

Unternehmensbewertung und Due Diligence

Grundlagen – Methoden – Anwendungen

Von

Prof. Dr. Dr. Carl-Christian Freidank

ERICH SCHMIDT VERLAG

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Weitere Informationen zu diesem Titel finden Sie im Internet unter ESV.info/978-3-503-20063-4

Gedrucktes Werk: ISBN 978-3-503-20063-4

eBook: ISBN 978-3-503-20064-1

Alle Rechte vorbehalten

© Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG, Berlin 2022

www.ESV.info

Satz: L 101 Agentur für Mediengestaltung und -produktion, Fürstenwalde

Druck: Difo-Druck, Untersiemau

Vorwort

Das Lehr- und Handbuch wurde für **Studierende** und **Dozenten** der Fächer Betriebs- und Volkswirtschaftslehre sowie Rechtswissenschaft an Universitäten, Fachhochschulen und Wirtschafts- und Verwaltungsakademien geschrieben, die an einer **grundlegenden, anwendungsorientierten Einführung** in die Unternehmensbewertung und Due Diligence interessiert sind. Die Inhalte des Lehrbuchs decken den Lehrstoff der entsprechenden Module der jeweiligen **Bachelor- und Masterstudiengänge** sowie **berufsbezogener Prüfungsordnungen** ab. Darüber hinaus richtet sich die Abhandlung auch an Vorstände, Geschäftsführer, Unternehmens-eigner, Aktionäre, Wirtschaftsprüfer, Steuer- und Unternehmensberater, Analysten, Aufsichts- und Beiräte sowie Führungskräfte aus den Bereichen Controlling, Investor Relations, Rechnungswesen und Rechnungslegung, die sich mit Fragen der Unternehmensbewertung und Due Diligence in ihrer täglichen Arbeit beschäftigen und eine **praxisorientierte Einführung** in die genannten Fachgebiete wünschen oder ihre **Kenntnisse auffrischen bzw. vertiefen** wollen. Ferner bieten die erläuternden Beispiele und Fallstudien vielfältige Anhaltspunkte und Vorlagen für die **Durchführung von Unternehmensbewertung** zu unterschiedlichen Anlässen und die **Steuerung von Akquisitionsprozessen** im Rahmen der Due Diligence.

Die Fachgebiete der Unternehmensbewertung und der Due Diligence haben sich zwischenzeitlich auf allen Wissenschafts- und Praxisebenen der **Betriebswirtschaftslehre** etabliert. Somit besteht ein **einheitliches Meinungsbild** über die Begriffe, die Funktionen und die Instrumente der beiden Disziplinen. Darüber hinaus wurden Ansätze für eine **theoretische Fundierung** entwickelt, womit als Folge dieser wissenschaftlichen Positionierung einerseits durchaus **trennscharfe Konzepte** zu anderen betriebswirtschaftlichen Fachgebieten vorliegen. Andererseits müssen Unternehmensbewertung und Due Diligence zur Erfüllung ihrer Aufgaben die gesamte Wirkungsbreite der Betriebswirtschaftslehre und darüber hinaus auch Erkenntnisse der Wissenschaftsgebiete des Rechts, der Mathematik und der Wirtschaftsinformatik nutzen. Aufgrund dieses **interdisziplinären Ansatzes** und der damit verbundenen Komplexität und Kompliziertheit wird vor allem die Unternehmensbewertung im Rahmen der Wirtschaftsprüfung auch häufig als **Königsdisziplin** bezeichnet.

Die Inhalte des vorliegenden Buchs, das in **drei Teile** untergliedert ist, sind Ausflüsse der langjährigen Tätigkeiten des Verfassers als Universitätsprofessor, Buch- und Zeitschriftenautor, Prüfer im Wirtschaftsprüferexamen, Vortragsredner, Veranstalter und Dozent von Praxisseminaren, Gutachter sowie Steuer- sowie Unternehmensberater. Im Rahmen des **ersten, einführenden Teils** werden wichtige Begriffe geklärt, das Konzept der Abhandlung vorgestellt und die Verbindung von Unternehmensbewertung sowie Due Diligence erläutert. Der **zweite Teil** setzt sich sodann detailliert mit der Unternehmensbewertung aus **theoretischer, funktio-neller, organisatorischer und methodologischer Sicht** auseinander. Zudem wird auf ausgewählte **Anlässe** eingegangen, die im Rahmen der Unternehmensbewer-

tung eine zentrale Bedeutung spielen. Die Ausführungen im zweiten Teil werden durch eine Vielzahl von **Beispielen** und **Fallstudien** verdeutlicht, die zum einen die Anwendung der Unternehmensbewertung in der betrieblichen Praxis aufzeigen sollen und zum anderen dem Leser **fundierte Lösungsmöglichkeiten** bei unterschiedlichen Problemstellungen bieten. Im **dritten Teil** steht das Fachgebiet der Due Diligence im Mittelpunkt der Betrachtung. Nach grundlegenden Ausführungen zu notwendigen Informationen, der Organisation und den traditionellen Formen wird das neue Konzept der **Synergetic Due Diligence** vorgestellt, das zur Steuerung von Unternehmensakquisitionen in allen Phasen des Transaktionsprozess eingesetzt werden kann. Abschließend werden qualitative Bewertungskonzepte der Due Diligence entwickelt, durch deren Einsatz es möglich wird, die **Corporate Governance** börsennotierter Aktiengesellschaften zu bewerten.

Der Verfasser dankt Frau Claudia Splittgerber, Frau Ulrike Weiss und Frau Astrid Treusch vom Erich Schmidt Verlag, Berlin, für die außerordentlich gute Zusammenarbeit bei der Herstellung und Veröffentlichung des Buchs.

Hamburg, im Februar 2022

Carl-Christian Freidank

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Abbildungsverzeichnis	XV
Tabellenverzeichnis	XVII
Abkürzungsverzeichnis	XIX
Symbolverzeichnis	XXIII
Erster Teil: Einführung und Begriffsklärung	1
I. Beziehungen zwischen Unternehmensbewertung und Due Diligence ..	1
II. Objekte und Funktionen der Unternehmensbewertung	4
III. Zentrale Methoden der Unternehmensbewertung im Überblick	7
IV. Zusammenfassung	8
Zweiter Teil: Unternehmensbewertung	11
I. Entwicklungslinien und Konzeptionen	11
A. Objektive, subjektive und funktionale Werttheorie	11
B. Entscheidungsunterstützung	13
II. Mögliche Anlässe einer Unternehmensbewertung	15
III. Aufbau und Ablauf einer Unternehmensbewertung	16
A. Grundlegendes	16
B. Unternehmen als Bewertungsobjekte	17
C. Zeitpunkt und Vorgehensweise	25
D. Notwendige Informationen	26
E. Berichterstattung	31
F. Besonderheiten im Rahmen der controllingorientierten Unternehmensbewertung	31
IV. Relevante Wertkategorien	35
A. Einzel- und Gesamtwerte	35
B. Börsen- und Marktwert	38
C. Liquidationswert	41
D. Reproduktionswert	44
E. Ertragswert	49
F. Auf dem Cashflow basierende Werte	50
G. Goodwill	51
H. Zusammenfassung	53

V.	Zentrale Methoden der Unternehmensbewertung	54
A.	Ertragswertmethode	54
B.	Discounted-Cashflow-Methoden	95
C.	Ermittlung des Liquidationswerts	126
D.	Kombinationsverfahren	133
E.	Zusammenfassung	143
VI.	Ausgewählte Anlässe der Unternehmensbewertung	144
A.	Aktien- und umwandlungsrechtliche Umstrukturierungen	144
B.	Unternehmensbewertung zum Zwecke der Berechnung des Zugewinnausgleichs	154
C.	Unternehmensbewertung im Rahmen der Rechnungslegung	163
D.	Steuerliche Auswirkungen von Unternehmensbewertungen beim Gesellschafterein- und -austritt	170
E.	Unternehmensbewertung zur Entscheidung von Fortführung oder Liquidation im Rahmen des Schutzschirmverfahrens	188
VII.	Einfluss der Unternehmensbewertung auf die Steuerbilanzplanung	207
A.	Grundlagen der Steuerplanung	207
B.	Steuerbilanzplanung	208
	Dritter Teil: Due Diligence	227
I.	Begriff, Informationen, Organisation	227
II.	Traditionelle Formen der Due Diligence	230
III.	Due Diligence und Sanierungsprüfung	232
A.	Grundlegendes	232
B.	Prüfung der Zahlungsunfähigkeit und der Überschuldung	233
IV.	Aufbau und Einsatz einer Synergetic Due Diligence	237
A.	Grundlegendes	237
B.	Synergieeffekte und Synergiepotenziale	238
C.	Wertuntersuchungsphase	241
D.	Wertbestimmungsphase	246
E.	Wertrealisierungs- und Wertsteigerungsphase	251
F.	Zusammenfassung	260
V.	Corporate Governance als Untersuchungsobjekt der Due Diligence ...	261
A.	Einführung	261
B.	Soll-Normen der Corporate Governance	263
C.	Werttreiber der Corporate Governance	267
D.	Zusammenfassung	283
	Literaturverzeichnis	285
	Stichwortverzeichnis	299

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abbildungsverzeichnis	XV
Tabellenverzeichnis	XVII
Abkürzungsverzeichnis	XIX
Symbolverzeichnis	XXIII
Erster Teil: Einführung und Begriffsklärung	1
I. Beziehungen zwischen Unternehmensbewertung und Due Diligence ..	1
II. Objekte und Funktionen der Unternehmensbewertung	4
III. Zentrale Methoden der Unternehmensbewertung im Überblick	7
IV. Zusammenfassung	8
Zweiter Teil: Unternehmensbewertung	11
I. Entwicklungslinien und Konzeptionen	11
A. Objektive, subjektive und funktionale Werttheorie	11
B. Entscheidungsunterstützung	13
II. Mögliche Anlässe einer Unternehmensbewertung	15
III. Aufbau und Ablauf einer Unternehmensbewertung	16
A. Grundlegendes	16
B. Unternehmen als Bewertungsobjekte	17
1. Systematisierung	17
2. Personenunternehmen	19
3. Körperschaftrechtlich organisierte Unternehmen, rechtsfähige Stiftungen und Mischformen	21
4. Unternehmenszusammenschlüsse	24
C. Zeitpunkt und Vorgehensweise	25
D. Notwendige Informationen	26
E. Berichterstattung	31
F. Besonderheiten im Rahmen der controllingorientierten Unternehmensbewertung	31
IV. Relevante Wertkategorien	35
A. Einzel- und Gesamtwerte	35
B. Börsen- und Marktwert	38
C. Liquidationswert	41
1. Grundlegendes	41

2. Exkurs: Relevanz des Liquidationswerts im Rahmen der Rechnungslegung beim Eintritt von Unternehmenskrisen ...	42
D. Reproduktionswert	44
1. Teil- und Vollwertkonzeption	44
2. Fallstudie	47
E. Ertragswert	49
F. Auf dem Cashflow basierende Werte	50
G. Goodwill	51
H. Zusammenfassung	53
V. Zentrale Methoden der Unternehmensbewertung	54
A. Ertragswertmethode	54
1. Grundlegendes	54
2. Ermittlung der finanziellen Überschüsse	60
a. Rechnungslegungsanalyse	60
b. Unternehmens- und Umweltanalyse	62
c. Erfolgsplanung	65
c.a Allgemeines	65
c.b Planung des Zinsaufwands	66
c.c Planung der Ertragsteuern	68
(a) Grundlegendes	68
(b) Ertragsteuerbelastung auf Unternehmensebene	70
(c) Ertragsteuerbelastung auf Gesellschafterebene	71
(d) Besonderheiten bei Personengesellschaften	76
3. Kalkulationszinssatz	81
a. Relevanz des risikoangepassten Zinssatzes nach Steuern	81
b. Vergleich mit dem internen Zinssatz	85
4. Fallstudie	91
B. Discounted-Cashflow-Methoden	95
1. Überblick	95
2. Free-Cashflow-Methode	98
a. Aufbau und Einsatz	98
b. Systematisches Risiko und Unternehmensbeta	103
c. Tax CAPM	107
d. Fallstudie	110
3. Present-Value-Methode	115
a. Aufbau und Einsatz	115
b. Fallstudie	118
4. Lösung des Zirkularitätsproblems	121

C. Ermittlung des Liquidationswerts	126
1. Grundlegende Vorgehensweise	126
2. Fallstudie	128
D. Kombinationsverfahren	133
1. Verknüpfung von Substanz- und Ertragswert	133
2. Residualgewinnmethoden	137
a. EVA [®] -Konzept	137
b. Fallstudie	140
E. Zusammenfassung	143
VI. Ausgewählte Anlässe der Unternehmensbewertung	144
A. Aktien- und umwandlungsrechtliche Umstrukturierungen	144
1. Grundlegendes	144
2. Zwangsweiser Ausschluss	145
3. Unternehmensverträge	147
4. Eingliederung	148
5. Verschmelzung von Rechtsträgern	149
6. Spaltung	150
7. Formwechsel	151
8. Fallstudie	151
9. Zusammenfassung	153
B. Unternehmensbewertung zum Zwecke der Berechnung des Zugewinnausgleichs	154
1. Überblick	154
2. Bestimmung der Werte für das Anfangs- und Endvermögen	156
a. Unbegrenzte und begrenzte Lebensdauer	156
b. Problematik der ewigen Rente	159
c. Fallstudie	160
3. Zusammenfassung	161
C. Unternehmensbewertung im Rahmen der Rechnungslegung	163
1. Anwendungsfälle	163
2. Folgebewertung von Beteiligungen nach Handels- und Steuerrecht	164
a. Grundlegendes	164
b. Rückgriff auf Verfahren der Unternehmensbewertung	167
3. Zusammenfassung	169
D. Steuerliche Auswirkungen von Unternehmensbewertungen beim Gesellschafterein- und -austritt	170
1. Allgemeines	170

2. Veräußerung eines Mitunternehmeranteils an einen Dritten (Gesellschafterwechsel)	170
a. Entschädigung und steuerrechtliche Rahmenbedingungen ...	170
b. Fallstudie	172
3. Eintritt eines Gesellschafters in eine bestehende Personen- handelsgesellschaft	178
a. Anschaffung und Veräußerung des Mitunternehmeranteils ...	178
b. Fallstudie	179
4. Zusammenfassung	187
E. Unternehmensbewertung zur Entscheidung von Fortführung oder Liquidation im Rahmen des Schutzschirmverfahrens	188
1. Problemstellung	188
2. Struktur des Schutzschirmverfahrens	190
a. Systematisierung des insolvenzrechtlichen Entscheidungs- prozesses	190
b. Bedeutung der Gläubigerposition	191
3. Unternehmenswertbezogene Entscheidungsunterstützung	194
a. Konzepte vor Schutzschirmbeantragung	194
b. Unbesicherte Forderungen	195
c. Besicherte Forderungen	198
d. Berücksichtigung von Ertragsteuereffekten	200
d.a Grundlegendes	200
d.b Unbesicherte Gläubiger	201
d.c Besicherte Gläubiger	202
d.d Fallstudie	203
4. Zusammenfassung	205
VII. Einfluss der Unternehmensbewertung auf die Steuerbilanzplanung ...	207
A. Grundlagen der Steuerplanung	207
B. Steuerbilanzplanung	208
1. Einführung	208
2. Optimierungsmethodik und Kalkulationszinssatz	209
3. CAPM und WACC	213
4. Firmenbezogene Steuerbilanzpolitik	216
a. Entwicklung eines Standardmodells	216
b. Fallstudie	218
c. Ergebnis	220
5. Anteilseignerorientierte Steuerbilanzpolitik	220
a. Wiederanlage auf Gesellschafterebene	220

b. Anlage im internen Unternehmensbereich	222
6. Zusammenfassung	224
Dritter Teil: Due Diligence	227
I. Begriff, Informationen, Organisation	227
II. Traditionelle Formen der Due Diligence	230
III. Due Diligence und Sanierungsprüfung	232
A. Grundlegendes	232
B. Prüfung der Zahlungsunfähigkeit und der Überschuldung	233
IV. Aufbau und Einsatz einer Synergetic Due Diligence	237
A. Grundlegendes	237
B. Synergieeffekte und Synergiepotenziale	238
C. Wertuntersuchungsphase	241
1. Synergien im Überblick	241
2. Einzelbetrachtung	242
a. Preissynergien	242
b. Mengensynergien	242
c. Konditionensynergien	243
d. Verknüpfungssynergien	244
e. Zentralisierungssynergien	244
f. Investitionssynergien	245
g. Steuersynergien	245
h. Risikosynergien	245
D. Wertbestimmungsphase	246
1. Planung der Synergetic Cashflows	246
2. Planung der Diskontierungsfaktoren	248
a. WACC	248
b. CAPM	249
E. Wertrealisierungs- und Wertsteigerungsphase	251
1. Erforderliche Aktivitäten	251
2. Struktur eines Synergiecontrollings	252
a. Steuerung mithilfe des EVA [®] -Konzepts	252
b. Steuerung mithilfe der Balanced Scorecard	253
b.a Integrated Thinking im Rahmen des Akquisitions-	
prozesses	253
b.b Erweiterung auf sechs synergetische Kapitalarten	255
b.c Beziehungen zwischen den synergiebezogenen	
Kapitalarten	258
F. Zusammenfassung	260

V. Corporate Governance als Untersuchungsobjekt der Due Diligence ...	261
A. Einführung	261
B. Soll-Normen der Corporate Governance	263
1. Dualistischer Bezugsrahmen	263
2. Corporate Governance Reporting als Informationsbasis für die Due Diligence	265
a. Eingliederung in das Reportingsystem	265
b. Normativer Pflichtrahmen	265
C. Werttreiber der Corporate Governance	267
1. Reichweite des Analyserahmens	267
2. Zentrale vorstandsbezogene Informationen	268
3. Zentrale aufsichtsratsbezogene Informationen	271
4. Ausgewählte Instrumente zur Durchführung einer Evaluation des Aufsichtsrats	275
a. Evaluationstechniken	275
b. Aufsichtsrats-Scorecard	277
D. Zusammenfassung	283
Literaturverzeichnis	285
Stichwortverzeichnis	299