvestoren eine Unternehmensübernahme einzuleiten.⁶⁵

Die wissenschaftliche Literatur begründet das Motiv des verbesserten Zuganges zu Kapitalressourcen mit der Öffnung von externen Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten und dem Entstehen eines internen Kapitalmarktes. Der einfachere Zugang zu externem Kapital ist dabei in der Überschreitung einer kritischen Größenordnung begründet, die sich auf die Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung, die durch das Emittieren von Aktien oder Unternehmensanleihen geschehen kann, bezieht.

⁶³ vgl. Witt (2019), S. 21.

⁶⁴ vgl. Witt (2019), S. 22.

⁶⁵ vgl. Witt (2019), S. 22.

Sowohl bei der Ausgabe von Aktien als auch von Anleihen bestehen für den jeweiligen Emittenten Mindestvolumina, unter denen eine Emission wirtschaftlich nicht sinnvoll ist. Ein Unternehmenszusammenschluss könnte dafür sorgen, dass die kritische Größe erreicht wird und somit neue Kapitalquellen erschlossen werden. Ebenso könnten dadurch neue Investoren im Rahmen der Eigenkapitalbeschaffung angesprochen werden.⁶⁶

Zusätzlich zum externen Kapitalmarkt kann als Folge des Unternehmenskaufs auch ein interner Kapitalmarkt im neuen Unternehmensverbund entstehen. Dieser soll dabei helfen „...die Flexibilität bei der Wahl von Finanzierungsmitteln (zu; Anm. d. Verf.) erhöhen, indem die Unternehmensentscheider liquide Mittel transferieren.“⁶⁷ Es wird argumentiert, dass eine Finanzierung über den internen Kapitalmarkt effizienter allokiert wird als eine Finanzierung über den externen Kapitalmarkt. Das ist das Ergebnis eines besseren Informationsstandes und eines umfassenderen Bewertungszugangs des Managements verglichen mit den Teilnehmern am externen Kapitalmarkt. Unter der Annahme eines vollkommenen Marktes wird von Kritikern moniert, dass ein interner Kapitalmarkt keinerlei Effizienzgewinne hervorbringen kann. Als weiterer Kritikpunkt wird genannt, dass ein interner Kapitalmarkt der Unternehmensführung die Gelegenheit gibt unrentable Geschäftszweige durch erfolgreiche Geschäftsbereiche quersubventionieren. Dies könnte zu einem Liquiditätsmangel führen und andere Geschäftszweige an Effizienz einbüßen lassen.⁶⁸

Die Kapitalmarktbewertung eines Kaufobjektes bzw. das Entdecken unterbewerteter Unternehmen ist gleichzeitig ein finanzielles als auch ein spekulatives Motiv für M&A-Transaktionen. Nachdem ein solches Unternehmen gefunden wurde, soll entweder das ganze Unternehmen oder einzelne Teile des Unternehmens gewinnbringend weiterverkauft werden und das, ohne auf lange Sicht strategischen Einfluss auszuüben. Die Transaktion eines zu niedrig bewerteten Unternehmens geht von der Annahme aus, dass der Kapitalmarkt ineffizient ist. Daher zählen alle Unternehmen zu den potenziellen Kaufobjekten, die schlechter als ihr

⁶⁶ vgl. Witt (2019), S. 22 f.

⁶⁷ Witt (2019), S. 23.

⁶⁸ vgl. Witt (2019), S. 23.

fairer Wert gehandelt werden und somit unterbewertet sind. Das Ziel besteht einzig und allein darin, die Fehlbewertung zu korrigieren und danach einen Gewinn zu erzielen, nicht in der Fokussierung der Marktmacht oder in der Freisetzung von Synergien. Ein potenzielles Target kann auch über einen längeren Zeitraum durch unzureichendes Management, mangelnde Ressourcen oder eine schlechten Organisationsaufbau ins Hintertreffen geraten sein. Der preiswerte Kauf eines solchen Unternehmens kann schnell profitabel werden, wenn die Missstände durch ein neues Management, ungenutzte Synergien oder eine Neustrukturierung der Organisation behoben werden. Von hohem Interesse sind ebenso Unternehmen, die unter ihrem Liquidationswert gekauft werden können und in der Folge in einzelne Teile gesplittet werden können. Daraufhin werden die Einzelteile mit Gewinn verkauft.^{69 70}

Ein weiteres finanzielles Motiv ist die Nutzung bestehender Wahlrechte zur Anwendung von Bilanzpolitik und zur Steueroptimierung, denn Unternehmenskäufe haben häufig nachhaltigen Einfluss auf die handelsrechtlichen und steuerrechtlichen Bilanzen sowohl der Einzelunternehmen als auch des Konzerns.⁷¹

Obwohl die Transaktionen eine hohe Relevanz für die Bilanzen der beteiligten Unternehmen haben, sind die Auswirkungen für außenstehende Analysten aufgrund fehlender Transparenz oft nur schwer nachzuvollziehen. Das führt zu bilanziellen Gestaltungsspielräumen für das kaufende Unternehmen. Durch gezieltes Wahrnehmen dieser Spielräume kann das Unternehmen seine Bilanzkennzahlen zur Ertragsbeurteilung beeinflussen. Die „neuen“ Bilanzkennzahlen können möglicherweise zur Folge haben, dass die Kreditwürdigkeit des kaufenden Unternehmens höher eingestuft wird und somit ihre Kapitalkosten sinken.⁷²

Ebenfalls dem Rahmen der Bilanzpolitik zuschreibbar ist das potenzielle Erreichen von Steuervorteilen. Es gibt zwei Möglichkeiten die Steuerlast zu reduzieren. Zum einen ist es erlaubt, die Jahresüberschüsse und -fehlbeträge aller Unternehmen, die an der Transaktion beteiligt waren, zu saldieren. Dadurch kann

⁶⁹ vgl. Witt (2019), S. 23 f.

⁷⁰ vgl. Mondello (2022), S. 1069.

⁷¹ vgl. Witt (2019), S. 24.

⁷² vgl. Witt (2019), S. 24 f.

das nun miteinander verbundene Unternehmen unter Umständen seinen Jahresüberschuss mindern und somit seine Steuerlast verringern. Zum anderen kann abhängig von der Gestaltung der Kauffinanzierung eine Reduktion der Steuerlast erreicht werden. Je höher der Anteil an Fremdkapital bei der Finanzierung ist, desto mehr abzugsfähige Betriebskosten entstehen, welche steuersenkend wirken.^{73 74}

2.5.2.3 Persönliche Motive

Ergänzend zu den strategischen und finanziellen Motiven werden in der Literatur auch persönliche Motive als Auslöser für Unternehmenszusammenschlüsse genannt. Die Motive beschreiben das Verhalten und die Entscheidungen der Manager, die die Transaktion anstoßen. Im Normalfall handeln Manager auf Grundlage dieser Motive nicht nach ökonomischen Interessen, aber eine Vernachlässigung der Interessen der Shareholder muss dadurch nicht zwingend gegeben sein.⁷⁵

Ein erstes Motiv das zu M&A-Transaktionen führen kann, ist Prestige. Es basiert auf der Prämisse, dass ökonomisches Wachstum und damit korrelierend auch die Wertschätzung für das handelnde Management sehr einfach durch Unternehmenszukäufe zu erlangen ist. Folglich kann die Führungsebene durch M&A-Transaktionen nicht nur das eigene Gehalt, sondern auch ihr Ansehen und die Reichweite ihres Einflusses steigern. Daraus folgt das eigenständige Ziel die Größe des Unternehmens zu maximieren. Dies geschieht aber losgelöst von der eigentlichen Zielsetzung, der Marktwertsteigerung des Eigenkapitals des Unternehmens.^{76 77}

⁷³ vgl. Witt (2019), S. 25.

⁷⁴ vgl. Mondello (2022), S. 1068.

⁷⁵ vgl. Witt (2019), S. 26.

⁷⁶ vgl. Witt (2019), S. 27.

⁷⁷ vgl. Mondello (2022), S. 1069 f.

Die Free-Cashflow-Hypothese ist zwar kein Motiv per se, aber sie zeigt das Verhalten von Managern auf, wenn überschüssige Mittel (=Free-Cashflow) zur Verfügung stehen. Sie besagt, dass das Management von Unternehmen mit einem hohen Cashflow den Free-Cashflow eher in Kaufobjekte investieren will als ihn an die Shareholder auszuschütten. Es herrscht ein grundsätzlicher Konflikt zwischen Management und Shareholdern im Hinblick auf eine Thesaurierung oder eine Ausschüttung der überschüssigen Mittel. Das Management wünscht sich eine Thesaurierung. Einerseits, weil eine Ausschüttung die Höhe der kontrollierten Mittel reduzieren würde und andererseits, weil die Aktivitäten des Managements nach einer Ausschüttung enghemmer kontrolliert werden würden. Das ist darin begründet, dass nun frisches Kapital auf dem externen Kapitalmarkt beschafft werden müsste, was zu einer verstärkten Kontrolle durch die Fremdkapitalgeber führen würde und somit den Handlungsspielraum des Managements beschränken würde. Außerdem könnten die überschüssigen Mittel für eine spätere Ertragsglättung dienen. Anstatt den Free-Cashflow auszuschütten, empfiehlt das Management den Shareholdern also den Cashflow zurückzuhalten, um sie in rentable Projekte investieren zu können. Da Unternehmen mit hohem Cashflow häufig in reifen Branchen operieren, bleibt dem Management nur eine sehr limitierte Anzahl an vorteilhaften Investitionsprojekten. Der Mangel an lukrativen Projekten führt dazu, dass stattdessen M&A-Investitionen vorgenommen werden. Diese sind nicht erfolgreich oder profitabel, sondern verbessern nur das Gehalt und die Machtposition des Managements.^{78 79}

Darüber hinaus existiert das Motiv der Absicherung, welches wie das beschriebene Motiv der Diversifikation auf die Portfoliotheorie von Markowitz (1952) zurückgeht. Der Kauf eines Unternehmens mit möglichst negativ korrelierenden Ertragsströmen soll die Schwankungen der Ergebnisse ausgleichen und ebenso das Insolvenzrisiko verringern. Im Gegensatz zum Motiv der Diversifikation geschieht die Transaktion in allererster Linie im persönlichen Interesse des Managements und nicht aus ökonomischen Beweggründen im Sinne des

⁷⁸ vgl. Witt (2019), S. 28.

⁷⁹ vgl. Mondello (2022), S. 1069 f.

Unternehmens.⁸⁰

Die theoretischen Annahmen hinter diesem Motiv besagen, dass das Management in seinem Einkommen abhängig von der Entwicklung des Unternehmens und seiner Erträge ist. Dies erweitert um die Annahme der Risikoaversion hat zur Folge, dass sich das Management für einen Ausbau des Diversifikationsgrades entscheidet, um dadurch das eigene Einkommen zu sichern. Außerdem führt eine Verringerung des Insolvenzrisikos zur Sicherung des eigenen Arbeitsplatzes. Allerdings besteht an der Auslegung als persönliches Motiv Kritik in der Literatur. Dort wird argumentiert, dass die Verminderung der Ertragsvolatilität sowie des Insolvenzrisikos ebenso ein Motiv der Shareholder ist und kein rein persönliches Motiv des Managements.⁸¹

Schlussendlich kann konstatiert werden, dass eine Menge verschiedener M&A-Motive, aber auch einige kritische Gegenstimmen gegen die Wirkung oder die Existenz der Motive bestehen.⁸²

3. Ermittlung/Planung/Schätzung der (einzelnen) bewertungsrelevanten Parameter

Die Prognose von finanziellen Überschüssen aus dem betriebsnotwendigen Vermögen stellt ein zentrales Problem bei Unternehmensbewertungen dar. Hierzu müssen insbesondere zukunftsbezogene Informationen erhoben werden, die zum einen das Fortkommen des Unternehmens, zum anderen die zukünftige Entwicklung des Marktumfeldes aufgreifen. Als Ausgangsbasis hierfür dienen vergangenheitsorientierte Daten, die zwingend um Einmaleffekte zu korrigieren sind. Der Vergangenheitsanalyse, deren Grundlage Daten des externen und internen Rechnungswesens (Bilanz, GuV, Kapitalflussrechnung und Kosten- und Leistungsrechnung) sind, kommt somit eine immense Bedeutung zu. Aus den

⁸⁰ vgl. Witt (2019), S. 28 f.

⁸¹ vgl. Witt (2019), S. 29.

⁸² vgl. Witt (2019), S. 29.

Informationen, die aus der Vergangenheitsanalyse gewonnen wurden, ist die Zukunftsprognose, zu erstellen. Hierbei wird der aktuelle Zustand des Unternehmens sowie die Wettbewerbssituation betrachtet. Auf Grundlage der bis hierhin gewonnenen Informationen wird eine strategische Planung erstellt. Darauf aufbauend werden Planbilanzen, Plan-Gewinn-und-Verlustrechnungen sowie Plan-Kapitalflussrechnungen entwickelt.⁸³

In der sog. Detailplanungsphase (ca. 3-5 Jahre) findet eine Weiterentwicklung der Erfolgsgrößen auf Basis der soeben dargelegten Informationen statt. Aus dieser Weiterentwicklung gehen z.B. Umsatz- und Kostenplanungen, Einzelplanungen bspw. bezüglich Personals und Investitionen und eine Kapitalbedarfsrechnung hervor. Die einzelnen Teilpläne, z.B. Produktionsplan, Absatzplan, Investitionsplan, Finanzplan, Personalplan etc. sollen eine plausible Gesamtplanung des Unternehmens ergeben. Dabei ist es wichtig, dass die Daten und Annahmen, auf deren Basis die Pläne entwickelt wurden, logisch und verständlich dargelegt werden. Ebenso wichtig ist es, die Marktstruktur und ihre zukünftige Entwicklung zu beachten sowie bedeutende unternehmensinterne und -externe Einflüsse auf die Umsatzentwicklung festzustellen, bspw. unterteilt nach Produkt- und Kundengruppe, Absatzregion etc.⁸⁴

Auf die Detailplanungsphase folgt das Stadium der ewigen Rente. Hierbei wird eine fortschreitende Entwicklung des Unternehmens in einer fixierten Form angenommen und es kommt eine ewige Rente und ein Restwert als Residualgröße zum Ansatz. Für alle Jahre dieser zweiten Planungsphase wird ein konstantes Ergebnis unterstellt. Zusätzlich wird durch einen Wachstumsabschlag bemessen, ob und inwiefern ein Unternehmen inflationsbedingte Preiserhöhungen an die Kunden weitergeben kann. Ist der Wachstumsabschlag kleiner als die erwartete Inflationsrate, so deutet dies auf ein schrumpfendes Unternehmen hin.^{85 86}

⁸³ vgl. Kann u. a. (2017), S. 308.

⁸⁴ vgl. Kann u. a. (2017), S. 308 f.

⁸⁵ vgl. Kann u. a. (2017), S. 309.

⁸⁶ vgl. Drukarczyk/Schüler (2021), S. 137 ff.

3.1 Cashflows

Dem Cashflow kommt im Rahmen der Unternehmensbewertung eine entscheidende Rolle zu, denn er ist nicht nur die Grundlage für das DCF-Verfahren, sondern auch für andere Methoden der Unternehmensbewertung.^{87 88} Gleichzeitig ist die Cashflowrechnung das wichtigste Werkzeug, um das Finanzierungs-geschehen eines Unternehmens zu durchdringen und zu steuern. Beim Cashflow handelt es sich um eine Stromgröße, die Zahlungsströme innerhalb einer bestimmten Zeitspanne aus einem bestimmten Blickwinkel beschreibt. Ein Zahlungsstrom bildet die verschiedenen Zahlungseingänge und Zahlungsausgänge

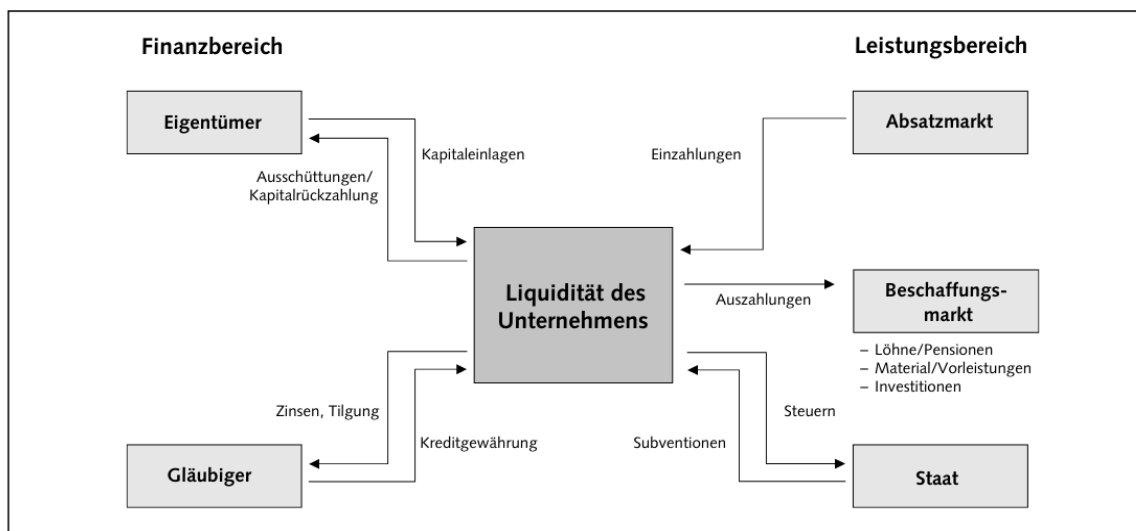


Abbildung 5: Die Zahlungsströme des Unternehmens
Quelle: Seppelfricke (2012), S. 41

einer konkret definierten Periode ab. Es lassen sich bspw. Zahlungsströme an die Eigenkapitalgeber als auch an die Unternehmung betrachten. Dies kann für einen Monat, aber auch für mehrere Jahre geschehen. Hat ein Unternehmen im Jahr 2022 bspw. Zahlungseingänge in Höhe von 1,5 Mio. € und Zahlungsausgänge in Höhe von 1,2 Mio. €, so beträgt der Cashflow in 2022 0,3 Mio. €. Dementsprechend ist der Zahlungsmittelbestand am Ende des Jahres um 0,3 Mio. € höher als noch zu Beginn des Jahres.⁸⁹

Der Cashflow lässt sich in drei verschiedene Kategorien unterteilen: Geldströme, die die operativen Zahlungsvorgänge aus dem Kerngeschäft eines

⁸⁷ vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler (2011), S. 16.

⁸⁸ vgl. Seppelfricke (2012), S. 54.

⁸⁹ vgl. Bösch (2016), S. 23.

Unternehmens betreffen, heißen Operativer Cashflow (OCF). Zusätzlich existiert der Cashflow aus Investitionen (CFI) sowie der Cashflow aus Finanzierung (CFF; wird hier nicht näher betrachtet), der die Geldströme von und zu den Kapitalgebern abbildet. Im Normalfall ist der OCF positiv und der CFI negativ, wobei der CFF entweder positiv oder negativ sein kann. Zusammengenommen bilden sie den Gesamten Cashflow (GCF).⁹⁰

3.1.1 Operativer Cashflow (OCF)

Tabelle 4: Grundüberlegung zur Ermittlung des OCF
Quelle: Bösch (2016), S.26

SOLL		HABEN					
Auszahlung = 880	Aufwand = 970	Personalaufwand	200	Umsatzerlöse	1.000	Ertrag = 1.000	Einzahlungen 990
		Materialaufwand	650				
		Zinsaufwand	10				
		Steueraufwand	20				
		Abschreibungsaufwand	40				
		Rückstellungsaufwand	50				
		Jahresüberschuss	30				
	1.000		1.000				

Die Abbildung zeigt eine etwas abgewandelte GuV-Rechnung eines produzierenden Unternehmens. Es werden 100 Stück des Produktes zu je 10 € verkauft. Dies ergibt einen Umsatz und einen Ertrag von 1000 €. Der Jahresüberschuss i.H.v. 30 € ergibt sich aus der Subtraktion aller mit dem Umsatz in Verbindung stehenden Aufwandsposten vom Ertrag. Allerdings sind nicht alle Aufwendungen zahlungswirksam. So stellen Abschreibungen und Rückstellungen zwar eine Aufwandsposition dar, jedoch führen sie zu keiner Auszahlung, weshalb die Auszahlungen hier nur 880 € betragen. Ebenso können auch Erträge und Einzahlungen divergieren. Im Beispiel hat ein Kunde nicht in der betrachteten Periode gezahlt, deshalb stehen dem Umsatz von 1000 € Einzahlungen i.H.v. 990 € gegenüber. In der Cashflowrechnung werden aber nur tatsächlich getätigte Zahlungen

⁹⁰ vgl. Bösch (2016), S. 23 f.

einbezogen. Daher wird den operativen Einzahlungen i.H.v. 990 € die operativen Auszahlungen i.H.v. 880 € gegenübergestellt, was zu einem OCF i.H.v. 110 € führt. Somit hat das Unternehmen am Ende der Periode einen um 110 € höheren Cashflow als es zu Beginn der Periode der Fall war, was sich deutlich vom Jahresüberschuss unterscheidet.⁹¹

Für Unternehmensexterne sind die Ein- und Auszahlungen, die mit der Umsatzerzielung verknüpft sind, normalerweise verborgen. Allerdings lässt sich der OCF auch auf indirektem Wege ermitteln. Ausgehend vom Jahresüberschuss aus **Tabelle 3** muss rückwärts gerechnet werden und zunächst alle zahlungsunwirksamen Aufwandspositionen (keine Auszahlung) addiert sowie alle zahlungsunwirksamen Erträge (keine Einzahlung) subtrahiert werden.

$$\text{OCF} = \text{Jahresüberschuss} + \text{zahlungsunwirksamer Aufwand} \\ - \text{zahlungsunwirksame Erträge}$$

Der zahlungsunwirksame Aufwand kann direkt aus der GuV herausgelesen werden, während die zahlungsunwirksamen Erträge in der Bilanz des Unternehmens zu finden sind. In diesem Fall sind dies die um 10 € angestiegenen Forderungen aus LuL. Mit den im Beispiel verwendeten Werten ergibt sich wieder ein OCF i.H.v. 110 €:

$$\text{OCF} = \text{JÜ} + \text{AfA} + \text{Zuführung zu Rst.} - \text{Erhöhung Forderung} = \\ = 30 \text{ €} + 40 \text{ €} + 50 \text{ €} - 10 \text{ €} = 110 \text{ €}.$$

Alle zur Bestimmung erforderlichen Informationen befinden sich im Jahresabschluss des Unternehmens und sind somit frei verfügbar. Außerdem legt die indirekte Ermittlungsmethode offen, aus welchen Quellen sich der OCF speist.⁹²

Häufig herrscht Unverständnis bei der Vorstellung, dass der OCF durch Zuführungen zu den Rückstellungen oder durch Abschreibungen verbessert wird. Zum besseren Verständnis sei auf die Preiskalkulation des Unternehmens aus dem Beispiel verwiesen (**Abbildung 6**).

⁹¹ vgl. Bösch (2016), S. 26 f.

⁹² vgl. Bösch (2016), S. 27.

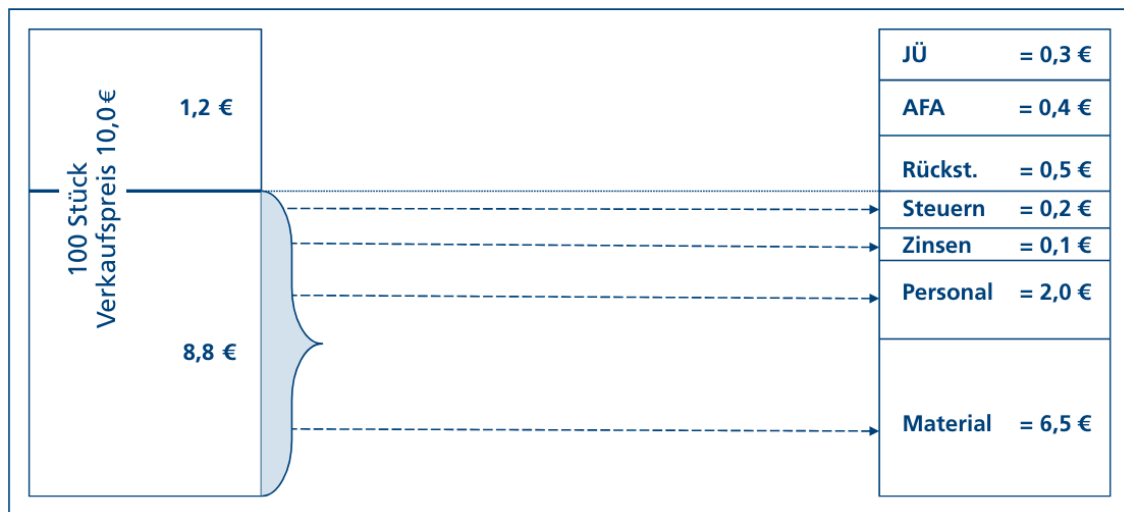


Abbildung 6: Preiskalkulation
Quelle: Bösch (2016), S. 27

Für die 100 Einheiten der Unternehmung fallen je Einheit 6,5 € Materialaufwand an. Analog sind die anderen Aufwandspositionen durch 100 zu dividieren, um auf den Wert pro Einheit zu kommen. Nach Addition von 0,3 € zum Gesamtaufwand i.H.v. 9,7 € ergibt sich der Produktpreis i.H.v. 10 €. Somit fließen pro verkaufte Einheit 10 € in die Kasse, während gleichzeitig nur 8,8 € an zahlungswirksamen Aufwand aus der Kasse fließen. Es bleiben also je verkaufte Einheit 1,2 € in der Kasse. Diese setzen sich aus dem Gewinnanteil und den nicht zahlungswirksamen Aufwandspositionen zusammen. Demzufolge steigt der Cashflow um 120 € bei 100 verkauften Stücken, allerdings kauft ein Kunde auf Rechnung weshalb die Forderungen um 10 € steigen und der Cashflow schlussendlich um 110 € steigt.⁹³

Allgemein lässt sich festhalten, dass zur Ermittlung des Jahresüberschusses die Differenz aus Ertrag und Aufwand gebildet wird, wohingegen zur Ermittlung des

⁹³ vgl. Bösch (2016), S. 27 f.

Cashflows die Differenz aus Einzahlungen und Auszahlungen einer bestimmten Periode zu bestimmen ist.⁹⁴

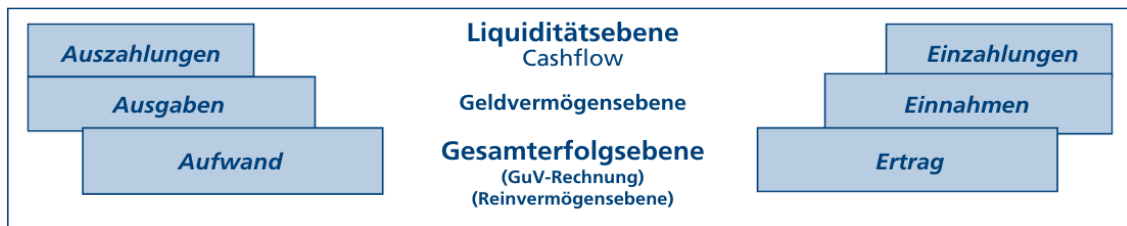


Abbildung 7: Erfolgebene versus Liquiditätsebene
Quelle: Bösch (2016), S. 28

Bisher wurden im Rahmen dieses Kapitels nur Abschreibungen, Rückstellungen-zuführungen und Forderungen aus LuL in den Fokus gerückt. Es existieren jedoch weitere Größen im Kerngeschäft eines Unternehmens, bei denen Aufwand und Auszahlungen bzw. Ertrag und Einzahlungen nicht identisch ausfallen. All diese Größen betreffen das sog. Working Capital, das sich aus dem Umlaufvermögen abzüglich der kurzfristigen Verbindlichkeiten eines Unternehmens ergibt, also

Working Capital = Umlaufvermögen – kurzfristige Verbindlichkeiten.

Erhöht sich das Umlaufvermögen so erhöht sich das Working Capital ebenso wie bei einer Verringerung der kurzfristigen Verbindlichkeiten. Um das Working Capital noch genauer zu definieren, wird eine Eingrenzung auf die Positionen vorgenommen, die keine monetären Größen beinhalten, wie es auch **Abbildung 8** zeigt.



Abbildung 8: Working Capital und „nicht monetäres Working Capital“ (fett und kursiv)
Quelle: Bösch (2016), S. 30

⁹⁴ vgl. Bösch (2016), S. 28.

Das „nicht monetäre Working Capital“ heiße von nun an WC und setzt sich folgendermaßen aus Vorräten, Forderungen und Verbindlichkeiten aus LuL zusammen:

$$WC = \text{Vorräte} + \text{Forderungen aus LuL (ohne liquide Mittel)}$$

$$- \text{kurzfristige Verbindlichkeiten (ohne zinstragendes Fremdkapital)}$$

Welche Auswirkungen bspw. eine Erhöhung der Forderungen aus LuL oder eine Erhöhung der Verbindlichkeiten aus LuL auf den OCF hat, lässt sich aus **Tabelle 5** ablesen. Alle kursiv gedruckten Posten haben Einfluss auf die Höhe des WC.⁹⁵

Tabelle 5: Korrekturgrößen bei indirekter Ermittlung des OCF
Quelle: Bösch (2016), S. 29

Operativer Cashflow =	Korrekturgröße
Jahresüberschuss	
+ Aufwand ohne Auszahlung	<i>AFA, Zuführung zu Rückstellungen, Reduktion der Bestnde an RHB-Stoffen, Erhöhung der Verbindlichkeiten aus LuL.</i>
- Auszahlung ohne Aufwand	<i>Auszahlung zu Lasten früher gebildeter Rückstellungen, Erhöhung der Bestnde an RHB-Stoffen, Reduktion der Verbindlichkeiten aus LuL.</i>
- Erträge ohne Einzahlung	<i>Erhöhung der Forderungen, Erhöhung des Bestands an Halb- und Fertigfabrikaten, Auflösung von Rückstellungen.</i>
+ Einzahlungen ohne Ertrag	<i>Reduktion der Forderungen, Reduktion des Bestands an Halb- und Fertigfabrikaten.</i>

Insgesamt lässt sich der OCF nun folgendermaßen definieren:

Tabelle 6: Ermittlung OCF
Quelle: eigene Darstellung

Jahresüberschuss / -fehlbetrag
± Abschreibungen / Zuschreibungen
± Rückstellungsbildung / -inanspruchnahme / -auflösung
± Veränderungen Forderungen (LuL, sonst.)
± Veränderungen Vorräte (RHB, UE, FE, HW)
± Veränderungen Verbindlichkeiten (LuL, sonst.)
= OCF

⁹⁵ vgl. Bösch (2016), S. 28 ff.

Es sei hinzugefügt, dass in der Literatur häufig vom EBIT als Anfangsgröße zur Berechnung des OCF ausgegangen wird, weshalb die Formel zur Ermittlung des OCF leicht angepasst werden muss: Vom EBIT müssen nun zunächst die Unternehmenssteuern abgezogen werden. Danach geht die Berechnung wieder ihren normalen Gang.

Abschließend bleibt zu erwähnen, dass der OCF im Allgemeinen eine Kennzahl mit einigen Vorzügen ist. So ist er weitestgehend resistent gegen bilanzpolitische Maßnahmen aller Art. Er misst nur die getätigten Ein- und Auszahlungen. Des Weiteren stellt er das WC in den Mittelpunkt. Das ist mehr als sinnvoll, denn im Umlaufvermögen deutscher Unternehmen ist im Durchschnitt mehr Kapital gebunden als in deren Anlagevermögen.⁹⁶

3.1.2 Cashflow aus Investitionen (CFI)

Der CFI bildet die Zahlungsströme ab, die entweder mit Investitionen ins Anlagevermögen (Maschinen, Gebäude, Grundstücke etc.) oder mit Desinvestitionen (Verkauf von Anlagevermögen) verbunden sind. Im Normalfall nimmt der CFI einen negativen Wert an. Die Auszahlungen für Investitionen sind also höher als die Einzahlungen für Desinvestitionen. Vergleicht man den CFI mit den Abschreibungen eines Unternehmens, so lässt sich feststellen, ob ein Unternehmen den Wert seines Kapitalstocks erhöht. Dies ist der Fall, wenn der CFI die Höhe der Abschreibungen übersteigt. Der CFI ergibt sich aus folgender Formel:⁹⁷

$$CFI = -I + Desinvestitionen$$

⁹⁶ vgl. Bösch (2016), S. 31.

⁹⁷ vgl. Bösch (2016), S. 25.

3.1.3 Free Cashflow (FCF)

Der FCF ist ein sehr entscheidender Parameter zur Bewertung eines Unternehmens mithilfe der DCF-Methode, z. B. als bewertungsrelevanter Cashflow bei Entity- und APV-Ansatz, die im weiteren Verlauf dieser Arbeit besprochen werden.^{98 99} Er ergibt sich aus der Addition von OCF und CFI.¹⁰⁰ Entscheidend ist, dass der FCF als finanzierungsneutrale Größe definiert ist. Das bedeutet, dass der FCF vor Abzug von Zins- und Tilgungszahlungen betrachtet wird und somit nur die Tätigkeit des Unternehmens aus dem operativen Kerngeschäft einbezogen wird.^{101 102} Diese Größe ist von höchster Bedeutung bei der Unternehmensbewertung.

$$\begin{aligned} FCF &= OCF + CFI \\ &= OCF - I + \text{Desinvestitionen} \end{aligned}$$

Der FCF bildet die entnahmefähigen Zahlungsüberschüsse ab mit denen die Zahlungsansprüche (Fremdkapitalzinsen, Tilgungen und Gewinnausschüttungen) der Eigen- und Fremdkapitalgeber erfüllt werden. Der FCF wird in der Detailplanungsphase zunächst für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren für jede einzelne Periode des Planungszeitraums ausführlich abgebildet. Danach wird für den FCF ein sog. Fortführungswert (Continuing Value) bestimmt. Dieser wird auch als Restwert oder Terminal Value bezeichnet.¹⁰³

3.1.4 Total Cashflow (TCF)

Es existiert ebenfalls ein Entity-Ansatz, der als bewertungsrelevante Basis den TCF nutzt und demzufolge den Namen TCF-Ansatz trägt. Er divergiert vom FCF nur in einem Punkt, dem Tax Shield. Dieses Tax Shield steht für die Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen und die daraus resultierenden Steuervorteile. Im

⁹⁸ vgl. Bergau (2020), S. 60.

⁹⁹ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 32.

¹⁰⁰ vgl. Seppelfricke (2020), S. 40.

¹⁰¹ vgl. Stier (2017), S. 60.

¹⁰² vgl. Wöltje (2021), S. 111.

¹⁰³ vgl. Wöltje (2021), S. 113.

Rahmen der TCF-Methode wird das Tax Shield bereits im Cashflow erfasst (addiert) und nicht erst bei der Bestimmung der Kapitalkosten bzw. der Diskontierung, wie es beim FCF-Ansatz der Fall ist.^{104 105}

$$\begin{aligned} TCF &= FCF + \text{Unternehmenssteuerersparnis aus Fremdkapitalzinsen} \\ &= FCF + \text{Tax Shield} \end{aligned}$$

Auch der TCF-Ansatz wird im weiteren Verlauf der Arbeit Thema werden.

3.1.5 Flows to Equity (FTE)

Für einen weiteren wichtigen Bewertungsansatz, den Equity-Ansatz, werden die FTE benötigt. Sie umfassen genau die Cashflows, die nur den Eigentümern des Unternehmens zufließen werden. Deshalb wird ausgehend vom FCF der Tax Shield zum Cashflow addiert, während die anfallenden Fremdkapitalzinsen ebenso subtrahiert werden, wie die Tilgung von verzinslichem Fremdkapital. Die Aufnahme von verzinslichem Fremdkapital würde hingegen zu einer Erhöhung der FTE führen.^{106 107}

$$\begin{aligned} FTE &= FCF - \text{Fremdkapitalzinsen} + \text{Tax Shield} - \text{Tilgung} \\ &\quad + \text{Aufnahme von verzinslichem Fremdkapital} \end{aligned}$$

3.2 Kapitalkosten

Um zukünftig zufließende Cashflows zum Bewertungszeitpunkt evaluieren zu können, müssen die künftigen Zahlungsströme mit geeigneten Kapitalkosten diskontiert (abgezinst) werden. Der Diskontierungszinssatz (im Nenner) wird dabei dem Cashflow des Bewertungsobjekts (im Zähler) gegenübergestellt und stellt dadurch die Opportunitätskosten eines Vergleichsobjekts dar.

¹⁰⁴ vgl. Seppelfricke (2012), S. 55.

¹⁰⁵ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 35 f.

¹⁰⁶ vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler (2011), S. 22.

¹⁰⁷ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 36 f.

Dadurch werden die Zahlungsströme unter Berücksichtigung von Zins- und Zinsszinseffekten miteinander vergleichbar und können zudem mit ihrem Wert zum Bewertungszeitpunkt angesetzt werden. Gleichzeitig wird durch die Kapitalkosten ein Vergleichsmaßstab bezüglich einer Mindestverzinsung geschaffen.^{108 109} Die Ertragswertmethode greift auf sog. landesübliche Zinsen zurück, während die Kapitalkosten bei den DCF-Verfahren auf Grundlage kapitalmarkttheoretischer Modelle ermittelt werden.¹¹⁰ Speziell bei den DCF-Verfahren ist darauf zu achten, dass je nach dem gewählten Bewertungsansatz ein anderer Kapitalkostensatz anzuwenden ist.¹¹¹ Wird hier ein Cashflow bewertet, der sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalgebern zusteht (TCF, FCF), ist der Cashflow mit gewichteten Kapitalkosten, dem sog. WACC (Weighted Average Cost of Capital), zu diskontieren. Werden hingegen FTE bewertet, so sind sie mit den Eigenkapitalkosten (k_{EK} ; erwartete Rendite der Eigenkapitalgeber/ Eigentümer) abzuzinsen.¹¹²

3.2.1 Eigenkapitalkosten

Der Eigenkapitalkostensatz stellt die Rendite, die ein Shareholder bekommen würde, wenn er in eine Alternativanlage mit gleichem Risiko und gleichartiger Zahlungsstromstruktur investieren würde, dar. Je höher das Risiko einer Investition ist, desto höher sind die Eigenkapitalkosten.¹¹³ Zur Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes wird auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zurückgegriffen. Das CAPM legt den in **Abbildung 9** aufgezeigten systematischen Zusammenhang zwischen der erwarteten Rendite und dem Risiko eines Wertpapiers dar.¹¹⁴ Diese wird durch einen risikolosen Zinssatz r_f oder i und einen Risikozuschlag berechnet.¹¹⁵

¹⁰⁸ vgl. Seppelfricke (2020), S. 110.

¹⁰⁹ vgl. Kann u. a. (2017), S. 309 f.

¹¹⁰ vgl. Seppelfricke (2012), S. 56 f.

¹¹¹ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 45.

¹¹² vgl. Seppelfricke (2012), S. 57.

¹¹³ vgl. Coenenberg/Fischer/Günther (2016), S. 863.

¹¹⁴ vgl. Wiltinger/Heupel/Deimel (2022), S. 185.

¹¹⁵ vgl. Coenenberg/Fischer/Günther (2016), S. 363.

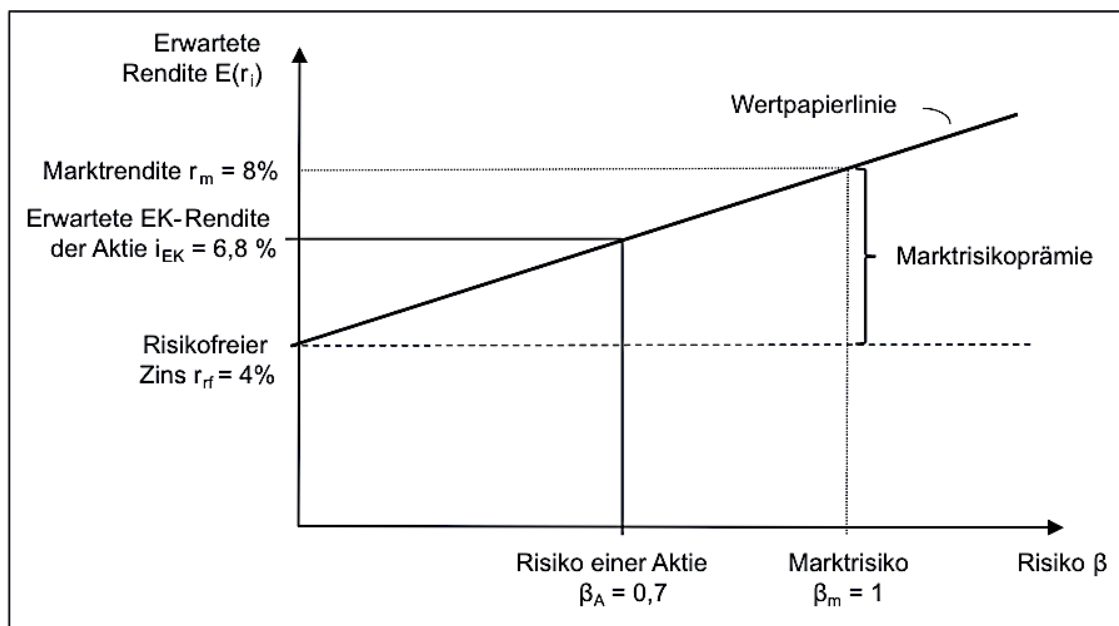


Abbildung 9: Capital Asset Pricing Model
Quelle: Wiltinger/Heupel/Deimel (2022), S. 185

Auf der Abszisse wird der Beta-Faktor β dargestellt. Er repräsentiert das systematische Risiko einer Anlage auf dem Kapitalmarkt. Gleichzeitig ist er auch ein Korrelationsmaß zwischen der Performanz eines bestimmten Wertpapiers und der Performanz des Gesamtportefeuille des Kapitalmarktes, dargestellt als Volatilität. In Deutschland wird als Gesamtportefeuille für Unternehmen an der Börse der Deutsche Aktienindex (DAX) zum Vergleich herangezogen. Besitzt ein Wertpapier ein $\beta > 1$, so ist das Risiko bzw. die Schwankung einer Aktie größer als das Risiko bzw. die Schwankung des Gesamtportefeuilles und vice versa. Das Gesamtportefeuille besitzt stets ein β von 1.¹¹⁶

In der Praxis wird als Wert für den risikofreien Zinssatz in den meisten Fällen mit langfristig verzinslichen Wertpapieren gearbeitet, allen voran mit zehnjährigen Bundesanleihen. Das Risiko einer Kapitalanlage ermittelt sich aus der Differenz von der erwarteten Rendite des Marktportefeuilles und des risikofreien Zinssatzes und nennt sich Marktpreis des Risikos. Die erwartete Marktrendite wird ebenfalls durch den DAX oder den Dow Jones approximiert. Multipliziert man nun den Marktpreis des Risikos mit dem systematischen Risiko β , so ergibt sich das marktspezifische Risiko. Auf Grund der Möglichkeit der Anleger durch Diversifikation das unternehmensspezifische Risiko einer Investition zu senken, werden

¹¹⁶ vgl. Wiltinger/Heupel/Deimel (2022), S. 185.

die risikoadjustierten Renditeerwartungen der Shareholder k_{EK} nur durch die Höhe des nicht diversifizierbaren systematischen Risikos beeinflusst.¹¹⁷

$$k_{EK} = i + \beta_x * (E(R_x) - i)$$

mit: i = risikoloser Zins

β = systematisches Risiko

$(E(R_x))$ = erwartete Marktrendite

$$k_{EK} = 4\% + 0,7 * (8\% - 4\%)$$

$$k_{EK} = 6,8\%$$

Zum Beispiel:

Die Rendite des Gesamtportefeuilles wurde im Beispiel mit 8% angesetzt, für den DAX ein durchaus realistischer Wert. Die Rendite der risikofreien Anlage (Staatsanleihe) wurde mit 4% angesetzt, was ungefähr einem langjährigen Mittelwert entspricht, mittlerweile aber unrealistisch ist. Beide zusammen ergeben eine Marktrisikoprämie i. H. v. 4%. Nach Multiplikation mit dem β und Addition der risikofreien Anlage ergibt sich ein Wert i. H. v. 6,8% für den Eigenkapitalkostensatz. Das bedeutet, dass ein Anleger ein Wertpapier mit einem systematischen Risiko von 0,7 nur dann erwirbt, wenn die Rendite höher als 6,8% ist.¹¹⁸

3.2.2 Fremdkapitalkosten

Zur Ermittlung der Fremdkapitalkosten (k_{FK}) ist es möglich, sich an Zinssätzen von bereits bestehenden Verbindlichkeiten der Unternehmung zu orientieren.¹¹⁹ Normalerweise setzt sich der Fremdkapitalbestand eines Unternehmens aus mehreren unterschiedlichen Positionen zusammen, denen auch unterschiedliche Fremdkapitalkosten zuzuschreiben sind.¹²⁰ Entscheidend ist, dass bei der Ermittlung der Fremdkapitalkosten ausschließlich das verzinsliche Fremdkapital

¹¹⁷ vgl. Coenenberg/Fischer/Günther (2016), S. 864.

¹¹⁸ vgl. Wiltinger/Heupel/Deimel (2022), S. 186.

¹¹⁹ vgl. Balz/Arlinghaus (2009), S. 150.

¹²⁰ vgl. Stier (2017), S. 73.

(Bankverbindlichkeiten, festverzinsliche Anleihen, Leasingverbindlichkeiten, Pensionsverpflichtungen) einbezogen wird, während das nicht verzinsliche Fremdkapital (Verbindlichkeiten aus LuL, erhaltene Anzahlungen, sonstige Rückstellungen) nicht berücksichtigt wird.¹²¹ Ebenso wie die Eigenkapitalkosten lassen sich auch die Fremdkapitalkosten als Summe aus risikolosem Zins und Risikoprämie abbilden, wobei die Risikoprämie in diesem Fall als Credit Spread bezeichnet wird. Dieser soll als Kompensation für das von den Fremdkapitalgebern getragene Risiko dienen, insbesondere aber für das mögliche Ausfallrisiko eines Unternehmens. Sollte ein Unternehmen seinen vertraglich festgelegten Zahlungen teilweise oder komplett nicht nachkommen können bestünde ein solcher Ausfall. Der Credit Spread erhöht sich proportional zu steigendem Ausfallrisiko.¹²²

Eine weitere Möglichkeit zur Bestimmung der Fremdkapitalkosten ist auf Statistiken der Bundesbank zurückzugreifen. Die Bundesbank weist Umlaufrenditen von Unternehmensanleihen aus. Der Zins betrug am 16. Mai 2023 4,1% und war damit in etwa 1,6% höher als die Rendite von Bundesanleihen (**Abbildung 10**), die in der Regel als risikofreie Verzinsung herangezogen werden.^{123 124} Somit beträgt der Credit Spread in diesem Fall eben jene 1,6%, die die Rendite der Unternehmensanleihe höher ausfällt als die der Bundesanleihe. Die gesamten Fremdkapitalkosten würden hier mit 4,1% angesetzt werden.

¹²¹ vgl. Wöltje (2021), S. 119 f.

¹²² vgl. Stier (2017), S. 72 f.

¹²³ vgl. Bätzner u. a. (2012), S. 158 f.

¹²⁴ Dashboard Deutschland (2023).

Umlaufrenditen Staats- und Unternehmensanleihen

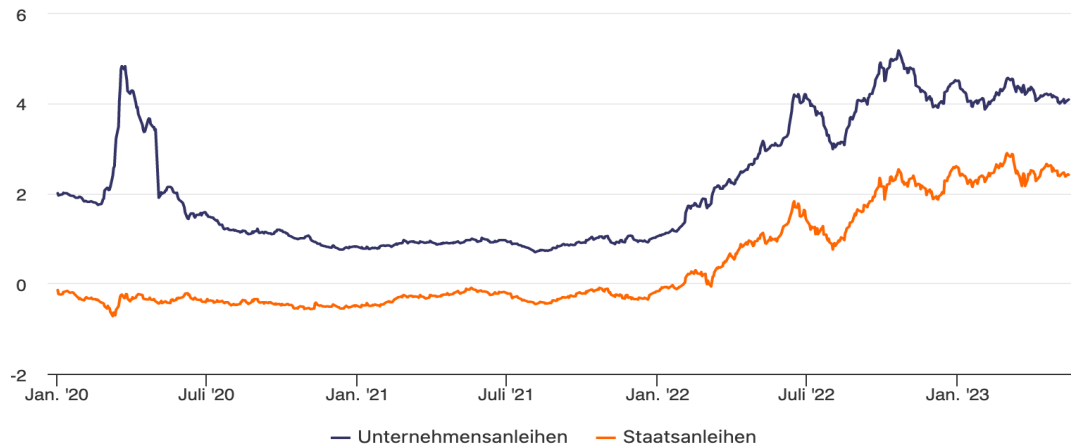


Abbildung 10: Umlaufrenditen Staats- und Unternehmensanleihen

Quelle: Deutsche Bundesbank Macrobond Financial AB (https://www.dashboard-deutschland.de/indicator/data_staats_und_unt_anleihen)

3.2.3 WACC

Wie im Punkt 3.2 erwähnt ist für die Diskontierung des TCF und des FCF der gewogene durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) zu ermitteln. Dazu wird die von den Shareholdern erwartete Verzinsung des Eigenkapitals (EK) mit der Eigenkapitalquote (Division des EK durch Gesamtkapital (GK)) gewichtet, während die Verzinsung des Fremdkapitals (FK) mit der Fremdkapitalquote (analog zur EK-Quote) gewichtet wird.¹²⁵ Es ergibt sich folgende Formel:

$$WACC = k_{EK} * \frac{EK}{GK} + k_{FK} * \frac{FK}{GK} \quad (\text{Abbildung 11})$$

¹²⁵ vgl. Obermeier/Gasper (2009), S. 160.

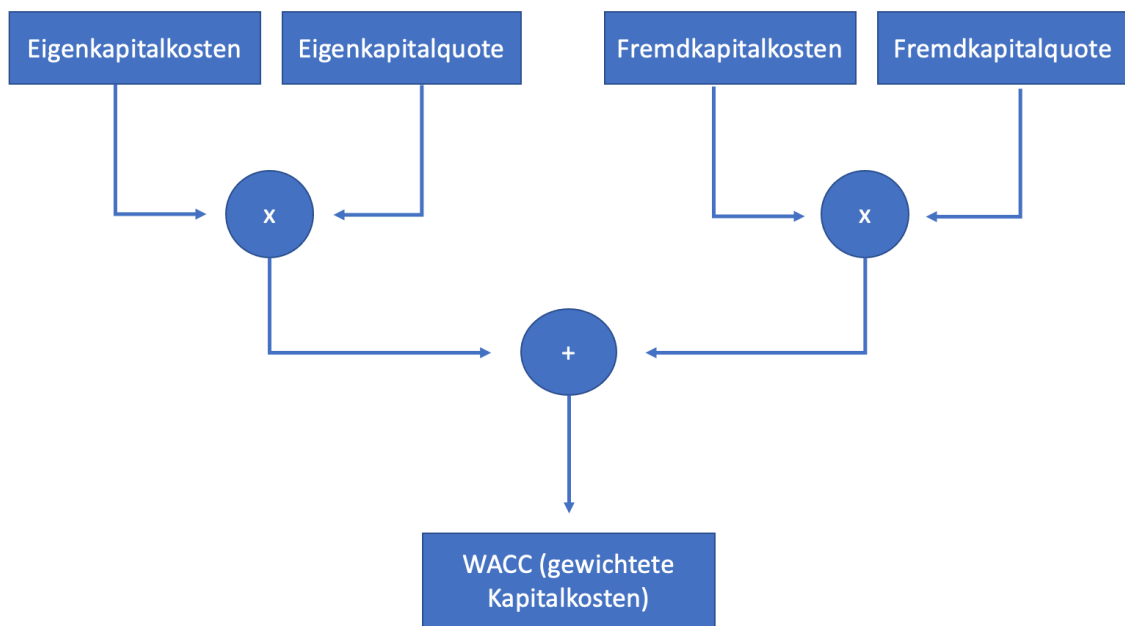


Abbildung 11: Berechnung des WACC
Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Ernst/Schneider/Thielen (2018) S. 46

Es ist klar ersichtlich, dass die Bestimmung des WACC von drei Größen abhängt: den Eigenkapitalkosten (k_{EK}), den Fremdkapitalkosten (k_{FK}) und der Kapitalstruktur des Unternehmens. Um einen Schätzwert für den WACC festlegen zu können, ist es also erforderlich die Kapitalstruktur der Unternehmung festzustellen.¹²⁶

Theoretisch wäre ein jährlich divergierender Kapitalkostenschlüssel, der die jeweils jährliche Kapitalstruktur anzeigt für einen exakten Ansatz vonnöten. Allerdings wird in der Praxis für eine Prognose hauptsächlich eine konstante WACC-Zusammensetzung angenommen. Daher ist die derzeit vorliegende Kapitalstruktur zu vernachlässigen und die vom Unternehmen anvisierte Zielkapitalstruktur ausschlaggebend. Zum einen ist es vorstellbar, dass die aktuell gegebene Kapitalstruktur ungleich zur zukünftig vorherrschenden Kapitalstruktur ist, da die Kapitalstruktur z.B. durch Finanzierungsaktivitäten oder durch Kursveränderungen der Unternehmensaktien variieren kann. Zum anderen kommt es bei der Berechnung der momentanen Kapitalstruktur - die zwingend zu Marktwerten durchgeführt werden muss, da sich die Buchwerte im Normalfall von den Marktwerten unterscheiden - zu einem Zirkularitätsproblem. Das Problem besteht insbesondere in der Ermittlung der Marktwerte (v.a. beim EK), um damit den WACC

¹²⁶ vgl. Wöltje (2021), S. 115.

berechnen zu können. Jedoch ist es zur Bestimmung des Marktwertes des EKs alternativlos die prognostizierten FCFs mit dem WACC zu diskontieren. Der WACC kann, ohne den Marktwert des EKs zu wissen, aber nicht berechnet werden. Ebenso ist es nicht möglich den Marktwert des EKs zu bestimmen, wenn der WACC nicht bekannt ist. Vor diesem Hintergrund ist es empfehlenswert von einer Zielkapitalstruktur auszugehen, die weder von Unternehmenswertänderungen betroffen ist noch etwaige falsche Schlüsse über die Folgen der Kapitalstruktur auf den Unternehmenswert zulässt. Zur Feststellung der Zielkapitalstruktur sollte eine möglichst präzise Schätzung der derzeitigen Kapitalstruktur der Unternehmung zu Marktwerten vorgenommen werden und danach der Kapitalstruktur vergleichbarer Unternehmen gegenübergestellt werden.¹²⁷ In einer Kapitalkostenstudie der Firma KPMG aus dem Jahr 2022 mit 321 teilnehmenden Unternehmen, darunter viele MDAX- und DAX-40-Unternehmen, wurde ein durchschnittlicher WACC in Höhe von 6,8% beobachtet, was einen leichten Anstieg im Vergleich zum Vorjahr (6,6%) bedeutet.¹²⁸

Es bleibt zu erwähnen, dass es den WACC in zwei Ausführungen gibt, mit Tax Shield ($WACC_{MTS}$) und ohne Tax Shield ($WACC_{OTS}$). Auf diese beiden Formen des WACC wird im weiteren Verlauf dieser Arbeit eingegangen.

¹²⁷ vgl. Wöltje (2021), S. 115 f.

¹²⁸ vgl. KPMG (2023b).

4. Methoden der Unternehmensbewertung

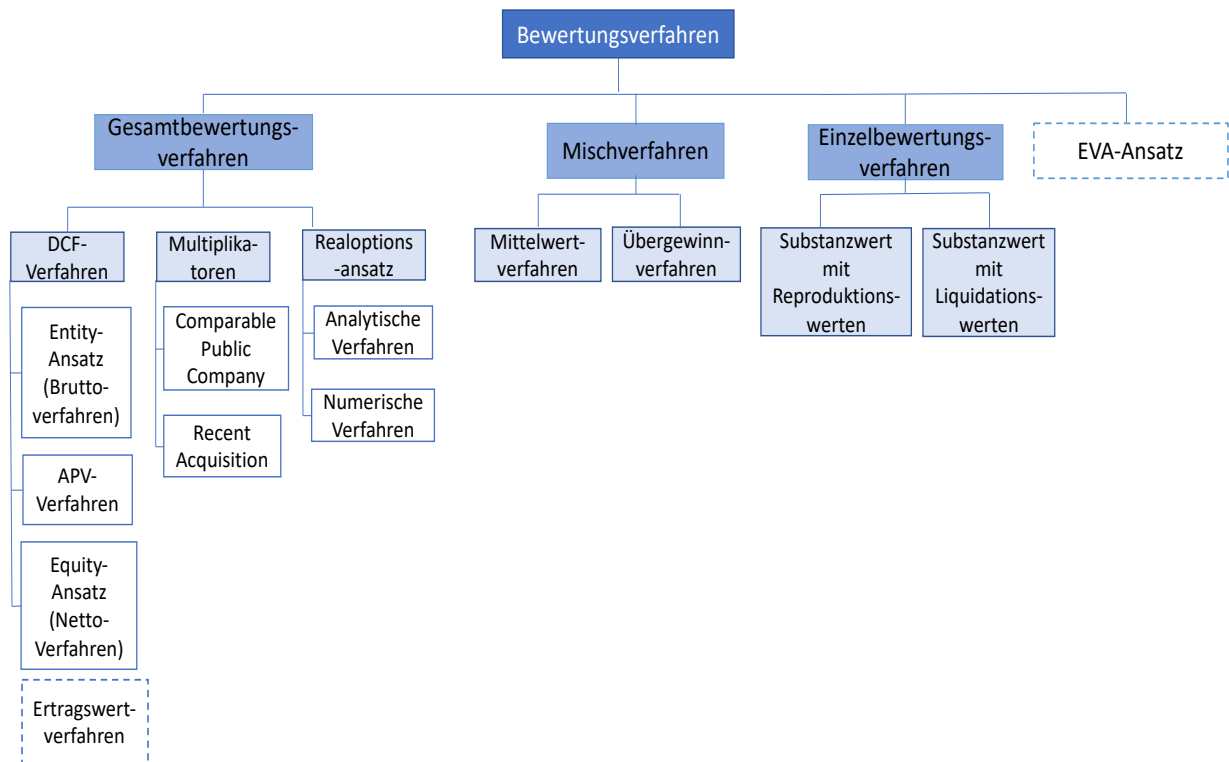


Abbildung 12: Überblick über Unternehmensbewertungsverfahren
Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Ernst/Schneider/Thielen S. 2

Sowohl in der Theorie als auch in der Praxis zeichnet sich die Unternehmensbewertung durch eine große Bandbreite an möglichen Methoden aus.¹²⁹ **Abbildung 12** zeigt nur einen Ausschnitt der zur Verfügung stehenden Ansätze zur Berechnung des Unternehmenswerts.

Bei den Einzelbewertungsverfahren wird der Unternehmenswert berechnet, indem die Summe der einzelnen Unternehmensbestandteile gebildet wird. Dazu müssen die Vermögenswerte sowie die Schulden zu einem bestimmten Stichtag bestimmt werden.

Zuerst erfolgt eine isolierte Betrachtung der Vermögensgegenstände, um deren spezifischen Wert zu identifizieren. Anschließend werden die ermittelten Werte zu einem Bruttounternehmenswert aufaddiert. Schlussendlich werden die zum Stichtag vorhandenen Schulden subtrahiert. Somit ergibt sich der Substanzwert.¹³⁰ Der Substanzwert eines Unternehmens kann unter der Prämisse des

¹²⁹ vgl. Seppelfricke (2020), S. 29.

¹³⁰ vgl. Wöltje (2021), S. 49.

Fortbestandes (Reproduktionswert) oder der Auflösung (Liquidationswert) der Unternehmung bestimmt werden.¹³¹

Mischverfahren bauen auf den Einzelbewertungsverfahren bzw. dem Substanzwert auf.¹³² Sie sind als Fortentwicklung der Einzelbewertungsverfahren zu verstehen und berücksichtigen neben der Substanz des Unternehmens auch dessen Ertragsfähigkeit bei der Unternehmensbewertung.¹³³ Die Mischverfahren werden als einfache Mittelwertverfahren oder in Form von Übergewinnverfahren angewendet.¹³⁴

Die Gesamtbewertungsverfahren sehen ein Unternehmen im Gegensatz zu den Einzelbewertungsverfahren als eine zusammengehörige Bewertungseinheit an. Maßgeblich für den Unternehmenswert sind die zukünftigen finanziellen Überschüsse, die das Unternehmen aus seiner Ertragskraft erwirtschaften wird. Der Unternehmenswert (Enterprise Value (EV)) ist die Summe aus dem Marktwert des Fremdkapitals und dem Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value). Aus diesem Grund ist es notwendig eine Trennung zwischen dem Bruttounternehmenswert (Marktwert des GK) und dem Nettounternehmenswert (Marktwert des Eigenkapitals) vorzunehmen.¹³⁵ Die Gesamtbewertungsverfahren umfassen die DCF-Methode, die Ertragswertmethode, die Multiplikatorverfahren sowie den Realoptionsansatz.¹³⁶

Der EVA-Ansatz berechnet den Unternehmenswert mithilfe erfolgsorientierter Größen (Aufwendungen/Erträge bzw. Kosten/Leistungen). Beim EVA wird der freie Cashflow durch einen korrigierten Jahresabschluss vor Zinsen und nach Abzug von angepassten Steuern (NOPAT=Net Operating Profit after Taxes) ersetzt und stellt somit die Berechnungsgrundlage dar.¹³⁷ Hiervon werden die Kapitalkosten des Unternehmens, welche als Net Operating Assets (=NOA) multipliziert mit dem WACC definiert werden, abgezogen.¹³⁸

¹³¹ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 3.

¹³² vgl. Ballwieser/Hachmeister (2021), S. 11.

¹³³ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 5.

¹³⁴ vgl. Ballwieser/Hachmeister (2021), S. 11 f.

¹³⁵ vgl. Wöltje (2021), S. 69.

¹³⁶ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 9.

¹³⁷ vgl. Coenenberg/Salfeld/Schultze (2015), S. 252.

¹³⁸ vgl. Thommen u. a. (2020), S. 412.

In dieser Arbeit soll der Fokus ausschließlich auf der Ertragswertmethode, dem DCF-Verfahren und dem EVA-Ansatz liegen.

4.1 Die Ertragswertmethode

Die Ertragswertmethode ist ein in Deutschland weit verbreitetes Verfahren zur Bewertung von Unternehmen.¹³⁹ Dies ist darin begründet, dass das Ertragswertverfahren lange Zeit für Wirtschaftsprüfer im Zuge ihrer Tätigkeit als neutrale Gutachter alternativlos vorgeschrieben war. Inzwischen hat das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) in seinem Standard die DCF-Methode neben der Ertragswertmethode zugelassen.¹⁴⁰ Das zukunftsorientierte Verfahren ist eine Möglichkeit zur direkten Berechnung des Unternehmenswertes über die Bestimmung des Eigenkapitalwerts (Equity Value). Es gehört zu den sog. Nettoverfahren, welche nicht zunächst den Gesamtunternehmenswert (Entity Value) inklusive des Fremdkapitalwerts bestimmen, sondern auf direktem Wege den Eigenkapitalwert ermitteln.¹⁴¹

4.1.1 Berechnung des Ertragswerts

Das Ertragswertverfahren ähnelt in seiner Methodik dem sog. Equity-Ansatz der DCF-Verfahren, welcher im weiteren Verlauf der Arbeit ebenfalls besprochen wird.¹⁴²

Zu Beginn werden die in Zukunft zu erwartenden Ertragsüberschüsse (Gewinne) kalkuliert.¹⁴³ Dies sind Beträge, die nach dem sog. Zuflussprinzip dem Eigenkapitalgeber zustehen und bewertungsrelevant sind.¹⁴⁴ In der Folge wird durch Diskontierung dieser Ertragsüberschüsse mit dem Eigenkapitalkostensatz auf den

¹³⁹ vgl. Wöltje (2021), S. 81.

¹⁴⁰ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 10.

¹⁴¹ vgl. Kann u. a. (2017), S. 314.

¹⁴² vgl. Seppelfricke (2012), S. 29.

¹⁴³ vgl. Becker (2008), S. 80.

¹⁴⁴ vgl. Thommen u. a. (2020), S. 405.

heutigen Zeitpunkt ($t=0$) der Unternehmenswert ermittelt.¹⁴⁵ Diese sehr vereinfachend beschriebene Ablauf ist in Wahrheit natürlich deutlich komplexer:

Zunächst ist eine Aufteilung des Unternehmensvermögens in betriebsnotwendiges Vermögen und nicht betriebsnotwendiges Vermögen (n. b. V.) vorzunehmen. Per Definition kann das nicht betriebsnotwendige Vermögen dem Unternehmen jederzeit entzogen werden, ohne dadurch eine Änderung beim künftigen Cash-flow bzw. den künftigen Erträgen zu bewirken. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen wird separat zu seinem Liquidationswert, welcher den Verkauf des nicht betriebsnotwendigen Vermögens annimmt, bewertet. Folglich ergibt sich der Unternehmenswert also aus der Summe des Liquidationswerts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens.¹⁴⁶ Daraufhin werden die Vergangenheitsergebnisse, die als Planungsbasis für das Verfahren dienen, von Einmaleffekten bereinigt. Außerdem werden alle bilanzpolitischen Maßnahmen rückgängig gemacht.¹⁴⁷ Des Weiteren werden die Vergangenheitswerte (ca. 3 Jahre zurück), insbesondere der GuV, analysiert, um mögliche Erfolgsursachen und die Ertragskraft am Bewertungsstichtag bestimmen zu können. Dies hilft bei der Prognose der zukünftigen finanziellen Überschüsse.¹⁴⁸ Im Anschluss werden die künftigen Jahresergebnisse mithilfe von Plan-GuVs kalkuliert, um daraus die in zukünftigen Perioden zufließenden Überschüsse ableiten zu können.¹⁴⁹

¹⁴⁵ vgl. Becker (2008), S. 80.

¹⁴⁶ vgl. o.V. (2015), S. 100 f.

¹⁴⁷ vgl. Wöltje (2021), S. 81.

¹⁴⁸ vgl. Becker (2008), S. 81.

¹⁴⁹ vgl. Kann u. a. (2017), S. 314.

Tabelle 7: Beispiel einer möglichen Plan-GuV-Struktur nach Gesamtkostenverfahren
Quelle: Kann u.a. (2017), S. 314

Gesamtleistung	
./. Materialeinsatz	
./. Personalaufwand	
./. Abschreibungen	
./. sonstige betriebliche Aufwendungen	
./. Finanzierungsaufwand	
./. Ertragsteuern des Unternehmens	
./. betriebliche Steuern	
<hr/>	
= Ertragsüberschuss vor persönlichen Ertragsteuern	

Hierbei ist zu erwähnen, dass die ausschüttbaren Gewinne in zwei Phasen geplant werden. Die erste Phase, die sog. Detailplanungsphase, deckt einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren ab. Für die zweite Phase wird ein unendliches Fortbestehen des Unternehmens angenommen und ein konstant bleibender Gewinn sowie in manchen Fällen eine Wachstumsrate (growth rate) festgelegt. Dieser Wert heißt Fortführungswert oder auch Continuing Value.¹⁵⁰ Ein weiterer wichtiger Punkt sind die zukünftigen Investitionen bzw. das Investitionsvolumen des Unternehmens, denn dadurch werden einerseits die künftigen Abschreibungen festgelegt und andererseits beeinflusst die Art der Finanzierung zukünftige Erfolge sowie die Liquidität des Unternehmens. Außerdem haben die Investitionen Einfluss auf die Ausschüttungen an die Shareholder. Aus diesen Gründen ist neben den Plan-GuVs auch eine Finanzbedarfsrechnung anzufertigen. Im nächsten Schritt sind die Eigenkapitalkosten zu ermitteln, mit denen danach die prognostizierten zukünftigen Ertragsüberschüsse diskontiert werden. Zuletzt werden die einzelnen Barwerte der Überschüsse und der Barwert des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens zum Unternehmenswert addiert.¹⁵¹

Vereinfachend kann der Wert des Eigenkapitals mit folgender Formel berechnet werden:

¹⁵⁰ vgl. Wöltje (2021), S. 83.

¹⁵¹ vgl. Becker (2008), S. 81.

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1+k)^t} + N_0$$

mit: E_t = erwarteter Unternehmensertrag in Periode t

k = Kalkulationszinsfuß

N_0 = Barwert des Liquidationswerts des n. b. V.

4.1.2 Objektivierter und subjektiver Unternehmenswert

Bei der Ertragswertmethode wird zwischen objektiviertem und subjektiviertem Unternehmenswert differenziert. „Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren (...)“.¹⁵² Des Weiteren ist bei der objektiven Wertermittlung eines Unternehmens stets von der Vollausschüttung der Ergebnisse auszugehen.¹⁵³ Demzufolge stellt die objektivierte Wertermittlung des Unternehmenswerts auf die marktorientierten DCF-Verfahren ab, welche im weiteren Verlauf noch betrachtet werden. Wird jedoch eine subjektivierte Wertermittlung vorgenommen, so werden die Typisierungen bei der Feststellung eines objektivierten Wertes durch individuelle Auffassungen, z.B. bei der Ausschüttung der Ergebnisse (Thesaurierung zur Schuldentilgung), ausgetauscht.¹⁵⁴ ¹⁵⁵ Dadurch sollen die eigenen Konzepte, Ziele und Rahmenbedingungen des zu bewertenden Objekts beachtet werden. Dies beinhaltet bspw. die Berücksichtigung von geplanten Restrukturierungen oder Synergieeffekten, die nach einem Unternehmenskauf auftreten könnten. Außerdem führt die Differenzierung zwischen objektiviertem und subjektiviertem Unternehmenswert zwingend zur Anwendung verschiedener Diskontierungssätze. So ist bei der objektivierten Wertermittlung mit einem landesüblichen Zinssatz für eine risikofreie Anlage zu

¹⁵² Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2008), S. 9 Tz. 29.

¹⁵³ vgl. Kann u. a. (2017), S. 314.

¹⁵⁴ vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2008), S. 12 Tz. 48.

¹⁵⁵ vgl. Seppelfricke (2020), S. 48.

rechnen, welcher zusätzlich um einen Risikozuschlag zu erhöhen ist.¹⁵⁶ Im anderen Fall sind die individuellen Verhältnisse des jeweiligen Investors entscheidend. Diese beziehen sich z.B. auf seine Risikoaversion oder seine Renditeerwartungen für eine Alternativinvestition.¹⁵⁷ Der Kapitalisierungszinssatz bei der Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte kann ebenso als erwartete Mindestrendite für das vom Investor im Unternehmen gebundene Kapital aufgefasst werden.¹⁵⁸

4.1.3 Ertragsbegriffe

Je nach Bewertungsanlass und Vereinfachungsgrad der Bewertung können verschiedene Ertragsbegriffe verwendet werden. Diese werden nun vorgestellt.

4.1.3.1 Netto-Cashflows

Die Netto-Cashflows stellen den Saldo aller finanziellen Zu- und Abflüsse dar, die beim potenziellen Eigentümer nach dem Erwerb bzw. der Fortführung des Unternehmens anfallen würden. Die Netto-Cashflows registrieren nicht nur Zahlungen zwischen Unternehmen und Eignern, sondern auch Zahlungen zwischen Unternehmen und Dritten, die indirekt vom Bewertungsobjekt bedingt werden. Darunter fallen z.B. Synergien bei anderen Unternehmen des Shareholders („externe“ Synergien) oder persönliche Steuern. Aus diesem Grund bietet sich die Verwendung von Netto-Cashflows insbesondere für die Ermittlung von subjektivierten Entscheidungswerten bei der Unternehmensbewertung an.¹⁵⁹ Die Definition des Netto-Cashflows stimmt auch mit dem Ertragsbegriff des IDW überein: „Die zur Ermittlung des Unternehmenswerts abzuzinsenden Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner ergeben sich vorrangig aufgrund des Anspruchs der Unternehmenseigner auf Ausschüttung bzw. Entnahme der vom Unternehmen erwirtschafteten finanziellen Überschüsse abzüglich zu erbringender Einlagen der

¹⁵⁶ vgl. Seppelfricke (2020), S. 50.

¹⁵⁷ vgl. o.V. (2015), S. 101.

¹⁵⁸ vgl. Seppelfricke (2020), S. 50.

¹⁵⁹ vgl. Seppelfricke (2012), S. 31.

Eigner.“¹⁶⁰ Die Netto-Cashflows stellen den umfangreichsten Ertragsbegriff dar. Zugleich ist er auch der theoretisch plausibelste. Alle weiteren Ertragsbegriffe sind Vereinfachungen in Form und Umfang.¹⁶¹

4.1.3.2 Netto-Ausschüttungen

Externe Synergien wie bei den Netto-Cashflows werden bei den Netto-Ausschüttungen nicht beachtet, da das Unternehmen isoliert betrachtet wird („stand-alone“-Betrachtung). Es werden nur die Zahlungen zwischen Unternehmen und Shareholdern berücksichtigt, evtl. erweitert um persönliche Steuerzahlungen des Eigentümers. Netto-Ausschüttungen sollten daher bei Bewertungsanlässen verwendet werden, bei denen nach dem Erwerb keine Maßnahmen der Veränderung am Bewertungsobjekt geplant sind. Beispiele hierfür sind der Kauf von börsennotierten Unternehmen sowie das Erwerben von finanziellen Beteiligungen.¹⁶²

4.1.3.3 Einzahlungsüberschüsse

Eine weitere Vereinfachung bringen die Einzahlungsüberschüsse mit sich. Bei ihnen richtet sich das Blickfeld des Bewerter nur auf das zu bewertende Unternehmen. Externe Synergien sowie persönliche Steuern beim Eigentümer werden in diesem Modell vereinfachend vernachlässigt. Ebenso vereinfachend wird eine Vollausschüttung der Einzahlungsüberschüsse angenommen. Dies ist nicht immer sinnvoll, da nicht zwingend immer Überschüsse vorhanden sind, die Ausschüttung handelsrechtlich nicht immer möglich ist und steuerlich günstigere Ausschüttungsstrategien vernachlässigt werden. Bei negativen Einzahlungsüberschüssen wird im Modell sogar davon ausgegangen, dass der Eigentümer

¹⁶⁰ Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2008), S. 8 Tz. 24.

¹⁶¹ vgl. Seppelfricke (2012), S. 31.

¹⁶² vgl. Seppelfricke (2012), S. 31.

dem Unternehmen den fehlenden Betrag zuführt.¹⁶³ Zur Berechnung dieser Cashflows sei auf Abschnitt **3.1.1** verwiesen. Einzahlungsüberschüsse sind besonders zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte nach IDW geeignet.¹⁶⁴

4.1.3.4 Netto-Einnahmen (Einnahmenüberschüsse)

Netto-Einnahmen beschreiben den Unterschiedsbetrag zwischen Einnahmen und Ausgaben des Unternehmens, der gleichzeitig das Geldvermögen des Unternehmens betrifft und verändert. Veränderungen des Geldvermögens sollten jedoch wegen der Finanzierungstätigkeit von Unternehmen nicht beachtet werden. Veränderungen der Forderungs- und Verbindlichkeitspositionen haben dadurch Einfluss auf das Bewertungsergebnis, es wird jedoch von diesem Ansatz missachtet, dass zwischen der Entstehung von Forderungen und Verbindlichkeiten sowie den dazugehörigen Zahlungen eine Menge Zeit verstreichen kann. Aus diesen Gründen ist eine Berechnung auf Basis von Netto-Einnahmen auch ungebräuchlich. Der IDW-Standard bezeichnet die bewertungsrelevanten Zukunftserträge ebenfalls Nettoeinnahmen (IDW S 1, Tz, 24), allerdings wird durch die weiteren Ausführungen klar, dass das IDW eine Bewertung auf Grundlage von Einzahlungsüberschüssen beschreibt. Es lässt sich konstatieren, dass das IDW den Terminus Netto-Einnahmen unscharf benutzt.¹⁶⁵

4.1.3.5 Periodenerfolge (Ertragsüberschüsse)

Noch weniger zufriedenstellend ist eine Bewertung anhand von zukünftigen Periodenerfolgen. Diese ergeben sich als Saldo der künftig erwarteten Erträge und Aufwendungen des Unternehmens. Die Periodenerfolge kommen nur sehr schwer in die Nähe der eigentlich bewertungsrelevanten Cashflows. Dies ist ganz

¹⁶³ vgl. Seppelfricke (2012), S. 31 f.

¹⁶⁴ vgl. Seppelfricke (2012), S. 32.

¹⁶⁵ vgl. Seppelfricke (2012), S. 34.

besonders der Fall, wenn ein Unternehmen bewertet wird, das seine ausgewiesenen Erfolge maßgeblich bilanzpolitisch steuert, denn dies wird zu einem bedeutend verzerrten Bewertungsergebnis führen. Bei der Verwendung von Periodenerfolgen ist prinzipiell keine Finanzbedarfsplanung vonnöten, allerdings sieht der IDW S 1 für den Fall einer Bewertung auf Grundlage einer Ertragsüberschussrechnung verpflichtend eine ergänzende Finanzbedarfsrechnung vor. Ein Verzicht würde somit mit einem Verstoß gegen die Ordnungsmäßigkeit der Bewertung einhergehen. Vom IDW werden für eine ordnungsgemäße Unternehmensbewertung aufeinander abgestimmte Planbilanzen, Plan-GuVs und Finanzplanungen vorausgesetzt (IDW S 1, Tz. 27). Eine Anwendung der Ertragswertmethode anhand von Periodenerfolgen ist wegen der fehlenden Aussagekraft nicht zu empfehlen. Auch der Vorteil mit einfach zu berechnenden Erfolgsgrößen zu arbeiten, wird durch die verpflichtende Anfertigung von Zusatzrechnungen ad absurdum geführt.¹⁶⁶

Nichtsdestotrotz hat sich der Verfasser entschieden in dieser Arbeit anhand von Ertragsüberschüssen zu bewerten, einerseits um den Grundgedanken der Methode nachzukommen, andererseits um den Unterschied im Ergebnis bei Verwendung von Ertragsüberschüssen und Cashflows aufzuzeigen.

4.1.4 Gleichsetzung mit FTE-Verfahren

Insbesondere bei *ERNST/SCHNEIDER/THIELEN* und *DRUKARZCYK* ist zu lesen, dass das Ertragswertverfahren nicht vom FTE-Ansatz abzugrenzen sei, vielmehr sei es sogar gleichzusetzen, da es dasselbe Ergebnis hervorbringt (*ERNST/SCHNEIDER/THIELEN*).^{167 168} Dieser Auffassung kann nur bedingt gefolgt werden. *ERNST/SCHNEIDER/THIELEN* ist zuzustimmen, wenn es sich um ein objektiviertes Ertragswertverfahren handelt, bei dem der Eigenkapitalkostensatz aus kapitalmarkttheoretischen Modellen abgeleitet wird und auf Cashflows

¹⁶⁶ vgl. Seppelfricke (2012), S. 34.

¹⁶⁷ vgl. Drukarczyk/Schüler (2021), S. 237 f.

¹⁶⁸ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 10.

i.S.v. **4.1.3.3** zurückgegriffen wird.¹⁶⁹ Allerdings muss ebenso erwähnt werden, dass allein durch die Vielzahl der verschiedenen möglichen Ertragsbegriffe bzw. Ertragsdefinitionen zahlreiche Varianten der Ertragswertmethode existieren.¹⁷⁰ Hinzu kommt die Möglichkeit der Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte, die individuelle Eigenkapitalkosten (Alternativzinsen) sowie Strategien mit sich bringt. Daraus folgt eine starke Orientierung an Entscheidungswerten bei der individuellen Betrachtung von Akquisitionen oder Fusionen, wohingegen der FTE-Ansatz (sowie alle DCF-Verfahren) eine marktnahe Bewertung zum Ziel hat.¹⁷¹ Darüber hinaus ist erwähnenswert, dass das Ertragswertverfahren im Regelfall von einer Betrachtung nach der persönlichen Einkommensteuer des Investors ausgeht, während das FTE-Verfahren und die DCF-Methoden allgemein eine Bewertung vor Steuern anwenden.¹⁷² Aus den genannten Gründen kann das Ertragswertverfahren keinesfalls mit dem FTE-Ansatz gleichgesetzt werden.

4.1.5 Fallbeispiel

4.1.5.1 Ausgangssituation

Ein Investor möchte eine Unternehmung namens Ledercompany GmbH (kurz Ledco) erwerben. Es handelt sich um eine produzierende Gesellschaft (Gerberei für feines Leder zur Weiterverarbeitung in der Modeindustrie, insbesondere Schuhe und Handtaschen im Luxussegment) aus Bayern.¹⁷³ Da keinerlei Marktwerte für das Eigen- und Fremdkapital bekannt sind, soll im Folgenden von einer konstanten Zielkapitalstruktur von 40% Eigenkapital und 60% Fremdkapital ausgegangen werden. Des Weiteren ist die subjektive Renditeerwartung des Investors für eine Alternativinvestition mit 17% (4% erwartete Verzinsung und 13% Risikozuschlag) gegeben. Nun soll mit Hilfe der bereits angefertigten Plan-GuV

¹⁶⁹ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 10.

¹⁷⁰ vgl. Balz/Arlinghaus (2009), S. 155.

¹⁷¹ vgl. Seppelfricke (2020), S. 51.

¹⁷² vgl. Balz/Arlinghaus (2009), S. 155.

¹⁷³ vgl. Heesen/Heesen (2021), S. 20.

(**Tabelle 7**) und der Planbilanz (**Tabelle 8**) der Unternehmenswert der Ledco mit dem Ertragswertverfahren bestimmt werden.

Es sei erwähnt, dass sich der Verfasser aus Leserlichkeitsgründen dazu entschieden hat, nur drei Istperioden und drei Planperioden abzubilden. Üblich wären hier jeweils vier bis fünf.

Tabelle 8: Plan-Guv der Ledco (nach Gesamtkostenverfahren)

Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Heesen/Heesen (2021), S. 55 f.

GuV Ledco GmbH						
Periode	-2	-1	0	1	2	3
	T€	T€	T€	T€	T€	T€
1. Umsatzerlöse	17.480	22.051	28.012	28.640	29.987	31.833
± 2. Bestandsveränderungen	440	98	988	-94	0	1.017
+ 3. Andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	0	0	0	0
+ 4. Sonstige betriebliche Erträge	33	64	54	127	182	77
- 5. Materialaufwand	13.542	17.201	22.328	22.676	23.450	26.123
- 6. Personalaufwand	2.429	2.588	3.218	3.012	3.185	3.345
- 7. Abschreibungen	83	74	73	64	86	62
- 8. Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.573	1.852	2.792	2.411	2.623	2.169
= Betriebsergebnis (EBIT)	326	498	643	510	825	1.228
+ 9. Erträge aus Beteiligungen	0	0	0	0	0	0
+ 10. Ert. a. Wertpapieren u. Ausleihungen des Finanz-AV	0	0	0	0	0	0
+ 11. Zinsen und ähnliche Erträge	0	0	0	0	0	0
- 12. Abschreib. a. Finanzanlagen u. a. Wertpapiere des UV	0	0	0	0	0	0
- 13. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	107	122	199	109	62	10
= Finanzergebnis	-107	-122	-199	-109	-62	-10
= 14. Erg. d. gewöhnl. Geschäftstätigkeit (EdgG)	219	376	444	401	763	1.218
+ 15. Außerordentliche Erträge	0	0	0	0	0	0
- 16. Außerordentliche Aufwendungen	0	0	0	0	0	0
= 17. Außerordentliches Ergebnis	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	219	376	444	401	763	1.218
- 18. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	42	63	101	115	154	199
- 19. Sonstige Steuern	17	9	11	9	11	10
= 20. Jahresüberschuss / Jahresfehlbetrag	160	304	331	277	597	1.009

Tabelle 9: Planbilanz der Ledco

Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Heesen/Heesen S. 67 f.

Bilanz Ledco GmbH						
Periode	T€ -2	T€ -1	T€ 0	T€ 1	T€ 2	T€ 3
Aktiva						
A Anlagevermögen	912	944	1.249	1.339	1.512	1.550
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	10	14	17	19	22	24
II. Sachanlagen	902	930	1.232	1.320	1.490	1.526
III. Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0
B Umlaufvermögen	6.602	6.968	9.665	7.878	7.194	6.284
I. Vorräte	3.750	4.062	5.853	4.624	4.009	3.313
II. Forderungen	2.525	2.627	3.723	2.974	2.871	2.636
davon sonstige Vermögensgegenstände	47	80	81	107	87	58
III. Wertpapiere	0	0	0	0	0	0
IV. Kasse, Guthaben bei Banken, Schecks	327	279	89	280	314	335
C Rechnungsabgrenzungsposten	68	66	32	62	30	56
"D Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	0	0	0	0	0	0
Summe Aktiva	7.582	7.979	10.946	9.279	8.737	7.890
Passiva						
A Eigenkapital	1.866	2.169	2.501	2.777	2.375	1.884
I. Gezeichnetes Kapital	1.283	1.283	1.283	1.283	1.283	1.283
davon ausstehend	0	0	0	0	0	0
II. Kapitalrücklagen	0	0	0	0	0	0
III. Gewinnrücklagen	200	200	200	200	200	200
IV. Gewinnvortrag / Verlustvortrag	222	382	686	1.017	1.294	1.892
V. Jahresüberschuss / Jahresfehlbetrag	160	304	331	277	597	1.009
VII. Dividende/Entnahme	0	0	0	0	1.000	2.500
B Rückstellungen	192	266	425	451	416	428
1. f. Pensionen u. ähnliche Verpflichtungen	55	89	111	137	143	143
2. Steuerrückstellungen	0	6	16	16	16	51
3. Sonstige Rückstellungen	137	171	298	298	257	234
C Verbindlichkeiten	5.525	5.543	8.020	6.050	5.946	5.578
- davon Bankverbindlichkeiten	2.827	2.642	4.457	1.479	991	257
- davon sonstige Langfristige	0	0	0	0	0	0
- davon Verbindlichkeiten aus L&L	2.616	2.809	3.461	4.402	4.817	5.146
- davon sonstige Kurzfristige	82	92	102	169	138	175
D Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Summe Passiva	7.582	7.979	10.946	9.279	8.737	7.890

4.1.5.2 Bestimmung der Erträge

Nach der Fertigstellung der Planbilanzen und der Plan-Guvs folgt bereits die Bestimmung der Erträge. Dazu werden die Jahresüberschüsse der Jahre 1 bis 3 aus der Plan-GuV abgelesen und übertragen. (**Tabelle 7**).

4.1.5.3 Bestimmung des Continuing Value und des Unternehmenswerts

Da Cashflows je weiter sie in der Zukunft liegen immer schwerer fundiert prognostizierbar sind, teilt sich die Planungsphase zur Ermittlung der bewertungsrelevanten Cashflows in zwei Phasen auf. Für eine Detailprognoseperiode werden die Cashflows für drei bis 5 Jahre detailliert geplant. Dieser Zeitraum heißt auch Planungshorizont oder Detailplanungszeitraum. In der Phase danach wird der Fortführungswert – auch Continuing Value, Terminal Value oder Endwert genannt – bestimmt. Dazu wird der Barwert der Cashflows nach dem Detailplanungszeitraum auf den Zeitpunkt des Endes des Detailplanungszeitraums errechnet, so dass sich der Unternehmenswert in diesem Zwei-Phasenmodell auch folgendermaßen berechnen lässt:¹⁷⁴

$$\begin{aligned} \text{Unternehmenswert} &= \\ &\text{Barwert der CFs während des Detailplanungszeitraums} + \\ &\text{Barwert der CFs nach dem Detailplanungszeitraum} \\ &= \text{Barwert der CFs während des Detailplanungszeitraums} + \\ &\text{Barwert des Continuing Value} \end{aligned}$$

Der Continuing Value ist definiert als:

$$CV = \frac{CF_{n-1}}{(k - g)}$$

mit g = Wachstumsrate in %

¹⁷⁴ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 38 f.

nun wird noch der Diskontierungsfaktor hinzugefügt:

$$BW_{CV} = \frac{CF_{n-1}}{(k - g)} * \frac{1}{(1 + k)^{n-1}}$$

Somit kann der Barwert des Fortführungswerts berechnet werden und damit auch der komplette Unternehmenswert.

Allerdings vertreten HEESSEN/HEESSEN die Meinung, dass die Berechnung des Terminal Value mit o.g. Formel falsch sei. Sie präferieren folgenden Ansatz:¹⁷⁵

$$CV = \left(\frac{CF_{n-1}}{k - g} + CF_{n-1} \right) * \frac{1}{(1 + k)^n}$$

Der Unterschied liegt darin, dass der Cashflow bei der ersten Variante nicht noch zusätzlich für die laufende Periode addiert wird, gleichzeitig aber mit dem Diskontierungsfaktor der Vorperiode abgezinst wird. Dies führt vorerst auch zu übereinstimmenden Ergebnissen, wenn die Wachstumsrate gleich null ist bzw. komplett vernachlässigt wird. HEESSEN/HEESSEN argumentieren korrekt, dass bei einer positiven Wachstumsrate die Verkäuferseite bevorzugt wird, da durch den ersten Ansatz immer ein höherer Unternehmenswert entsteht. Jedoch lehnen HEESSEN/HEESSEN den Wachstumsfaktor generell als falsch ab, da sie der Auffassung sind, ein unendliches Fortbestehen eines Unternehmens sei bereits derart gewagt, dass die Einrechnung eines Wachstumsfaktors zu viel sei. Der IDW lässt aber eben diesen als Kompensation für die zukünftige Inflation zu.¹⁷⁶ Aufgrund der Tatsache, dass der Standardsetzer (IDW) diese Meinung nicht vertritt sowie aufgrund des eingehenden Literaturstudiums, in dem keine HEESSEN/HEESSEN ähnliche Meinung vertreten wurde, wird im weiteren Verlauf dieser Arbeit mit der erstgenannten Definition des Continuing Values gearbeitet. Nichtsdestotrotz sei erwähnt, dass bei der Festlegung der Wachstumsrate Vorsicht geboten ist. Dazu tragen die Inflationserwartung sowie die Marktposition des Unternehmens erheblich bei. Ist ein Unternehmen in der Lage seine Preise an die Inflation zu adaptieren, so ist eine Wachstumsrate in Höhe der Inflationsrate empfehlenswert. Arbeitet das Unternehmen hingegen in einem konzentrierten Markt mit großer Konkurrenz, so ist eine niedrigere Wachstumsrate anzunehmen. Generell sollte die Wachstumsrate immer konservativ gewählt werden, weil

¹⁷⁵ vgl. Heesen/Heesen (2021), S. 291.

¹⁷⁶ vgl. Heesen/Heesen (2021), S. 297 ff.

diese Cashflows mit Beginn des Fortführungswerts häufig die Mehrheit des Unternehmenswerts darstellen. Im Normalfall liegt die Wachstumsrate in einem Bereich zwischen null und vier Prozent, wobei drei oder vier Prozent nur bei Unternehmungen in Branchen mit äußerst dynamischem Wachstum veranschlagt werden.^{177 178}

Nun folgt die Berechnung des Unternehmenswerts, bei der eine Wachstumsrate i.H.v. 2% angenommen wird:

Vorweg sei erwähnt, dass eine genaue Beschreibung und Erläuterung der Berechnung erst im Kapitel der DCF-Verfahren erfolgt, da die Abläufe bis auf Kleinigkeiten simultan sind. Im hiesigen Fall sei auf das Procedere in **4.1.1** und **4.1.2** hingewiesen. Es ergibt sich also nach Diskontierung der Cashflows ein subjektiver (!) Nettounternehmenswert i.H.v. 5.503.000 € bzw. Teilt man nun den Wert des Eigenkapitals durch 40% und multipliziert das Ergebnis mit 60% ergibt sich der Wert des Fremdkapitals i.H.v. 8.254 T€ Beide Werte addiert ergeben einen Gesamtunternehmenswert (Bruttounternehmenswert) von 13.757.000.

¹⁷⁷ vgl. Schmidlin (2020), S. 183 f.

¹⁷⁸ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 42.

Tabelle 10: Berechnung des Unternehmenswerts mit der Ertragswertmethode
 Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Heesen/Heesen (2021), S. 308

Ertragswertmethode				
	T€	T€	T€	T€
Perioden	1	2	3	CV 4
Erträge	277	597	1.009	1.009
Diskontierungssatz				17%
Wachstumsrate				2%
Zielkapitalstruktur				FK = 60% EK = 40% Leverage = 150%
Continuing Value				6.727
Diskontierungsfaktoren	17,00%	0,85470	0,73051	0,62437
Barwerte	237	436	630	4.200
Kumulierte Barwerte	237	673	1.303	5.503
Unternehmenswert (netto) / Marktwert des Eigenkapitals		5.503		
zu: Wert des Fremdkapitals			8.254	
Unternehmenswert (brutto)		13.757		

4.2 Die DCF-Verfahren

Die DCF-Methode ist ein aus der angloamerikanischen Bewertungspraxis stammendes Verfahren zur Unternehmensbewertung, welches den Barwertmethoden zuzuordnen ist. Auch in Deutschland ist sie heutzutage mehr als etabliert und angesehen. Sie basiert auf der Grundüberlegung zukünftige Überschüsse des zu bewertenden Unternehmens auf den Bewertungszeitpunkt zu diskontieren. Abgezinst werden bei den DCF-Verfahren die jährlichen Einzahlungsüberschüsse (FCFs), die dem Unternehmen entzogen werden können, also an die

Anteilseigner ausgeschüttet werden können.^{179 180} Im Rahmen der DCF-Verfahren wird zwischen verschiedenen Ansätzen differenziert. Zur Gruppe der sog. Entity- oder Bruttomethoden gehören der Adjusted-Present-Value-Ansatz (APV) und der WACC-Ansatz, der in FCF-Ansatz und TCF-Ansatz unterteilt wird. Außerdem existiert die sog. Equity- bzw. Nettomethode, die den Unternehmenswert mit den FTEs errechnet. Allgemein unterscheiden sich die unterschiedlichen Methoden vor allem in der Abgrenzung der zu diskontierenden CFs sowie dem jeweiligen Diskontierungszinssatz.¹⁸¹

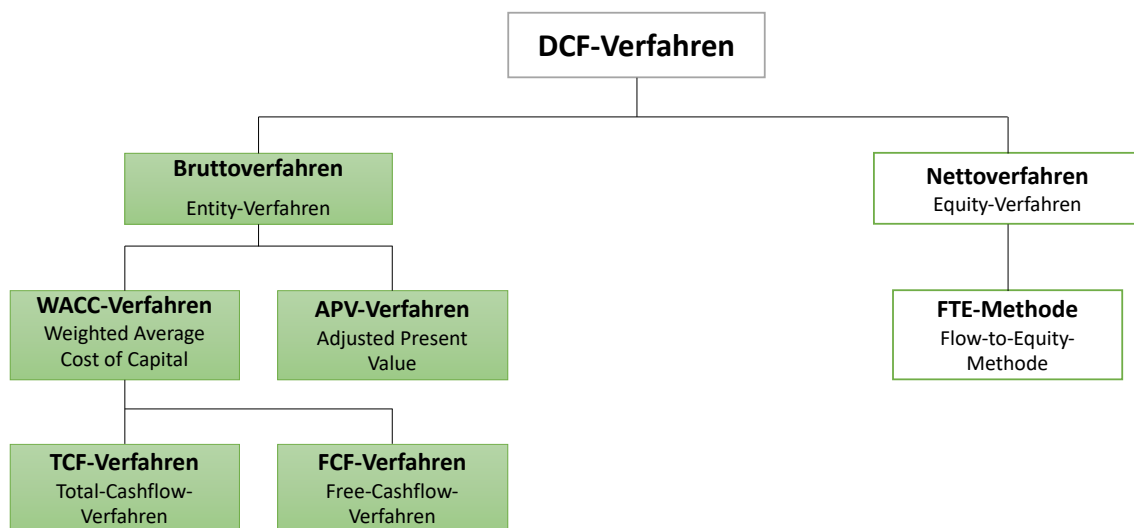


Abbildung 13: Übersicht über DCF-Verfahren
Quelle: eigene Darstellung, in starker Anlehnung an Schmeisser (2008), S. 141

4.2.1 FCF-Verfahren

Zumeist wird das FCF-Verfahren als das eigentliche WACC-Verfahren bezeichnet.¹⁸² Es ist die international am weitesten verbreitete Methode zur Unternehmensbewertung.¹⁸³ Sie zeichnet sich dadurch aus, dass sie zunächst den Wert des gesamten Unternehmens (Entity) ermittelt. Dieser besteht aus dem Wert des

¹⁷⁹ vgl. Obermeier/Gasper (2009), S. 158.

¹⁸⁰ vgl. Schmeisser (2008), S. 132.

¹⁸¹ vgl. Schmeisser (2008), S. 133.

¹⁸² vgl. Schmeisser (2008), S. 142.

¹⁸³ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 27.

Fremd- und Eigenkapitals. Fremdkapital meint in diesem Zusammenhang stets das verzinsliche Fremdkapital.¹⁸⁴ In einem zweiten Schritt wird dann der eigentliche Unternehmenswert, der Wert des Eigenkapitals, bestimmt, indem der Wert des Fremdkapitals vom Gesamtunternehmenswert subtrahiert wird.¹⁸⁵ Bevor jedoch der Unternehmenswert bestimmt werden kann, müssen zunächst die FCFs ermittelt werden. Diese umfassen die Ansprüche jeglicher Kapitalgeber, also sowohl der Eigen- als auch der Fremdkapitalgeber (vgl. auch **3.1.1** u. **3.1.3**). Das bedeutet, dass es sich um CFs vor Abzug von Zins- und Tilgungszahlungen handelt.¹⁸⁶ Der FCF übergeht den Steuervorteil einer steigenden Fremdfinanzierung. Deshalb ist der FCF ein Äquivalent zu einem Zahlungsüberschuss, der einem Unternehmen bei kompletter Eigenfinanzierung vorliegen würde. Dieses Ignorieren des Tax Shields wird kompensiert, indem ein steuerangepasster Kapitalkostensatz zur Abzinsung benutzt wird ($WACC_{MTS}$). Die anfallende Steuerersparnis aus den zukünftigen Fremdkapitalzinsen wird durch eine Reduzierung des Abzinsungssatzes einbezogen. Durch den Umstand, dass die geplanten FCFs sowohl die Eigen- als auch die Fremdkapitalgeber bedienen, werden sie mit dem $WACC_{MTS}$ diskontiert. Dieser stellt die gewichteten Renditeforderungen der Eigen- und Fremdkapitalgeber dar. Zur Berechnung wird meistens auf einen in der Zukunft konstanten Verschuldungsgrad abgestellt, der durch das Festlegen einer Zielkapitalstruktur bestimmt wird, da es sonst zum bereits angesprochenen Zirkularitätsproblem kommt (vgl. **3.2.3**).¹⁸⁷ Darauf folgt die Diskontierung der FCFs und des Continuing Value mit dem $WACC_{MTS}$. Zur Summe aus den Barwerten der FCFs wird nun der separat ermittelte Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens addiert.¹⁸⁸ Daraus ergibt sich der Unternehmensgesamtwert, von dem nun nur noch der Wert des Fremdkapitals abgezogen werden muss, um zum Wert des Eigenkapitals zu gelangen.¹⁸⁹

¹⁸⁴ vgl. Schmidlin (2020), S. 185.

¹⁸⁵ vgl. Schalast/Raettig (2019), S. 44.

¹⁸⁶ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 28.

¹⁸⁷ vgl. Seppelfricke (2020), S. 40 f.

¹⁸⁸ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 28.

¹⁸⁹ vgl. Schalast/Raettig (2019), S. 48 f.

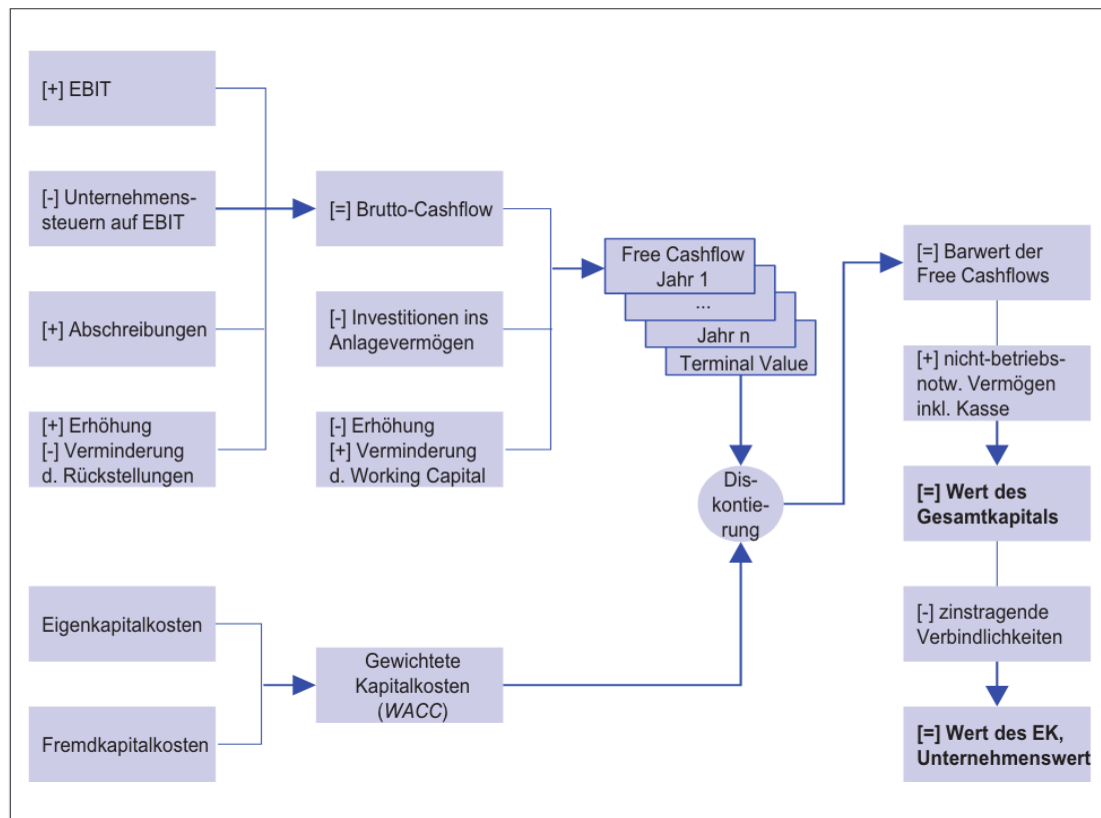


Abbildung 14: Entity-Methode
Quelle: Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 28

4.2.1.1 Fallbeispiel

4.2.1.2 Ausgangssituation

Ein Investor möchte eine Unternehmung namens Ledercompany GmbH (kurz Ledco) erwerben. Es handelt sich um eine produzierende Gesellschaft (Gerberei für feines Leder zur Weiterverarbeitung in der Modeindustrie, insbesondere Schuhe und Handtaschen im Luxussegment) aus Bayern.¹⁹⁰ Da keinerlei Marktwerte für das Eigen- und Fremdkapital bekannt sind, soll im Folgenden von einer konstanten Zielkapitalstruktur von 40% Eigenkapital und 60% Fremdkapital ausgegangen werden. Der Fremdkapitalkostensatz ist mit 6% gegeben. Zur Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes und des WACC stehen folgende Daten zur Verfügung: Die Höhe des risikolosen Zinssatzes beträgt 1%, die Marktrendite

¹⁹⁰ vgl. Heesen/Heesen (2021), S. 20.

11%. Zusätzlich ist durch vergleichbare Unternehmen ein β i.H.v. 1,5 bekannt. Die Kapitalkosten der unverschuldeten Unternehmung betragen 10% (k_{Assets}). Außerdem beträgt der Steuersatz 30% und die Wachstumsrate 2%. Nun soll mit Hilfe der bereits angefertigten Planbilanz (**Abbildung 19**) und der Plan-GuV (**Abbildung 20**) der Unternehmenswert der Ledco mit dem Entity-Verfahren bestimmt werden.

Es sei erwähnt, dass sich der Verfasser aus Leserlichkeitsgründen dazu entschieden hat, nur drei Istperioden und drei Planperioden abzubilden. Üblich wären hier jeweils vier bis fünf.

4.2.1.3 Ermittlung der FCFs

Zunächst wird wie beim Ertragswertverfahren agiert. Es erfolgt eine Aufteilung des Unternehmensvermögens in betriebsnotwendiges und nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Darauf erfolgt die Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse um Einmaleffekte sowie die Korrektur bilanzpolitischer Maßnahmen. Dieses Vorgehen wiederholt sich bei allen hier vorgestellten Ansatzformen der DCF-Methoden.

Zur Ermittlung der FCFs wird zunächst das Betriebsergebnis (EBIT) aus der Plan-GuV mit der Steuerlast i. H. v. 30% belegt. Im Anschluss werden die geplanten Abschreibungen addiert sowie die geplanten Investitionen subtrahiert. Zuletzt wird die Veränderung des Working Capital addiert. Dies ergibt den Free Cashflow.

Tabelle 11: Ermittlung der FCFs der Ledco

Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Heesen/Heesen (2021), S. 284

Ermittlung der freien Cash Flows			
	T€	T€	T€
Perioden	1	2	3
Betriebsergebnis	510	825	1.228
ab: Steuern auf das Betriebsergebnis 30,0%	-153	-248	-368
Betriebsergebnis nach Steuern (NOPAT)	357	578	860
zu/plus: Abschreibungen	64	86	62
ab/minus: Investitionen	-152	-256	-98
zu/ab: "Working Capital"			
plus/minus: Vorräte	1.229	615	696
Forderungen (Lieferungen & Leistungen)	749	103	235
Verbindlichkeiten (Lieferungen & Leistungen)	941	415	329
Rückstellungen	26	-35	12
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	67	-31	38
Veränderung "Working Capital"	3.012	1.067	1.309
Freie Cash Flows	3.281	1.474	2.133
Kumulierte Freie Cash Flows	3.281	4.755	6.888

4.2.1.4 Bestimmung des Diskontierungszinssatzes

Zunächst werden die Kapitaleigenkosten bestimmt:

$$k_{EK} = i + \beta_x * (E(R_x) - i)$$

mit: i = risikoloser Zins

β = systematisches Risiko

$E(R_x)$ = erwartete Marktrendite

$$k_{EK} = 1\% + 1,5 * (11\% - 1\%)$$

$$k_{EK} = 16\%$$

Nun kann der gewogene Kapitalkostensatz mit Tax Shield berechnet werden:

$$WACC_{MTS} = k_{EK} * \frac{EK}{GK} + k_{FK} * \frac{FK}{GK} * (1 - s)$$

mit: k_{FK} = Fremdkapitalkosten

s = Steuersatz

$$\begin{aligned} WACC_{MTS} &= 16\% * \frac{40\%}{100\%} + 6\% * \frac{60\%}{100\%} * (1 - 30\%) \\ &= 8,9\% \end{aligned}$$

4.2.1.5 Bestimmung des Continuing Value und des Unternehmenswerts

Im Normalfall wird bei der Berechnung eines Unternehmenswerts nach den Detailplanungsperioden immer zu einer ewigen Rente (Continuing Value) übergegangen. Dies liegt zum einen daran, dass das Unternehmen auch nach drei Jahren noch fortbestehen soll und wird und zum anderen daran, dass die Planungsqualität mit jeder weiteren Periode abnehmen würde. Die ewige Rente hingegen ist eine permanent in gleicher Höhe auftretende Einkommenshypothese. Im Beispiel wird deswegen davon ausgegangen, dass ab Periode 4 immer wieder der gleiche Betrag als Überschussgröße vorhanden sein wird. Wichtig bei dieser Überlegung ist allerdings, dass ab Periode 4 auch das Kapital konstant gehalten wird. Das bedeutet, dass in der Periode der ewigen Rentenberechnung für alle zukünftigen Perioden Investitionen in der Höhe angesetzt werden, in der Abschreibungen anfallen. Somit wird das Vermögen konstant gehalten und es ergibt sich ein Substanzerhalt.

Eine weitere Annahme ist, dass in der Periode der Berechnung des Continuing Value der Net Operating Profit after Taxes (NOPAT) exakt dem der vorherigen Periode gleicht. Zudem sind die Investitionen und die Abschreibungen identisch und das Working Capital verändert sich nicht. Dies führt dazu, dass der NOPAT aus Periode 3 den FCF der Endwertberechnung darstellt.¹⁹¹

¹⁹¹ vgl. Heesen/Heesen (2021), S. 285 ff.

Zunächst wird der Wert des Continuing Value (CV) berechnet:

Tabelle 12: Berechnung des CV und des Unternehmenswerts mit dem FCF-Verfahren
Quelle: eigene Darstellung

Steuersatz	30%				
Kapitalkosten der unverschuldeten Unterne	10%				
Wachstumsrate ab Jahr 5	2%				
Angestrebter Fremdkapitalanteil	60,0%				
Kosten Fremdkapital	6,0%				
Leverage (FK / EK)	150,0%				
Kapitalkosten EK	16,0%	Leverage Formel	kEK = kGK + FK/EK * (kGK - kFK)		
WACC (mit Tax Shield)	8,9%				
	Jahre				
Wert der verschuldeten Unternehmung	0	1	2	3	4
Free Cashflow		3.311	1.523	2.205	860
Continuing Value (Fortführungswert)				12.428	
Diskontierungsfaktoren (WACC mit Tax Shi	1,000	0,918	0,843	0,774	0,711
Diskontierte FCF		3.040	1.284	1.706	
Diskontierter CV				9.618	
Entity-Value (Wert der gesamten Unterne	15.648				
Debt-Value (Wert des Fremdkapitals)	9.389				
Equity-Value (Wert des Eigenkapitals)	6.259				
Value Tax Shield	1.646				

$$CV = \frac{CF_{n-1}}{(k - g)}$$

mit g = Wachstumsrate in %

$$CV = \frac{932}{(8,9\% - 2\%)} = 12.428 \text{ T€}$$

Es folgt die Berechnung der Diskontierungsfaktoren:

$$\text{Diskontierungsfaktor} = \frac{1}{(1 + k)^t}$$

$$\text{Für Periode 1} = \frac{1}{(1+8,9\%)} = 0,918$$

$$\text{Für Periode 2} = \frac{1}{(1+8,9\%)^2} = 0,843$$

$$\text{Für Periode 3} = \frac{1}{(1+8,9\%)^3} = 0,774 \text{ usw.}$$

Darauf folgt die Multiplikation der FCF bzw. des Continuing Value mit den jeweiligen Diskontierungsfaktoren, um die Barwerte zu erhalten:

$$\text{Periode 1} = 3.311 * 0,918 = 3.040 \text{ T€}$$

$$\text{Periode 2} = 1.523 * 0,843 = 1.284 \text{ T€}$$

$$\text{Periode 3} = 2.205 * 0,774 = 1.706 \text{ T€}$$

Der Continuing Value wird nicht mit dem Diskontierungsfaktor aus Periode 4 abgezinst, sondern mit dem aus Periode 3, da es sich hierbei um den letzten Exponenten des Detailplanungszeitraums handelt.

$$\text{Barwert des Continuing Value} = 12.428 * 0,774 = 9.618 \text{ T€}$$

Als nächstes werden die Barwerte zu einem Gesamtunternehmenswert aufsummiert.

$$\text{Unternehmenswert (brutto)} = 3.040 + 1.284 + 1.706 + 9.618 = 15.648 \text{ T€}$$

Schlussendlich muss noch der Wert des Fremdkapitals vom Gesamtunternehmenswert subtrahiert werden, um den Wert des Eigenkapitals und somit den eigentlichen Unternehmenswert zu erhalten.

$$\text{Unternehmenswert (netto)} = 15.648 * 0,6 = 9.389 \text{ T€}$$

$$\text{Daraus folgt: } 15.648 - 9.389 = 6.259 \text{ T€}$$

Der Netto-Unternehmenswert beträgt also 6.259 T€.

Der Value des Tax Shield errechnet sich durch Subtraktion des Wertes einer unverschuldeten Unternehmung vom eben errechneten Gesamtunternehmenswert. Um diese Berechnung anstellen zu können wird nun der Wert einer unverschuldeten Unternehmung ermittelt. Dieser wird auch beim APV-Ansatz von Bedeutung sein. Bis auf den Abzinsungssatz ändert sich an der Berechnung des Unternehmenswertes nichts. Die Kapitalkosten der unverschuldeten Unternehmung (k_{Assets}) betragen im Beispiel 10%.

Tabelle 13: Berechnung des Werts der unverschuldeten Unternehmung
Quelle: eigene Darstellung

	Jahre				
	0	1	2	3	4
Wert der unverschuldeten Unternehmung					
Free Cashflow		3.311	1.523	2.205	860
Continuing Value (Fortführungswert)				10.750	
Diskontierungsfaktoren	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683
Diskontierte FCF		3.010	1.259	1.657	
Diskontierter CV				8.077	
Wert der unverschuldeten Unternehmung	14.002				

Es ergibt sich ein Wert i.H.v. 14.678 T€ für die unverschuldete Unternehmung. Dieser Wert wird nun vom Bruttoundernehmenswert abgezogen.

$$\text{Value Tax Shield} = 15.648 - 14.002 = 1.646 \text{ T€}$$

Der steuerliche Vorteil der Fremdfinanzierung aufgrund der Abzugsfähigkeit der Zinsen von der steuerlichen Bemessungsgrundlage beträgt also 1.646 T€. Dadurch wird der Unternehmenswert um eben diesen Betrag gesteigert.

4.2.2 TCF-Verfahren

Der TCF-Ansatz wird in der Praxis zwar nicht häufig angewendet, trotzdem soll er kurz im Rahmen dieser Arbeit vorgestellt werden. Der TCF-Ansatz unterscheidet sich insofern vom FCF-Verfahren, als dass er die steuerbedingten Fremdfinanzierungsvorteile bereits im Zähler, also bei den Total Cashflows, berücksichtigt und nicht wie der FCF-Ansatz erst im Nenner durch die Diskontierung mit dem $WACC_{MTS}$. Stattdessen wird zwar ebenfalls mit einem gewogenen durchschnittlichen Kapitalkostensatz ($WACC_{OTS}$) diskontiert, nur eben ohne das Tax Shield.^{192 193}

$$WACC_{OTS} = k_{EK} * \frac{EK}{GK} + k_{FK} * \frac{FK}{GK}$$

$$WACC_{OTS} = 16\% * \frac{40\%}{100\%} + 6\% * \frac{60\%}{100\%}$$

$$WACC_{OTS} = 10\%$$

¹⁹² vgl. Schmeisser (2008), S. 144.

¹⁹³ vgl. Ballwieser/Hachmeister (2021), S. 226.

Der TCF errechnet sich aus dem FCF zuzüglich der Steuerersparnis aus den Fremdkapitalzinsen:¹⁹⁴

$$TCF = FCF + s * k_{FK} * FK$$

Allerdings ergibt sich bei der Ermittlung des Tax Shield ein Zirkularitätsproblem, da der Wert des Gesamtkapitals ebenso unbekannt ist wie der Wert des Fremdkapitals. Dieses Problem wird in der Folge mathematisch durch ein iteratives Verfahren mithilfe von Microsoft Excel oder ähnlichen Programmen umgangen.¹⁹⁵

*Tabelle 14: Berechnung des Unternehmenswerts mit dem TCF-Verfahren
Quelle: eigene Darstellung*

Steuersatz	30%				
Kapitalkosten der unverschuldeten Unternehmung	10%				
Wachstumsrate ab Jahr 5	2%				
Angestrebter Fremdkapitalanteil	60,0%				
Kosten Fremdkapital	6,0%				
Leverage (FK / EK)	150,0%				
Kapitalkosten EK	16,0%				
WACC (ohne Tax Shield)	10,0%				
		Jahre			
Wert der verschuldeten Unternehmung	0	1	2	3	4
Free Cashflow		3.311	1.523	2.205	860
Tax Shield (= Zahlungsstrom der Steuerersparnis in EUR)		169	148	145	134
Total Cashflow (TCF)	0	3.480	1.671	2.350	994
Value Entity	15.648	13.732	13.434	12.428	
Value Debt	9.389	8.239	8.061	7.457	0
Fremdkapitalzinsen		563	494	484	447
Diskontierungsfaktoren	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683
Diskontierte TCF		3.164	1.381	1.766	
Diskontierter CV (auf Basis TCF)				9.337	
Entity-Value (Wert der gesamten Unternehmung)	15.648				
Debt-Value (Wert des Fremdkapitals)	9.389				
Equity-Value (Wert des Eigenkapitals)	6.259				
Value Tax Shield	1.646				

Es ergeben sich dieselben Werte wie beim FCF-Verfahren (es wurden die Ausgangswerte aus 4.1.1.1 verwendet)

¹⁹⁴ vgl. Seppelfricke (2012), S. 26.

¹⁹⁵ vgl. Kann u. a. (2017), S. 321.

4.2.3 APV-Verfahren (Adjusted-Present-Value-Verfahren)

Der APV-Ansatz bestimmt den Unternehmensgesamtwert durch die Addition verschiedener unternehmenswertbestimmender Bestandteile.¹⁹⁶ Zunächst wird angenommen, dass das operative Kerngeschäft des Unternehmens rein eigenfinanziert ist. Dadurch wird die tatsächliche Kapitalstruktur der Unternehmung vernachlässigt und gleichzeitig von einem unverschuldeten Unternehmen ausgegangen.¹⁹⁷ Die Berechnung des Wertes der unverschuldeten Unternehmung unterscheidet sich nicht von der Berechnung im Kapitel **4.2.1.5, Abbildung 27**. Wichtig ist zu erwähnen, dass die FCF bei der Berechnung der unverschuldeten Unternehmung mit den Kapitalkosten der unverschuldeten Unternehmung ($k_{AS-sets}$) diskontiert werden.¹⁹⁸ Im nächsten Schritt muss nun der Barwert des Tax Shield bestimmt werden, um die Auswirkung der Fremdfinanzierung auf den Unternehmenswert abzubilden. Dies geschieht durch die Diskontierung der Tax Shields. In der Literatur ist meist von einer Abzinsung anhand des Fremdkapitalkostensatzes zu lesen, jedoch entscheidet sich der Verfasser im Rahmen dieser Darstellung für die Verwendung des $WACC_{OTS}$ um die Parität der Bewertungsergebnisse zu wahren. Zum Schluss werden die Barwerte der unverschuldeten Unternehmung und des Tax Shield zum Gesamtunternehmenswert addiert. Nun lässt sich der Wert des Fremdkapitals vom Gesamtunternehmenswert subtrahieren, wodurch sich der Wert des Eigenkapitals ergibt.

Auch in diesem Beispiel wird mit den Daten aus den vorhergehenden Beispielen gerechnet:

¹⁹⁶ vgl. Kuhner/Maltry (2017), S. 231.

¹⁹⁷ vgl. Ballwieser/Hachmeister (2021), S. 167.

¹⁹⁸ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 29.

Tabelle 15: Bestimmung des Werts der unverschuldeten Unternehmung
Quelle: eigene Darstellung

Steuersatz	30%				
Kapitalkosten der unverschuldeten Unternehmung	10%				
Wachstumsrate ab Jahr 5	2%				
Angestrebter Fremdkapitalanteil	60,0%				
Kosten Fremdkapital	6,0%				
Leverage (FK / EK)	150,0%				
Kapitalkosten EK	16,0%				
WACC (ohne Tax Shield)	10,0%				
	Jahre				
Wert der unverschuldeten Unternehmung	0	1	2	3	4
Free Cashflow		3.311	1.523	2.205	860
Continuing Value (Fortführungswert)				10.750	
Diskontierungsfaktoren	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683
Diskontierte FCF		3.010	1.259	1.657	
Diskontierter CV				8.077	
Wert der unverschuldeten Unternehmung	14.002				

Das Ergebnis der Bewertung gleicht auch in diesem Fall den vorherigen beiden Beispielen. Der Value des Tax Shield entspricht dem Wert des FCF-Ansatzes sowie des TCF-Ansatzes.

Tabelle 16: Bestimmung des Value des Tax Shield und des Unternehmenswerts
Quelle: eigene Darstellung

Wert des Tax Shield	0	1	2	3	4
Free Cashflow		3.311	1.523	2.205	860
Tax Shield (= Zahlungsstrom der Steuerersparnis in EUR)		169	148	145	134
Total Cashflow (TCF)	0	3.480	1.671	2.350	994
Value Entity	15.648	13.732	13.434	12.428	
Value Debt	9.389	8.239	8.061	7.457	
Fremdkapitalzinsen		563	494	484	447
Diskontierungsfaktoren	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683
Diskontierte Tax Shields		154	123	109	
Diskontierter CV (auf Basis Tax Shield)				1.261	
Value Tax Shield	1.646				
Entity-Value (Wert der gesamten Unternehmung)	15.648				
Debt-Value (Wert des Fremdkapitals)	9.389				
Equity-Value (Wert des Eigenkapitals)	6.259				

4.2.4 FTE-Verfahren

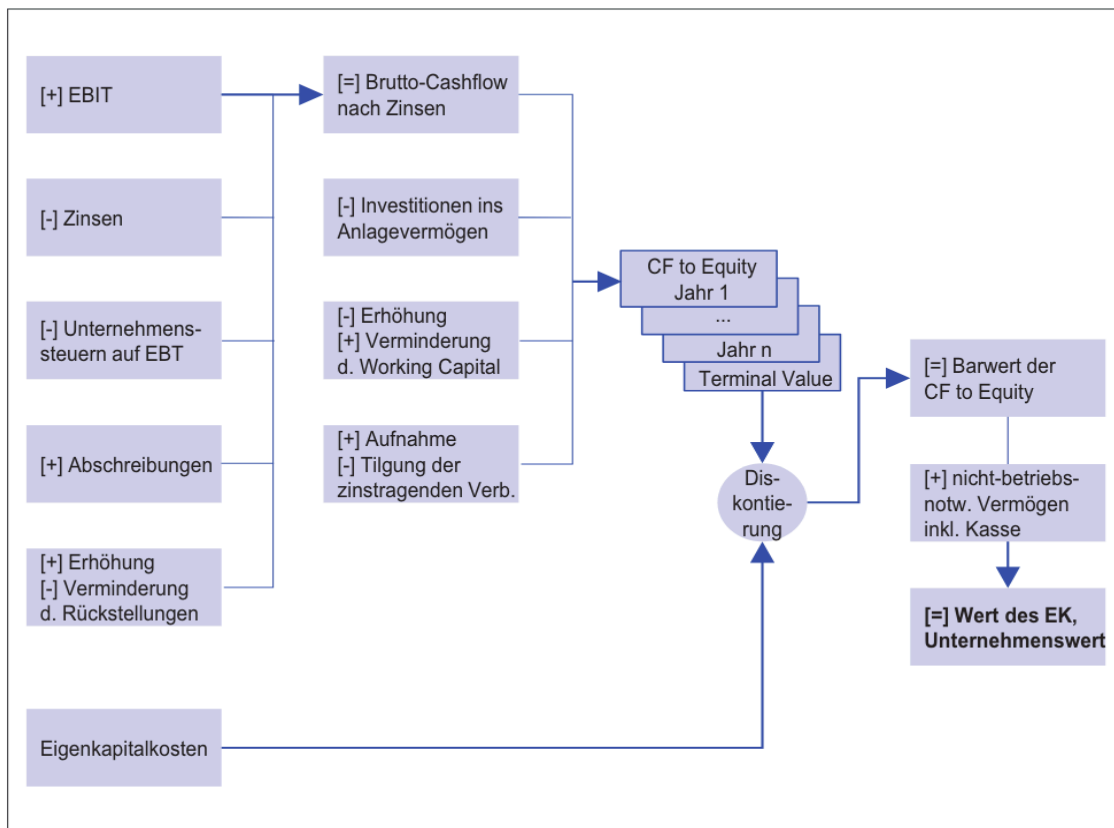


Abbildung 15: FTE-Verfahren
Quelle: Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 31

Für den FTE-Ansatz (auch Equity-Verfahren) sind explizit die Cashflows bewertungsrelevant, die ausschließlich den Eigenkapitalgebern zustehen.¹⁹⁹ In den Cashflows enthalten sind die künftigen Fremdkapitalzinsen zuzüglich des daraus resultierenden Tax Shield sowie Veränderungen im verzinslichen Fremdkapitalbestand des Unternehmens. Die Berechnung des Marktwerts des Eigenkapitals erfolgt auf direktem Wege, d.h. es muss nicht wie bei den Bruttoverfahren zuerst der Gesamtunternehmenswert bestimmt werden. Zur Ermittlung des Marktwerts werden die künftig erwarteten FTE mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber (k_{EK}) abgezinst. Schlussendlich wird, falls vorhanden, das nicht betriebsnotwendige Vermögen addiert.²⁰⁰ Für die vorgenommene Bewertung im Fallbeispiel werden weiterhin die bereits bekannten Angaben verwendet.

¹⁹⁹ vgl. Seppelfricke (2020), S. 46.

²⁰⁰ vgl. Wöltje (2021), S. 191 f.

abgezogen.²⁰²

Dadurch wird untersucht ob durch einen Residualgewinn, auch Übergewinn, der Wert des Unternehmens gesteigert wird. Dies passiert, wenn der Gewinn des Unternehmens höher ist als seine Kapitalkosten.²⁰³ Folglich hat das Unternehmen Wert geschaffen, wenn der EVA größer null ist und Wert vernichtet, wenn der EVA kleiner null ist.²⁰⁴

$$EVA = NOPAT - (NOA * WACC)$$

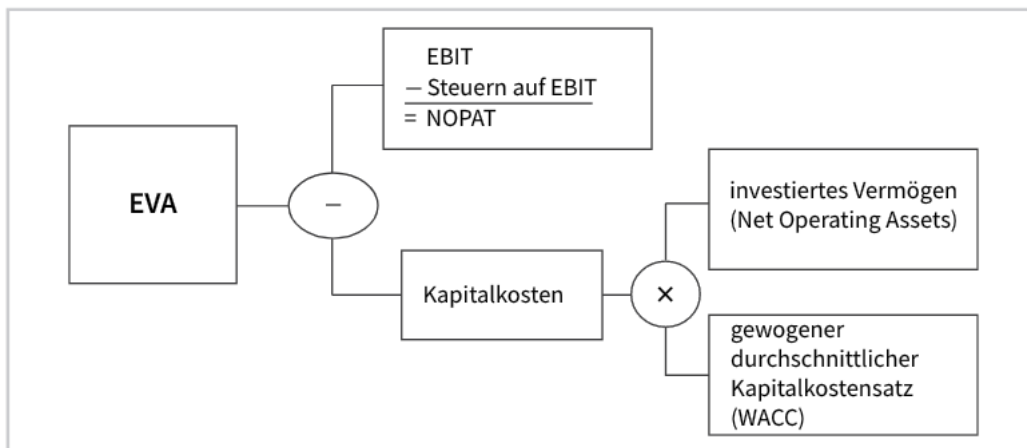


Abbildung 16: Zusammensetzung des EVA
Quelle: Wöltje (2021), S. 349

Es existiert eine zweite Formel zur Berechnung des EVA, die nachfolgend dargestellt wird:

$$EVA = (ROCE - WACC) * NOA \text{ mit } ROCE = \frac{NOPAT}{NOA}$$

Dabei ist "ROCE – WACC" der sog. Spread, die prozentuale Größe für Wertsteigerung.

Beim EVA handelt es sich um eine jährliche Erfolgsgröße. Um jedoch eine Unternehmensbewertung aufstellen zu können, wird eine der DCF-Methode ähnliche Barwertermittlung der jeweiligen zukünftigen Erfolgsgrößen notwendig. Der Market Value Added (MVA) repräsentiert den Barwert aller zukünftigen EVAs und kann als derivativer Geschäfts- oder Firmenwert verstanden werden.²⁰⁵

$$MVA = \sum_{i=0}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + NOA + n. b. V.$$

²⁰² vgl. Thommen u. a. (2020), S. 412.

²⁰³ vgl. Obermeier/Gasper (2009), S. 181.

²⁰⁴ vgl. Joos-Sachse (2014), S. 81.

²⁰⁵ vgl. Thommen u. a. (2020), S. 412.

Addiert man zum MVA den NOA sowie das n. b. V. ergibt sich der Gesamtunternehmenswert.²⁰⁶

Basierend auf der Möglichkeit Daten direkt aus dem externen Rechnungswesen zu übernehmen, erscheint die Ermittlung des EVA zunächst äußerst simpel. Die Förderer des Konzeptes sehen die Aussagekraft der Daten aus dem externen Rechnungswesen als nicht genügend an. Sie beziehen sich vor allem auf Verzerrungen, die durch die Gläubigerschutz- und die Ausschüttungsbemessungsfunktion der Rechnungslegungsvorschriften verursacht werden. Um diese Problematik zu beheben, sollen sowohl der NOPAT als auch der NOA von Größen des externen Rechnungswesens in ökonomische Größen „korrigiert“ werden. Diese Korrekturen können sehr große Umfänge annehmen (bis zu 164 Anpassungen möglich) und haben einen erheblichen Einfluss auf die Höhe und die Substanz der Größen NOPAT und NOA. Eine Anpassung bezieht sich daher auch immer auf beide Größen.²⁰⁷

Diese Anpassungen, die sog. Conversions, werden im weiteren Verlauf dieses Kapitels eine entscheidende Rolle spielen.

4.3.1 Die Determinanten des EVA

Wie bereits im vorherigen Punkt angesprochen bezieht sich eine Conversion stets auf NOA und NOPAT. Treten also Veränderungen bei der Größe NOPAT auf, müssen auch die korrespondierenden Positionen beim NOA beachtet werden. Es ist von höchster Wichtigkeit die Conversions konsistent durchzuführen. Wird z. B. eine aktivierte Immobilie aus dem NOA herausgerechnet, da sie nicht betrieblich genutzt wird, so müssen auch alle mit dieser Immobilie verbundenen Aufwendungen (z.B. Instandhaltung) und Erträge (z.B. Mieterträge) aus dem NOPAT hinausgerechnet werden.²⁰⁸

²⁰⁶ vgl. Schmeisser (2008), S. 151.

²⁰⁷ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 59.

²⁰⁸ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 60.

Die gesamte Menge der insgesamt 164 möglichen Conversions lässt sich nach folgendem Schema einteilen:

1. *Operating Conversions*. Der bilanzielle NOPAT und das in der Bilanz ausgewiesene investierte Kapital werden um außerbetriebliche und aperiodische Einflüsse korrigiert.
2. *Funding Conversions*. Durch die Funding Conversions sollen versteckte Finanzierungsformen erkannt und bereinigt werden.
3. *Shareholder Conversions*. Die Shareholder Conversions passen die Bewertung der Vermögens- und Ergebnisgrößen an die Sicht der Shareholder an.
4. *Tax Conversions*. Durch die Tax Conversions wird die in der Bilanz ausgewiesene Steuerbelastung um die Auswirkungen der anderen Conversions korrigiert. Somit entsteht eine fiktive Steuerlast, die für die Ermittlung des NOA und des NOPAT zugrunde gelegt wird.²⁰⁹

Es existieren keine Rechnungslegungsvorschriften zur Vornahme der Anpassungen. Daher ist es den Unternehmen selbst überlassen Conversions vorzunehmen. Auf welcher Basis das geschieht muss unternehmensindividuell entschieden werden. Allerdings ist es wichtig die vorgestellte Reihenfolge einzuhalten, da sonst bspw. eine falsche Steuerlast ermittelt wird. Die Entscheidung für oder gegen eine Anpassung kann mit der Beantwortung der folgenden vier Fragen getroffen werden:

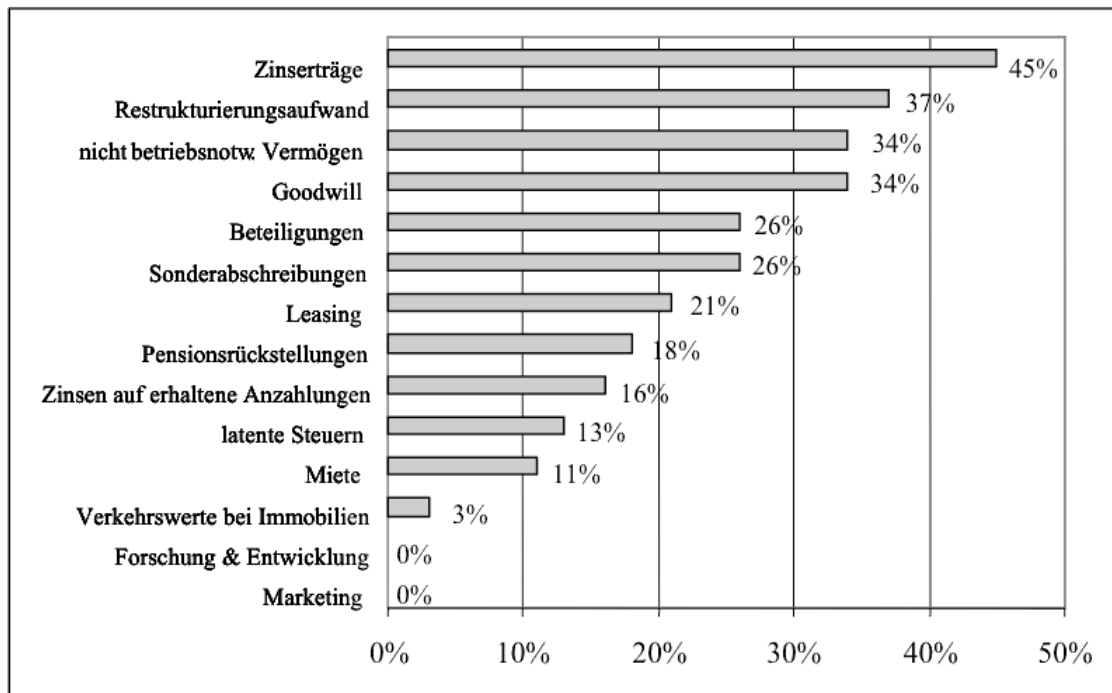
- Hat die Conversion einen entscheidenden Einfluss auf den EVA?
- Können Manager die durch die Anpassung betroffene Position überhaupt steuern oder beeinflussen?
- Können die Nutzer des EVA die Anpassung nachvollziehen?
- Wie schwer ist es die zur Umsetzung der Conversion nötigen Informationen zu besorgen?

Erst wenn alle dieser vier Fragen bejaht werden können, wirkt eine Korrektur auch sinnvoll und lässt die sehr große Menge möglicher Conversions auf eine

²⁰⁹ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 200.

deutlich kleinere Zahl wesentlicher Anpassungen schrumpfen.²¹⁰ Die folgende **Abbildung 34** zeigt die am meisten vorgenommenen Conversions bei DAX-Unternehmen.

Tabelle 18: Anpassungen von DAX-Unternehmen
Quelle: Stiefl/Westerholt (2008), S. 61



4.3.1.1 NOA

Basis der Bestimmung des NOA ist die Bilanzsumme bzw. das Gesamtkapital der Unternehmung.²¹¹ Durch die Anwendung von Conversions wird die Bilanzsumme Stück für Stück in die Kennzahl NOA überführt. Es folgt eine Erläuterung des Überführungsprozesses:

- (1) Zunächst werden die Operating Conversions vorgenommen, um das betriebsnotwendige Kapital aus dem Gesamtkapital abzuleiten. Deshalb erfolgt eine Korrektur der verschiedenen Aktivposten der Bilanz.

²¹⁰ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 60 f.

²¹¹ vgl. Obermeier/Gasper (2009), S. 182.

- aktivierte Vermögensgegenstände, die nicht in betrieblicher Nutzung sind, sind von der Bilanzsumme abzuziehen (zu Buchwerten)
- nicht aktivierte Vermögensgegenstände, die aber betrieblich genutzt werden, sind zu aktivieren (zu Marktwerten)

Beispiele für nicht betrieblich genutzte Vermögensgegenstände (u.a.):

- *Wertpapiere des Umlaufvermögens*. Sie stellen keine dauerhafte Anlage dar und sind jederzeit veräußerbar. Zudem bedeutet ein Wegfall der Wertpapiere des Umlaufvermögens in der Regel keine Beeinträchtigung des operativen Geschäfts.
- *eigene Aktien*. Sie sind, falls aktiviert, von der Bilanzsumme zu subtrahieren, da sie nicht betriebsnotwendig sind.
- *Anlagen im Bau*. Sie gelten erst als investiertes Kapital, wenn sie zur betrieblichen Leistungserstellung zur Verfügung stehen und beitragen.²¹²

Beispiele für nicht aktivierte, aber betrieblich genutzte Assets sind:

- *„Miet- und Leasinggüter*. Davon ausgehend, dass es sich bei „Miete und Leasing um eine andere Art der Fremdfinanzierung“ handelt, wird eine Aktivierung der Miet- und Leasinggüter gefordert. Wertansatz ist, wenn ermittelbar, der Marktwert. Alternativ kann die Höhe der verbleibenden Leasing- bzw. Mietverbindlichkeiten angesetzt werden.“²¹³

(2) Nun erfolgen die Funding Conversions. Hierbei handelt es sich u.a. um den Umgang mit Verbindlichkeiten aus LuL. Obwohl es zunächst so erscheint, dass sie ohne Zinsforderungen gewährt wurden, so sind sie doch dem Fremdkapital zuzuordnen. Es ist zwar keine direkte Zinsschuld mit den Verbindlichkeiten aus LuL verbunden, aber es ist anzunehmen, dass der Lieferant bei der Preisfindung die später eingehende Zahlung eingepreist hat. Somit weisen die Verbindlichkeiten aus LuL eine indirekte Zinsschuld auf, welche das betriebliche Ergebnis gemindert hat. Bei der Berechnung der

²¹² vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 62.

²¹³ Stiefl/Westerholt (2008), S. 62.

Kapitalkosten durch die Multiplikation von NOA und Kapitalkostensatz würden die Verbindlichkeiten aus LuL somit ein zweites Mal mit Zinsen belastet werden. Um diesem Fall vorzubeugen, werden die Verbindlichkeiten aus LuL aus dem investierten Kapital herausgerechnet.²¹⁴

- (3) Als drittes werden die Shareholder Conversions durchgeführt. Dafür werden die Bilanzpositionen aus der Perspektive der Eigentümer bewertet. Ergibt sich dadurch für eine Bilanzposition ein höherer Wert, wird die Bewertungsdifferenz aktiviert. Die neuen Bilanzpositionen sind als Eigenkapital wahrzunehmen und heißen deshalb Eigenkapital Äquivalente (Equity Equivalents).²¹⁵

Bspw. ist es beim Anlagevermögen fraglich, ob eine Bewertung aus Shareholdersicht zu einem divergierenden Wertansatz führen würde. Besonders die durch das HGB vorgeschriebene Bewertung zu historischen Anschaffungskosten ist ein Beweggrund eine Neubewertung zu prüfen, da der HGB-Ansatz nicht nur die Inflation vernachlässigt, sondern auch etwaige Marktwertsteigerungen. Um dieses Problem zu lösen, bietet sich eine Bewertung zum Fair Value nach IAS/IFRS an, da diese meistens der Perspektive der Shareholder gleicht und deshalb im Normalfall keine Korrektur benötigt.²¹⁶

Es existiert außer den Bewertungsdifferenzen noch eine zweite Form der Eigenkapital Äquivalente. Dabei handelt es sich um Aufwendungen, die aus der Sicht der Shareholder Investitionscharakter haben. Deshalb müssen sie aktiviert und über ihre Nutzungsdauer abgeschrieben werden. Ein Beispiel hierfür sind Aufwendungen für Forschung und Entwicklung. Des Weiteren fallen Rückstellungen für Restrukturierungsaufwendungen sowie Markterschließungs- oder Marketingaufwendungen in diese Kategorie.²¹⁷

²¹⁴ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 62 f.

²¹⁵ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 63.

²¹⁶ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 63 f.

²¹⁷ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 64.

(4) Zuletzt werden die Tax Conversions vorgenommen. Es wird empfohlen, ausschließlich zahlungswirksame Steuerzahlungen zu beachten, weshalb latente Steuerpositionen aufgelöst werden müssen. Aktive latente Steuern werden vom Kapital abgezogen, während passive latente Steuern als Position der Eigenkapital Äquivalente in der Bilanz fortbestehen.²¹⁸

Tabelle 19: Beispielhafte Abbildung 17: Beispielhafte Ableitung des NOA aus der Bilanz
Quelle: Wassermann (2011), S. 298

	Bilanzsumme
./.	Wertpapiere des Umlaufvermögens
./.	Anlagen im Bau
+	Kapitalisierte Leasingaufwendungen (aus Operating Leasing)
+	Passive latente Steuern
./.	Aktive latente Steuern
+	Stille Reserven im Vorratsbereich
+	Kumulierte Goodwillabschreibungen
+	F&E-Aufwand
=	Capital (Betriebsnotwendiges Kapital)

Nun entspricht die Bilanzsumme der Kennzahl des NOA und es müssen in Abhängigkeit der vorgenommenen Conversions auch beim NOPAT Anpassungen getätigt werden.²¹⁹

4.3.1.2 NOPAT

Beim NOPAT handelt es sich um den operativen Gewinn eines Unternehmens vor Zinsen und nach Steuern.²²⁰ Zur Umwandlung des NOPAT von einer Größe des Rechnungswesens hin zu einer stärker ökonomisch geprägten Größe ist es ebenso wie beim NOA vonnöten, zahlreiche Anpassungen vorzunehmen. Dazu wird genauso vorgegangen wie bei der Ermittlung des NOA, d.h. es werden

²¹⁸ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 64.

²¹⁹ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 65.

²²⁰ vgl. Obermeier/Gasper (2009), S. 181.

Operating-, Funding-, Shareholder- und Tax-Conversions vorgenommen. Diese haben hauptsächlich den Zweck, den bilanziell festgelegten NOPAT um die Aufwendungen und Erträge zu bereinigen, die den Anpassungen zur Bestimmung des NOA entsprechen.²²¹

Einige Beispiele:

- Falls Wertpapiere des Umlaufvermögens von der Bilanzsumme subtrahiert wurden, weil sie als nicht betriebsnotwendig angesehen wurden, so müssen mit den Wertpapieren einhergehende Aufwendungen und Erträge aus der Erfolgsrechnung getilgt werden. (Operating Conversion)²²²
- Falls Leasingverbindlichkeiten aktiviert wurden, so müssen auch die in den Leasingaufwendungen enthaltenen Zinsverbindlichkeiten vom NOPAT subtrahiert werden. Dies stellt sicher, dass der NOPAT vor Zinsaufwendungen berechnet wird. (Funding Conversion)²²³
- Falls Aufwendungen mit Investitionscharakter aktiviert wurden, so werden diese zuerst in ihrer ursprünglichen Höhe zum NOPAT addiert, um daraufhin die sich aus der Aktivierung ergebende jährliche Abschreibung als Aufwand vom NOPAT zu subtrahieren. (Shareholder Conversion)²²⁴ Am häufigsten tritt dieser Fall bei Aufwendungen für Forschung und Entwicklung auf. Somit werden diese nicht komplett im Jahr ihrer Entstehung als Aufwendungen erfasst, sondern aktiviert und über die Nutzungsdauer des später entstandenen Produkts abgeschrieben.²²⁵

Auf der Grundlage der neuen Darstellung des NOPAT muss ebenso eine entsprechende Bestimmung der Steuerlast geschehen. Insbesondere ist ein Augenmerk darauf zu legen, dass lediglich die Steuerlast abgezogen wird, die der operativen Tätigkeit vor Zinsbelastung zugeschrieben werden kann. Somit erfolgt die Ermittlung der Steuerbelastung unter der Annahme einer vollständigen Eigenkapitalfinanzierung. Aus diesem Grund wird in diesem Fall auch das Tax Shield

²²¹ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 65.

²²² vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 65.

²²³ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 65.

²²⁴ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 65.

²²⁵ vgl. Langguth (2015), S. 143.

nicht berücksichtigt. Um die angepasste Steuerlast zu bestimmen, kann ein Pauschalsteuersatz basierend auf Vergangenheitswerten genutzt werden.²²⁶

Tabelle 20: Beispielhafte Ableitung des NOPAT aus der Bilanz
Quelle: Wassermann (2011), S. 298

	Jahresüberschuss
+	Zuführungen zu passiven latenten Steuern
./.	Zuführungen zu aktiven latenten Steuern
+	Erhöhung der stillen Reserven im Vorratsvermögen
+	Abschreibungen auf den Goodwill
+	Zu aktivierende F&E-Aufwendungen
./.	Abschreibungen auf fiktiv aktivierte F&E-Ausgaben
./.	Erträge aus Wertpapieren des Umlaufvermögens
+	Aufwendungen für Wertpapiere des Umlaufvermögens
+	Fremdkapitalzinsen
+	Fiktive Steuern auf kapitalisierte Leasingaufwendungen (aus Operating Leasing)
./.	Steuervorteil aus Fremdkapitalzinsen
=	NOPAT

4.3.2 Fallbeispiel

Gegeben seien weiterhin die aus den vorherigen Beispielen bekannten Voraussetzungen.

Zunächst wird der NOPAT berechnet indem auf das Plan-EBIT der Jahre 1-3 jeweils eine Steuer i. H. v. 30% belastet wird. Daraufhin wird der NOA bestimmt. Dazu wird das zinstragende Kapital um das nicht zinstragende Kapital vermindert. Im Beispiel bedeutet das, dass Steuerrückstellungen, sonstige Rückstellungen, Verbindlichkeiten aus LuL und sonstige Verbindlichkeiten aufsummiert werden. Die Summe wird dann von der Fremdkapitalsumme aus der Bilanz abgezogen. Zum Ergebnis wird das Eigenkapital addiert. Somit ergibt sich das zinstragende Kapital, NOA. Darauf wird der NOA mit dem WACC multipliziert. Das Ergebnis der Multiplikation wird schlussendlich vom NOPAT subtrahiert und es ergibt sich der EVA.

²²⁶ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 65 f.

Selbstverständlich ist die Ermittlung des EVA auch über die vorhin vorgestellte zweite Formel möglich.

Von nun an läuft der Vorgang zur Ermittlung des Unternehmenswerts bzw. des MVAs ebenso wie bei den DCF-Methoden ab. Wichtig ist, den NOA zur Summe der EVAs zu addieren um den MVA zu erhalten.

Tabelle 21: Ermittlung der EVAs

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Heesen/Heesen (2021), S. 277

Ermittlung der periodischen Wertveränderungen (EVA - Economic Value Added)			
	T€	T€	T€
Perioden	1	2	3
Betriebsergebnis/EBIT	510	825	1.228
ab: Steuern auf das EBIT 30,0%	-153	-248	-368
Betriebsergebnis nach Steuern (NOPAT)	357	578	860
Kapital zu Periodenbeginn	10.946	9.279	8.737
ab/minus: nicht zinstragende kfr. Verbindlichkeiten	-3.877	-4.885	-5.228
Capital Employed (zinstragendes Kapital)	7.069	4.394	3.509
Betriebsergebnis nach Steuern (NOPAT)	357	578	860
ab/minus: Kapitalbelastung	-707	-439	-351
EVA - Economic Value Added	-350	138	509
ROCE	5,05%	13,14%	24,50%
WACC	10,00%	10,00%	10,00%
SPREAD	-4,95%	3,14%	14,50%
Capital Employed (zinstragendes Kapital)	7.069	4.394	3.509
EVA - Economic Value Added	-350	138	509
EVA kumuliert in Plan-Perioden	-350	-212	297

Tabelle 22: Ermittlung des MVA
Quelle: eigene Darstellung

Steuersatz	30%				
Kapitalkosten der unverschuldeten Unternehmung	10%				
Wachstumsrate ab Jahr 5	2%				
Angestrebter Fremdkapitalanteil	60,0%				
Kosten Fremdkapital	6,0%				
Leverage (FK / EK)	150,0%				
Kapitalkosten EK	16,0%				
WACC (ohne Tax Shield)	10,0%				
	Jahre				
Gesamtwert der EVAs	0	1	2	3	4
EVA		-350	138	509	860
Continuing Value (Fortführungswert)				10.750	
Diskontierungsfaktoren	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683
Diskontierte EVAs		-318	114	382	
Diskontierter CV				8.077	
Summe der EVAs und des CV	8.255				
+ NOA	7.069				
=Entity Value	15.324				
Equity-Value	6.130				

Grundsätzlich führt eine Unternehmensbewertung auf Basis des EVA-/MVA-Ansatzes zu einem identischen Ergebnis wie eine Bewertung auf Grundlage der DCF-Verfahren.²²⁷ Im vorliegenden Fall ist das offensichtlich nicht zutreffend. Nach dem Lücke-Theorem aus dem Jahr 1955 ist erwiesen, dass die Bewertung einer Investition auf Grundlage von Periodengewinnen zum identischen Ergebnis kommt wie eine Bewertung der Investition anhand von Periodencashflows. Entscheidend ist dabei aber die Betrachtung des gesamten Investitionszeitraumes, also im hiesigen Fall die Betrachtung der gesamten Lebensdauer des Unternehmens.²²⁸ Genau das geschieht im Fallbeispiel aber nicht, sondern es wird nur ein vergleichsweise kurzer Zeitraum betrachtet. Durch den negativen EVA in Jahr 1 gerät der EVA so weit ins Hintertreffen, dass er den „Rückstand“ auf die DCF-Methoden nicht mehr aufholen kann, wodurch sich ein um 324 T€ geringerer Unternehmenswert nach Diskontierung der EVAs ergibt. Hätte der EVA in Jahr 1 stattdessen einen Wert von 0, so wäre der Unternehmenswert mit 15.642 T€ nur noch um 6 T€ niedriger als bei den DCF-Verfahren. Diese Differenz ist durchaus auf Rundungsfehler zurückzuführen. Selbst wenn die Betrachtung nicht über die

²²⁷ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 66.

²²⁸ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 67.

gesamte Lebensdauer erfolgt, so gleichen sich EVA-/MVA-Ansatz und DCF-Verfahren zumindest immer weiter an, je länger der Betrachtungszeitraum ist.

Gesamtwert der EVAs	Jahre				
	0	1	2	3	4
EVA		0	138	509	860
Continuing Value (Fortführungswert)				10.750	
Diskontierungsfaktoren	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683
Diskontierte EVAs		0	114	382	
Diskontierter CV				8.077	
Summe der EVAs und des CV	8.573				
+ NOA	7.069				
=Entity Value	15.642				
Equity-Value	6.257				

5. Zusammenfassender Vergleich der Methoden

Mithilfe der Zukunftserfolgsverfahren, den DCF-Verfahren und dem Ertragswertverfahren, erfolgt die Ermittlung des Marktwerts eines Unternehmens als Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value) oder als Marktwert des Gesamtkapitals. Dies geschieht durch die Diskontierung zukünftiger Cashflows. Die Verfahren unterscheiden sich jedoch in Bezug auf den zu diskontierenden Cashflow und den Diskontierungssatz.²²⁹

Die unterschiedlichen Ansätze der DCF-Verfahren resultieren hauptsächlich aus einer divergierenden Behandlung des Tax Shield, während die Unterschiede zwischen Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren in verschiedenen Betrachtungsweisen begründet sind. Das Ertragswertverfahren vollzieht einen subjektiven Alternativenvergleich durch Diskontierung mit einer individuellen Alternativrendite. Dahingegen richten sich die DCF-Verfahren wie auch der EVA-Ansatz beim Alternativenvergleich nach dem Kapitalmarkt, insbesondere nach den Renditeforderungen der dort handelnden Investoren. Daraus folgt, dass bei der Ertragswertmethode der Unsicherheit der zukünftigen Cashflows durch subjektive

²²⁹ vgl. Seppelfricke (2012), S. 35.

Risikozuschläge bzw. durch subjektive Sicherheitsäquivalente Rechnung getragen wird. Die DCF-Verfahren und der EVA-Ansatz nutzen hingegen Risikozuschläge, die sich auf Basis kapitalmarkttheoretischer Modelle ableiten lassen. Allerdings erfassen sie nur das systematische Risiko. Durch Portfoliobildung vermeidbare Risiken werden hingegen nicht berücksichtigt und bewertet.²³⁰

Einerseits wird die auf Kapitalmarktdaten beruhende, objektive und nachvollziehbare Berechnung des Diskontierungssatzes gelobt, andererseits herrscht auch Kritik an der Ermittlung. So stellt sich bspw. die Ermittlung der Eigenkapitalkosten für nicht börsennotierte Unternehmen als schwierig dar, da die Beta-Faktoren nur für börsennotierte Unternehmen bestehen. In der Praxis wird dieses Problem durch Verwendung von Ersatz-Betas von börsenorientierten Unternehmen gelöst. Hier sind Branchen-Betas, Beta-Faktoren von Peer Groups oder der Beta-Faktor eines einzelnen Vergleichsunternehmens (Pure Play) denkbar. Es ist jedoch fraglich, inwieweit die Ersatz-Betas die wirklichen Gegebenheiten des zu bewertenden Unternehmens spiegeln. Dieses Procedere fußt auf der Annahme, dass ähnlich strukturierte Unternehmen auch eine vergleichbare Risikostruktur an den Tag legen und somit der Beta-Faktor auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden kann.²³¹

Ein weiterer Schwachpunkt an der Verwendung des CAPM, sind die vereinzelt sehr realitätsfremden Annahmen des CAPM. Einerseits geht das CAPM von einem vollkommenen Kapitalmarkt aus, andererseits nimmt es nur einen einperiodigen Planungszeitraum an. Zudem ist die Verwendung von historischen Daten zur Bestimmung der Marktrisikoprämie und zur Ableitung des Beta-Faktors konträr zur zukunftsorientierten Unternehmensbewertung.²³²

Eine Schwäche des EVA-Ansatzes ist die Verwendung von historischen buchhalterischen Daten als Grundlage für Entscheidungen.²³³ Dadurch fehlt dem EVA-Ansatz die Zukunftsorientierung. Verstärkt wird diese Beobachtung durch den Fakt, dass es sich beim EVA um eine periodische Residualgewinngröße

²³⁰ vgl. Seppelfricke (2012), S. 35.

²³¹ vgl. Langguth (2015), S. 86.

²³² vgl. Langguth (2015), S. 86.

²³³ vgl. Wassermann (2011), S. 301.

handelt. Der Zukunftsbezug kann aber hergestellt werden, indem der EVA ebenfalls auf Basis von zukünftigen Plandaten bestimmt wird. Des Weiteren trägt der MVA seinen Teil zum Zukunftsbezug bei, indem er zukünftige EVAs abzinst.²³⁴ Gegenteilig könnte aber auch argumentiert werden, dass es problematisch ist, dass sich die DCF-Methoden auf die komplette Lebensdauer (Totalperiode) eines Unternehmens beziehen, da es dadurch erschwert wird die laufende, periodenbezogene Kontrolle von möglichen Wertsteigerungspotenzialen durchzuführen. Es erscheint jedoch sinnvoll, ein Mess- und Steuergerät zur Verfügung zu haben, welches permanent und bezogen auf einzelne Perioden, Veränderungen des Unternehmenswerts feststellen kann.²³⁵

Eine weitere Problematik beim EVA-Ansatz stellt die Vielzahl der möglichen Conversions dar. Sie besteht darin, dass es keine allgemeinen Vorschriften gibt, um die bilanzielle Sichtweise in eine stärker ökonomisch ausgerichtete Sichtweise zu überführen. Stattdessen wird der EVA unternehmensindividuell bestimmt. Dies führt nicht nur zu einer mangelnden Vergleichbarkeit von Unternehmen, sondern birgt auch die Gefahr von Manipulationen des Wertes durch Neueinführung von Anpassungen oder das Weglassen von bisher vorgenommenen Anpassungen. Außerdem steigt zwar mit einer zunehmenden Zahl an Anpassungen auch die Aussagekraft des EVA, allerdings geht damit auch ein stetig ansteigender Schwierigkeitsgrad einher, wodurch die Ermittlung erschwert wird und die Nachvollziehbarkeit der Berechnung abnimmt.²³⁶

Der große Nachteil des Ertragswertverfahrens besteht in der Diskontierung von Gewinnen anstelle von Cashflows. Einerseits können einige Bestandteile des Gewinns in der betrachteten Periode nicht zahlungswirksam sein und andererseits kann es zu einer doppelten Zählung kommen, wenn zahlungswirksame Gewinne wieder investiert werden und so Investitionen und deren Rentabilität als Erträge ausgewiesen werden.²³⁷

Der häufig in der Literatur zur lesenden Gleichsetzung von FTE-Verfahren und

²³⁴ vgl. Hölscher (2021), S. 59.

²³⁵ vgl. Coenenberg/Salfeld/Schultze (2015), S. 860.

²³⁶ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 81.

²³⁷ vgl. Bergau (2020), S. 76.

Ertragswertverfahren^{238 239} wird in dieser Arbeit nicht gefolgt, denn das Ertragswertverfahren arbeitet mit subjektiven Entscheidungswerten. Das bedeutet, dass individuelle Alternativzinsen sowie individuelle Strategien abgebildet werden. Somit ist das Ertragswertverfahren auf die Ermittlung von Entscheidungswerten ausgelegt, während die DCF-Verfahren marktnah bewerten.²⁴⁰ Es sei erwähnt, dass FTE-Verfahren und Ertragswertverfahren zum selben Ergebnis führen können, aber nur wenn die Ableitung der Eigenkapitalkosten bei der Ertragswertmethode durch kapitalmarkttheoretische Modelle (CAPM) geschieht und das Bewertungsergebnis dadurch objektiviert wird.²⁴¹

Die Ermittlung des Unternehmenswerts über die DCF-Verfahren lässt sich über unterschiedliche Wege bestreiten. So berechnet das FTE-Verfahren unmittelbar den Marktwert des Eigenkapitals, während FCF- und TCF-Ansatz zunächst den Wert des Gesamtunternehmens bestimmen, bevor durch Subtraktion des Marktwerts des Fremdkapitals vom Gesamtunternehmenswert der Wert des Eigenkapitals ermittelt wird. Der FCF- und der TCF-Ansatz nutzen bei der Bestimmung des Unternehmenswerts einen gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz, weshalb sie auch als WACC-Verfahren bezeichnet werden. Sie unterscheiden sich jedoch in der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen, dem sog. Tax Shield. Der FCF-Ansatz berücksichtigt das Tax Shield durch einen angepassten Fremdkapitalkostensatz im WACC. Das TCF-Verfahren hingegen schließt die erwartete Steuerersparnis explizit in den Cashflows ein. Das APV-Verfahren betrachtet den Unternehmenswert isoliert als Summe des Marktwerts des fiktiv als unverschuldet angenommenen Unternehmens und des Tax Shields. Hier wird ebenso wie beim FTE-Verfahren kein gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz benötigt.²⁴² Dies ist aber gleichzeitig auch ein Problem des APV-Ansatzes, denn der Diskontierungszinssatz (Kapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens) ist nicht beobachtbar. Stattdessen müssen die Kapitalkosten modellmäßig rekonstruiert werden. Ein tieferer Einstieg in die Materie würde den

²³⁸ vgl. Drukarczyk/Schüler (2021), S. 237 ff.

²³⁹ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 10.

²⁴⁰ vgl. Seppelfricke (2020), S. 51.

²⁴¹ vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2018), S. 10.

²⁴² vgl. Diedrich/Dierkes (2015), S. 147.

hiesigen Rahmen sprengen. Entscheidend ist aber, dass ihre Schätzung von großer Bedeutung ist, da der Basiswert des rein eigenfinanzierten Unternehmens im Normalfall den größten Teil des Unternehmens Gesamtwerts ausmacht.²⁴³

Ein großes Problem aller Methoden ist die Manipulationsanfälligkeit im Hinblick auf die Annahme des Cashflows, der dann als konstanter Cashflow für die Berechnung des Continuing Values verwendet wird. Bereits geringste Änderungen führen zu erheblichen Veränderungen des Unternehmenswerts. Diese Problematik kann zu erheblichen Über- oder Unterbewertungen führen.²⁴⁴ Eine weitere Schwäche der Ansätze ist, dass der als Continuing Value bezeichnete Barwert der Cashflows in der ferneren Phase den größten Teil des Unternehmens Gesamtwerts ausmacht. Das bedeutet, dass die in weiter Zukunft liegenden Cashflows, die mit deutlich mehr Unsicherheit behaftet sind als die mit höherer Prognosesicherheit geplanten Cashflows des Detailplanungszeitraums, einen deutlich höheren Stellenwert einnehmen und häufig zwischen 60% und 80% des Gesamtunternehmenswertes darstellen.²⁴⁵ Dies führt direkt zu einem weiteren Mangel aller Methoden. Die Unsicherheit bei der Schätzung der zukünftigen Größen. Bereits die Vorhersage von Ergebnissen bzw. Cashflows im ersten Jahr ist mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet.²⁴⁶ Daher ist für eine fundierte Unternehmensbewertung nicht nur methodisches Fachwissen vonnöten, sondern auch Branchen- und Unternehmenskenntnisse, um die Zukunftsaussichten halbwegs realistisch beurteilen zu können.²⁴⁷ Eine bedeutende Schwierigkeit der DCF-Methoden stellen die verschiedenen bereits erörterten Zirkularitätsprobleme dar. Diese können jedoch durch Iterationen oder Festlegung einer Zielkapitalstruktur umgangen werden. Bei autonomer Finanzierungspolitik führt der APV-Ansatz ohne Zirkularität zum Ziel. Der FCF-Ansatz schafft dasselbe bei einer atmenden bzw. wertabhängigen Finanzierungsstrategie, allerdings nur bei Vorgabe des Verschuldungsgrads.²⁴⁸ Dem gegenüber steht allerdings die Einfachheit des Ansatzes zur Unternehmensbewertung sowie die starke Zukunftsorientierung.²⁴⁹

²⁴³ vgl. Ballwieser/Hachmeister (2021), S. 185.

²⁴⁴ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 70.

²⁴⁵ vgl. Langguth (2015), S. 85 f.

²⁴⁶ vgl. Mondello (2022), S. 1100.

²⁴⁷ vgl. Seppelfricke (2020), S. 53.

²⁴⁸ vgl. Diedrich/Dierkes (2015), S. 148 f.

²⁴⁹ vgl. Stiefl/Westerholt (2008), S. 69 f.

Diese Simplizität trägt dazu bei, dass bei erwarteten Veränderungen der Cashflows z.B. aus Synergien oder der Veränderung der Kapitalstruktur sofort reagiert werden kann und das Modell angepasst werden kann. Dasselbe gilt für den Fall möglicher Änderungen im DD-Prozess.²⁵⁰ FCF-Ansatz und TCF-Ansatz einigt die Schwierigkeit der nötigen Konstanz der Kapitalstruktur, solange der WACC als dauerhaft angenommen wird. Dies erfordert eine bestimmte Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik. So müssen sämtliche Investitionen unternehmenswertproportional finanziert werden.²⁵¹ Generell stellt sich der TCF-Ansatz inkonsequent dar, denn er nimmt zum einen ein rein eigenfinanziertes Unternehmen an, indem er Cashflows vor Finanzierung berücksichtigt. Zum anderen wird zu den Cashflows der Tax Shield addiert, um zum TCF zu kommen. Somit wird die Annahme der reinen Eigenfinanzierung nicht nur im Zähler, sondern auch im Nenner mit Verschuldungsannahmen vermischt.²⁵² Anders als FCF- und TCF-Ansatz diskontiert der FTE-Ansatz nicht mit gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten. Das macht ihn frei vom Problem der Konstanz bzw. Aufrechterhaltung der Kapitalstruktur im Verlauf der Zeit.²⁵³

²⁵⁰ vgl. Mondello (2022), S. 1100.

²⁵¹ vgl. weiterhin Ballwieser/Hachmeister (2021), S. 206.

²⁵² vgl. Ballwieser/Hachmeister (2021), S. 228.

²⁵³ vgl. Ballwieser/Hachmeister (2021), S. 236.

Tabelle 23: Unterschiede und Gemeinsamkeiten von Entity- und Equity-Verfahren
Quelle: Seppelfricke (2020), S. 52

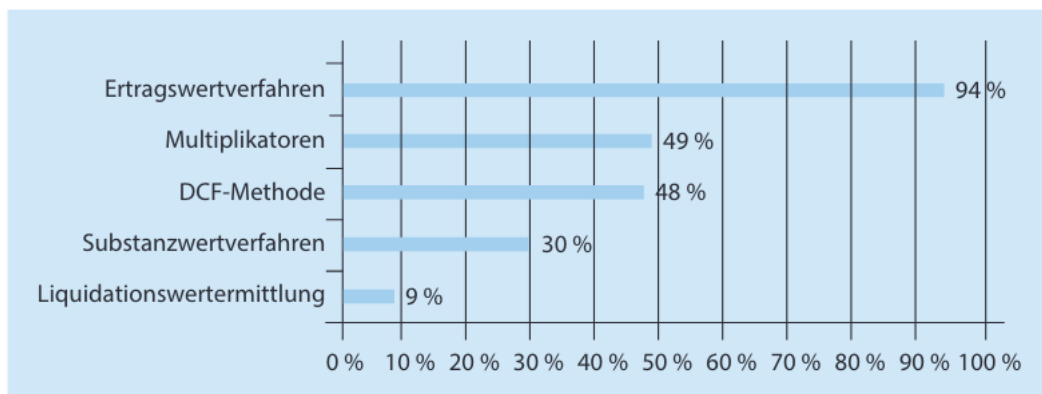
Verfahren	Entity-Verfahren			Equity-Verfahren	
	WACC	Total Cashflow	Adjusted Present Value	Flow to Equity	Ertragswert
Cash-flow-Definition	Free Cashflow • vor Zinsen • bei (fiktiver) vollständiger Eigenfinanzierung	Free Cashflow • vor Zinsen • bei tatsächlicher Kapitalstruktur	Free Cashflow • vor Zinsen • bei (fiktiver) vollständiger Eigenfinanzierung	Free Cashflow • nach Zinsen	»Ertragsüberschuss« • nach Zinsen a) subjektiv b) objektiv
Abbildung Tax Shield	Kapitalkosten	Free Cashflow	Barwert Tax Shield	Free Cashflow	Ertragsüberschuss
Diskontierungssatz	steuerangepasster Mischzinsfuß (WACC) aus • Eigenkapitalkosten für das verschuldete Unternehmen • Fremdkapitalkosten (inkl. Tax Shield)	gewogene Kapitalkosten aus • Eigenkapitalkosten für das verschuldete Unternehmen und • Fremdkapitalkosten (excl. Tax Shield)	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das unverschuldete Unternehmen am Kapitalmarkt	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen am Kapitalmarkt	a) individuelle Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen b) objektiver landesüblicher Zins
Ermittlung Shareholder Value	zweistufig: Marktwert des GK – Marktwert verzins. FK = Shareholder Value	zweistufig: Marktwert des GK – Marktwert verzins. FK = Shareholder Value	mehrstufig: Marktwert des GK (unverschuldet) + Barwert Tax Shield – Marktwert verzins. FK = Shareholder Value	einstufig: Marktwert des Eigenkapitals = Shareholder Value	einstufig: Marktwert des Eigenkapitals = Shareholder Value

6. Fazit

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass es nicht die eine Bewertungsmethode gibt. Vielmehr ist es sinnvoll mehrere Methoden bzw. Verfahren anzuwenden um einen umfassenden Überblick sowie einen Konsens zu erhalten und sich nicht nur auf eine Methode verlassen zu müssen. Welche Verfahren dies im Speziellen sind, hängt vom jeweiligen Bewertungsanlass und -objekt ab. Es macht

auch Sinn je Methode verschiedene Szenarien durchzuspielen, z.B. worst case, normal und best case. Weltweit dominiert klar das DCF-Verfahren, welches in circa 95% der Fälle zum Einsatz kommt. In Deutschland allerdings ist die Lage aufgrund des IDW S1 und den sich daran orientierenden Wirtschaftsprüfern bedeutend anders.

*Tabelle 24: Anwendungshäufigkeit der Verfahren zur Unternehmensbewertung in Deutschland
Quelle: Thommen u.a. (2020), S. 414*



Die Grafik zeigt, dass in Deutschland die Ertragswertmethode immer noch deutlich vor den DCF-Verfahren liegt. Es ist jedoch davon auszugehen, dass sich die hohe Diskrepanz zwischen beiden Verfahren in Zukunft mehr und mehr zu Gunsten der DCF-Methode legt. Das ist u.a. in der Kapitalmarktorientierung der Investoren in den USA und der unaufhaltsam voranschreitenden Internationalisierung und Globalisierung begründet. Die zweitplatzierte Multiplikatorenmethode kann ohne Weiteres entweder als Alternative oder als Überprüfung und Erweiterung des DCF-Modells oder des Ertragswertverfahrens eingesetzt werden. Sie besticht durch seine Einfachheit in der Anwendung.

Die Entity-Ansätze sind vor allem äußerst nützlich, wenn es darum geht einen Konzern als Summe der Werte seiner einzelnen Geschäftsbereiche zu bewerten, losgelöst von Cashflows der Finanzierungsebene, da für die unterschiedlichen Geschäftsbereiche meist nur operative Ergebnisse verfügbar sind und eine Zuordnung von Konzerneigen- und Konzernfremdkapital zu den einzelnen Bereichen nur schwerlich möglich ist. Deshalb fällt eine Prognose der FTEs in einem solchen Zusammenhang meist äußerst schwer bzw. ist fast unmöglich. Deshalb ist bei der Bewertung von größeren, börsennotierten Unternehmen und bei Börsengängen das Entity-Verfahren das Mittel der Wahl. Allerdings muss erwähnt

werden, dass der TCF-Ansatz in der Praxis keine nennenswerte Rolle spielt, weshalb sich die Bewertung auf den FCF-Ansatz oder den APV-Ansatz, je nach Finanzierungsform, fokussiert. Generell gilt für den FCF-Ansatz, dass er bei konstanten Kapitalkosten eine gleichbleibende Kapitalstruktur voraussetzt. Aus diesem Grund ist er besonders für die Bewertung von stabilen und etablierten Unternehmen, die wenigen Schwankungen unterliegen und in der Regel Gewinne einfahren, geeignet. Probleme bereitet allen DCF-Ansätzen jedoch die Bewertung von Start-Ups bzw. Wachstumsunternehmen, da diese Unternehmen am Beginn ihres Lebenszyklus stehen und sich ihre Kapitalkosten noch erheblich verändern werden.

Auch der EVA-Ansatz eignet sich gut für große, anlagenintensive Unternehmen als Bewertungsmethode. Das liegt an einem stabilen NOA der Unternehmen, der sich zumeist nur in einem gewissen Korridor bewegt. Bei kleinen Unternehmen mit geringerem Vermögen fallen etwaige Schwankungen stärker ins Gewicht. Dadurch wird die Aussagekraft bei kleinen bzw. jungen Unternehmen deutlich eingeschränkt.

Der Equity-Ansatz hingegen benötigt explizit eine Prognose der Finanzierungscashflows des Unternehmens. Jedoch ist diese Schätzung in den meisten Fällen zu ungenau, so dass der Ansatz bei Banken und Wirtschaftsprüfern wenig bis gar nicht angewendet wird. Allerdings muss beim FTE-Ansatz keine Gewichtung verschiedener Kapitalkosten vorgenommen werden und es können leichter Verlustvorträge berücksichtigt werden. Deshalb eignet sich der FTE-Ansatz für kleinere Unternehmen mit einer gleichbleibenden Geschäftstätigkeit.²⁵⁴

Das Ertragswertverfahren wiederum lässt sich am besten für die subjektive und individuelle Bewertung von Akquisitionsobjekten verwenden, denn es neigt aufgrund der subjektiven Perspektive zur Unter- (Kauf) bzw. zur Überbewertung (Verkauf). Aus diesem Grund sind die Diskontierungssätze meist höher (Kauf) bzw. niedriger (Verkauf) als bei den objektivierten DCF-Verfahren, die marknäher bewerten.

²⁵⁴ vgl. Seppelfricke (2020), S. 51.

Literaturverzeichnis

Ballwieser, Wolfgang / Hachmeister, Dirk (2021): Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, Schäffer-Poeschel 2021.

Balz, Ulrich / Arlinghaus, Olaf (2009): Praxisbuch Mergers & Acquisitions: Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration, 1. Auflage. Aufl., München: Mi-Wirtschaftsbuch 2009.

Bäzner, Bernd / Bartels, Eric / Bindl, Christian / Bergmann, Helmut / Brügger, Clemens / Bühler, Stephan (2012): Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration, 5., überarbeitete und erweiterte Auflage. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag 2012.

Becker, Hans Paul (2008): Investition und Finanzierung: Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft, 2., aktualisierte Aufl. Aufl., Wiesbaden: Gabler / GWV Fachverlage, Wiesbaden 2008.

Berens, Wolfgang / Brauner, Hans U. / Knauer, Thorsten (2019): Due Dilligence bei Unternehmensakquisitionen, 8., überarbeitete Auflage. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag 2019.

Bergau, Tosten (2020): Praxishandbuch unternehmenskauf: recht, steuern, finanzanzen, bewertung, prozess, 2. Aufl., Boston: De Gruyter 2020.

Bösch, Martin (2016): Finanzwirtschaft: Investition, Finanzierung, Finanzmärkte und Steuerung, Verlag Franz Vahlen GmbH 2016.

Coenenberg, Adolf Gerhard / Fischer, Thomas M. / Günther, Thomas (2016): Kostenrechnung und Kostenanalyse, 9., überarbeitete Auflage. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag 2016.

Coenenberg, Adolf Gerhard / Salfeld, Rainer / Schultze, Wolfgang (2015): Wertorientierte Unternehmensführung: vom Strategieentwurf zur Implementierung, 3., überarbeitete Auflage. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag 2015.

Crasselt, Nils / Lukas, Elmar / Mölls, Sascha H. (2018): Handbuch kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung: Grundlagen, Methoden, Regulierung und Branchentrends, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag 2018.

Dashboard Deutschland (2023): Umlaufrenditen Staats- und Unternehmensanleihen, Online im Internet: https://www.dashboard-deutschland.de/indicator/data_staats_und_unt_anleihen.

Diedrich, Ralf / Dierkes, Stefan (2015): Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung, 1. Aufl. Aufl., Stuttgart: Kohlhammer Verlag 2015.

Dörner, Achim / Kaiser, Thomas (2022): Steuerliche Unternehmensbewertung: mit Übersichten und Beispielen, Berlin: Erich Schmidt Verlag 2022.

Drukarczyk, Jochen / Schüler, Andreas (2021): Unternehmensbewertung, 8., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage. Aufl., München: Verlag Franz Vahlen 2021.

Ernst, Dietmar / Schneider, Sonja / Thielen, Bjoern (2018): Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen: ein Praxisleitfaden, 6., überarbeitete Auflage. Aufl., München: Vahlen Franz Vahler 2018.

Fleischer, Holger / Hüttemann, Rainer (Hrsg.) (2015): Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt 2015.

Freidank, Carl-Christian (2022): Unternehmensbewertung und Due Diligence: Grundlagen - Methoden - Anwendungen, Berlin: Erich Schmidt Verlag 2022.

Heesen, Bernd / Heesen, Michelle (2021): Basiswissen Unternehmensbewertung: Schneller Einstieg in die Wertermittlung, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden 2021.

Hölscher, Marius (2021): Künstliche neuronale Netze als Instrument der Werttreiberanalyse im Kontext der wertorientierten Unternehmenssteuerung am Beispiel des EVA, Wiesbaden [Heidelberg]: Springer Gabler 2021.

Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2008): IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen: IDW S 1 i.d.F. 2008, Düsseldorf: IDW-Verl 2008.

Joos-Sachse, Thomas (2014): Controlling, Kostenrechnung und Kostenmanagement: Grundlagen - Anwendungen - Instrumente, 5. Aufl. 2014. Aufl., Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden 2014.

Kann, Jürgen van / Dallmann, Michael / Fischer, Marc-Uwe / Fries, Svenja / Keilweit, Anjela (2017): Praxishandbuch Unternehmenskauf: Leitfaden Mergers & Acquisitions, 2., aktualisierte und erweiterte Auflage. Aufl., Stuttgart [Freiburg]: Schäffer-Poeschel Verlag 2017.

KPMG (2023a): 2021 was a blowout year for M&A - 2022 could be even bigger, Online im Internet: <https://kpmg.com/dp/en/home/insights/2021/12/blowout-year-global-ma.html>.

KPMG (2023b): Kapitalkostenstudie 2022, Online im Internet: <https://kpmg.com/de/de/home/themen/2022/10/kapitalkostenstudie-2022.html#:~:text=Nachdem%20die%20durchschnittlichen%20gewichteten%20Kapitalkosten,Anstieg%20auf%206%2C8%20Prozent.,Aufruf:23.05.2023>.

Kruschwitz, Lutz / Löffler, Andreas / Essler, Wolfgang (2011): Unternehmensbewertung für die Praxis: Fragen und Antworten, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft Steuern Recht 2011.

Kuhner, Christoph / Maltry, Helmut (2017): Unternehmensbewertung, Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg 2017.

Langguth, Heike (2015): Kapitalmarktorientiertes Wertmanagement: Unternehmensbewertung, Unternehmenssteuerung und Berichterstattung, München: Verlag Franz Vahlen 2015.

Meynerts-Stiller, Kirsten / Rohloff, Christoph (2022): Post Merger Management: M&A-Integrationen erfolgreich planen und gestalten, 2. Auflage. Aufl., Stuttgart [Freiburg]: Schäffer-Poeschel Verlag 2022.

- Mondello, Enzo (2022):** Corporate Finance: Theorie und Anwendungsbeispiele, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden 2022.
- Obermeier, Thomas / Gasper, Richard (2009):** Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung, Berlin: Oldenbourg Wissenschaftsverlag 2009.
- Schalast, Christoph / Raettig, Lutz (2019):** Grundlagen des M&A-Geschäftes: Strategie - Recht - Steuern, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden 2019.
- Schmeisser, Wilhelm (2008):** Einführung in die Unternehmensbewertung, 1. Aufl. Aufl., München Mering: Hampp 2008.
- Schmidlin, Nicolas (2020):** Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse: praxisnahe Einführung mit zahlreichen Fallbeispielen börsennotierter Unternehmen, 3. Auflage. Aufl., München: Verlag Franz Vahlen 2020.
- Seppelfricke, Peter (2012):** Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung: Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose, 4., überarb. Aufl. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel 2012.
- Seppelfricke, Peter (2020):** Unternehmensbewertungen: Methoden, Übersichten und Fakten für Praktiker, 1. Auflage. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag 2020.
- Stiefl, Jürgen / Westerholt, Kolja von (2008):** Wertorientiertes Management: wie der Unternehmenswert gesteigert werden kann ; mit Fallstudien und Lösungen, 1. Aufl. Aufl., München Wien: Oldenbourg 2008.
- Stier, Carolin (2017):** Risikomanagement und wertorientierte Unternehmensführung, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden 2017.
- Thommen, Jean-Paul / Achleitner, Ann-Kristin / Gilbert, Dirk Ulrich / Hachmeister, Dirk / Jarchow, Svenja / Kaiser, Gernot (2020):** Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. Hauptband: Umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht / Jean-Paul Thommen, Ann-Kristin Achleitner, Dirk Ulrich Gilbert, Dirk Hachmeister, Svenja Jarchow, Gernot Kaiser, 9., vollständig überarbeitete Auflage. Aufl., Wiesbaden: Springer Gabler 2020.
- Wassermann, Holger (2011):** Kapitalmarktorientierung in Accounting und Controlling, Wiesbaden: Gabler Verlag / Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, Wiesbaden 2011.
- Wiltinger, Kai / Heupel, Thomas / Deimel, Klaus (2022):** Controlling, 2., vollständig überarbeitete Auflage. Aufl., München: Verlag Franz Vahlen 2022.
- Witt, Alexander (2019):** Mergers & Acquisitions von börsennotierten Unternehmen in Deutschland: Akquisitionsmotive und Integration in das Käuferunternehmen, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden 2019.
- Wöltje, Jörg (2021):** Schnelleinstieg Unternehmensbewertung und Finanzkennzahlen, 1. Auflage. Aufl., Freiburg München Stuttgart: Haufe Group 2021.